

Strategie Österreich & CEE

2. Quartal 2014

Geopolitik belastet Konjunkturaufhellung

- Zentraleuropa als wachstumsstärkste Region
- Ukraine und Russland leiden am stärksten
- CIS-Unternehmen im Bann der Geopolitik
- Differenzierter Aktienmarktausblick



**Raiffeisen
RESEARCH**

Strategie Österreich & CEE

Thema: Geopolitische Spannungen als Belastungsfaktor	3
Prognosen CEE inkl. Österreich	4
Anlagestrategie CEE inkl. Österreich	6
Spezialthema Ukraine: Zwischen Hammer und Amboss	10
Österreich	12
CE:	
Polen	14
Ungarn	16
Tschechische Republik	18
Slowakei	20
Slowenien	21
SEE:	
Kroatien	22
Rumänien	24
Bulgarien	26
Serbien	27
Bosnien und Herzegowina	28
Albanien	29
Kosovo	30
CIS:	
Belarus	31
Russland	32
Ukraine	34
Türkei	36
Sovereign Eurobonds	38
Corporate Eurobonds	40
Aktienmärkte	42
Technische Analyse	48
Indexgewichtung im Vergleich	50
Sektoren	51
Aktien – Top-Empfehlungen	55
Quantitative Analyse	60
Impressum und Abkürzungen	67

Erklärung:

e ... Schätzung
f ... Prognose
p ... vorläufige Ergebnisse
n.v. ... nicht verfügbar

Abkürzungsverzeichnis

Länder und Währungen

ALL	Albanischer Lek
BAM	Bosnische Mark
BGN	Bulgarischer Lev
BYR	Weißrussischer Rubel
CZK	Tschechische Krone
EKK	Estnische Krone
HUF	Ungarischer Forint
HRK	Kroatische Kuna
LTL	Litauischer Litas
LVL	Lettischer Lat
PLN	Polnischer Zloty
RON	Rumänischer Leu
RSD	Serbischer Dinar
RUB	Russischer Rubel
SIT	Slowenischer Tolar
SKK	Slowakische Krone
TRY	Türkische Lira
UAH	Ukrainische Hrywnia

Volkswirtschaftliche Abkürzungen

%Änd.	Prozentveränderung (nicht in Prozentpunkten)
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BP	Basispunkte
durchschn.	durchschnittlich
H/B	Handelsbilanz
FDI	Ausländische Direktinvestitionen
FX	Fremdwährung
L/B	Leistungsbilanz
LW	Lokale Währung
LSIK	Lohn-Stückkosten
NPL	notleidende Kredite
p.a.	im Jahresvergleich
p.m.	im Monatsvergleich
p.q.	im Quartalsvergleich
PP	Prozentpunkte
PPI	Produzentenpreisindex
VPI	Verbraucherpreisindex

Aktienindizes

BELEX15	Serbischer Aktienindex
BET	Rumänischer Aktienindex
BUX	Ungarischer Aktienindex
CROBEX10	Kroatischer Aktienindex
PX	Tschechischer Aktienindex
RTSI	Russischer Aktienindex
SASX-10	Bosnischer Aktienindex
WIG 20	Polnischer Aktienindex

Aktienkennzahlen

DR	Dividendenrendite
GW	Gewinnwachstum
KGW	Kurs-Gewinn Verhältnis
LGW	langfr. Gewinnwachstum

Länder

Eurozone (EWU)	Belgien, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien, Spanien, Zypern
CE	Mitteeuropäische Länder - Polen, Ungarn, Tschechien, Slowakei, Slowenien
SEE	Südosteuropäische Länder - Albanien, Bosnien und Herzegowina, Bulgarien, Kroatien, Kosovo, Rumänien, Serbien
CIS	Europäische GUS (Gemeinschaft unabhängiger Staaten) Länder - Russland, Ukraine, Belarus
CEE	Mittel- und Osteuropa (CE + SEE + CIS)

Geopolitische Spannungen als Belastungsfaktor

- **Wirtschaftsschwäche in CIS durch Ukraine/Russland-Konflikt verschärft**
- **Verbesserte Konjunkturprognosen für Zentraleuropa 2014**
- **Keine nennenswerten Beeinträchtigungen für Polen&Co durch Ukraine/Russland-Konflikt im Basisszenario**

Die alles bestimmende Thematik seit Februar ist die Auseinandersetzung zwischen der Ukraine und Russland, die bislang in der Annexion der Krim gipfelte. Wir gehen in unserem Hauptszenario davon aus, dass die Gebietsansprüche Russlands sich nicht weiter auf die Ostukraine ausdehnen. Dies schließt temporäre Streitigkeiten über die Sicherheitsfrage in der Ostukraine mit ein, führt aber zu keiner Eskalation mit militärischen Mitteln oder strengen Wirtschaftsblockaden zwischen EU/USA und Russland. Das verschärfte Klima zwischen Moskau und Kiew sind Anlass genug, um negative Auswirkungen auf die jeweiligen Volkswirtschaften und Finanzmärkte zu beschleunigen. So reduzierten wir jüngst die BIP-Prognose 2014 für Russland von 1,7 % auf 1 %, ebenso passten wir 2015 nach unten an. Der radikale Umbau der Ukraine mit IWF-Programm und Budgetkürzungen dürfte 2014 zu einem massiven Einbruch von 3 – 7 % beim BIP führen. Dagegen haben sich die Aussichten für Polen, Tschechien und Ungarn in den ersten Monaten 2014 weiter verbessert, sodass wir unsere Erwartung hinsichtlich BIP-Wachstum nochmals nach oben revidierten. Wenig Änderung gibt es im Ausblick für Südosteuropa. Für Österreich sind unsere BIP-Schätzungen seit über einem Jahr unverändert. Die Aufhellung des Konjunkturklimas in Zentraleuropa wäre jedoch in einem Eskalationsszenario mit harten beidseitigen ökonomischen Sanktionen zwischen EU und Russland und/oder militärischem Konflikt zweifelsfrei nach unten zu revidieren. Klar wäre dann auch, dass die negativen Implikationen für Russland langfristig schwerwiegender als für Europa wären.

Auswirkung auf Geldpolitik und Währungen

Die geopolitischen Spannungen führten zu deutlichen Kapitalabflüssen in beiden Krisenländern. Seit dem offenen Konflikt haben Russen neben Rubel- auch US-Dollar-Guthaben aufgelöst und in EUR, JPY und CHF getauscht. Die russische Notenbank reagiert auf die seit Herbst 2013 beschleunigte RUB-Abwertung mit moderaten Devisenstützungen, schrittweiser Anhebung der Bandbreiten des Währungskorbes (55% USD/45% EUR) und einer deutlichen Zinsanhebung. Dagegen musste die ukrainische Zentralbank restriktive Maßnahmen setzen, um trotz Interventionen die UAH-Abwertung in Grenzen zu halten. Wir können uns bis Juni einen weiterhin schwachen Rubel (über 37,2/USD) mit nachfolgender Gegenbewegung vorstellen. UAH/USD sollte sich mittelfristig zwischen 10,5 und 11,5 einpendeln. Leichte Erholungstendenzen orten wir beim PLN und CZK bis Jahresende.

Auswirkung auf Renten- und Aktienmärkte

Die stark angezogenen Renditen in Russland (über 9 % bei 10-jährigen Staatsanleihen) sind Ausdruck der Anlegerkepsis hinsichtlich politischer und wirtschaftlicher Berechenbarkeit. Für das zweite Quartal sehen wir kaum Entspannungstendenzen an den CEE-Rentenmärkten, so dass zeitweise mit weiteren Renditeanstiegen auch in Polen, Ungarn und Tschechien gerechnet werden muss. Der schwache Start der CEE Börsen ins Jahr 2014 kommt angesichts der geopolitischen Turbulenzen nicht überraschend. Wir sehen im Verlauf des zweiten Quartals noch Rückschlagspotenzial, erwarten jedoch mit Fortdauer eine stärkere Betonung der Fundamentaldaten und damit eine Kurserholung.

Finanzanalyst: Peter Brezinschek

Marktstrategie*

	Eurobonds		LW-Anleihen			FX
	EUR	USD	2J	5J	10J	
Bulgarien	H	-	-	-	-	-
Kroatien	V	V	-	-	-	H
Tschechien	H	H	H	H	H	K
Ungarn	K	H	H	H	V	V
Polen	H	H	H	H	V	K
Rumänien	H	H	H	H	H	H
Russland	-	H	K	K	H	V
Serbien	-	H	-	-	-	H
Slowakei	-	-	-	-	-	-
Slowenien	-	-	-	-	-	-
Türkei	K	K	K	H	K	H
Ukraine	V	V	-	-	-	V

*basiert auf absoluter erwarteter Performance:

- LW-Anleihen = Lokalwährungsanleihen, Performance in lokaler Währung

- Eurobonds: basiert auf erwarteter Spreadänderung RU, TR, UA FX-Empfehlungen gegen USD, andere gegen EUR

Horizont: Ende 2. Quartal 2014

H ... Halten, V ... Verkauf, K ... Kauf

Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Empfehlungen¹ - Aktienmärkte

Indizes	
Kauf	ATX, WIG 20, PX, BET, BIST Nat. 100
Halten	BUX, MICEX
Verkauf	CROBEX10

Aktien	
OMV	aktuell: EUR 32.25 ² Kursziel: EUR 39.50
Polytec	aktuell: EUR 7.76 ² Kursziel: EUR 9.50
Netia	aktuell: PLN 4.97 ² Kursziel: PLN 5.90
PKP Cargo	aktuell: PLN 91.00 ² Kursziel: PLN 103.0
Enel OIGK-5	aktuell: RUB 0.849 ² Kursziel: RUB 1.23

Empfehlungen¹ - Anleihenmärkte

Corporate bonds	
Kauf	HSBKKZ 7.25% fällig 2017, GAZPRU 6.212% fällig 2016

¹ Horizont: Ende 2. Quartal 2014; ² Der angegebene Kurs entspricht dem zuletzt verfügbaren Kurs um 6:30 (MEZ) am 19. März 2014

Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Reales BIP (% p.a.)

Länder	2012	2013	2014e	Konsensus	2015f	Konsensus
Polen	1,9	1,6	3,1	3,0	3,3	3,5
Ungarn	-1,7	1,1	2,0	2,1	2,0	2,1
Tschechien	-0,9	-0,9	2,3	2,0	2,4	2,6
Slowakei	1,8	0,9	2,2	2,3	3,0	3,0
Slowenien	-2,3	-2,0	-0,5	-0,6	1,5	0,9
CE	0,6	0,8	2,5	2,4	2,8	3,0
Kroatien	-2,0	-1,0	0,0	0,0	1,0	1,2
Bulgarien	0,8	0,8	2,0	1,7	3,5	2,4
Rumänien	0,6	3,5	2,3	2,8	2,5	3,4
Serbien	-1,7	2,2	1,0	1,3	2,0	2,4
Bosnien u. H.	-1,1	1,9	1,5	2,1	3,5	3,1
Albanien	1,6	1,3	2,0	2,0	3,0	2,5
Kosovo	2,5	3,0	3,0	n.v.	4,0	n.v.
SEE	-0,1	2,1	1,7	1,9	2,4	2,7
Russland	3,4	1,3	1,0	1,3	1,5	2,1
Ukraine	0,2	0,0	-5,0	-1,4	1,5	1,8
Belarus	1,7	0,9	0,5	1,6	1,5	2,8
CIS	3,1	1,2	0,5	1,1	1,5	2,1
CEE	2,2	1,2	1,2	1,5	1,9	2,4
Türkei	2,2	3,9	2,0	2,2	4,0	3,8
Österreich	0,9	0,4	1,5	1,5	2,3	1,9
Deutschland	0,9	0,5	1,8	1,8	2,5	2,0
Eurozone	-0,6	-0,4	1,5	1,1	2,0	1,4

Quelle: Thomson Reuters, Consensus Economics, Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)

Länder	2012	2013	2014e	2015f
Polen	3,7	0,9	1,2	2,1
Ungarn	5,7	1,7	1,1	3,2
Tschechien	3,3	1,4	1,3	2,0
Slowakei	3,6	1,4	0,7	2,7
Slowenien	2,6	1,8	1,8	2,0
CE	3,8	1,2	1,2	2,3
Kroatien	3,4	2,2	1,6	2,0
Bulgarien	3,0	1,2	2,2	3,5
Rumänien	3,3	4,0	2,1	3,3
Serbien	7,8	7,8	5,5	5,5
Bosnien u. H.	2,1	-0,1	2,5	2,5
Albanien	2,0	1,9	2,3	2,5
Kosovo	2,5	1,8	3,0	2,5
SEE	3,7	3,4	2,4	3,3
Russland	5,1	6,8	6,1	5,5
Ukraine	0,6	-0,2	6,0	7,5
Belarus	59,2	18,3	21,0	20,0
CIS	6,3	6,6	6,5	6,1
CEE	5,4	4,8	4,7	4,8
Türkei	8,9	7,5	7,4	7,3
Österreich	2,6	2,1	1,8	1,8
Deutschland	2,1	1,6	1,5	2,0
Eurozone	2,5	1,4	1,1	1,5

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Leistungsbilanz (% des BIP)

Länder	2012	2013	2014e	2015f
Polen	-3,5	-1,3	-2,8	-4,1
Ungarn	1,8	2,8	3,4	4,2
Tschechien	-2,4	-1,0	-0,5	-0,1
Slowakei	2,3	2,4	2,8	2,6
Slowenien	3,3	7,1	7,0	4,9
CE	-1,7	0,1	-0,6	-1,3
Kroatien	0,1	0,5	0,0	-0,2
Bulgarien	-1,3	1,5	0,7	-0,5
Rumänien	-4,4	-1,1	-2,0	-2,5
Serbien	-10,7	-4,8	-5,1	-5,8
Bosnien u. H.	-9,8	-5,9	-8,6	-10,2
Albanien	-8,8	-9,1	-9,2	-9,2
Kosovo	-8,0	-7,0	-7,7	-7,8
SEE	-4,4	-1,5	-2,4	-3,0
Russland	3,6	1,6	2,3	2,0
Ukraine	-2,5	-9,1	-5,9	-4,2
Belarus	-8,9	-9,7	-4,0	-6,1
CIS	2,5	0,4	1,4	1,1
CEE	0,7	0,1	0,4	-0,1
Türkei	-6,2	-7,8	-6,7	-5,6
Österreich	1,6	2,6	2,5	2,3
Deutschland	7,4	7,5	7,0	6,5
Eurozone	1,3	2,3	1,9	1,5

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)

Länder	2012	2013	2014e	2015f
Polen	-3,9	-4,1	-3,2	-2,8
Ungarn	-1,9	-2,9	-2,9	-2,9
Tschechien	-4,4	-2,5	-2,7	-2,9
Slowakei	-4,4	-2,8	-2,6	-2,4
Slowenien	-3,8	-7,0	-5,0	-4,0
CE	-3,8	-3,6	-3,1	-2,9
Kroatien	-5,0	-5,8	-4,9	-4,6
Bulgarien	-0,5	-1,9	-1,8	-1,3
Rumänien	-3,0	-2,5	-2,5	-2,3
Serbien	-6,4	-4,8	-6,9	-5,9
Bosnien u. H.	-2,0	-1,5	-1,0	-1,0
Albanien	-3,4	-6,0	-6,6	-4,5
Kosovo	-2,7	-2,7	-2,0	-2,0
SEE	-3,3	-3,3	-3,3	-2,9
Russland	0,4	-1,0	-0,5	-0,6
Ukraine	-5,5	-7,0	-4,0	-3,0
Belarus	0,5	0,0	0,0	0,0
CIS	-0,1	-1,4	-0,8	-0,8
CEE	-1,4	-2,2	-1,6	-1,5
Türkei	-2,1	-1,2	-2,5	-2,0
Österreich	-2,5	-1,6	-2,6	-0,9
Deutschland	0,1	-0,1	0,0	0,0
Eurozone	-3,7	-3,1	-2,6	-2,5

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Öffentliche Verschuldung (% des BIP)

Länder	2012	2013	2014e	2015f
Polen	55,6	57,1	49,9	49,8
Ungarn	80,2	79,2	81,6	80,9
Tschechien	46,2	46,3	47,3	48,3
Slowakei	52,2	54,8	56,9	56,5
Slowenien	54,0	65,0	70,0	72,0
CE	56,4	57,9	55,1	55,3
Kroatien	55,5	66,5	69,2	73,0
Bulgarien	18,5	19,0	22,0	20,0
Rumänien	38,0	37,9	38,4	38,5
Serbien	59,7	60,8	64,1	64,6
Bosnien u. H.	39,7	41,5	39,6	38,5
Albanien	61,5	68,0	72,0	68,0
Kosovo	18,0	20,0	22,0	22,0
SEE	40,9	43,2	44,8	45,0
Russland	10,5	12,0	13,0	14,0
Ukraine	36,8	40,3	52,0	53,0
Belarus	31,5	33,0	34,4	34,6
CIS	13,1	14,8	16,6	17,6
CEE	27,4	29,1	29,7	30,4
Türkei	39,8	38,5	38,2	37,3
Österreich	74,0	74,4	79,4	77,3
Deutschland	81,0	79,6	77,3	74,5
Eurozone	90,6	93,2	93,6	93,2

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)

Länder	2012	2013	2014e	2015f
Polen	72,7	71,0	68,7	66,5
Ungarn	131,1	123,6	121,3	114,4
Tschechien	50,5	51,1	49,8	49,3
Slowakei	71,5	81,6	82,9	83,9
Slowenien	115,7	113,6	115,2	115,5
CE	77,6	77,0	75,2	72,8
Kroatien	102,3	104,5	103,6	101,4
Bulgarien	94,9	91,4	89,1	82,4
Rumänien	75,7	67,5	65,5	64,1
Serbien	86,9	78,2	76,2	73,4
Bosnien u. H.	63,3	62,2	62,0	60,3
Albanien	24,7	26,5	25,9	26,8
Kosovo	14,8	14,4	13,9	13,4
SEE	80,4	75,1	73,1	70,7
Russland	30,9	34,1	42,3	43,0
Ukraine	74,4	78,9	107,1	106,3
Belarus	51,7	49,0	59,4	54,7
CIS	34,8	38,0	47,1	47,5
CEE	50,8	52,2	58,2	57,4
Türkei	42,0	44,1	51,9	53,2
Österreich	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Deutschland	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Eurozone	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wechselkurs EUR/LW (Durchschn.)

Länder	2012	2013	2014e	2015f
Polen	4,19	4,19	4,16	4,00
Ungarn	290,0	297,5	315,0	321,3
Tschechien	25,1	26,0	27,1	26,0
Slowakei	Euro	Euro	Euro	Euro
Slowenien	Euro	Euro	Euro	Euro
Kroatien	7,52	7,57	7,64	7,66
Bulgarien	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumänien	4,46	4,42	4,51	4,48
Serbien	113,1	113,2	116,0	119,0
Bosnien u. H.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanien	139,0	140,3	140,0	140,0
Kosovo	Euro	Euro	Euro	Euro
Russland	39,7	42,2	49,7	49,3
Ukraine	10,39	10,83	14,51	14,63
Belarus	10718	11788	14590	17197
Türkei	2,31	2,54	2,94	2,85
Österreich	Euro	Euro	Euro	Euro
Deutschland	Euro	Euro	Euro	Euro
USA	1,29	1,33	1,35	1,33

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Bonitätseinstufungen*

Länder	S&P	Moody's	Fitch
Polen	A-	A2	A-
Ungarn	BB	Ba1	BB+
Tschechien	AA-	A1	A+
Slowakei	A	A2	A+
Slowenien	A-	Ba1	BBB+
Kroatien	BB	Ba1	BB+
Bulgarien	BBB	Baa2	BBB-
Rumänien	BB+	Baa3	BBB-
Serbien	BB-	B1	B+
Bosnien u. H.	B	B3	k.R.
Albanien	B	B1	k.R.
Kosovo	k.R.	k.R.	k.R.
Russland	BBB	Baa1	BBB
Ukraine	CCC	Caa2	CCC
Belarus	B-	B3	k.R.
Türkei	BB+	Baa3	BBB-
Österreich	AAA	Aaa	AAA
Deutschland	AAA	Aaa	AAA

* für langfristige Fremdwährungsverbindlichkeiten

k.R. = kein Rating

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Wechselkursprognosen

Länder	19.Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Mär.15
vs EUR				
Polen	4,21	4,18	4,15	4,05
Ungarn	312,28	315,0	315,0	320,0
Tschechien	27,48	27,2	27,0	26,2
Kroatien	7,66	7,58	7,64	7,66
Rumänien	4,49	4,50	4,55	4,45
Serbien	115,87	116,0	115,0	118,0
Albanien	140,45	140,0	139,0	141,0

vs USD				
Russland	36,0	37,2	37,4	36,7
Ukraine	10,16	11,00	11,25	11,50
Belarus	9860	10800	11400	12600
Türkei	2,24	2,22	2,15	2,15

EUR/USD	1,38	1,35	1,30	1,35
---------	------	------	------	------

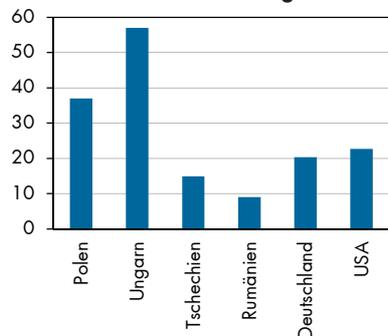
¹ 17:00 (MEZ)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

2-j. Anleihenrendite-Prognosen

Länder	19.Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Mär.15
Polen	2,90	3,3	3,4	3,7
Ungarn	4,50	5,0	5,1	5,6
Tschechien	0,03	0,6	0,8	1,1
Kroatien	2,70	2,9	3,2	3,6
Rumänien	3,63	3,8	4,0	4,3
Russland	7,48	8,0	7,3	7,8
Türkei	10,98	11,0	10,9	10,5
Österreich	0,16	0,3	0,3	1,1
Deutschland	0,17	0,2	0,2	1,0
USA	0,42	0,5	0,6	1,2

¹ 17:00 (MEZ); Staatsanleihen in lokaler Währung
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Erwartete Renditeänderung



BP-Änderung der Rendite der Staatsanleihe in 3 Monaten
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Aktienmarktkennzahlen

	Gewinnwachstum		Kurs/Gewinn-Verhältnis	
	14e	15f	14e	15f
ATX	30,4%	24,2%	13,6	11,0
WIG 20	2,0%	10,7%	13,2	11,9
BUX	-11,1%	15,1%	9,8	8,5
PX ¹	46,8%	14,9%	13,2	11,4
MICEX	3,7%	0,4%	4,7	4,7
BET	30,2%	-1,9%	10,1	10,3
CROBEX10	-18,3%	-5,2%	26,9	28,4
BIST Nat. 100	8,2%	19,0%	9,5	8,0

¹ Tschechien (PX): exkl. Orco Property
Quelle: Thomson Reuters, IBES, Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Leitzinssatzprognosen

Länder	19.Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Mär.15
Polen	2,50	2,50	2,50	3,25
Ungarn	2,70	2,40	2,40	2,40
Tschechien	0,05	0,05	0,05	0,25
Rumänien	3,50	3,50	3,50	3,50
Russland	7,00	7,00	6,00	6,00
Türkei	10,00	10,00	10,00	10,00

Eurozone	0,25	0,25	0,25	0,25
USA	0,25	0,25	0,25	0,50

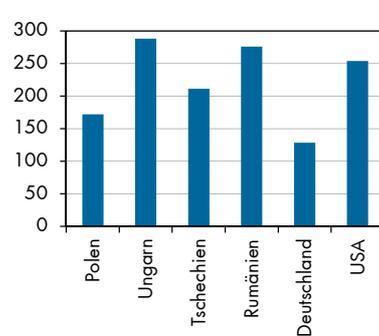
¹ 17:00 (MEZ)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

5-j. Anleihenrendite-Prognosen

Länder	19.Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Mär.15
Polen	3,76	3,9	4,0	4,2
Ungarn	4,78	5,3	5,4	6,0
Tschechien	0,89	1,2	1,4	2,0
Kroatien	4,20	4,4	4,5	4,6
Rumänien	4,67	4,9	5,0	5,3
Russland	7,90	9,0	8,4	8,8
Türkei	10,74	11,2	11,1	10,4
Österreich	0,78	1,0	1,3	2,0
Deutschland	0,64	0,8	1,1	1,9
USA	1,71	1,9	2,1	2,5

¹ 17:00 (MEZ); Staatsanleihen in lokaler Währung
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Renditestruktur



Spread zwischen 3M und 10-j. Laufzeit in BP
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Aktienindexprognosen

	Indexschätzungen			
	19.Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Mär.15
ATX	2.484	2.600	2.500	2.660
WIG 20	2.361	2.500	2.400	2.580
BUX	17.053	17.400	17.100	18.300
PX	989	1.030	1.020	1.060
MICEX	1.319	1.350	1.320	1.380
BET	6.272	6.660	6.550	6.800
CROBEX10	980	960	940	1.010
BIST Nat. 100	65.487	69.500	68.000	71.000

¹ 23:59 (MEZ) in Lokalwährung
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

3M Geldmarktzinssatz-Prognosen

Länder	19.Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Mär.15
Polen	2,51	2,71	2,79	3,54
Ungarn	2,75	2,70	2,80	3,00
Tschechien	0,04	0,10	0,20	0,35
Kroatien	0,35	0,90	1,10	1,50
Rumänien	2,55	2,90	2,95	3,05
Russland	9,32	9,75	9,30	9,40
Türkei	11,80	11,70	11,30	11,30
Eurozone	0,31	0,30	0,30	0,40
USA	0,23	0,30	0,30	0,70

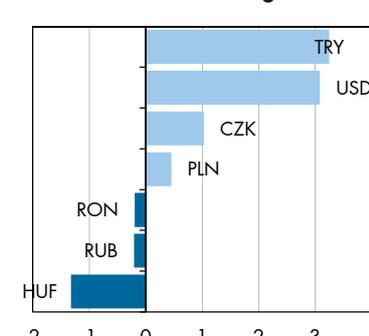
* 17:00 (MEZ)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

10-j. Anleihenrendite-Prognosen

Länder	19.Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Mär.15
Polen	4,23	4,6	4,7	4,9
Ungarn	5,63	6,2	6,3	7,0
Tschechien	2,15	2,3	2,5	3,2
Kroatien	4,61	5,5	5,5	5,5
Rumänien	5,31	5,4	5,6	5,8
Russland	9,15	9,5	8,7	9,0
Türkei	10,66	10,6	10,7	9,9
Österreich	1,87	2,1	2,2	2,9
Deutschland	1,60	1,8	2,0	2,7
USA	2,77	3,0	3,3	3,6

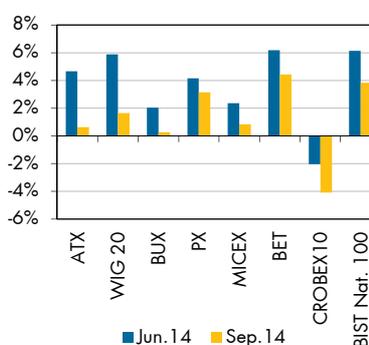
¹ 17:00 (MEZ); Staatsanleihen in lokaler Währung
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Wechselkursveränderung*



*Prognosen vom 30.06.2014 vergl. zu 19.03.2014, LVV vs. EUR (%); Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Erwartete Aktienindexperformance



Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Durchwachsener Start ins Jahr 2014

- Krim-Krise sorgte für schwierige CEE Marktverhältnisse
- Aktien gegen Anleihen – riskantere Assets Hauptleidtragende der erhöhten Unsicherheit
- Im Aktiensegment stach Rumänien positiv hervor

Summe voriges Quartal¹

RBI-Portfolio (in EUR)	-5,99%
Benchmark (in EUR)	-5,70%
RBI-Outperformance (in EUR)	-0,29%
davon: Gewichtung Aktien vs. Anleihen	-0,36%
Regionale Aktiengewichtung	0,05%
Gew. EB vs. LW-Anleihen	0,00%
Ländergew. bei LW-Anleihen	0,01%
Ländergew. bei EB EUR	0,00%
Ländergew. bei EB USD	0,00%
Gemeinsame Effekte / Duration	0,01%

¹ 31.12.2013 - 19.03.2014
EB...Eurobonds
Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Periode 1: 31.12.2013 - 29.01.2014

RBI-Portfolio (in EUR)	-3,35%
Benchmark (in EUR)	-3,30%
RBI-Outperformance (in EUR)	-0,06%
davon: Gewichtung Aktien vs. Anleihen	-0,10%
Regionale Aktiengewichtung	0,04%
Gew. EB vs. LW-Anleihen	0,00%
Ländergew. bei LW-Anleihen	0,00%
Ländergew. bei EB EUR	0,00%
Ländergew. bei EB USD	0,00%
Gemeinsame Effekte/Duration	0,00%

EB...Eurobonds
Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Periode 2: 29.01.2014 - 03.03.2014

RBI-Portfolio (in EUR)	-3,40%
Benchmark (in EUR)	-3,18%
RBI-Outperformance (in EUR)	-0,22%
davon: Gewichtung Aktien vs. Anleihen	-0,26%
Regionale Aktiengewichtung	0,03%
Gew. EB vs. LW-Anleihen	0,00%
Ländergew. bei LW-Anleihen	0,00%
Ländergew. bei EB EUR	0,00%
Ländergew. bei EB USD	0,00%
Gemeinsame Effekte/Duration	0,00%

EB...Eurobonds
Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Periode 3: 03.03.2014 - 19.03.2014

RBI-Portfolio (in EUR)	0,77%
Benchmark (in EUR)	0,78%
RBI-Outperformance (in EUR)	-0,02%
davon: Gewichtung Aktien vs. Anleihen	0,00%
Regionale Aktiengewichtung	-0,02%
Gew. EB vs. LW-Anleihen	0,00%
Ländergew. bei LW-Anleihen	0,00%
Ländergew. bei EB EUR	0,00%
Ländergew. bei EB USD	0,00%
Gemeinsame Effekte/Duration	0,00%

EB...Eurobonds
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

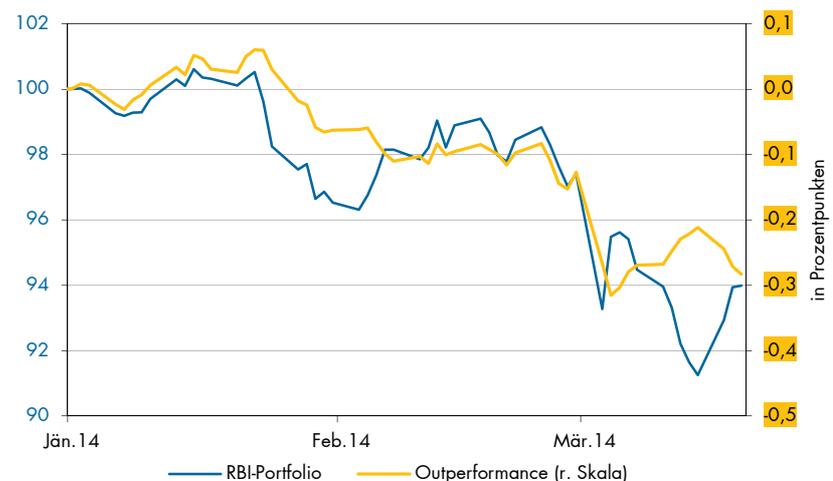
Die von der Ukraine ausgehende geopolitische Entwicklung wirkte sich ebenso turbulent auf den Finanzmarkt aus. Die in Q1 dadurch erhöhte Volatilität am Aktienmarkt und bei den Währungen resultierte im Portfolio in einer Underperformance von 29 BP. Vor allem die Übergewichtung von Aktien gegenüber Anleihen in Periode 1 und teilweise in Periode 2 resultierte in einer Underperformance von 36 BP.

Innerhalb des **Aktiensegments** konnte trotz der schwierigen Umstände in CEE eine Outperformance von über 5 BP erzielt werden. Die Übergewichtung von rumänischen Aktien über nahezu das ganze Q1 hinweg, finanziert über Russland, entwickelte sich zu einer Outperformance von fast 7 BP. Während Tschechien gegenüber Kroatien ein Plus von 1 BP verzeichnete, lieferten die Positionierungen im ungarischen und polnischen Aktienmarkt ein Minus von fast 3 BP.

Innerhalb des Segments der **Lokalwährungsanleihen** wurde in der Periode 1 und Anfang der Periode 2 Rumänien übergewichtet, finanziert über die Türkei und Tschechien, was zu einem neutralen Ergebnis führte. Ende der zweiten Periode wurden russische Anleihen unter- und polnische Anleihen übergewichtet. Diese Positionierung wurde auch in der dritten Periode beibehalten und erzielte eine Performance von rund 2 BP. Insgesamt verzeichneten die Lokalwährungsanleihen eine Outperformance von rund 1 BP und hatte somit nur geringen Einfluss auf das Gesamtportfolio.

Finanzanalyst: Stefan Theußl

Performance 2013



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Historische Performance CEE-Portfolio

	2012	2013	Seit Jahresbeginn
Benchmark	21,90%	-2,41%	-5,73%
Portfolio	21,07%	-2,54%	-6,01%
Relative Performance	-0,83%	0,12%	-0,29%

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Geopolitische Unsicherheit dämpft Aktienmarktstimmung

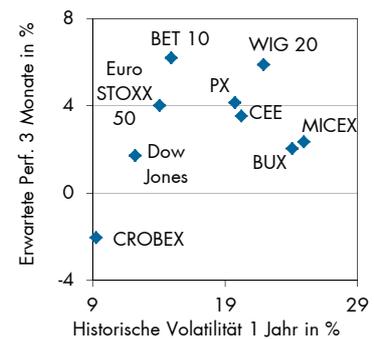
- CEE am stärksten vom Ukraine/Russland-Konflikt betroffen
- Erhöhte Unsicherheit an den Aktienmärkten mahnt zur Vorsicht
- Währungen rücken in den Vordergrund

Die im Vergleich zu den etablierten Märkten bereits **erhöhte Volatilität in CEE** gewann durch die Krim-Krise weiter Auftrieb. Trotz der konjunkturellen Stützung - hervorgerufen durch die sich einstellende Erholung in der Eurozone - und der günstigen Bewertung der Aktienmärkte hat sich das **Risiko-Ertrags-Profil bei Aktien verschlechtert**. Gründe dafür sind insbesondere auf der Risikoseite zu finden. Die historische Volatilität stieg nicht nur bei den Aktienindizes merklich an sondern auch bei den Wechselkursen. Kapitalabflüsse, nicht nur aus dem Aktiensegment sondern auch aus Lokalwährungsanleihen, bestätigen die vorherrschende Unsicherheit der Investoren vornehmlich bezüglich Russland und Ukraine. Aus Portfoliosicht war die Performance im ersten Quartal durchwachsen. Die Aktienmärkte reagierten aufgrund der Ereignisse in der Ukraine negativ. Jedoch, gegeben keine weitere Eskalation bezüglich des Krim-Konflikts (unser Basisszenario), erwarten wir die **Aktienmärkte** in CEE auf diesem Niveau **seitwärts**. Auch bei den Währungen sollte eine Beruhigungsphase einkehren. Kursgewinne sind auf der **Anleienseite** wegen zu Ende gehender Zinssenkungszyklen (Ausnahmen: Ungarn, Türkei) eher nicht mehr zu erwarten. Im Vergleich zu den etablierten Märkten ist das **Zinsniveau** aber **attraktiv** wobei die Währungen und das von der US Fed weiterverfolgte Tapering zu erhöhter Volatilität führen können.

Außerdem bleibt das Risiko, dass, sollte sich die Lage neuerlich verschärfen, weitere Sanktionen seitens des Westens gegenüber Russland verhängt werden, was sowohl die Aktienmärkte als auch die Wechselkurse nochmals belasten würde. Andererseits würde eine schnelle politische Lösung den abverkauften Assetklassen wahrscheinlich starken Auftrieb verleihen können. Im CEE Portfolio bleiben wir daher in Summe **neutral zwischen Aktien und Anleihen**.

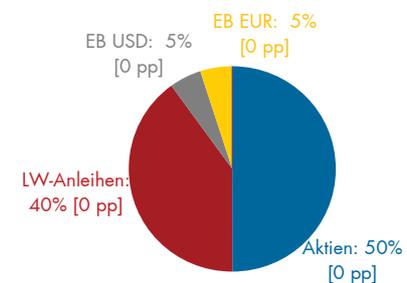
Finanzanalyst: Stefan Theußl

Risiko-Ertrags-Vergleich (%)



In Lokalwährung
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Gewichtung Portfolio CEE Q2 2014



LW...Lokalwährung
[-], [+]= Über-/Untergewichtung relativ zur Benchmark
[0] = keine Veränderung
Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Historische Volatilität & Performance (%)

Länder	Aktien ¹						Renten					
	Volatilität ²		Performance		Performance 5 Jahre p.a. ³		Volatilität ²		Performance		Performance 5 Jahre p.a. ³	
	EUR	LW	EUR	LW	EUR	LW	EUR	LW	EUR	LW	EUR	LW
Tschechien	18,5	18,1	3,5	4,0	-1,1	-0,6	2,9	1,4	0,9	1,3	7,0	7,5
Ungarn	27,0	24,0	-13,3	-9,4	6,6	7,3	10,8	4,0	-3,5	0,9	12,3	13,0
Polen	22,2	19,9	-1,6	-0,7	13,3	11,2	6,7	3,0	0,1	1,0	9,3	7,3
Rumänien	16,0	15,4	-2,4	-1,7	22,1	23,1	3,9	1,0	-0,4	0,3	4,7	5,6
Russland	33,9	29,0	-19,8	-13,0	8,0	9,7	16,3	9,0	-13,5	-4,5	7,5	9,4
Türkei	35,6	26,9	-7,1	-2,9	14,2	20,7	18,8	7,8	-4,4	-0,1	4,1	10,0
Kroatien	9,3	9,1	-7,3	-6,8	3,4	3,9	2,5	2,5	1,8	1,8	8,2	8,2
CEE	23,8	-	-5,7	-	-	-	5,5	-	-1,4	-	-	-

¹ MSCI Indizes; ² Volatilität über 3 Monate, annualisiert; ³ 5-Jahres-Return, annualisiert
Volatilität in EUR; 3-Monatsvolatilität annualisiert; Performance seit Jahresanfang
LW...lokale Währung
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Risikoaversion dominiert

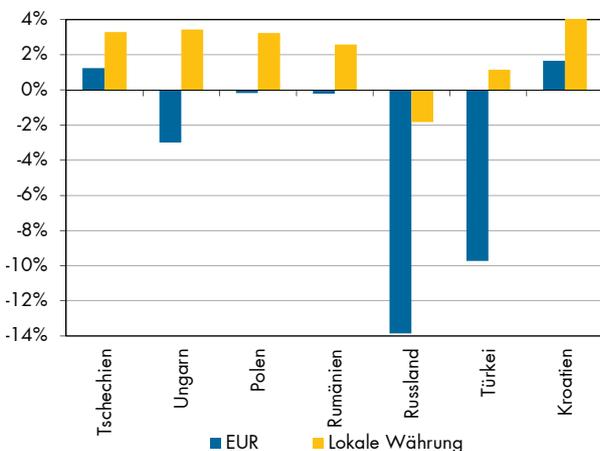
- **Wenig Potenzial für Kurssteigerungen aufgrund tiefer Zinsen**
- **Risiken durch Wechselkursvolatilität eher hoch**
- **Weitere Kapitalabflüsse aus Russland wahrscheinlich**

Portfolio-Gewichtungen: Anleihen¹

	Portfolio	Benchmark	Abweichung
EB USD	10,0%	10,0%	0,0%
EB EUR	10,0%	10,0%	0,0%
LW	80,0%	80,0%	0,0%
Tschechien	21,0%	20,0%	1,0%
Ungarn	19,0%	20,0%	-1,0%
Polen	45,0%	45,0%	0,0%
Rumänien	6,0%	5,0%	1,0%
Russland	4,0%	5,0%	-1,0%
Türkei	5,0%	5,0%	0,0%
Kroatien	0,0%	0,0%	0,0%

¹ Anteil in Prozentpunkten
Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Historische relative Performance*



* seit 3 Monaten, Lokalwährungsanleihen gegenüber Portfolio-Anleihebenchmark
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Die aus dem Konflikt zwischen der EU und Russland entstandenen geopolitischen Spannungen führten zu Kapitalabflüssen aus Osteuropa, infolgedessen wurden auch die **Wechselkurse zwischen Euro und CEE-Währungen** in Mitleidenschaft gezogen. Aufgrund der Unsicherheit über den Verlauf dieses Konflikts gehen wir eher von größeren Performanceschwankungen bei CEE-Anleihen aus. Zudem stellt sich auch das Potenzial für weitere Kurssteigerungen aufgrund des überwiegend beendeten Zinssenkungszyklus als beschränkt dar.

Die **tschechische Notenbank** belässt den Leitzinssatz auf einem Rekordtief von 0,5 % p.a., wodurch hier weitere Renditerückgänge beschränkt sind. Für den Wechselkurs zwischen Euro und tschechischer Krone erwarten wir, dass er sich auf mittlere Sicht um 27,00 EUR/CZK seitwärts bewegen wird. Dementsprechend gewichten wir Tschechien anleiheseitig mit 1 PP über. Die Rendite von 10 jährigen **rumänischen Anleihen** ist relativ betrachtet sehr attraktiv und wir erwarten hier seitens der Notenbank keine weiteren Zinssenkungen. Somit nehmen wir bei rumänischen Anleihen auch aufgrund des relativ stabil bleibenden Wechselkurses von EUR/RON eine Übergewichtung von 1 PP vor.

Um das Wachstum der ungarischen Wirtschaft weiter zu unterstützen, sind wir der Ansicht, dass auf Jahressicht die Notenbank indirekte Maßnahmen zur weiteren Abwertung des Forint gegenüber dem Euro setzen wird. Daher rechnen wir mit einer negativen Performance **ungarischer Anleihen**, weshalb wir sie mit 1 PP untergewichten. Aufgrund der angekündigten Sanktionen seitens der EU besteht ein erhebliches Wechselkursrisiko für Veranlagungen in Russland. Infolgedessen, gewichten wir **russische Anleihen** trotz ihres erwarteten Renditerückganges mit 1 PP unter.

Finanzanalyst: Stefan Memmer

Erwartete Rentenperformance (%)

Länder	3M		6M		9M		12M	
	EUR	LW	EUR	LW	EUR	LW	EUR	LW
Tschechien	0,4	-0,6	-0,2	-1,9	-1,8	-5,6	-2,0	-6,6
Ungarn	-3,3	-2,4	-2,2	-1,4	-5,2	-2,9	-6,9	-4,6
Polen	-1,5	-2,3	-0,4	-1,9	0,9	-1,8	2,5	-1,5
Rumänien	1,0	1,1	-0,6	0,6	1,0	1,1	2,7	1,6
Russland	-0,8	-0,6	12,1	9,0	12,8	10,4	12,0	10,9
Türkei	6,6	3,1	16,2	4,8	15,6	5,8	25,7	17,7
Kroatien	2,4	1,3	3,0	2,7	3,8	4,1	5,5	5,5

Nicht annualisiert; 10j. US-Staatsanleihen; LW...lokale Währung
Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Defensive Gewichtung bevorzugt

- Vorerst hohe Volatilität aufgrund politischer Spannungen
- Tschechien und Rumänien als potenzielle Outperformer
- Wachstumsaussichten in Ungarn begrenzt

Aufgrund der Spannungen zwischen der Europäischen Union und Russland hinsichtlich des Krim-Konfliktes erlitten die Indizes in der CEE-Region bereits im Vorfeld starke Verluste. Da der Machteinfluss über die Ukraine/Russland-Krise ständig neue Richtungen einschlagen könnte, erwarten wir, dass die Performance von **CEE-Aktien** möglicherweise größeren Schwankungen ausgesetzt sein könnte als in den etablierten Märkten.

Vor diesem Hintergrund bevorzugen wir eine defensive Allokation innerhalb unseres Portfolios, indem wir Rumänien und Tschechien mit 1 PP übergewichten. Das niedere Zinsniveau und die politischen Reformen seitens der Regierung sollten die Aufwärtsdynamik an der **rumänischen Börse** gut unterstützen. Zudem sprechen auch die soliden Bewertungen und die positiven Gewinnaussichten für eine Übergewichtung rumänischer Aktien. Hingegen sind **tschechische Titel** aufgrund ihrer **hohen Dividendenrendite** attraktiv, sodass wir bei ihnen im Umfeld eines sehr niederen Zinsniveaus von einer zukünftigen Outperformance ausgehen. Ob sich die Erholung des Wirtschaftswachstums in Ungarn in dem gezeigten Ausmaß fortsetzen sollte, bleibt unserer Einschätzung nach fraglich. Darüber hinaus erscheinen **ungarische Aktien** auch aus bewertungstechnischer Sicht als **relativ teuer**. Daher fehlen wesentliche Faktoren, die für eine gute Performance ungarischer Titel sprechen. In Russland erwarten wir auch mittelfristig eine Fortsetzung des schwachen Wirtschaftswachstums, zudem könnten Sanktionen seitens der Europäischen Union die **Kapitalabflüsse aus dem russischen Markt** noch zusätzlich forcieren. Aus diesen Gründen und um unser Portfolio gegenüber hohen Abwärtsrisiken abzusichern, gewichten wir russische und ungarische Aktien mit jeweils 1 PP unter.

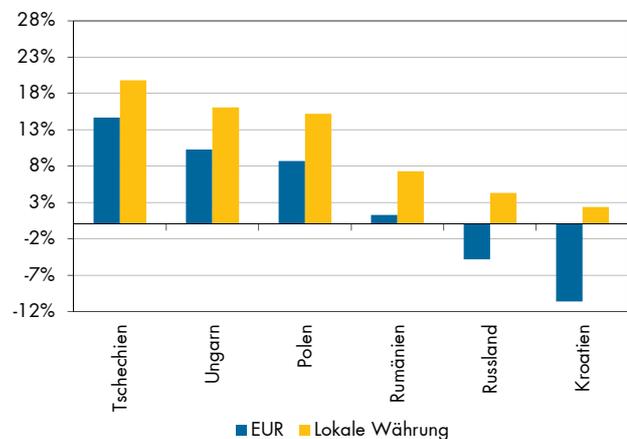
Finanzanalyst: Stefan Memmer

Portfolio-Gewichtungen: Aktien

	Portfolio	Benchmark	Abweichung
Tschechien	16,0%	15,0%	1,0%
Ungarn	11,0%	12,0%	-1,0%
Polen	25,0%	25,0%	0,0%
Russland	39,0%	40,0%	-1,0%
Kroatien	3,0%	3,0%	0,0%
Rumänien	6,0%	5,0%	1,0%

Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Historische relative Performance*



* zu MSCI CEE, seit 3 Monaten

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Erwartete Aktienperformance (%)

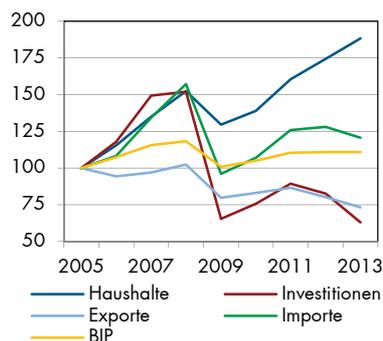
Länder	3M		6M		9M		12M	
	EUR	LW	EUR	LW	EUR	LW	EUR	LW
Polen	6,7	5,9	3,2	1,7	13,1	10,1	13,7	9,3
Ungarn	1,2	2,0	-0,6	0,3	6,4	9,1	4,7	7,3
Tschechien	5,2	4,1	5,0	3,1	13,7	9,2	12,4	7,2
Russland	2,1	2,4	3,7	0,8	8,4	6,1	5,6	4,6
Rumänien	6,1	6,2	3,2	4,4	9,1	9,2	9,5	8,4
Kroatien	-1,0	-2,0	-3,8	-4,1	1,8	2,0	3,1	3,1

Nicht annualisiert, LW...lokale Währung
Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Ukraine: Zwischen Hammer und Amboss

- **Basisszenario unter Akzeptanz des status quo in der Krim; keine wesentliche zusätzliche Einmischung Russlands**
- **Ökonomische Stabilisierung erfordert Implementierung von IWF/EU Bedingungen und Hilfen in 2014 und darüber hinaus**
- **Politische Stabilität entscheidend für Vermeidung tieferer Rezession, Abwertung und russischer Interventionen**
- **Internationale Eskalation würde die Weltwirtschaft und besonders die ukrainische Wirtschaft treffen**

Private Haushalte treiben Wachstum*



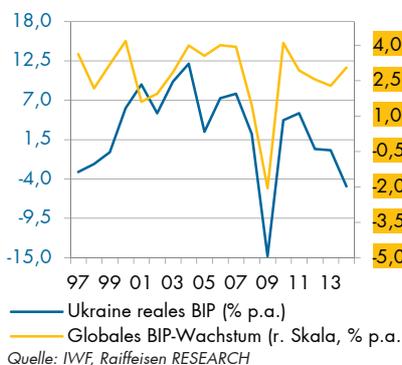
* Reales BIP indiziert (2005=100)
 Quellen: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Basisszenario

Unser **Basisszenario** für die Ukraine, dem wir die höchste Wahrscheinlichkeit zumessen (und das auch die **Grundlage** für unsere **Finanzmarktprognosen** für CEE und die westlichen Volkswirtschaften bildet), geht davon aus, dass die aktuell Situation in der Ukraine selbst und zwischen Russland und dem Westen **nicht noch weiter signifikant eskaliert**. Unser Basisszenario beruht auf der Annahme, dass die Ukraine und der Westen den gegebenen status quo bezüglich der Krim akzeptieren, während **Russland** von jeder weiteren indirekten und/oder direkten **Einmischung** in der Ukraine **Abstand nimmt**. In diesem Szenario partieller Deeskalation erwarten wir uns eine **Schrumpfung des ukrainischen BIPs um 3-7 %** im Jahr 2014. Die **Inflation** – 2013 praktisch bei Null – wird wahrscheinlich auf **zweistellige Werte** (10 bis 14 % p.a.) hochschnellen. Bereits im Jahr 2015 könnte sich die Wirtschaft wieder erholen, teilweise unterstützt von der UAH-Abschwächung und den IWF-Strukturereformen. Dennoch wird in diesem Jahr aufgrund der innenpolitischen Kontroversen sowie von der schmerzlichen **Korrektur der hohen Doppeldefizite** eine **Anpassungsrezession** erfolgen. Die erwartete IWF/EU-Finanzhilfe für die Ukraine wird auf die deutliche Reduktion der unhaltbaren fiskalischen und außenwirtschaftlichen Position abzielen. Aus politischer Perspektive betrachtet, sollten die **Strukturereformen und die Einschnitte bei den Staatsausgaben vorgezogen** werden, d.h. bereits von der Übergangsregierung in Angriff genommen werden. Eine verzögerte und langwierigere Rezession würde eine Gefahr für die politische Stabilität darstellen. In unserem Basisszenario gehen wir von einer mehr oder weniger geordneten **USD/UAH-Abwertung** bis auf ein Niveau bei 11,5 zum Jahresende 2014 aus (das würde einer Abwertung von ca. 30-40 % vom Kursniveau vor der Anpassung bei 8,2 entsprechen). Der IWF scheint über den Zustand des Bankensektors sowie dem damit verbundenen möglichen Rekapitalisierungsbedarf besorgt zu sein. Wir neigen deshalb zu der Ansicht, dass das IWF/EU-Hilfspaket keine übermäßig großen zeitnahen Belastungen für den einheimischen Bankensektor vorsieht. Der Übergang auf eine **größere Wechselkursflexibilität** wird höchstwahrscheinlich **zeitlich gestreckt**, während eine Restrukturierung der Staatsschulden in lokaler Währung (derzeit eine Befürchtung des Marktes) die ukrainischen Banken ebenfalls zu stark belasten würde.

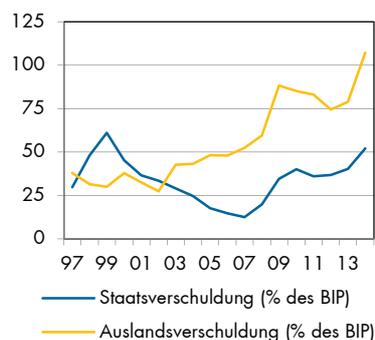
Auch unser **optimistisches Basisszenario** bringt große ökonomische Belastungen mit sich und kommt **nicht ohne entscheidende Reformen** fiskalischer Natur aus. Beispielsweise werden die ukrainische Staatsschuldenquote oder der Anteil der Auslandsschulden in Relation zum BIP ihre Höchstwerte der letzten 10-15 Jahre erreichen (zum Teil auch aufgrund schulden-generierender Anteile des dringend benötigten IWF/EU-Finanzhilfspaketes). Zudem muss das Szenario von einer einigermaßen stabilen politischen Situation in Kiew und im ganzen Land unterstützt werden und die **Reformdynamik** und das Bekenntnis zu einer **stabilitätsorientierten Wirtschaftspolitik** über das Jahr 2014 hinaus Bestand haben. Nur innerhalb eines solchen Szenarios kann das dringend benötigte **IWF/EU-Hilfspaket im Jahr 2014 und darüber hinaus implementiert** werden. Änderungen im politischen Sys-

UA vs. globales BIP-Wachstum



Quelle: IWF, Raiffeisen RESEARCH

Staats- und Auslandsschulden



Quellen: IWF, Raiffeisen RESEARCH

tem erscheinen unvermeidlich, wären aber höchstwahrscheinlich auf eine größere Autonomie der Regionen beschränkt. Gleichzeitig sind wir der Meinung, dass die ökonomische und politische Unsicherheit hoch bleiben wird, zumindest bis zu den Präsidentschaftswahlen gegen Ende Mai.

Was könnte schiefgehen?

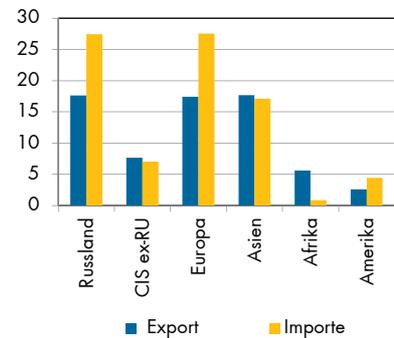
Änderungen der genannten Parameter könnten in der Ukraine und darüber hinaus **dramatische wirtschaftliche Negativszenarien** auslösen. Wenn in der Ukraine **keine breit abgestützte politische Stabilisierung** zustandekommt, wird die drohende Rezession tiefer und langwieriger ausfallen. Diese Annahme basiert weitgehend auf der Tatsache, dass die südlichen und südöstlichen Provinzen der Ukraine einen erheblichen Beitrag zum ukrainischen BIP leisten und einen Großteil der ukrainischen Exportbasis bilden. Potentielle Einbrüche des ukrainischen BIP-Wachstums in einem unfreundlicheren Umfeld lassen sich mit einem Blick auf **BIP-Rückgänge in anderen Ländern** abschätzen, die eine unvorteilhafte Kombination einer tiefen Anpassungs- und **schweren Finanzkrise** durchmachen mussten, in einigen Fällen noch vor dem Hintergrund eines schwierigen innenpolitischen und/oder internationalen **politischen Umfelds** (in einigen Fällen sogar mit **Staatszusammenbrüchen und Abspaltungen**). Das Ergebnis in einem größeren Länder-Sample war eine kumulative BIP-Kontraktion von im Durchschnitt rund 16 %. In der Regel verteilte sich diese über mindestens zwei Jahre, bei einem ersten BIP-Rückgang um 6-7 %, gefolgt von einer zweiten Kontraktion im Ausmaß von 8-10 % im zweiten Krisenjahr. Im Hinblick auf diese Erfahrungen kann ein signifikanter Einbruch des ukrainischen BIP in 2014 (zumindest im höheren einstelligen Bereich) und das Risiko eines weiteren Schrumpfungsjahres 2015 nicht ausgeschlossen werden.

Die Abwesenheit einer **politischen Stabilisierung** könnte auch die so dringend benötigte **rasche Implementierung des IWF/EU-Hilfspaketes** erschweren. Eine nur partielle Implementierung des IWF/EU-Programms würde jedoch signifikante Risiken mit sich bringen. Beispielsweise würde der UAH-Abwertungsdruck zunehmen, was USD/UAH-Kurse im Bereich von USD/UAH 12-13 zum Jahresende 2014 zur Folge haben könnte. Ein solches Szenario würde im Vergleich zu unserem Basisszenario auch den Druck auf den Bankensektor signifikant erhöhen. Wenn die **breit abgestützte politische Stabilisierung in der Ukraine nicht zustandekommt**, würde dies auch das **Risiko einer** zunehmenden indirekten und/oder direkten **russischen Einmischung** erhöhen. Dies würde zweifellos zu einer Verschärfung der ohnedies angespannten Situation zwischen dem Westen und Russland führen. Dann wäre mit einer weiteren Eskalationsrunde zu rechnen. Unser Basisszenario gründet indessen auf einem soliden globalwirtschaftlichen Hintergrund (z.B. verglichen mit der Situation in 2008/2009). Dieser würde sich jedoch im Fall **scharfer westlicher Wirtschaftssanktionen gegen Russland** markant verschlechtern.

Breiter gefasste Wirtschaftssanktionen gegen Russland würden die ohnedies bereits **geschwächte russische Wirtschaft**, russische Assets und insbesondere den RUB **erheblichem Druck** aussetzen. Diese Entwicklung hätte dann natürlich auch signifikante **Auswirkungen auf die ukrainische Volkswirtschaft**. Die Handelsbeziehungen zwischen Russland und der Ukraine würden schweren Schaden nehmen. Überdies würde eine zusätzliche Abwertung der Wechselkurse wichtiger CIS-Währungen zusätzlichen UAH-Abwertungsdruck erzeugen.

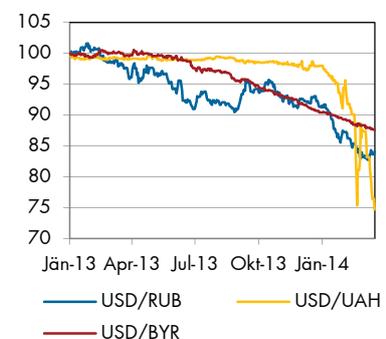
Finanzanalysten: Gunter Deuber, Andreas Schwabe, CFA

Export und Import



* von Gütern (USD Mrd., 2012)
Quelle: Ukrainisches Staatliches Statistikkomitee

UAH vs. CIS-Währungen



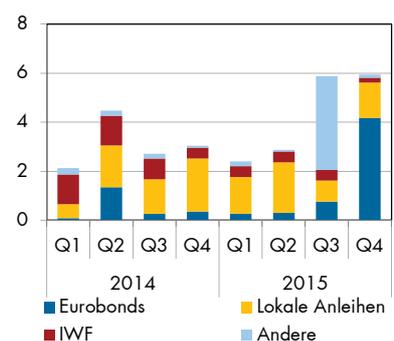
* Indexierte Grafik: Jänner 2013 = 100
USD/RUB: 5-Jahres-Hoch 36.63, 5-Jahres-Tief 27.28
USD/UAH: 5-Jahres-Hoch 10.7, 5-Jahres-Tief 7.6
USD/BYR: 5-Jahres-Hoch 9870, 5-Jahres-Tief 2711
Quellen: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Krisen-verursachter BIP-Rückgang

Kroatien 1990-1993	-48
Slovakei 1990-1993	-27
Slovenien 1990-1992	-19
Tschechien 1990-1992	-13
Serbien 1999	-11
Georgien 2009	-4
Ukraine 2009	-15
Mittelwert (Median)	-16

* Prozentpunkte
Quelle: wiiv, IWF, Raiffeisen RESEARCH

Fälligkeitsprofil Staatsschulden*

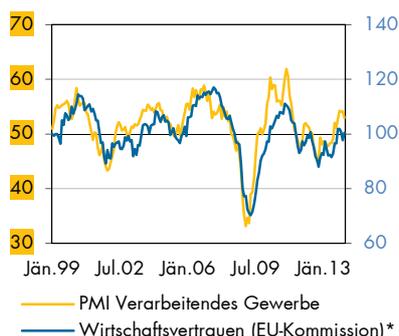


* USD Mrd.
Quellen: Bloomberg, IWF, Raiffeisen RESEARCH

Moderater Konjunkturaufschwung verläuft nach Plan

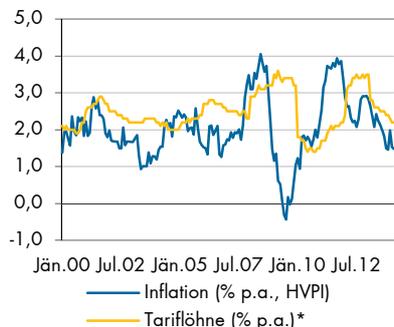
- Zaghafte Konjunkturbelebung im zweiten Halbjahr 2013 eingesetzt
- Binnennachfrage sollte sich zur treibenden Kraft hinter Konjunkturerholung aufschwingen
- Belebung der noch verhaltenen Beschäftigungsentwicklung erwartet
- Geringere Inflation begünstigt Reallohnentwicklung

Aufwärtstrend intakt



*rechte Skala
Quelle: Thomson Reuters, Markit, Raiffeisen RESEARCH

Geringe Inflation stützt Reallohne



*OeNB-Tariflohnindex
Quelle: Thomson Reuters, OeNB, Raiffeisen RESEARCH

Die **konjunkturelle Durststrecke** Österreichs wurde im zweiten Halbjahr 2013 überwunden. So legte das reale BIP im dritten und vierten Quartal um 0,2 % p.q. bzw. 0,3 % p.q. zu. Auch wenn die Konjunkturbelebung nach wie vor in entscheidendem Maße vom Außenbeitrag getragen war, stabilisierte sich die Binnennachfrage im Verlauf des Jahres 2013 zusehends und steuerte ab dem zweiten Quartal 2013 wieder positive Beiträge zum BIP-Quartalswachstum bei. Allerdings war dies zu einem großen Teil getragen vom staatlichen Konsum, während der private Konsum stagnierte. Die zaghafte Ausweitung der Bruttoanlageinvestitionen wiederum ist ausschließlich auf den Bausektor zurückzuführen, der rückläufige Ausrüstungsinvestitionen (p.q.) ausgleichen konnte. Im Gesamtjahr 2013 legte das reale BIP um 0,4 % zu nach 0,9 % im Jahr zuvor (2012). Zwar verzeichneten wichtige Vorlaufindikatoren, wie das Wirtschaftsvertrauen oder der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe, seit Dezember 2013 leichte Rückgänge. Vor allem letztgenanntem Indikator ging dieser Bewegung jedoch ein deutlicher Anstieg in der zweiten Hälfte des Jahres 2013 voraus – leichte Rückgänge sind daher als vorübergehende Konsolidierung zu werten. Überdies notiert der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe nach wie vor klar im Expansionsbereich. Somit signalisieren die Vorlaufindikatoren eine **weitere Beschleunigung der Konjunkturbelebung im Verlauf des Jahres 2014**. Der Höhepunkt der Konjunkturdynamik sollte dabei im Winterhalbjahr 2014/2015 erreicht werden. Es ist jedoch davon auszugehen, dass die Dynamik der Belebung verhaltener ausfallen wird als in vorangegangenen Aufschwungphasen. So sollte 2014 das durchschnittliche reale BIP-Wachstum im Quartalsvergleich bei historisch gesehen moderaten 0,5 % liegen, gefolgt von 0,6 % im darauf folgenden Jahr 2015. Ein entscheidender Konjunkturimpuls sollte dabei vom sich verbessernden außenwirtschaftlichen Umfeld ausgehen, was sich in steigenden Exporten widerspiegeln dürfte. Nichtsdestotrotz ist über den Prognosehorizont mit geringeren

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2012	2013	2014e	2015f
Reales BIP (% p.a.)	0,9	0,4	1,5	2,3
Privater Konsum (% p.a.)	0,5	-0,2	0,8	1,6
Bruttoanlageinvestitionen (% p.a.)	1,6	-0,9	2,0	4,1
Nominelle Exporte (% p.a.)	3,8	5,0	7,0	8,4
Nominelle Importe (% p.a.)	2,3	2,7	6,4	8,6
Handelsbilanz (Güter u. Dienstl., EUR Mrd.)	9,9	14,0	15,9	17,0
Leistungsbilanz (EUR Mrd.)	4,9	8,1	8,1	7,7
Konsol. Budgetsaldo (EUR Mrd.)*	-7,7	-4,9	-8,4	-3,0
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)*	-2,5	-1,6	-2,6	-0,9
Arbeitslosenquote (EU Def.)	4,4	4,9	4,8	4,7
Verbraucherpreise (% p.a.)	2,6	2,1	1,8	1,8
Reallohne (% p.a.)	0,7	0,4	0,5	0,9
Lohnstückkosten (% p.a.)	3,0	2,6	1,5	1,9

* Gesamtstaat: Bund, Länder, Gemeinden und Sozialversicherungsträger
Quelle: Statistik Austria, Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Beiträgen des Außenhandels zum BIP-Quartalswachstum zu rechnen. Denn vor dem Hintergrund einer sich verfestigenden **Binnennachfrage**, die sich zur **treibenden Kraft hinter der fortgesetzten Konjunkturbelebung** aufschwingen dürfte, sollte neben den Exporten auch die Importtätigkeit an Dynamik gewinnen.

Für den Fall von Wirtschaftssanktionen zwischen der EU und **Russland**, die nicht unser Basisszenario darstellen, wären konjunkturelle Auswirkungen auf Österreich zu erwarten. Allerdings ist zu erwähnen, dass der Handel zwischen Österreich und Russland nach wie vor relativ gering ist. Lediglich 2,8 % (EUR 3,5 Mrd.) der österreichischen Güterexporte (2013) gehen nach Russland, von dort bezieht Österreich wiederum 2,4 % seiner Güterimporte (hauptsächlich Energie/Brennstoffe).

Auch wenn die Kapazitätsauslastung nach wie vor unterdurchschnittlich ist, dürften die Bruttoanlageinvestitionen nach der verhaltenen Entwicklung in den vergangenen Quartalen vom **günstigen Finanzierungsumfeld** und der Notwendigkeit zur Umsetzung von **Ersatzinvestitionen** profitieren. Für eine **Belebung der Investitionstätigkeit** spricht auch das Industrietrauen, das seit einigen Monaten wieder über dem langfristigen Durchschnitt notiert. Auch der **private Konsum sollte in den kommenden Quartalen eine höhere Dynamik an den Tag legen**. Tendenziell Unterstützung kommt dabei vom Arbeitsmarkt: Zwar hat das Beschäftigungsniveau in weiten Teilen des Jahres 2013 lediglich stagniert (p.m.), zuletzt war jedoch wieder ein zaghafter **Beschäftigungsaufbau** zu beobachten. Spätestens in der zweiten Hälfte des laufenden Jahres sollte die Beschäftigungsentwicklung wieder stärker nach oben gerichtet sein. **Allerdings ist auch 2015 mit keinem signifikanten Rückgang der Arbeitslosenquote (internationale Definition) zu rechnen**. Denn die Zunahme des Arbeitskräfteangebotes dürfte sich über den gesamten Prognosehorizont fortsetzen und damit den Rückgang der Arbeitslosigkeit bremsen. Rückenwind sollte der private Konsum auch von der Reallohnentwicklung erhalten. Denn obgleich sich das Lohnwachstum in den zurückliegenden Monaten abgeschwächt hat, entwickelten sich die Reallohne aufgrund rückläufiger Inflationsraten (p.a.) trotzdem positiv. Überdies dürfte der Anstieg der Nominallohne nach einer leichten Abschwächung auf 2,3 % in diesem Jahr 2015 wieder etwas höher ausfallen (2,7 %). **Die Inflationsentwicklung sollte auch 2014 und 2015 eine positive Reallohnentwicklung begünstigen**. So ist die Teuerung (p.a.) nach einem kurzen Anstieg im Dezember in den beiden Folgemonaten wieder zurückgegangen. Trotz Steuererhöhungen ist sowohl 2014 (1,8 %) als auch 2015 (1,8 %) mit geringeren Inflationsraten zu rechnen als 2013 (2,1 %).

Finanzanalyst: Matthias Reith

BIP: Nach Wirtschaftsbereichen

Veränderung (% p.a., real)	2012	2013	2014e	2015f
Land- und Forstwirtschaft	-8,0	-1,4	0,0	0,0
Bergbau, Warenherstellung	1,1	1,1	3,2	4,0
Energie-/Wasserversorgung	9,7	12,7	0,5	4,0
Bauwesen	0,8	0,2	1,5	2,5
Handel	-1,7	-1,4	0,5	2,2
Verkehr	-1,0	-0,6	1,2	2,5
Beherbergungs- u. Gastst.	1,6	-2,2	1,0	1,5
Information u. Kommunikation	-1,5	-2,0	1,0	2,0
Kreditwesen u. Versicherung	2,7	0,0	0,5	2,2
Realitätenwesen	1,7	0,7	1,5	2,5
Sonstige wirt. Dienstl.	0,8	0,4	2,0	3,0
Öffentlicher Dienst	-0,2	0,3	0,2	0,5
Gesundheit, Sozialwesen	2,0	1,4	1,4	1,5
Sonstige Dienstleistungen	1,1	1,3	1,7	2,0
Bruttoinlandsprodukt	0,9	0,4	1,5	2,3

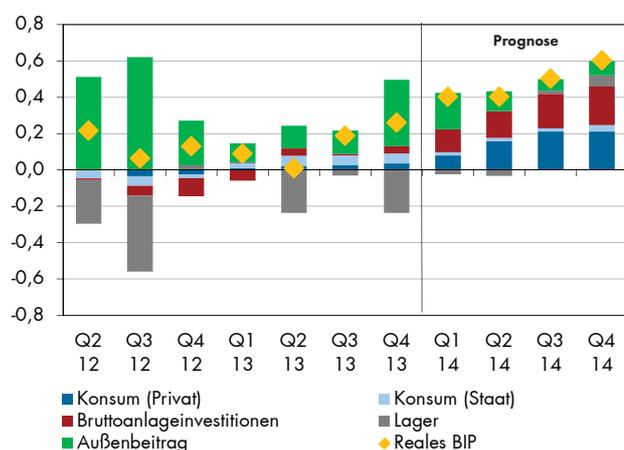
Quelle: Statistik Austria, Raiffeisen RESEARCH

BIP: Verwendung

Veränderung (% p.a., real)	2012	2013	2014e	2015f
Privater Konsum	0,5	-0,2	0,8	1,6
Öffentlicher Konsum	0,2	0,1	0,7	0,7
Bruttoanlageinvestitionen	1,6	-0,9	2,0	4,1
Ausrüstungen	2,1	-3,1	3,3	4,7
Bauten	2,5	0,7	1,0	3,6
Exporte	1,2	2,8	5,1	6,5
Importe	-0,3	0,6	4,4	6,7
Bruttoinlandsprodukt	0,9	0,4	1,5	2,3

Quelle: Statistik Austria, Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Beiträge* zum Wachstum des realen BIP (p.q.)

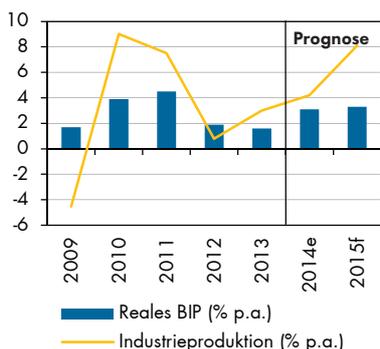


*in Prozentpunkten
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Aufschwung nimmt in inflationsfreiem Umfeld an Fahrt auf

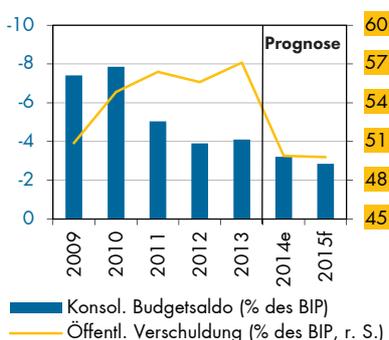
- **Binnennachfrage dürfte nun auch Beitrag zu BIP-Wachstum leisten**
- **Fehlender Inflationsdruck ermutigt geldpolitischen Rat, die Zinsen zumindest bis Ende Q3 2014 stabil zu halten**
- **Allmähliche Normalisierung der Renditen in Kernmärkten sollte Renditen signifikant nach oben schieben...**
- **... aber leicht stärkerer Zloty unterstützt unsere Halten-Empfehlung für polnische Staatsanleihen**

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Budgetsaldo & öffentl. Verschuldung



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsausblick

Die polnische Wirtschaft setzte ihren Erholungskurs in Q4 2013 fort und legte nach 1,9 % p.a. in Q3 auf 2,7 % p.a. zu. Die Wachstumsstruktur gibt Anlass zu gedämpftem Optimismus, beruht sie doch nicht ausschließlich auf Nettoexporten, sondern auch auf neu erwarteten Impulsen der Binnennachfrage. Die zuletzt verzeichnete **Aufwärtsdynamik beim Privatkonsum** ist hauptsächlich der niedrigen Inflation zu verdanken, die Reallohnzuwächse und damit eine höhere Kaufkraft der Privathaushalte ermöglicht. Wir erwarten uns, dass dieser Faktor sich noch immer stützend auf die Wirtschaft auswirken wird, da kein Inflationsdruck zu bemerken ist und der **Verbraucherpreisindex (VPI) mindestens bis Ende Q3 bei rund 1 % p. a.** bleiben wird. Der niedrige VPI und nicht vorhandene Inflationsdruck rechtfertigen die **Entscheidung des geldpolitischen Rats (MPC), die Zinsen mindestens bis Ende Q3 2014 auf dem aktuellen Tiefstand zu belassen.** Wir prognostizieren, dass es in Q4 infolge des verbesserten Wirtschaftsausblicks und einer höheren Inflationswahrscheinlichkeit zu ersten Zinsanhebungen kommen wird.

Wir gehen folglich davon aus, dass das BIP-Wachstum in den kommenden Quartalen Fahrt aufnehmen wird und sehen diese Prognose auch durch die hohen PMI-Werte bestätigt. Da andererseits die Situation auf dem Arbeitsmarkt nach wie vor unbefriedigend ist, bleiben wir bei unserer Ansicht, dass das Tempo der **Wirtschaftsbeschleunigung im Gesamtjahr 2014 die Marke 3,1 %** nicht überschreiten wird. Ein kürzlich entstandenes Risiko für den wirtschaftlichen Ausblick stellt das russische Embargo gegen Schweinefleisch polnischer Produzenten dar. **Im Falle sich verschlechternder Beziehungen zwischen Russland und Polen könnte die Exportdynamik einen beträchtlichen Dämpfer erfahren.**

Angesichts der besseren Wachstumsaussichten dürfte dieses Jahr auch eine Verbesserung der Budgetbilanz bringen, zusätzlich unterstützt durch die Reform des Pensionssystems, die einen **Rückgang der Staatsschuldenquote in Relation zum**

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015f
Nominelles BIP (Mrd. EUR)	311,1	354,7	370,4	381,5	389,0	411,8	450,9
Reales BIP (% p.a.)	1,7	3,9	4,5	1,9	1,6	3,1	3,3
Industrieproduktion (% p.a.)	-4,5	9,0	7,5	0,8	3,0	4,2	8,1
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	11,0	12,1	12,4	12,8	13,6	13,1	12,7
Bruttoindustriellöhne (% p.a.)	4,4	3,3	5,0	3,4	2,6	3,3	5,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	3,4	2,1	7,6	3,3	-1,3	2,5	2,6
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	1,2	2,1
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	3,5	3,1	4,6	2,4	0,7	2,0	2,5
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-7,4	-7,9	-5,0	-3,9	-4,1	-3,2	-2,8
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	50,9	54,8	56,4	55,6	57,1	49,9	49,8
Leistungsbilanz (% des BIP)	-3,9	-5,1	-4,9	-3,5	-1,3	-2,8	-4,1
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	55,2	70,0	75,7	82,6	81,0	83,7	89,7
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	62,5	66,9	67,5	72,7	71,0	68,7	66,5
EUR/PLN (Jahresdurchschnitt)	4,33	3,99	4,12	4,19	4,19	4,16	4,00
USD/PLN (Jahresdurchschnitt)	3,10	3,01	2,96	3,26	3,15	3,08	3,01

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

BIP um ca. 9 Prozentpunkte erbrachte. Wir erwarten uns folglich ein Ergebnis, das geringfügig unter 50 % des BIP liegt.

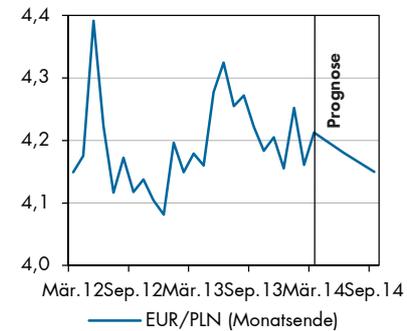
Finanzmarktausblick

Der günstigen BIP-Entwicklung zum Trotz führten hauptsächlich externe Faktoren zu den ausgesprochen volatilen Bewegungen des Zloty während des ersten Quartals 2014. Dennoch sollte das förderliche ökonomische Umfeld in den kommenden Monaten aufrecht bleiben, und wir sagen eine Beruhigung der externen politischen Situation für das zweite Quartal voraus. Inzwischen hat der geldpolitische Rat seinen Inflationsausblick abwärts korrigiert. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die erste Zinsanhebung, die zunächst für Q3 2014 erwartet worden war, nunmehr verschoben wird. Trotzdem erwarten wir uns einen etwas stärkeren Zloty gegenüber EUR, wenngleich das Tempo der Aufwertung verglichen mit unseren früheren Annahmen etwas zurückzunehmen ist. Wir glauben an den Beginn einer restriktiven Zinspolitik bereits in Q4 2014, d.h. im November. Trotz dieser PLN-günstigen Annahmen muss betont werden, dass der Zloty eine gegenüber externen Schockereignissen anfällige Währung bleibt. Im Falle größerer Unsicherheiten im globalen Rahmen sowie in der CEE-Region ist mit steigender Volatilität zu rechnen.

Im Gegensatz zu unseren Erwartungen im Dezember, als unsere letzte Quartalsstrategie veröffentlicht wurde, hat sich der allmähliche Anstieg der PLN-Renditen im Einklang mit der Entwicklung der Kernmarktrenditen verschoben. Die Deutschen Bund-Anleihen verzeichneten in den letzten Wochen infolge einer Flucht in die Qualität eine starke Nachfrage, die der strukturell gerechtfertigten Normalisierung des Kernmarktes und dementsprechend der PLN-Renditen im Wege stand. Angesichts unserer Annahmen länger anhaltender Spannungen im Umfeld des Ukraine-Konflikts dürfte der Großteil der Kernmarkt-Renditensteigerungen erst in H2 2014 auf uns zukommen, wodurch unsere allgemeine Erwartung zyklisch ansteigender Kernmarktrenditen intakt bleibt. Die polnische LW-Zinskurve dürfte diese Entwicklungen widerspiegeln, während die Aufwärtstendenz bei PLN-Renditen bereits von inländischen Treibern, beispielsweise den Preisentwicklungen, unterstützt werden sollte. Unser mittelfristig pessimistischer Ausblick auf den Markt bleibt somit bestehen. Die Kombination einer moderat kräftigeren Landeswährung und einer allmählichen Renditensteigerung veranlasst uns zur Beibehaltung unserer neutralen Empfehlung für den Staatsanleihenmarkt über den gesamten Prognosehorizont hinweg. So wie mit Bezug auf unsere FX-Markteinschätzung, stellt eine allfällige Eskalation der geopolitischen Situation auch diesbezüglich das größte Risiko für unsere Prognosen dar.

Finanzanalysten: Paweł Radwański, Raiffeisen Polbank, Warschau; Stephan Imre, RBI Wien

Wechselkursentwicklung



EUR/PLN: 5J-Hoch 4,74, 5J Tief 3,83
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

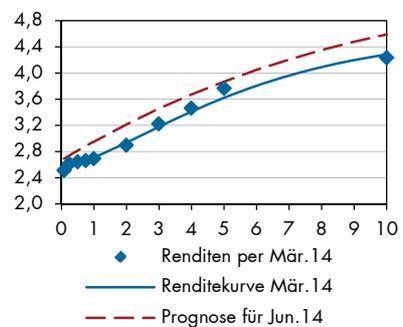
Wechselkursprognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
EUR/ PLN	4,21	4,18	4,15	4,10	4,05
Kons.		4,09	4,07	4,04	4,01

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
USD/ PLN	3,05	3,10	3,19	3,04	3,00
Kons.		3,10	3,12	3,13	3,07

¹ 17:00 (MEZ)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

PLN-Renditekurve (%)



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Zinsprognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
Leitzinssatz	2,50	2,50	2,50	2,75	3,25
Konsensus		2,50	2,63	2,88	3,38

1 Monat ²	2,41	2,61	2,61	2,86	3,36
3 Monate ²	2,51	2,71	2,79	3,16	3,54
Konsensus		2,73	2,83	3,11	3,54

6 Monate ²	2,54	2,76	2,97	3,35	3,72
12 Monate ²	2,59	3,08	3,35	3,75	4,46

¹ 17:00 (MEZ) ² Geldkurs (bid rate)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Renditeprognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
2-j. Anleihe ²	2,90	3,3	3,4	3,6	3,7
Kons.		3,2	3,4	3,6	3,8

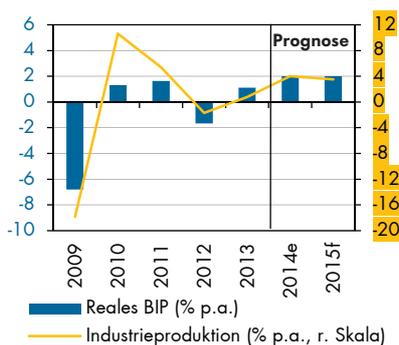
5-j. Anleihe ²	3,76	3,9	4,0	4,2	4,2
10-j. Anleihe ²	4,23	4,6	4,7	4,8	4,9
Kons.		4,7	4,8	4,9	5,1

¹ 17:00 (MEZ) ² Rendite auf der Briefseite (ask yield)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

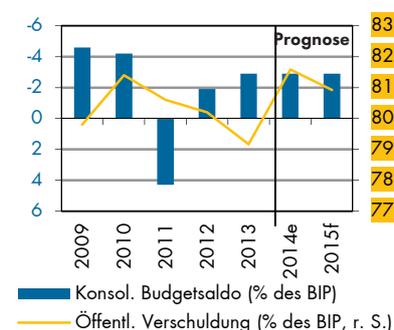
Staatssektor als Wachstumsmotor

- Nach 1,1 % BIP-Wachstum in 2013 erwarten wir 2 % Wachstum für 2014
- Inflation am Tiefpunkt
- Beschäftigung auf 21-Jahreshoch – hauptsächlich dank staatlicher Initiativen
- Regierende Fidesz-Partei als wahrscheinlicher Wahlsieger im April

Reales BIP (% p.a.)



Budgetsaldo & öffentl. Verschuldung



Wirtschaftsausblick

Das Jahr 2013 brachte für die ungarische Wirtschaft tatsächlich eine **Wende in unterschiedlichen Bereichen**. Das BIP-Wachstum erreichte im Jahresvergleich 1,1 %, die Investitionstätigkeit und die Bauindustrie konnten die fünf bis sechs Jahre währende Flaute beenden, und auch der Privatkonsum hat gegen Ende der Periode an Fahrt aufgenommen. Die **Beschäftigung stieg zum Jahresende auf über 4 Millionen**, das ist der höchste Wert seit 1992. Einschränkend muss allerdings darauf hingewiesen werden, dass die Verbesserung in erster Linie dem öffentlichen Sektor zu verdanken ist, während im Privatsektor allenthalben Stagnation herrschte.

Was den Ausblick betrifft, glauben wir an eine weitere Verstärkung der positiven Trends im Jahr 2014 und prognostizieren ein BIP-Wachstum von 2 %. Außerdem sind wir der Meinung, dass der Privatsektor einen größeren Beitrag zum Wirtschaftswachstum leisten wird. Die anziehende Nachfrage in den wichtigsten Exportmärkten, neue Kapazitäten in der Autoindustrie und die langsame Erholung der Binnennachfrage tun dem Unternehmenssektor gut. Dessen Wettbewerbsposition profitiert von der HUF-Abwertung (die Landeswährung hat in Q1 2014 gegenüber Q1 2013 4 % an Wert eingebüßt) sowie von den günstigen Krediten über den Wachstumsfinanzierungsplan der Zentralbank. Dies ändert freilich nichts daran, dass das ungarische Wachstumsmodell nach wie vor vom Staatssektor dominiert wird. Offensichtlich geht die Regierung in ihrer Wirtschaftspolitik davon aus, dass der notleidende Privatsektor vom Staat entweder ersetzt oder in manchen Fällen vom Staat gestützt werden sollte (vor allem was den lokalen KMU-Sektor betrifft).

Erhebliche Sektorsteuern für ausgewählte Branchen, neu eingeführte Steuern und die verfügbaren EU-Mittel würden eine weitere Zunahme der staatlichen Interventionen und öffentlichen Investitionen ohne Schaden für **das in 2014 verlangte**

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	91,5	96,3	101,3	96,1	97,9	96,4	99,6
Reales BIP (% p.a.)	-6,8	1,3	1,6	-1,7	1,1	2,0	2,0
Industrieproduktion (% p.a.)	-17,8	10,6	5,4	-1,7	0,8	4,0	3,5
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	9,8	11,1	11,0	10,9	10,4	8,0	6,8
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	3,8	5,5	6,2	6,2	5,7	4,6	4,5
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	4,9	4,5	4,3	4,3	0,7	1,7	3,6
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	4,2	4,9	3,9	5,7	1,7	1,1	3,2
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	5,6	4,7	4,1	5,0	0,4	2,8	3,4
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-4,6	-4,2	4,3	-1,9	-2,9	-2,9	-2,9
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	79,8	81,4	80,6	80,2	79,2	81,6	80,9
Leistungsbilanz (% des BIP)	-0,2	1,1	0,8	1,8	2,8	3,4	4,2
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	30,0	33,7	37,8	33,9	33,0	33,0	33,0
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	149,9	143,5	130,3	131,1	123,6	121,3	114,4
EUR/HUF (Jahresdurchschnitt)	280,1	275,3	279,4	290,0	297,5	315,0	321,3
USD/HUF (Jahresdurchschnitt)	200,9	207,5	200,7	225,6	224,0	233,3	241,5

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Budgetdefizit bei unter 3 % des BIP ermöglichen. Die externen Gleichgewichte dürften sich weiter verbessern. Der weitere Abbau von Fremdwährungskrediten sorgt für abnehmende Gefährdungen von dieser Seite.

Das Jahr 2014 ist ein Wahljahr. Die allgemeinen Parlamentswahlen sind für den 6. April angesetzt. Dabei hat die regierende **Fidesz-Partei gute Chancen auf ihre Wiederwahl.** Laut Umfragen besteht sogar die Möglichkeit einer Zweidrittelmehrheit, wie schon in den Wahlen des Jahres 2010. Wenn das Basisszenario stattfindet (d.h. die Fidesz gewinnt die Wahlen), ist kaum mit umfangreicheren wirtschaftspolitischen Änderungen zu rechnen.

Finanzmarktausblick

Die wahrscheinliche Fortsetzung des Zinssenkungszyklus dürfte den Forint bei anhaltender externer Unsicherheit auch im 2. Quartal unter Druck setzen. Wir erkennen sogar ein signifikantes Risiko kurzzeitiger Ausschläge auf Kurse über die Marke von 320 im April/Mai. Danach rechnen wir allerdings für das restliche zweite Quartal mit einer gewissen Unterstützung wegen des wahrscheinlichen Endes des Zinssenkungszyklus und einer Beruhigung der Situation im Konflikt zwischen Ukraine und Russland. Indessen ist nach den umfangreichen HUF-Verlusten in den letzten paar Monaten kaum mit einer Rückkehr auf Kurse bei EUR/HUF 300 zu rechnen. Da die Zentralbank ebenso wie die Regierung einem schwächeren Forint wohlwollend gegenüberstehen, erwarten wir uns eine Fortsetzung der HUF-Abwertung in den nächsten Quartalen. Zum Jahresende 2014 könnte uns diese Entwicklung in die Nähe eines Kurses von EUR/HUF 320 bringen.

Seit Mitte Dezember 2013 hat sich die Renditekurve aufwärts bewegt, wobei die dreijährige Benchmarkanleihe die größten Verluste verzeichnete. Dem gegenüber sollte das lange Ende der HUF-Kurve bis Ende Juni die markantesten Zuwächse verbuchen, hauptsächlich aufgrund der zunehmenden geopolitischen Risikoprämien und des zyklischen Anstiegs der Kernmarktrenditen. Unserer Ansicht nach könnte der Anleihenmarkt unsere Erwartungen nur dann übertreffen, wenn der geldpolitische Lockerungszyklus früher zu Ende geht als in unseren Prognosen vorgesehen. Erste Hoffnungen, dass die Zentralbank unsere Ansicht teilen könnte, sind vor kurzem aufgekeimt, als einige Notenbankmitglieder andeuteten, sie würden die Zinspolitik überdenken, wenn die ukrainische Situation ein ungünstiges Umfeld für den Forint schafft. Indessen bleiben die Preisentwicklungen das wichtigste Argument für eine weitere Lockerung der geldpolitischen Rahmenbedingungen. Unabhängig von einem früheren oder späteren Ende des Zinssenkungszyklus erwarten wir jedenfalls im Laufe des Jahres eine Versteilung der Zinskurve, auch wenn die Ungarische Zentralbank höchstwahrscheinlich den Zinsanhebungstendenzen im Jahresverlauf in der Region nicht folgen wird.

Finanzanalysten: Zoltan Torok, Raiffeisen Bank Zrt., Budapest; Stefan Imre, RBI Wien

Zinsprognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
Leitzinssatz	2,70	2,40	2,40	2,40	2,40
<i>Konsensus</i>		2,63	2,63	2,75	3,13
1 Monat²	2,70	2,50	2,50	2,60	2,70
3 Monate²	2,75	2,70	2,80	2,90	3,00
<i>Konsensus</i>		2,96	2,94	2,92	3,40
6 Monate²	2,85	2,90	2,97	3,10	3,20
12 Monate²	2,94	3,30	3,30	3,50	4,00

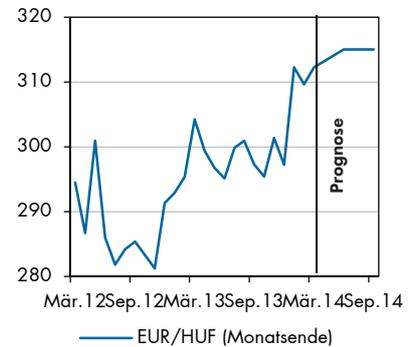
¹ 17:00 (MEZ) ² Geldkurs (bid rate)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Renditeprognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
2-j. Anleihe²	3,45	4,2	4,2	4,4	4,8
<i>Kons.</i>		n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
5-j. Anleihe²	4,78	5,3	5,4	5,6	6,0
10-j. Anleihe²	5,63	6,2	6,3	6,6	7,0
<i>Kons.</i>		4,6	4,6	5,4	6,1

¹ 17:00 (MEZ) ² Rendite auf der Briefseite (ask yield)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Wechselkursentwicklung



EUR/HUF: 5J-Hoch 320,41, 5J-Tief 261,32
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

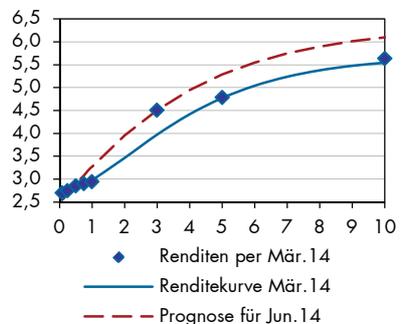
Wechselkursprognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
EUR/HUF	312,28	315,0	315,0	320,0	320,0
<i>Kons.</i>		301,0	299,0	300,0	296,0

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
USD/HUF	225,73	233,3	242,3	237,0	237,0
<i>Kons.</i>		228,0	229,0	232,0	227,0

¹ 17:00 (MEZ)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

HUF-Renditekurve (%)

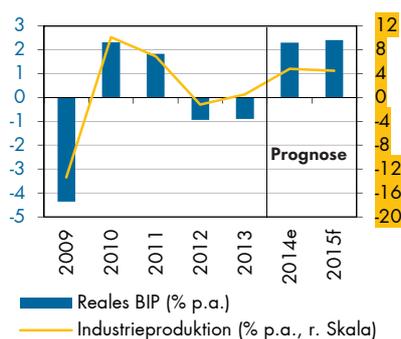


Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Kräftiger Aufschwung durch Einmaleffekte

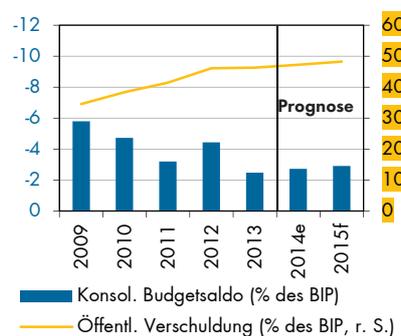
- Anhaltende Konjunkturerholung in diesem Jahr nach schwächerem Q1
- Neue Mitte-links-Regierung ohne radikale Änderungen in der Wirtschaftspolitik
- Zentralbank könnte bereits zum Jahresende aktuelles Devisenmanagement beenden
- Erwartete Zuwächse bei Anleihenrenditen durch niedrige Inflation und Liquiditätsüberschuss beschränkt

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Budgetsaldo & öffentl. Verschuldung



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsausblick

Die tschechische Wirtschaft ist in Q4 um 1,6 % p.q. gewachsen, nach einer milden Expansion um 0,3 % p. q. in Q3. **Das rapide Wachstum in Q4 ist allerdings auf Einmaleffekte zurückzuführen.** Zum ersten sind hier die Preissteigerungen bei Importen infolge der FX-Interventionen durch die Notenbank (aufgrund der CZK-Abwertung von mehr als 6 %) anzuführen, und zum zweiten die erwartete Steueranhebung auf Tabakwaren. Die Bruttowertschöpfung (ohne Steuern) ist um lediglich 0,6 % p. q. gestiegen. Zwar würde das BIP auch ohne diese Einmaleffekte wachsen, jedoch wesentlich langsamer. Die gute Nachricht ist, dass **die Erholung anhält, was sich auch an der weiteren Verbesserung der Monatsindikatoren (vor allem PMI) ablesen lässt.** Wir prognostizieren einen leichten BIP-Rückgang in Q1, im Anschluss jedoch die Fortsetzung der Aufwärtsbewegung. Das Jahreswachstum sollte 2,3 % betragen, wobei die Risiken für unsere Prognose in einer möglicherweise schärferen Korrektur in Q1 und in einem langsameren Wachstum in der Eurozone bestehen. Was die **angespannte geopolitische Situation** betrifft, wird das tschechische BIP davon allenfalls auf dem Umweg über die Eurozone beeinträchtigt. Das BIP-Wachstum in 2015, das wir mit 2,4 % ansetzen, wird vom erwarteten Ausstieg aus dem aktuellen FX-Regime negativ betroffen sein.

Die neue **Mitte-links-Koalitionsregierung** hat an der zuletzt verfolgten Wirtschaftspolitik **keine radikalen Änderungen** vorgenommen. Beabsichtigt sind einige parametrische Änderungen des Steuersystems und eine Effektivitätssteigerung der öffentlichen Verwaltung. Zudem verspricht das neue Kabinett, das Land näher an einen Eintritt in die Eurozone heranzuführen. Bezüglich eines Zeitplans in dieser Sache sind die Erklärungen bisher vage geblieben. Die **Fiskalpolitik der neuen Regierung dürfte in den kommenden Jahren wachstumsorientiert ausfallen.** Die Fiskallücke könnte sich dieses Jahr um 0,2 Prozentpunkte auf 2,7 % des BIP aus-

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	142,4	150,0	155,6	153,1	149,5	148,1	160,0
Reales BIP (% p.a.)	-4,4	2,3	1,8	-0,9	-0,9	2,3	2,4
Industrieproduktion (% p.a.)	-13,4	10,1	6,9	-1,2	0,5	4,8	4,5
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	6,2	7,0	6,7	6,8	7,6	7,3	7,2
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	3,5	3,8	3,4	3,4	0,9	2,1	3,5
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	-3,1	1,2	5,6	2,1	0,8	0,4	1,7
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	1,3	2,0
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	1,0	2,3	2,4	2,4	1,4	2,4	1,6
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-5,8	-4,7	-3,2	-4,4	-2,5	-2,7	-2,9
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	34,5	38,4	41,4	46,2	46,3	47,3	48,3
Leistungsbilanz (% des BIP)	-2,4	-3,9	-2,9	-2,4	-1,0	-0,5	-0,1
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	28,9	31,8	31,1	34,0	40,8	41,0	40,0
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	43,5	47,6	49,0	50,5	51,1	49,8	49,3
EUR/CZK (Jahresdurchschnitt)	26,41	25,26	24,56	25,12	25,96	27,10	26,00
USD/CZK (Jahresdurchschnitt)	18,94	19,04	17,65	19,54	19,55	20,07	19,55

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

weiten. Die Staatsschulden-Quote könnte trotz eines soliden Nominalwachstums die Marke von 47 % des BIP überschreiten.

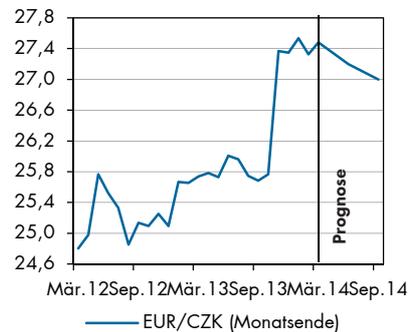
Finanzmarktausblick

Wie erwartet, spekulierten die Marktteilnehmer nicht gegen die FX-Untergrenze bei EUR/CZK 27,0. Der Wechselkurs ist deshalb bei rund 27,40 geblieben, ohne dass zusätzliche Devisenmarktinterventionen der Nationalbank (CNB) stattgefunden hätten. Obwohl die Wirtschaft besser als erwartet abgeschnitten hat, ist die Inflation mit 0,2 % p. a. auf niedrigem Niveau geblieben. Sowohl die aktuelle wie die erwartete Inflation werden in diesem Jahr wahrscheinlich entscheidend für die Entwicklung des EUR/CZK-Wechselkurses sein. Wir erwarten uns einen allmählichen Anstieg der Inflationsrate gegen 2,0 % in Q4 2014. Die Marktteilnehmer könnten bereits bald auf eine CZK-Aufwertung spekulieren. Die CNB könnte einen solchen Spekulationsdruck relativ einfach bekämpfen, doch die Frage ist, ob die CNB bereit ist, die FX-Reserven weiter aufzustocken, wenn sie sich einer expandierenden Wirtschaft und einer Inflation über dem Zielwert von 2,0 % gegenübersehen. Aus diesem Blickwinkel betrachtet, könnte die CNB die FX-Untergrenze eher früher als später aufgeben. Der Zeitplan dafür ist jedoch naturgemäß schwierig einzuschätzen. Gleichzeitig setzt die CNB viel daran, den Markt davon zu überzeugen, dass die CZK auch im Falle einer Aufgabe der FX-Untergrenze nicht aufwerten muss. Eine drastische Aufwertung der Landeswährung käme der CNB in der Tat nicht gelegen, zumal die aktuellen EUR/CZK-Kursstände bei rund 27,40 Gelegenheiten für ein längerfristiges Hedging gegen zukünftige CZK-Aufwertungen bieten.

Der Inflationsausblick ist auch für die tschechischen Staatsanleihen von entscheidender Bedeutung. Angesichts unserer Inflationsprognose und der Aussichten auf Renditensteigerungen der Eurozonen-Staatspapiere erwarten wir uns nach wie vor einen allmählichen Anstieg der CZK-Anleihenrenditen. Obwohl der Nettofinanzierungsbedarf im Vergleich zum Vorjahr um etwa CZK 110 Mrd. zulegen wird, sollte es mit den Platzierungen keine Probleme geben. Immerhin war das Netto-Emissionsvolumen im letzten Jahr künstlich niedrig und kehrt nun zu normalen Werten zurück. Der tschechische Bankensektor wird diese Volumina wohl problemlos absorbieren, zumal die Liquiditätsposition des tschechischen Bankensektors durch die FX-Intervention im November 2013 noch gestärkt wurde. Das Ministerium hat in Q1 bereits CZK 59 Mrd. an Staatsanleihen verkauft, das entspricht bereits einem Drittel der CZK-Anleihen, die das Ministerium in diesem Jahr insgesamt zu verkaufen plant. Diese Strategie einer „Emissionsvorziehung“ ist im Zusammenhang mit den allgemein günstigen Marktbedingungen zu sehen.

Finanzanalysten: Helena Horska, Michal Brožka, Raiffeisenbank a.s., Prag

Wechselkursentwicklung



EUR/CZK: 5J-Hoch 27,69, 5J-Tief 23,99
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

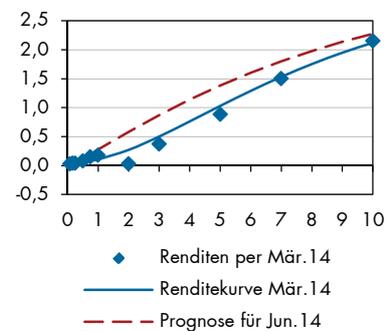
Wechselkursprognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
EUR/CZK	27,48	27,20	27,00	26,40	26,20
Kons.		27,20	27,20	27,10	27,00

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
USD/CZK	19,87	20,15	20,77	19,56	19,41
Kons.		20,70	20,80	21,00	20,70

¹ 17:00 (MEZ)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

CZK-Renditekurve (%)



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Zinsprognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
Leitzinssatz	0,05	0,05	0,05	0,05	0,25
Konsensus		0,05	0,05	0,06	0,06
1 Monat ²	0,03	0,05	0,05	0,05	0,20
3 Monate ²	0,04	0,10	0,20	0,20	0,35
6 Monate ²	0,08	0,20	0,20	0,30	0,50
12 Monate ²	0,18	0,20	0,30	0,50	0,70

¹ 17:00 (MEZ) ² Geldkurs (bid rate)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Renditeprognosen

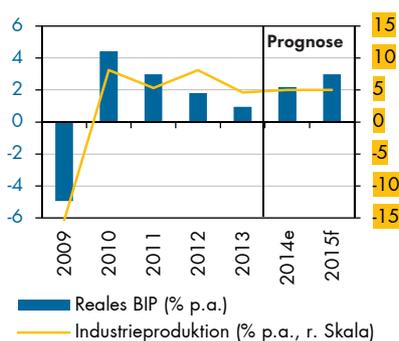
	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
2-j. Anleihe ²	0,03	0,6	0,8	1,0	1,1
Kons.		0,4	0,5	0,6	0,7
5-j. Anleihe ²	0,89	1,2	1,4	1,8	2,0
10-j. Anleihe ²	2,15	2,3	2,5	3,0	3,2
Kons.		2,5	2,6	2,6	2,7

¹ 17:00 (MEZ) ² Rendite auf der Briefseite (ask yield)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

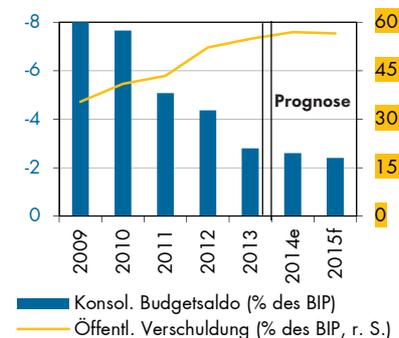
Wiederbelebung der Binnennachfrage

- Preisentwicklung im negativen Bereich
- Positive Überraschung beim Wachstum der Investitionen
- Maßnahmen gegen Steuervermeidung erfolgreich – Staatsausgaben gestiegen
- Nachhaltigkeit der Konsolidierung noch zweifelhaft

Reales BIP (% p.a.)



Budgetsaldo & öffentl. Verschuldung



Die neuesten BIP-Daten aus Q4 2014 verweisen auf eine **Aufhellungstendenz in der slowakischen Wirtschaft**. Nach einer langen Durststrecke schien die Wachstumsstruktur die Binnennachfrage zu beflügeln. Eine weitere angenehme Überraschung waren die Ergebnisse für die Investitionsaktivität (4 % p.a.) zum Jahresende. Auch der private und staatliche Konsum waren dem Wachstum förderlich. Wir glauben, dass diese Aspekte eine Schlüsselrolle für die **Beschleunigung des BIP-Wachstums 2014** spielen werden. Investitionen in die Infrastruktur sollten auch der Baubranche wieder auf die Beine helfen. Wir schätzen, dass dieser Sektor nach etlichen Jahren wieder zurück in die schwarzen Zahlen finden wird. Im Februar ist der VPI in deflationäre Bereiche abgetaucht (-0,1 % p.a.). Aus verschiedenen Gründen halten wir diese Entwicklung jedoch für sehr kurzfristig. Zunächst wird die **Binnennachfrage vom Reallohnwachstum (1,9 %) gestützt**, was sich positiv auf die nachfragegetriebene Inflation auswirken wird. Zum zweiten steigt mit dem trockenen Wetter das Risiko einer schlechten Ernte, die steigende Lebensmittelpreise zur Folge haben würde. Demzufolge sollten die Sorgen bezüglich einer Deflation nur ein paar Monate andauern. Per Ende des Jahres erwarten wir uns eine Inflation deutlich über 1 %.

Die Steuereinnahmen profitierten von den Maßnahmen gegen Steuervermeidung in den ersten beiden Monaten 2014. Die Umsatzsteuereinnahmen für Januar-Februar 2014 haben um beinahe 20 % zugelegt. Ab März 2014 treten zusätzliche Maßnahmen (wahrscheinlich die effektivsten) gegen Steuerhinterziehung in Kraft. Dies stellt ein positives Risiko für das Budget dar. Gemäß EU-Kommission sollte das Defizit im Jahr 2013 2,5 % des BIP betragen. Ohne zusätzliche Bemühungen **könnte das Staatsdefizit jedoch auf 3,3 % des BIP ansteigen**. Wir erwarten uns, dass die höheren Steuereinnahmen und ein über den Erwartungen liegender Aufschwung dazu beitragen werden, das Regierungsziel von 2,6 % des BIP zu erreichen.

Finanzanalyst: Juray Valachy, Tatra banka, a. s., Bratislava

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015f
Nominelles BIP (Mrd. EUR)	63,1	65,9	69,0	71,1	72,1	74,4	78,1
Reales BIP (% p.a.)	-4,9	4,4	3,0	1,8	0,9	2,2	3,0
Industrieproduktion (% p.a.)	-15,5	8,1	5,3	8,1	4,6	5,0	5,0
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	12,1	14,4	13,4	13,9	14,2	13,5	13,1
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	2,6	5,4	3,6	4,0	3,6	3,5	4,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	-2,5	-2,8	2,6	3,9	-0,1	1,0	3,0
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	1,6	1,0	3,9	3,6	1,4	0,7	2,7
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	0,5	1,3	4,4	3,2	0,4	1,2	2,7
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-8,0	-7,7	-5,1	-4,4	-2,8	-2,6	-2,4
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	35,4	41,0	43,4	52,2	54,8	56,9	56,5
Leistungsbilanz (% des BIP)	-2,6	-3,7	-2,0	2,3	2,4	2,8	2,6
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	72,3	74,5	76,5	71,5	81,6	82,9	83,9
EUR/SKK (Jahresdurchschnitt)*	30,13						Euro-Einführung bei EUR/SKK 30,126*

* Euro-Einführung am 1. Jänner 2009

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Kein Bankenabsturz – aber strukturelle Probleme bleiben

- **Wirtschaft zeigt erste Anzeichen einer Erholung**
- **Rekapitalisierung staatlicher Banken mildert lang anhaltende Solvenzprobleme**
- **Weitere Verschlechterung der Banken-Fundamentaldaten in 2013**
- **Dringendste Frage, wie strukturelle Ungleichgewichte im slowenischen Bankensektor gelöst werden sollen**

Zum ersten Mal seit 2010 hat **Sloweniens Wirtschaft im 4. Quartal 2013 auf den Wachstumspfad zurückgefunden**. Q4 2013 zeigte bereits ein Wachstum von 2,1 % im Vergleich zum 4. Quartal des Vorjahres und einen Zuwachs von 1,2 % gegenüber dem Vorquartal. Ein weiteres gutes Zeichen ist die positive Entwicklung bei den Investitionen. Dennoch ist das Land nach wie vor mit zahlreichen Problemen konfrontiert, etwa mit der hohen Verschuldung des Staates und der Unternehmen sowie mit den Schwierigkeiten in Verbindung mit einer fiskalischen Konsolidierung. **Wir bleiben vorsichtig und sagen eine minimale Schrumpfung des BIP in 2014 um 0,5 % .**

Das Jahr 2013 brachte Lösungen für den slowenischen Bankensektor – **die Rekapitalisierung des Systems und den Start einer Restrukturierung**. Im Dezember 2013 wurden die Gesamtkosten des Kapitalfehlbestandes im System veröffentlicht (insgesamt EUR 4,8 Mrd.), und die größten Systembanken erhielten von der Regierung Kapitalspritzen (insgesamt mehr als EUR 3 Mrd.). Zudem übertrugen sie ansehnliche Anteile ihrer notleidenden Kredite (insgesamt EUR 4,5 Mrd.) auf die staatliche Bank Asset Management Company (BAMC). Auch wenn diese Maßnahmen die unmittelbaren systemischen Solvenzprobleme zu lösen vermochten, ist **eine Gesamtlösung der tiefen Bankenkrise in Slowenien noch weit entfernt**. Die Kredit- und Vermögensbestände der Banken entwickeln sich nach wie vor steil abwärts, und das Nettofinanzergebnis des Bankensektors ist seit einigen Jahren ununterbrochen in den roten Zahlen. Die Rückgänge bei Krediten beliefen sich in 2013 allein auf 8,5 % und erreichten in den vergangenen drei Jahren insgesamt 22 %. Die strukturellen Faktoren, die sich ohne eine substantielle Verbesserung der Wirtschaftsleistung nicht zum Positiven ändern lassen, stehen Profiten und Wachstum der Banken im Wege. **Die Frage, wie viel Unterstützung noch nötig ist, bleibt offen**. Dem Land steht 2014 ein EZB-Stresstest ins Haus, wobei zusätzlicher Kapitalbedarf nicht ausgeschlossen werden kann.

Finanzanalysten: *Andreas Schwabe, CFA, Elena Romanova*

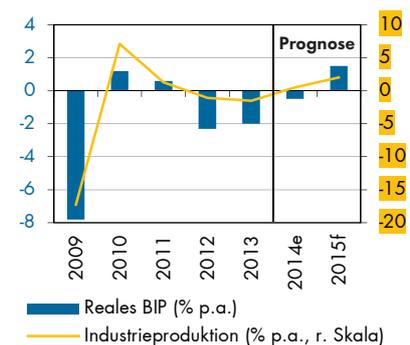
Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	35,4	35,5	36,2	35,3	35,2	35,6	36,8
Reales BIP (% p.a.)	-7,8	1,2	0,6	-2,3	-2,0	-0,5	1,5
Industrieproduktion (% p.a.)	-17,3	7,1	1,3	-1,1	-1,5	0,5	2,0
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	5,9	7,3	8,2	8,9	10,5	10,5	10,0
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	4,6	3,6	2,7	3,7	4,0	3,5	3,5
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	-1,3	2,1	4,4	0,8	0,2	1,0	2,0
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	0,9	1,8	1,8	2,6	1,8	1,8	2,0
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	1,8	1,9	2,0	2,7	1,5	2,0	2,0
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-6,3	-5,9	-6,3	-3,8	-7,0	-5,0	-4,0
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	35,0	38,6	46,9	54,0	65,0	70,0	72,0
Leistungsbilanz (% des BIP)	-0,6	-0,1	0,4	3,3	7,1	7,0	4,9
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	113,9	114,7	110,8	115,7	113,6	115,2	115,5
EUR/USD (Jahresdurchschnitt)*	1,39	1,33	1,39	1,29	1,33	1,35	1,33

* Euro-Einführung am 1. Jänner 2007

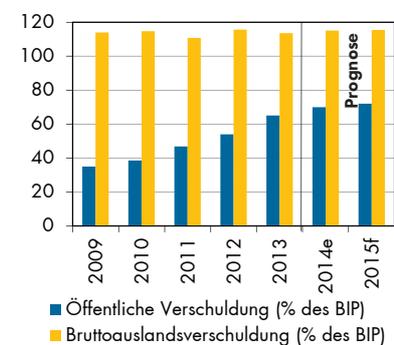
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Öffentl. und externe Verschuldung

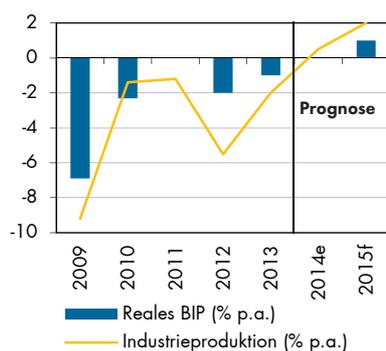


Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Tiefpunkt erreicht?

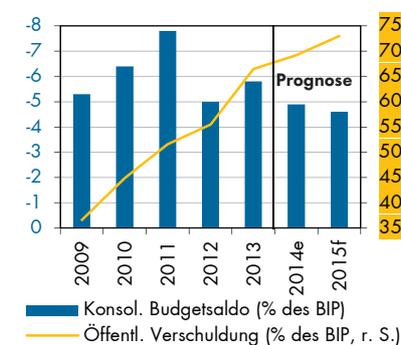
- Nach wie vor keine konkreten Strukturmaßnahmen
- Wieder einmal: Hoffnungen ruhen auf Investitionen
- Leichter Abwertungsdruck auf EUR/HRK hält an
- Üppige Liquidität drückt Geldmarktzinsen auf historische Tiefstände

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Budgetsaldo & öffentl. Verschuldung



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsausblick

Im Laufe der Jahre bildete sich ein Bewusstsein für die Notwendigkeit von Reformen heraus, vor allem im öffentlichen Sektor, aber auch im Sinne einer Verbesserung des Geschäfts- und Investitionsklimas. Die – wenn überhaupt – ergriffenen Maßnahmen erwiesen sich jedoch als halbherzig bzw. inkonsequent und außerdem hauptsächlich auf kurzfristige Einsparungen fokussiert. Die Folge ist eine **geringe Wettbewerbsfähigkeit, aufgrund derer Kroatien auch in diesem Jahr eine echte Chance auf Erholung verwehrt bleibt**. Dazu kommt, dass die erwartete Stagnation der Wirtschaftsentwicklung sich sogar Abwärtsrisiken gegenüber sieht. Die **Privatinvestitionen leiden unter außergewöhnlichem Pessimismus**, fehlendem Kapital und hohen Finanzierungskosten. Auch die relativ häufigen Änderungen der (steuerlichen) Gesetzesbestimmungen sind einer Verbesserung des Geschäftsklimas nicht gerade förderlich. Sie untergraben vielmehr das Vertrauen der Investoren, behindern Unternehmensaktivitäten und tragen unmittelbar zu einer weiteren Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit bei. Vorrangige Beispiele sind die kürzlich erfolgte Anhebung des reduzierten Umsatzsteuersatzes (von 10 auf 13 %) und der Krankenversicherung (um 2 Prozentpunkte), deren einziger Zweck das Stopfen von Budgetlöchern ist. Derartige fiskalische Konsolidierungsbemühungen auf der Einnahmenseite widerspiegeln die Fortsetzung der bestehenden Fiskalpolitik, die sich um ausgabenseitige Reformen herumdrückt. Das **hohe Budgetdefizit und die unnachhaltige Wachstumsdynamik der Staatsschulden** erfordern jedoch eine völlig andere Herangehensweise, um den im Defizitüberschreitungsverfahren festgeschriebenen Anforderungen zu genügen (Defizitziele von 4,6 % des BIP für 2014, 3,5 % des BIP für 2015 und 2,7 % des BIP für 2016; jährliche Verbesserung des strukturellen Haushaltssaldos um 0,5 % des BIP 2014, 0,9 % des BIP in 2015 und 0,7 % des BIP 2016). Als beinahe einziger Lichtblick im Dickicht pessimistischer Erwartungen wird der Tourismus

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	44,8	44,4	44,4	43,9	44,0	44,4	45,6
Reales BIP (% p.a.)	-6,9	-2,3	0,0	-2,0	-1,0	0,0	1,0
Industrieproduktion (% p.a.)	-9,2	-1,4	-1,2	-5,5	-2,0	0,5	2,0
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	14,9	17,4	18,0	19,1	20,3	21,0	20,6
Bruttoindustriellöhne (% p.a.)	0,8	0,0	1,3	1,9	-1,0	0,0	2,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	-0,4	4,3	6,4	7,0	0,5	2,0	2,5
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	2,4	1,1	2,3	3,4	2,2	1,6	2,0
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	1,9	1,8	2,1	4,7	0,3	2,0	2,0
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-5,3	-6,4	-7,8	-5,0	-5,8	-4,9	-4,6
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	36,6	44,9	51,6	55,5	66,5	69,2	73,0
Leistungsbilanz (% des BIP)	-5,1	-1,1	-0,9	0,1	0,5	0,0	-0,2
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	10,4	10,7	11,2	11,2	12,9	12,5	12,5
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	101,0	104,6	103,0	102,3	104,5	103,6	101,4
EUR/HRK (Jahresdurchschnitt)	7,34	7,29	7,43	7,52	7,57	7,64	7,66
USD/HRK (Jahresdurchschnitt)	5,26	5,49	5,34	5,85	5,70	5,66	5,76

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

weiterhin für einen positiven Trend sorgen, der sich auch auf die Leistungsbilanz durchschlagen wird.

Finanzmarktausblick

Vor dem Hintergrund einer steigenden Liquidität im Finanzsystem und dem Mangel an Investitionsalternativen für inländische institutionelle Investoren sind die **Renditen für Staatsanleihen auf historische Tiefstände gefallen**, wodurch sich die Regierung sogar außergewöhnlich günstige kurzfristige Finanzierungen verschaffen konnte. Die Renditen auf Staatsanleihen dürften über unseren Prognosehorizont hinweg auf den aktuellen Tiefständen verankert bleiben. Die Emission inländischer Staatsanleihen im Februar brachte eine Bestätigung des Renditenniveaus mit sich, und dies trotz der Herabstufung des kroatischen Länder-Ratings durch S&P auf „BB“ Ende Jänner 2014. Das Finanzministerium hat den lokalen Markt mit fünfjährigen EUR-denominierten Anleihen im Ausmaß von EUR 500 Mio. und 10-jährigen EUR-denominierten Anleihen im Umfang von EUR 650 Mio. erfolgreich angezapft. Das gesamte Ausmaß der Emission lag deutlich über dem geplanten Betrag, was auf solide Investorennachfrage schließen lässt. Aufgrund der Tatsache, dass der **Refinanzierungsbedarf der Regierung** (schätzungsweise über EUR 6 Mrd. in 2014) die Möglichkeiten inländischer Investoren erheblich überschreitet, gehen wir davon aus, dass eine neue Eurobond-Emission ansteht. Die Zentralbank (CNB) wird wahrscheinlich ihre Devisenrückkäufe von Staatspapieren fortsetzen, woraus sich positive Effekte auf die Steigerung der Liquidität im inländischen Geldmarkt ergeben werden. Der **Abwärtsdruck auf die Zinsen wird deshalb aufrecht bleiben**, wengleich der Spielraum für deren Senkung schon deutlich eingeschränkt ist. Trotz der infolge konstanter EUR-Nachfrage relativ geringen EUR/HRK-Volatilität hat sich der Wechselkurs weiter abgeschwächt und Ende Januar die Marke 7,66 überschritten. Derartige Kursniveaus haben wir zum letzten Mal Anfang 2004 erlebt. Die CNB ist ihrem Bekenntnis zu einem stabilen Wechselkurs treu geblieben und hat, wie erwartet, einen Teil der Liquidität (EUR 240,2 Mio.) mittels FX-Interventionen aus dem System abgezogen. Ähnliche Maßnahmen sind bei **leichtem Abwertungsdruck auf den EUR/HRK-Wechselkurs** auch künftig zu erwarten. Die Stabilität des Wechselkurses wird weitgehend von der unveränderten Situation im Geldmarkt beeinflusst sein. Übermäßige Liquidität im lokalen Markt und die erwartete fiskalische Konsolidierung dürften eine komfortablere Ausgangslage für die Regierung bereithalten. Das Wachstum der Staatsschulden wird sich wahrscheinlich verlangsamen. Damit wird eine neue Realität geschaffen, in der die Regierung ihre fälligen Schulden auf dem externen Markt zu refinanzieren beabsichtigt und ihr Leistungsbilanzdefizit mit dem Liquiditätsüberschuss abdecken wird.

Finanzanalyst: Elizabeta Sabolek-Resanovic, Raiffeisenbank Austria d.d., Zagreb

Zinsprognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
Leitzinssatz	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
<i>Konsensus</i>		6,00	6,00	6,00	6,00
1 Monat²	0,11	0,60	0,80	1,00	1,20
3 Monate²	0,35	0,90	1,10	1,30	1,50
6 Monate²	0,76	1,40	1,60	1,80	2,00
12 Monate²	1,26	1,80	2,00	2,20	2,30

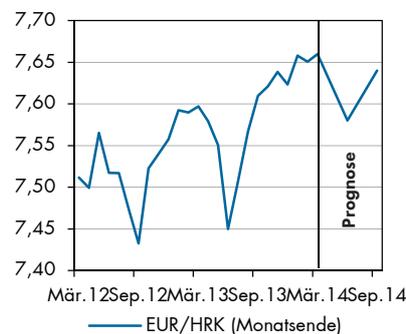
¹ 17:00 (MEZ) ² Geldkurs (bid rate)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Renditeprognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
2-j. Anleihe²	2,70	2,9	3,2	3,5	3,6
<i>Kons.</i>		n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
5-j. Anleihe²	4,20	4,4	4,5	4,6	4,6
10-j. Anleihe²	4,61	5,5	5,5	5,5	5,5
<i>Kons.</i>		n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

¹ 17:00 (MEZ) ² Rendite auf der Briefseite (ask yield)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Wechselkursentwicklung



EUR/HRK: 5J-Hoch 7,67, 5J-Tief 7,18
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

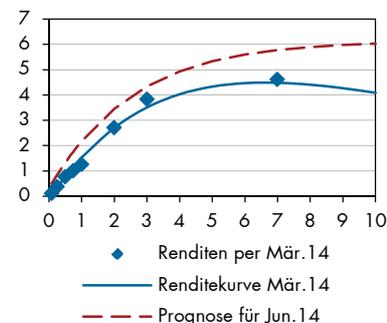
Wechselkursprognose

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
EUR/HRK	7,66	7,58	7,64	7,68	7,66
<i>Kons.</i>		7,58	7,62	7,63	7,64

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
USD/HRK	5,54	5,61	5,88	5,69	5,67
<i>Kons.</i>		5,75	5,83	5,91	5,86

¹ 17:00 (MEZ)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

HRK-Renditekurve (%)

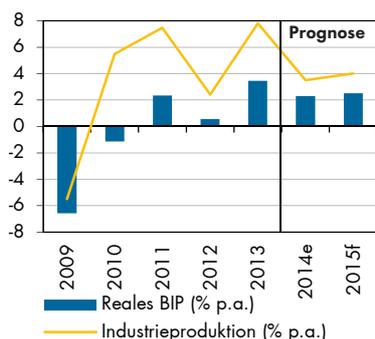


Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Neue Regierungskoalition, dieselben Stolpersteine

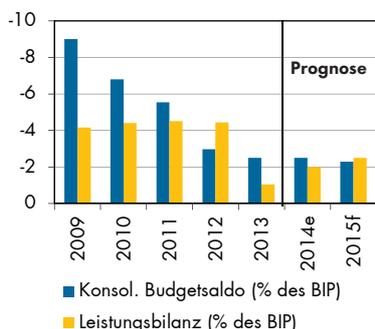
- USL-Allianz zerbrochen, aber in naher Zukunft keine größeren politischen Umbrüche zu erwarten
- Wirtschaft auf anhaltendem Aufwärtstrend, Rückgang der Binnennachfrage als große Feuerprobe
- Zinssenkungszyklus höchstwahrscheinlich vorbei, Spielraum für Konsolidierung der Renditen
- Abkommen mit IWF auf Kurs

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Budgetsaldo und Leistungsbilanz



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsausblick

2014 hat gut begonnen, zumal die Industrie, Exporte in die EU-Länder und die Einzelhandelsumsätze im Januar eine positive Performance verbuchten. Wir nehmen an, dass einige der Faktoren hinter der BIP-Dynamik in Q4 2013 – etwa der hohe landwirtschaftliche Ertrag und die Lageraufstockungen – vorübergehender Natur waren. In diesem Fall könnten die **ausgezeichneten Ergebnisse in Q4 2013** (5,2 % p.a. bzw. 1,5 % p.q.) die BIP-Dynamik in Q1 2014 belasten. Ein schwacher BIP-Wert in Q1 (also eine Kontraktion gegenüber Q4) wäre unter diesen Umständen kein Grund zur Besorgnis. Wir setzen ganz stark auf eine **Wiederbelebung der Binnennachfrage (Konsum und Investitionen)** im Jahr 2014. Beim Privatkonsum machten sich gegen Jahresende 2013 erste Anzeichen einer Erholung bemerkbar, auch wenn die Indikatoren für das Konsumentenvertrauen noch keine Verbesserung zeigten. Die Regierung hat wieder **sehr ehrgeizige Pläne für Investitionen, die aus dem nationalen Budget und aus EU-Mitteln finanziert werden sollen**. Nachdem das Ziel im vergangenen Jahr deutlich verfehlt wurde, könnte dieses Jahr eine Wende zu besseren Fortschritten folgen. Wir prognostizieren für dieses Jahr ein reales BIP-Wachstum ohne Landwirtschaft um 2,6 %. Aber auch eine noch höhere Dynamik ist nicht auszuschließen, vor allem, wenn Q1 unsere Erwartungen übertrifft.

Die **Sozialdemokratische Partei (PSD) hat mit zwei Kleinparteien der USL und mit der Unterstützung von Minderheiten (Ungarn u.a.) ein neues Bündnis zusammengestellt** und damit wieder eine parlamentarische Mehrheit zustande gebracht. Die Mehrheit zugunsten der neuen Regierung unter Premierminister Ponta erreichte 60,2 % der Parlamentssitze. Die politische Umfärbung der Regierung erhöht zwar die Unsicherheiten mit Bezug auf die zu implementierenden politischen Maßnahmen, doch wir glauben nicht, dass es in den kommenden Quartalen zu großen politischen Umbrüchen kommen wird.

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	118,3	124,4	131,5	131,7	142,8	148,2	159,0
Reales BIP (% p.a.)	-6,6	-1,1	2,3	0,6	3,5	2,3	2,5
Industrieproduktion (% p.a.)	-5,5	5,5	7,5	2,4	7,8	3,5	4,0
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	6,9	7,3	7,4	7,0	7,3	7,2	7,1
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	10,0	8,3	6,7	4,6	4,3	4,5	5,5
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	2,5	4,4	7,1	5,4	2,1	2,3	3,8
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	5,6	6,1	5,8	3,3	4,0	2,1	3,3
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	4,7	8,0	3,1	5,0	1,6	3,5	3,0
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-9,0	-6,8	-5,5	-3,0	-2,5	-2,5	-2,3
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	23,6	30,5	34,7	38,0	37,9	38,4	38,5
Leistungsbilanz (% des BIP)	-4,2	-4,4	-4,5	-4,4	-1,1	-2,0	-2,5
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	28,3	32,4	33,2	31,2	32,5	31,5	32,5
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	68,7	74,3	75,1	75,7	67,5	65,5	64,1
EUR/RON (Jahresdurchschnitt)	4,24	4,21	4,24	4,46	4,42	4,51	4,48
USD/RON (Jahresdurchschnitt)	3,04	3,17	3,04	3,47	3,33	3,34	3,37

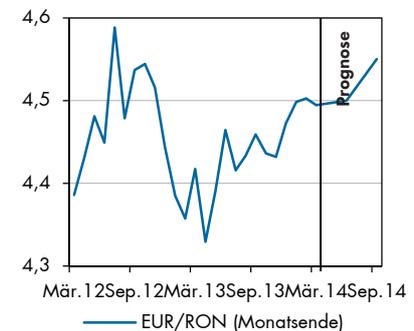
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Finanzmarktausblick

Die gemäßigten Jahresinflationen (1,1 % p.a. im Februar) könnten zu einer Überschätzung des aktuellen Desinflationsprozesses verleiten, da diese auch auf die Umsatzsteuersenkungen für Brotprodukte (September 2013) und den Rückgang volatiler Nahrungsmittelpreise zurückführbar sind. Davon ausgehend, dürfte die Verbraucherpreisinflation in einen Aufwärtstrend einschwenken, bedingt durch die Einführung einer Sonderumsatzsteuer auf Kraftstoffe (im April) und das Auslaufen der günstigen statistischen Ausgangsbasis. **Unserer Ansicht nach eröffnet der Inflationsausblick der Zentralbank (NBR) keinen Spielraum für weitere Zinssenkungen.** Allerdings besteht für die NBR sehr wohl Spielraum zur Anpassung ihrer geldpolitischen Haltung in kurzfristiger (aktives Liquiditätsmanagement) und langfristiger Perspektive (Kürzung der Mindestrücklagenquoten). Fluktuationen der Geldmarktsätze sind deshalb noch immer wahrscheinlich, doch die Leitzinsen dürften über unseren gesamten Prognosezeitraum hinweg unverändert bei 3,5 % bleiben, nach Einschnitten, die sich seit Juli 2013 auf 175 BP summieren. Ab nächstem Sommer könnten die höheren Inflationszahlen jedoch die Zentralbank dazu veranlassen, ihren Zugriff auf die Liquiditätsbedingungen zu verstärken. Vor allem das kurze Ende der RON-Zinskurve (mit Restlaufzeiten bis 3 Jahre) ist empfindlich auf Änderungen der Liquiditätsbedingungen, da die lokalen Banken hier die entscheidenden Player sind. Dem gegenüber wird das **lange Ende der Kurve hauptsächlich von externen Entwicklungen** angetrieben, da der Anteil ausländischer Investoren in diesem Segment beträchtlich ist.

Der Leu erwies sich gegenüber der letzten Ausverkaufswelle in den Emerging Markets Ende Januar als ziemlich widerstandsfähig; das gleiche gilt für die politische Pattsituation im Februar. Einer der Gründe für diese geringe Anfälligkeit besteht darin, dass die Zentralbank in den FX-Markt eingegriffen hat, um den Abwertungsdruck auf den Wechselkurs abzufedern. Auch wenn wir in der kommenden Periode wohl weiterhin nicht von politischen Turbulenzen verschont bleiben werden, dürfte die neue Parlamentsmehrheit längere Zeit Bestand haben. **Die politisch bedingten Risiken für den Wechselkurs und die RON-Renditen werden in den nächsten paar Quartalen denn auch nachlassen.** Zudem wurde Anfang Februar auf Beamtenebene eine Übereinkunft zwischen den rumänischen Behörden und dem IWF erzielt, während der vorbeugende Standby-Vertrag (SBA) im Wesentlichen auf Kurs bleibt. Abfedernde Faktoren in Zeiten eines steigenden Marktdrucks sind der Liquiditätspuffer des Finanzministeriums, die komfortablen Devisenreserven im Verein mit dem IWF-SBA sowie der bescheidene staatliche Bruttofinanzierungsbedarf im Jahresverlauf.

Finanzanalysten: Nicolae Covrig, Raiffeisen BANK S.A., Bukarest; Stephan Imre, RBI Wien

Wechselkursentwicklung


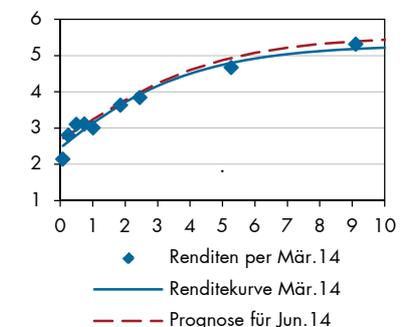
EUR/RON: 5J-Hoch 4,64, 5J-Tief 4,06
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Wechselkursprognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
EUR/ RON	4,49	4,50	4,55	4,50	4,45
Kons.		4,45	4,44	4,45	4,34

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
USD/ RON	3,25	3,33	3,50	3,33	3,30
Kons.		3,38	3,40	3,44	3,32

¹ 17:00 (MEZ)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

RON-Renditekurve (%)


Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Zinsprognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
Leitzinssatz	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Konsensus		3,50	3,50	3,63	3,63
1 Monat ²	1,89	2,80	2,85	3,00	3,00
3 Monate ²	2,55	2,90	2,95	3,05	3,05
6 Monate ²	2,72	2,75	2,95	3,00	3,00
12 Monate ²	2,73	3,05	3,10	3,10	3,10

¹ 17:00 (MEZ) ² Geldkurs (bid rate)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Renditeprognosen

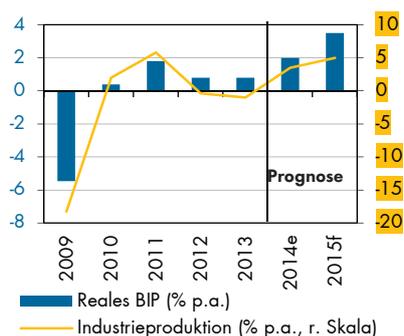
	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
2-j. Anleihe ²	3,62	3,8	4,0	4,2	4,3
Kons.		n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
5-j. Anleihe ²	4,67	4,9	5,0	5,2	5,3
10-j. Anleihe ²	5,31	5,4	5,6	5,7	5,8
Kons.		n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

¹ 17:00 (MEZ) ² Rendite auf der Briefseite (ask yield)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Schnelleres Wachstum in Sicht

- Exportwachstum sollte anhalten und Stütze für den Aufschwung bilden
- Privatkonsum als zukünftiger zusätzlicher Wachstumstreiber erwartet
- Deflationäre Tendenzen, da die Wirtschaft hinter ihrem Potenzial zurückbleibt
- Zinssenkungen für schnellere Erholung nötig

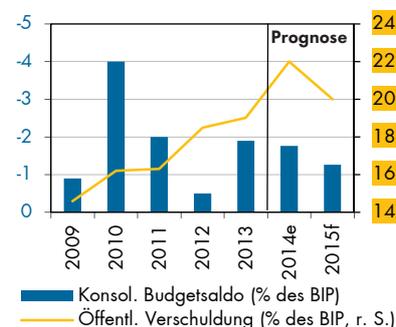
Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

In Q4 2013 ist das BIP schneller als vorhergesagt gewachsen und hat 2,4 % erreicht (nach 1,5 % p.a. in Q3 2013); das Jahreswachstum des BIP lag im Jahr 2013 schließlich bei 0,8 %. Als wichtigster Wachstumstreiber erwies sich einmal mehr die internationale Nachfrage, die zu einer Steigerung der Exporte um 11,5 % p.a. geführt hat. Dem gegenüber haben sich die Binnennachfrage und die Bruttokapitalbildung nur sehr schleppend entwickelt. Indessen ist beim **Privatkonsum** ein Anstieg um 1,8 % p. a. (über unserer Prognose) zu verzeichnen, dem nun – **neben den Exporten – eine zunehmend bedeutende Rolle als Wachstumsquelle** zugemessen wird (+1,8 % p. a. für Q1 2014 erwartet). Der zunehmende Privatverbrauch wird von den leicht steigenden Beschäftigtenzahlen und den wahrscheinlich abnehmenden Zinsen auf Einlagen gestützt. Die nunmehr **stabilere politische Situation im Land dürfte sich nicht nur auf die Investitionen, sondern auch auf den Privatverbrauch positiv auswirken**.

Budgetsaldo & öffentl. Verschuldung



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Die wesentlichen Hindernisse für eine Belebung der Investitionen und der Binnennachfrage sind die hohen Kreditzinsen in Landes- und Fremdwährung, zumal die bulgarischen Banken mit Blick auf die internationale Finanzkrise eine ziemlich konservative Haltung bewahren. **Mittelfristig gehen wir von einer Senkung der Einlagenzinsen aus**, da diese den Banken teuer zu stehen kommen; dies wird eine Senkung der Kreditzinsen und damit eine schnellere Wirtschaftserholung zur Folge haben.

Die **Fiskalpolitik** ist im Jahr 2013 konservativ geblieben (das Budgetdefizit lag unter dem Budgetplan) und **wird weiterhin die finanzielle Stabilität des Landes garantieren**, zumal das Staatsdefizit auch zukünftig unter dem Grenzwert von 2 % vorhergesagt wird.

Finanzanalyst: Emil S. Kalchev, Raiffeisenbank (Bulgaria) Sole-owned Joint Stock Company, Sofia

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	34,9	36,1	38,5	39,7	40,5	42,1	44,5
Reales BIP (% p.a.)	-5,5	0,4	1,8	0,8	0,8	2,0	3,5
Industrieproduktion (% p.a.)	-18,3	2,0	5,8	-0,4	-1,0	3,5	5,0
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	6,8	10,2	11,3	12,3	12,9	12,6	12,1
Bruttoindustriellöhne (% p.a.)	9,7	10,5	6,6	9,7	4,9	5,1	6,3
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	-6,2	8,5	9,5	4,4	-1,0	2,4	4,4
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	2,8	2,4	4,2	3,0	1,2	2,2	3,5
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	0,6	4,5	2,8	4,2	0,5	2,0	3,4
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-0,9	-4,0	-2,0	-0,5	-1,9	-1,8	-1,3
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	14,6	16,2	16,3	18,5	19,0	22,0	20,0
Leistungsbilanz (% des BIP)	-8,9	-1,5	0,1	-1,3	1,5	0,7	-0,5
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	12,9	13,0	13,3	15,6	14,5	17,2	17,9
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	108,3	102,7	94,3	94,9	91,4	89,1	82,4
EUR/BGN (Jahresdurchschnitt)	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
USD/BGN (Jahresdurchschnitt)	1,40	1,47	1,41	1,52	1,47	1,45	1,47

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Reformen des öffentlichen Sektors und Anreize für die Wirtschaft

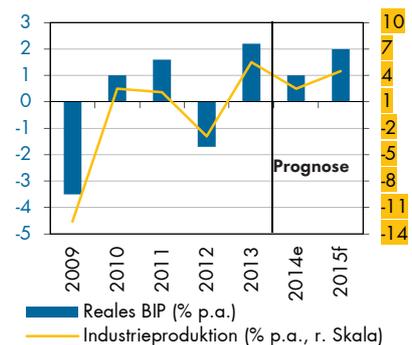
- Budgetrevision nach den Wahlen
- Vorübergehender Stillstand der geldpolitischen Lockerung wird in H2 2014 enden
- FX-Interventionen werden nach Regierungsbildung abflauen
- Zahlreiche Investitionen werden erwartet

Der Rückgang der FIAT-Exporte und das magere Kreditangebot werden die Regierung veranlassen, ein Unterstützungsprogramm zu starten, um einen befürchteten Wirtschaftsabschwung zuvorzukommen. Zwar könnten die während der Wahlkampagne heftig ausposaunten FDIs die Wirtschaft unterstützen, doch werden kaum Geldflüsse vor Q3 2014 zu erwarten sein. Trotz der restriktiven Kreditbedingungen wird der Leitzinssatz (9,5 %) aufgrund der EUR/RSD-Fluktuationen vor dem Hintergrund instabiler globaler Märkte mindestens noch eine weitere Notenbanksitzung überdauern. Zudem hat die Serbische Nationalbank (NBS) ihre kräftigen FX-Interventionen (EUR 760 Mio. bis Anfang März) fortgesetzt, die bis zur Bildung der neuen Regierung als wichtigste Maßnahme zu betrachten sind. Wir gehen davon aus, dass die **NBS zu einem späteren Zeitpunkt ihre Rückgriffe auf die Devisenreserven einschränken, damit eine Abwertung des Wechselkurses EUR/RSD zulassen und damit die Exporte stützen wird.** Die Inflation wird im Jahresverlauf innerhalb des Zielbereiches (4 % +/- 1,5 Prozentpunkte) bleiben, wengleich auf einem etwas höheren Niveau als im Jahr 2013, bedingt durch den Basiseffekt und die Anhebung regulierter Preise.

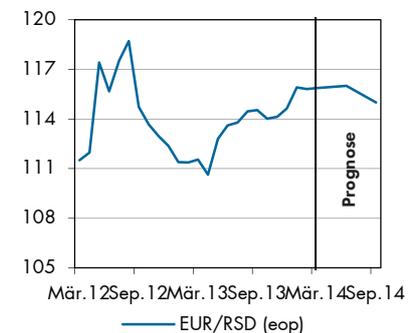
Die **neue Koalitionsregierung dürfte von der Serbischen Fortschrittspartei (SNS) angeführt werden**, obwohl möglicherweise einige neue Koalitionspartner hinzukommen, die im Hinblick auf die Hauptziele eine weiterreichende Kohärenz gewährleisten, beispielsweise was die Beschleunigung des Reformprozesses und das gleichzeitige Anlocken neuer Investitionen betrifft. Die erste Aufgabe der neuen Regierung wird die Revision des Budgetgesetzes 2014 darstellen, um das neue Unterstützungsprogramm für Unternehmen im Lichte des ausgedehnten Kreditangebots und die erwartbare Verlangsamung des Wirtschaftswachstums zu berücksichtigen. Außerdem könnten **zusätzliche Ausgabenkürzungen und mögliche Abwärtskorrekturen der Steuereinnahmen** folgen.

Finanzanalyst: Ljiljana Grubic, Raiffeisenbank a.d., Belgrad

Reales BIP (% p.a.)



Wechselkursentwicklung



EUR/RSD: 5J-Hoch 119,06, 5J-Tief 92,41
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

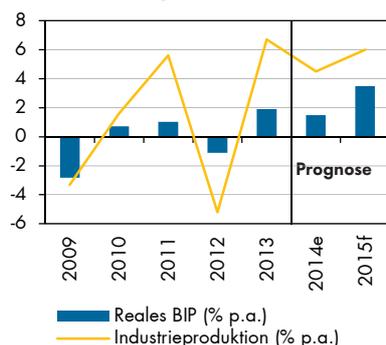
	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015f
Nominelles BIP (Mrd. EUR)	29,0	28,0	31,5	29,6	33,0	35,2	37,9
Reales BIP (% p.a.)	-3,5	1,0	1,6	-1,7	2,2	1,0	2,0
Industrieproduktion (% p.a.)	-12,6	2,5	2,1	-2,9	5,5	2,5	4,5
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	16,1	19,2	23,0	26,0	26,0	24,5	23,0
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	5,0	10,0	5,0	1,5	1,5	4,0	5,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	5,6	12,7	14,2	8,5	7,0	6,0	6,0
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	8,2	6,3	11,3	7,8	7,8	5,5	5,5
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	5,0	5,0
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-4,5	-4,7	-4,9	-6,4	-4,8	-6,9	-5,9
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	34,1	43,2	45,8	59,7	60,8	64,1	64,6
Leistungsbilanz (% des BIP)	-7,2	-7,4	-9,1	-10,7	-4,8	-5,1	-5,8
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	10,6	10,0	12,1	10,9	12,1	11,9	12,3
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	77,7	84,9	76,7	86,9	78,2	76,2	73,4
EUR/RSD (Jahresdurchschnitt)	93,9	103,0	102,0	113,1	113,2	116,0	119,0
USD/RSD (Jahresdurchschnitt)	67,4	77,6	73,3	88,0	85,3	85,9	89,5

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Sichtbare Anzeichen der wirtschaftlichen Erholung

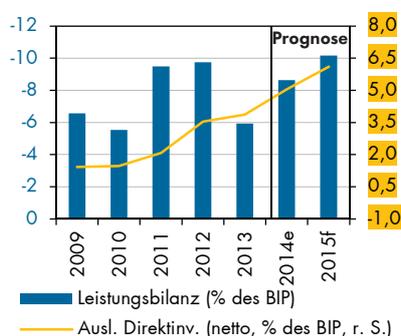
- Solides Wirtschaftswachstum von real 1,9 % p.a. in 2013
- Extrem schwache Inlandsnachfrage nach wie vor ein Problem – Privatkonsum seit fünf Jahren rückläufig
- Aufschwung im Jahr 2014, angetrieben durch Investitionen in Energie und Infrastruktur sowie Exportwachstum
- Standby-Vertrag trotz politischer Scharmützel noch immer wirksam

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Leistungsbilanz und FDI



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Die **ersten wichtigen Indikatoren für Q1 2014**, die eine starke Korrelation mit dem BIP aufweisen, **bestätigen die von uns erwartete ökonomische Situation**. Die anhaltende Erholung im Euroraum unterstützt die B&H-Exporte (60 % der Exporte gehen in Länder der Eurozone), die um 6,3 % p. a. zulegen und zudem ein moderates Wachstum der exportorientierten Industrie (+3,9 % p. a.) im Januar 2014 ermöglichten. Wir gehen folglich davon aus, dass die **Exporte von Waren und Dienstleistungen sowie die Industriexporte** im Jahr 2014 um 5 % bzw. 4,5 % wachsen und damit **einmal mehr zu den Hauptmotoren hinter dem erwarteten Realwachstum** von 1,5 % p. a. gehören werden.

Die Hauptsorgen mit Bezug auf den Ausblick im Jahr 2014 sind zumeist auf die politische Situation im Land bezogen, zumal **in diesem Jahr allgemeine Wahlen** anstehen. Dies wird zur Folge haben, dass wirtschaftliche Reformpläne in den Hintergrund treten und Wahlkampagnen sowie nationale Rhetorik die Agenda der politischen Entscheidungsträger beherrschen werden. Dennoch sind wir zuversichtlich, dass die angekündigten Infrastrukturarbeiten (Fortsetzung des Projekts Korridor Vc in beiden Entitäten) und der Start des Elektro-Investitionszyklus (Wärmeleistungswerk Tuzla und Stanari) implementiert werden, handelt es sich doch hierbei um „High-Profile“-Projekte des Wahljahres. Private und öffentliche Investitionen werden folglich eine wichtige Rolle im Erholungsprozess spielen und ein erwartetes Realwachstum von 9 % p. a. erzeugen. Trotz der jüngsten politischen Streitereien mit Bezug auf die Einführung einiger Gesetzesbestimmungen als Vorbedingungen für die erfolgreiche sechste IWF-Prüfung und für die **Verlängerung der Standby-Vereinbarung** stehen die politischen Akteure kurz vor einem Konsens. Die fiskalische Stabilität sollte im Wahljahr gewährleistet sein.

Finanzanalyst: Ivona Zametica, Raiffeisen BANK d.d., Sarajevo

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	12,4	12,7	13,1	13,1	13,5	13,9	14,8
Reales BIP (% p.a.)	-2,8	0,7	1,0	-1,1	1,9	1,5	3,5
Industrieproduktion (% p.a.)	-3,3	1,6	5,6	-5,2	6,7	4,5	6,0
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	24,1	27,2	27,6	28,0	27,5	26,5	24,5
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	9,2	2,4	6,8	2,2	-0,5	3,5	4,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	-3,2	0,9	3,7	1,9	-1,8	2,3	2,4
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	-0,4	2,1	3,7	2,1	-0,1	2,5	2,5
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	0,0	3,1	3,1	1,8	-1,2	2,1	2,0
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-4,4	-2,5	-1,3	-2,0	-1,5	-1,0	-1,0
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	35,1	38,3	38,9	39,7	41,5	39,6	38,5
Leistungsbilanz (% des BIP)	-6,6	-5,5	-9,5	-9,8	-5,9	-8,6	-10,2
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	3,2	3,3	3,3	3,3	3,6	3,7	4,0
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	53,8	57,5	67,0	63,3	62,2	62,0	60,3
EUR/BAM (Jahresdurchschnitt)	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
USD/BAM (Jahresdurchschnitt)	1,40	1,47	1,41	1,52	1,47	1,45	1,47

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Der Wind dreht sich

- **Abkommen mit IWF über EUR 330 Mio. zur Rückzahlung offener Forderungen an den Privatsektor unterzeichnet**
- **Lockere Geldpolitik wird 2014 anhalten**
- **Externer Sektor als Motor der Wirtschaft**
- **Möglicherweise Gewährung des EU-Kandidatenstatus im Juni 2014**

Die Ergebnisse in Q3 2013 fielen für die albanische Wirtschaft schockierend niedrig aus – der reale BIP-Rückgang um 2,26 % p.a. bedeutete ein Rekordtief seit dem Jahr 1997. Die Revision der nationalen Konten durch die neue Regierung, die **schwache Leistung des öffentlichen Sektors** während der Periode des Regierungswechsels und die **anhaltend schleppende Binnennachfrage** stellten die Hauptursachen für diesen Einbruch dar. Auch in Q4 ist von einer durch die schlechte Performance des Inlandssektors gezügelten Wirtschaftsentwicklung auszugehen. Das Jahreswachstum 2013 dürfte rund 1,3 % betragen. Für 2014 wird ein BIP-Wachstum von ca. 2 % erwartet; dies liegt deutlich unter dem Potenzial des Landes, da die gestiegenen Staatsschulden – die nach 62 % Anfang 2013 auf über 72 % explodieren könnten – Investitionen der öffentlichen Hand im Wege stehen. Der **IWF-Vertrag über eine kurzfristige Darlehensauszahlung in Höhe von EUR 330,9 Mio. wird sich auf die Liquiditätssituation der in Staatsinvestitionen involvierten Privatunternehmen positiv auswirken**. Die Ausleihungsaktivitäten dürften folglich nach Q2 2014 zulegen, und letztlich wird sich auch bezüglich der NPLs der Banken die Situation verbessern, sind doch nahezu 25 % der Zahlungsrückstände mit diesem Prozess verbunden.

Die Albanische Nationalbank hat die Leitzinsen gegen Ende Februar erneut gesenkt (auf 2,75 %). Es wird erwartet, dass die **lockere Geldpolitik das ganze Jahr 2014 über anhalten** und schließlich eine Stimulierung der nach wie vor dahinsiechenden Binnennachfrage bewirken wird.

Der EU-Kandidatenstatus für Albanien wird im Juni erneut zur Diskussion stehen. Wichtige EU-Länder erwarten sich eine Konsolidierung der Reformen, die bereits eingesetzt haben, aber auch eine Einleitung von Reformen im Rechtssystem, um der Korruption und dem organisierten Verbrechen zu steuern. Es könnte möglicherweise ganz knapp ausgehen, aber die Chancen stehen gut, dass Albanien als Beitrittskandidat akzeptiert wird.

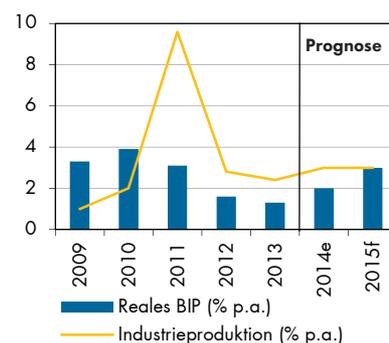
Finanzanalyst: Joan Canaj, Raiffeisen Bank Sh.a., Tirana

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	8,8	9,4	9,8	10,1	10,5	11,4	12,0
Reales BIP (% p.a.)	3,3	3,9	3,1	1,6	1,3	2,0	3,0
Industrieproduktion (% p.a.)	1,0	2,0	9,6	2,8	2,4	3,0	3,0
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	13,0	13,5	14,0	13,3	13,5	13,6	13,4
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	4,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	5,0	4,0	2,2	1,2	1,0	4,0	5,0
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	5,0	4,0	3,5	2,0	1,9	2,3	2,5
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	3,5	3,5	1,7	2,4	1,9	2,4	2,4
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-7,0	-5,7	-3,5	-3,4	-6,0	-6,6	-4,5
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	59,5	59,5	59,4	61,5	68,0	72,0	68,0
Leistungsbilanz (% des BIP)	-15,6	-10,3	-11,3	-8,8	-9,1	-9,2	-9,2
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	1,6	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	22,5	23,5	23,6	24,7	26,5	25,9	26,8
EUR/ALL (Jahresdurchschnitt)	132,1	137,8	140,3	139,0	140,3	140,0	140,0
USD/ALL (Jahresdurchschnitt)	94,7	103,9	100,8	108,2	105,6	103,7	105,3

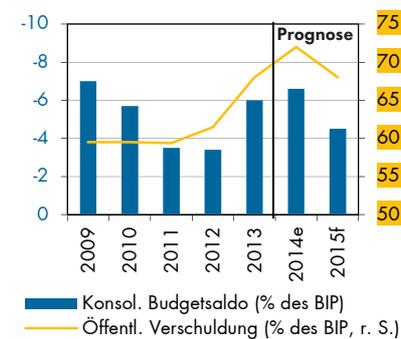
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Budgetsaldo & öffentl. Verschuldung

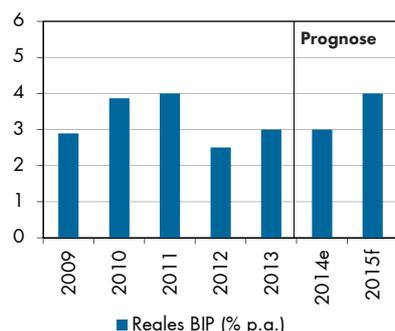


Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Betätigung der Reset-Taste

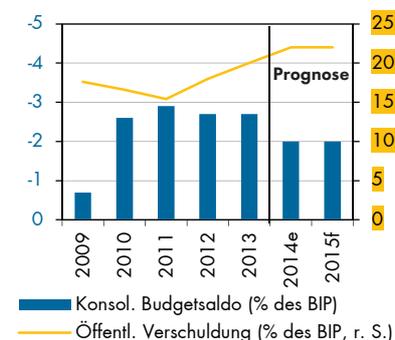
- Konsum bleibt Wirtschaftsmotor
- Neue Chancen für Unternehmensinvestitionen
- Gehaltserhöhung für Staatsangestellte beflügelt Konsumerwartungen
- Inflationsschock absehbar

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Budgetsaldo & öffentl. Verschuldung



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Das solide Wachstum des Realsektors und die positiven externen Signale haben die Erwartungen eines optimistischen Ausblicks auf das zweite Quartal und darüber hinaus in die Höhe geschraubt. Wir werden einige Herausforderungen am Arbeitsmarkt und an der Preisfront erleben, die zu bestehen sind.

Nach einer Abkühlung im ersten Quartal sollte der **Binnenkonsum bis Jahresmitte an Fahrt aufnehmen**, hauptsächlich aufgrund einer Zunahme der Konsumkredite und der steigenden Kaufkraft dank staatlicher Maßnahmen. Die Überweisungen sind derzeit noch immer hoch und füllen die Finanzierungslücke aus.

Der **Finanzsektor erlebt eine markante Abwärtsbewegung bei den Zinsen auf Einlagen** und in der Folge auf Kredite, wobei beide Entwicklungen Kapital für Investitionszwecke freimachen werden.

Es ist mittlerweile klar, dass sich das **Parlament Ende April auflösen dürfte, um den Weg für nationale Wahlen** freizumachen, mit denen Pläne für die wirtschaftliche und soziale Entwicklung des Landes einhergehen werden. Am wichtigsten ist in diesem Zusammenhang die Entscheidung der aktuellen Regierung, die Gehälter der 82.000 öffentlich Bediensteten bis Mai dieses Jahres um 25 % anzuheben. Dies hat keine Auswirkungen auf das Budgetdefizit, das bei 2 % bleiben wird, die Finanzierung dieser Maßnahme erfolgt über Restrukturierungen anderer Budgetausgaben.

Auch wenn die Staatsbediensteten nur 24 % aller Beschäftigten ausmachen, wird deren Gehaltserhöhung zu einer Steigerung ihrer Kaufkraft ebenso wie ihrer Kreditfähigkeit führen, was sich jedoch gleichzeitig signifikant auf die Verbraucherpreise auswirken wird, wie schon anlässlich der letzten Gehaltserhöhung in 2011 zu sehen war, als die Jahresinflation innerhalb von zwei Monaten um vier Prozentpunkte hochgeschwungen war. Das gegenwärtig niedrige Inflationsumfeld stellt jedoch eine günstige Gelegenheit für derlei Maßnahmen dar.

Finanzanalyst: Fisnik Latifi, Raiffeisen Bank Kosovo J.S.C., Pristina

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	4,1	4,1	4,6	4,7	4,9	5,0	5,2
Reales BIP (% p.a.)	2,9	3,9	4,0	2,5	3,0	3,0	4,0
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	45,4	45,1	41,4	44,8	30,5	30,5	31,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	3,8	4,7	6,5	0,8	3,5	2,5	2,5
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	-2,4	3,5	7,3	2,5	1,8	3,0	2,5
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	0,1	6,6	3,6	3,7	0,5	4,0	2,5
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-0,7	-2,6	-2,9	-2,7	-2,7	-2,0	-2,0
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	17,6	16,6	15,4	18,0	20,0	22,0	22,0
Leistungsbilanz (% des BIP)	-9,1	-12,6	-14,4	-8,0	-7,0	-7,7	-7,8
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	0,6	0,7	0,6	1,2	1,4	1,4	1,5
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	16,8	17,1	15,8	14,8	14,4	13,9	13,4
EUR/USD (Jahresdurchschnitt)	1,39	1,33	1,39	1,29	1,33	1,35	1,33

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Enttäuschende Wirtschaftsleistung

- Leichtes Wirtschaftswachstum dank Privatkonsum, doch der Ausblick bleibt trüb
- Negative Entwicklung der Industrieproduktion infolge verringerter Nachfrage aus Russland
- Handelsbilanzdefizit verringert sich, profitiert von niedrigeren Gehältern
- BYR-Abwertung wird sich in einem moderaten Tempo fortsetzen

Der Beginn des neuen Jahres brachte für die weißrussische Wirtschaft starken Gegenwind. Schon im ersten Monat 2014 musste eine **BIP-Schrumpfung um 1,1 %** hingenommen werden, nachdem auch die starke Binnennachfrage nicht ausreichte, die negativen Auswirkungen der rückläufigen Industrieproduktion auszugleichen. Die hartnäckigste Stagnation im Industriebereich ist im Maschinenbau zu verzeichnen, während die Lagerbestände mit 78 % einer durchschnittlichen Monatsproduktion hoch sind. Dies ist hauptsächlich auf einen **Exporteinbruch um 15 % p. a.** zurückführbar, der wiederum die enttäuschenden Wachstumsdaten in Russland reflektiert. Bis zum Jahresende dürfte die Situation noch komplizierter werden, zumal die Kaufbereitschaft der Privathaushalte angesichts der bescheidenen Realeinkommenszuwächse wohl abnehmen wird. Dazu kommt, dass derzeit **neben dem Privatkonsum keine anderen Wachstumstreiber in Sicht** sind. Positiv ist lediglich zu vermerken, dass die mageren Gehaltszuwächse, denen in der Vergangenheit keine entsprechenden Produktivitätszuwächse gegenüberstanden, günstige Auswirkungen auf die Importmenge haben und damit zu einem erträglicheren Handelsbilanzdefizit beitragen werden. Folglich dürfte sich das **Leistungsbilanzdefizit** von USD 7,3 Mrd. (10,2 % des BIP) in 2013 auf etwa USD 3,6 Mrd. (4,0 % des BIP) **verringern**. Alles in allem gehen wir in unserem mittelfristigen Basisszenario von einem verlangsamten Wachstumstrend aus. Wir prognostizieren nunmehr nur noch 0,5 % p. a. Wachstum der einheimischen Wirtschaft in diesem Jahr und eine leichte Verbesserung auf 1,5 % p. a. in 2015. Die **Abwertung des Weißrussischen Rubels wird sich in einem moderaten Tempo fortsetzen** (wir erwarten uns einen weiteren **Wertverlust des BYR im Jahr 2014 um 25 %**). Eine weitergehende und drastischere Abwertung ist zwar möglich, doch vom Regulator derzeit unerwünscht, zumal die Abwertungserwartungen der Privathaushalte noch immer hoch sind und so ein verstärkter Inflationsdruck entstehen könnte.

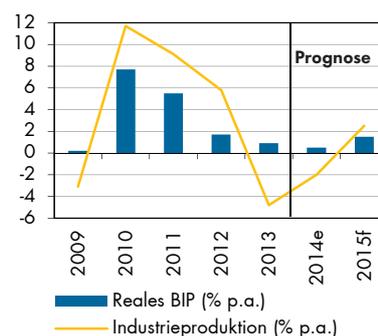
Finanzanalyst: Mariya Keda, Priorbank Open Joint-Stock Company, Minsk

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	35,3	41,6	43,1	49,6	54,0	47,4	56,3
Reales BIP (% p.a.)	0,2	7,7	5,5	1,7	0,9	0,5	1,5
Industrieproduktion (% p.a.)	-3,1	11,7	9,1	5,8	-4,8	-2,0	2,5
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	0,9	0,7	0,5	0,5	0,5	1,0	1,0
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	9,5	25,3	59,2	93,8	40,7	25,0	20,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	13,6	13,6	71,4	76,0	13,6	12,1	12,5
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	13,0	7,7	53,2	59,2	18,3	21,0	20,0
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	10,1	9,9	108,7	21,8	16,5	25,0	15,0
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-0,7	-2,6	2,1	0,5	0,0	0,0	0,0
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	22,2	23,3	48,5	31,5	33,0	34,4	34,6
Leistungsbilanz (% des BIP)	-12,5	-15,0	-8,5	-2,9	-9,7	-4,0	-6,1
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	3,4	2,6	4,6	4,4	3,6	3,2	2,5
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	43,6	50,9	60,9	51,7	49,0	59,4	54,7
EUR/BYR (Jahresdurchschnitt)	3.894	3.951	6.924	10.718	11.788	14.590	17.197
USD/BYR (Jahresdurchschnitt)	2.793	2.979	4.975	8.337	8.876	10.807	12.930

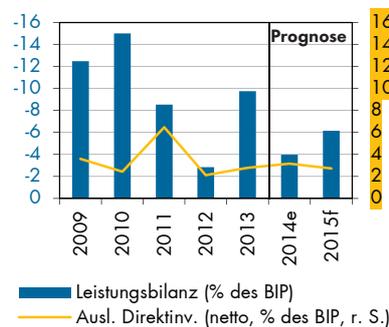
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Statistikkomitee der RB, Raiffeisen RESEARCH

Leistungsbilanz und FDI

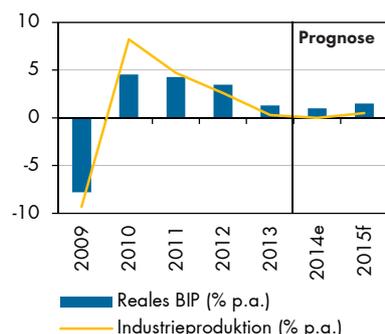


Quelle: Statistikkomitee der RB, Raiffeisen RESEARCH

Vorbereitung auf alle Eventualitäten

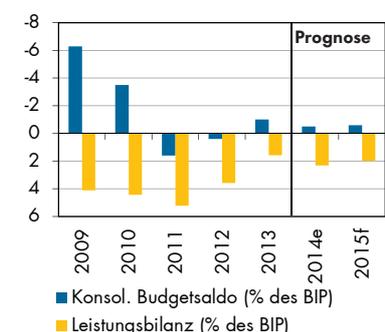
- **Gravierendste Verschlechterung der Beziehungen mit dem Westen seit dem Ende des Kalten Krieges**
- **Moderate Sanktionen möglich; gesamte Bandbreite von Handels- und Finanzsanktionen weniger wahrscheinlich**
- **BIP-Prognose für 2014 wegen schwacher Wirtschaft und aktuellen Ereignissen von 1,7 % auf 1,0 % reduziert**
- **Unsicherheiten mit Ukraine sorgten für vorübergehende RUB-Abwertung um 5-10 %**

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Budgetsaldo und Leistungsbilanz



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsausblick

Die russischen Außenbeziehungen mit dem Westen haben sich im Zuge des politischen Konflikts mit der Ukraine markant verschlechtert. Die Eskalation wird zweifellos Auswirkungen auf die russische Volkswirtschaft nach sich ziehen. Neben den schwächer als erwartet ausgefallenen Wirtschaftsaktivitäten in den ersten Monaten 2014 haben uns die politischen Entwicklungen veranlasst, unsere **BIP-Prognose von 1,7 % auf 1,0 % in 2014 herabzusetzen**. Die wichtigsten Makroindikatoren haben im Januar enttäuscht. Die Industrieproduktion und die Investitionsaktivitäten stagnierten, die Unternehmensstimmung hat sich verschlechtert und das Realwachstum der Löhne verlangsamt, woraus sich entsprechende Risiken für den Einzelhandel und das BIP-Wachstum ergeben. Der wichtigste Faktor, von dem die Größenordnung der negativen Auswirkungen des politischen Konflikts abhängen wird, besteht darin, in welchem Ausmaß der Westen zu **Wirtschaftssanktionen gegen Russland** bereit sein wird. Wie auch immer diese Sache ausgeht, die russische Volkswirtschaft wird aller Wahrscheinlichkeit nach unter der Verschlechterung des Investitionsklimas und einer eingetrübten Stimmung der Privathaushalte leiden. Nach Berücksichtigung des Devisenschockbedingten Durchlaufeffekts (der dem jährlichen VPI ca. 0,7 Prozentpunkte hinzufügen könnte) haben wir unsere **Inflationsprognose für 2014 von 5,2 % auf 5,7 % angehoben**. Auch wenn einige Industriesektoren von einer Währungsabwertung profitieren würden, könnten die Einzelhandelsumsätze aufgrund der **sinkenden Kaufkraft der Konsumenten** infolge einer RUB-Abwertung signifikant leiden. Außerdem würde – selbst ohne Wirtschaftssanktionen – der Bankensektor von einer Straffung der Geldpolitik (als Antwort auf den FX-Schock) betroffen sein, und Haushaltskredite könnten zurückgehen, woraus zusätzlicher Druck auf das Konsumverhalten entstünde.

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	879,2	1147,1	1342,0	1540,0	1578,0	1431,0	1556,0
Reales BIP (% p.a.)	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	1,0	1,5
Industrieproduktion (% p.a.)	-9,3	8,2	4,7	2,6	0,3	0,0	0,5
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	8,4	7,5	6,6	5,7	5,8	6,0	6,0
Durchschn. Bruttolöhne (% p.a.)	7,8	12,4	11,5	13,9	10,0	8,0	7,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	13,9	16,7	12,0	5,1	3,7	3,5	3,5
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	11,8	6,9	8,5	5,1	6,8	6,1	5,5
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	8,8	8,8	6,1	6,6	6,2	5,7	5,6
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-6,3	-3,5	1,6	0,4	-1,0	-0,5	-0,6
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	8,3	9,3	9,8	10,5	12,0	13,0	14,0
Leistungsbilanz (% des BIP)	4,1	4,4	5,2	3,6	1,6	2,3	2,0
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	291,0	331,0	349,7	369,1	342,9	330,2	337,8
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	37,1	31,8	31,1	31,4	34,1	42,3	43,0
EUR/RUB (Jahresdurchschnitt)	43,6	40,3	42,0	39,7	42,2	49,7	49,3
USD/RUB (Jahresdurchschnitt)	31,3	30,4	30,2	30,9	31,8	36,8	37,1
Basket/RUB (avg)	36,9	34,9	35,5	34,8	36,5	42,6	42,6

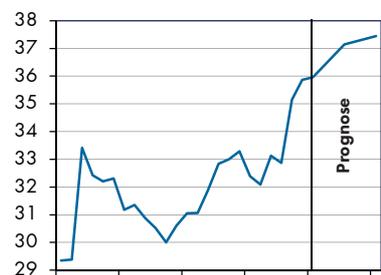
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Finanzmarktausblick

In Q1 2014 ist der **Rubel unter ernsthaften Druck** geraten und hat gegenüber dem Dualwährungskorb ca. 11,7 % sowie gegenüber dem US-Dollar 10,4 % seit Jahresbeginn eingebüßt. Zusätzlich unternahm die Zentralbank (CBR) weitere Schritte in Richtung eines Regimes einer frei floatenden Währung bis 2015 und beendete ihre Zielinterventionen (USD 60 Mio. pro Tag). Überdies beschloss das Finanzministerium FX-Ankäufe für den Rücklagenfonds auf dem offenen Markt (RUB 3,5 Mrd. täglich). Indessen gewann die RUB-Abwertung Anfang März aufgrund der **Eskalation der Situation in der Ukraine** an Brisanz. Die CBR beantwortete die Panik auf dem Devisenmarkt (1) mit einer vorübergehenden Anhebung der Leitzinsen um 1,5 Punkte auf 7 % und (2) mit einer vorübergehenden Umstellung der FX-Politik auf eine manuelle Kontrolle, um unkontrollierte Rubel-Abwertungen zu verlangsamen bzw. einzuschränken. Die kumulierten Interventionen (die zu einer 5-Kopeken-Verschiebung des FX-Bandes führten) wurden von USD 350 Mio. auf USD 1,5 Mrd. angehoben. Die CBR demonstrierte auch, dass sie mit riesigen Dringlichkeitsinterventionen (>USD 10 Mrd. pro Tag) intervenieren kann, um spekulativen Druck auf RUB entgegenzuwirken. Demzufolge wurden **spekulative Angriffe wegen der hohen Kosten** der CBR-Refinanzierung und der Interbanken-Ausleihungen **unattraktiv**. Nun wird der russische Devisenmarkt eher von politischen als von ökonomischen Themen dominiert. Da die **Unruhen rund um die Ukraine** wohl noch eine Weile anhalten werden und auch keine deutlichen positiven Anzeichen bei den Fundamentaldaten auszumachen sind, **bleiben wir kurzfristig vorsichtig gegenüber RUB**, würden allerdings von den unterbewerteten Ständen aus ein gewisses Aufwertungspotenzial erkennen, sobald sich die Lage im Zusammenhang mit der Ukraine beruhigt.

Wie von uns erwartet, haben sich die **OFZ-Renditen in Q1 2014 aufwärts bewegt**. Zu Beginn des Quartals beruhte der Verkaufsdruck hauptsächlich auf der RUB-Schwächung. Im weiteren Verlauf hat die Eskalation der Ukraine-Krise die russischen Staatsanleihen zusätzlich unter erheblichen Druck gesetzt. Der von ausländischen Investoren, die ihre Russland-Exposure verringern wollten, ausgehende Verkaufsdruck und gestiegene REPO-Sätze lösten schließlich ein massiven Ausverkauf aus: die Renditen für 10-j. OFZ sprangen um 150 BP auf 9,2 % seit Jahresbeginn. Gemäß CBR-Daten **verringerte sich die Position ausländischer Investoren im Januar 2014 in OFZ um USD 1,2 Mrd.** (die ausstehende Exponierung beträgt noch USD 24 Mrd.). Wir erwarten uns keine rasche Lösung der Ukraine-Krise, und die Turbulenzen auf den Märkten werden sich in Q2 wahrscheinlich nicht legen, weshalb die **CBR die Leitzinsen nicht auf ein normales Niveau senken können wird**. Verglichen mit den aktuellen REPO-Sätzen der CBR, **sehen die OFZ teuer aus**. Wir erachten nun eine Rendite auf 10-j. OFZ bei 10 % als angemessen, ein Ausverkauf könnte jedoch die Renditen hochtreiben.

Finanzanalysten Denis Poryvay, ZAO Raiffeisenbank, Moskau; Wolfgang Ernst, RBI Wien

Wechselkursentwicklung


Mär.12 Sep.12 Mär.13 Sep.13 Mär.14 Sep.14

— USD/RUB (Monatssende)

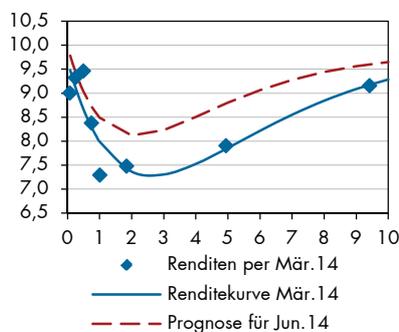
USD/RUB: 5J-Hoch 36,63, 5J-Tief 27,28
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Wechselkursprognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
EUR/RUB	50,05	50,2	48,7	49,0	49,6
Kons.		45,2	45,0	45,6	45,8
USD/RUB	35,96	37,2	37,4	36,3	36,7
Kons.		34,3	34,4	35,2	35,1
RUB basket	42,30	43,0	42,5	42,0	42,5

¹ 17:00 (MEZ)

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

RUB-Renditekurve (%)


Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Zinsprognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
Leitzinssatz	7,00	7,00	6,00	6,00	6,00
Konsensus		n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

1 Monat²	9,00	9,20	8,75	8,85	8,85
3 Monate²	9,32	9,75	9,30	9,40	9,40
6 Monate²	9,46	9,80	9,30	9,50	9,50

¹ 17:00 (MEZ) ² Geldkurs (bid rate)

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Renditeprognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
2-j. Anleihe²	7,48	8,0	7,3	7,6	7,8
Kons.		n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

5-j. Anleihe²	7,90	9,0	8,4	8,5	8,8
10-j. Anleihe²	9,15	9,5	8,7	8,8	9,0
Kons.		n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

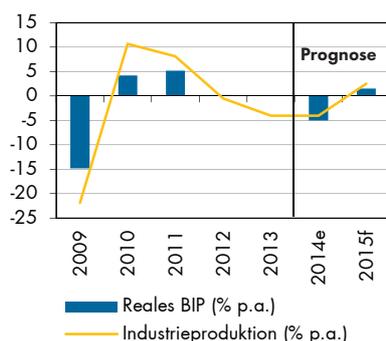
¹ 17:00 (MEZ) ² Rendite auf der Briefseite (ask yield)

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Am Rande des Abgrunds

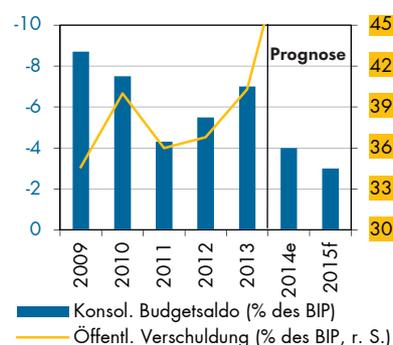
- Massive Aufstände treiben Präsident Janukowitsch aus dem Amt
- Politischer Ausblick bleibt vor dem Hintergrund interner Spannungen und russischer Druckausübung extrem fragil
- Substanzuelle ökonomische Anpassungen nach großangelegter westlicher Finanzhilfe am Horizont
- Kurzfristiger Wirtschaftsausblick ist ungünstig, längerfristig besteht die Möglichkeit positiver Entwicklungen

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Staatsstatistikkomitee Ukraine, Raiffeisen RESEARCH

Budgetsaldo & öffentl. Verschuldung



Quelle: Nationalbank der Ukraine, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsausblick

Eine seit drei Monaten währende politische Krise in der Ukraine, ausgelöst durch die politische Entscheidung, die EU-Integration nicht voranzutreiben, und durch eine brutale Niederschlagung friedlicher Proteste hatte die **Vertreibung von Präsident Viktor Janukowitsch aus dem Amt zur Folge**. Damit verbunden war ein vollständiger Umsturz des politischen Systems – im Parlament bildete sich eine neue Mehrheit, und ein enger Mitarbeiter der ehemaligen Premierministerin Timoschenko wurde zum Sprecher des Parlaments und zum geschäftsführenden Präsidenten bis zu den für 25. Mai vorgesehenen Präsidentschaftswahlen ernannt. Zudem brachte die Rada eine Verfassungsreform auf den Weg, die darauf abzielt, die Machtverteilung vom Präsidenten zum Parlament zu verlagern und damit im Grunde das vor dem Jahr 2010 bestehende System wiederherzustellen. Der neuen Regierung steht Arsenij Jazenjuk vor, einer der politischen Führer des Euromaidan, der sich naturgemäß mit der ungeheuer schwierigen Aufgabe konfrontiert sieht, das Land vom Rande des Bankrotts wegzubringen und radikale ökonomische und strukturelle Reformen zu implementieren. **Der Westen zeigte sich über den Machtwechsel in Kiew erfreut** und zweifelte nicht an der Legitimität der neuen politischen Führung. Entsprechend rasch kam es zu einer Annäherung, und bald soll ein Assoziierungsvertrag mit der EU unterzeichnet werden. Indessen sind die Westmächte und internationale Finanzorganisationen damit beschäftigt, ein **massives Finanzhilfepaket für die Ukraine** zu schnüren, dessen Gesamtgröße in den nächsten 3-5 Jahren USD 30-35 Mrd. **überschreiten könnte**. **Auf der anderen Seite reagierte Russland auf den politischen Umsturz in Kiew äußerst unfreundlich**, bezeichnete diesen als verfassungswidrig und deutete die Möglichkeit einer militärischen Intervention in der Ukraine an. Zudem hat **Russland die autonome Republik Krim bereits de facto angeschlossen**. Aus all diesen Gründen bleibt der politische Ausblick trotz des relativ sanften Machtübergangs

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	81,7	102,7	117,2	135,6	133,2	103,7	112,9
Reales BIP (% p.a.)	-14,8	4,2	5,2	0,2	0,0	-5,0	1,5
Industrieproduktion (% p.a.)	-21,9	10,7	8,1	-0,5	-4,0	-4,0	2,5
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	8,8	8,1	7,9	7,7	7,5	8,5	8,0
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	5,0	21,9	20,9	15,0	8,0	-2,0	0,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	6,6	20,9	19,0	3,6	-0,1	5,5	8,0
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	15,9	9,4	8,0	0,6	-0,2	6,0	7,5
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	12,3	9,1	4,6	-0,2	0,5	12,0	9,0
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-8,7	-7,5	-4,3	-5,5	-7,0	-4,0	-3,0
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	34,6	40,0	36,0	36,8	40,3	52,0	53,0
Leistungsbilanz (% des BIP)	-1,6	-2,2	-6,3	-8,5	-9,1	-5,9	-4,2
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	17,8	24,8	23,4	17,2	12,5	13,0	13,9
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	88,2	85,2	83,0	74,4	78,9	107,1	106,3
EUR/UAH (Jahresdurchschnitt)	11,2	10,5	11,1	10,4	10,8	14,5	14,6
USD/UAH (Jahresdurchschnitt)	8,0	7,9	8,0	8,1	8,2	10,8	11,0

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

in Kiew und der hohen Bereitschaft ausländischer Geldgeber, die Ukraine zu unterstützen, ganz **außerordentlich ungewiss**, und die gesamte Bandbreite der möglichen Szenarien ist nach wie vor offen. In unserem Basisszenario erwarten wir keine extremen politischen Nachwirkungen und keine übermäßige Eskalation in den Beziehungen zwischen Russland und der Ukraine.

Die politischen Turbulenzen haben das ohnehin geschwächte Land zusätzlich stark belastet. Dennoch konnte sich in Q4 2013 das BIP überraschend erholen und einen Anstieg um 3,3 % p.a. verzeichnen (nach Kontraktionen in den 5 vorangehenden Quartalen). Dies ergab für das Gesamtjahr 2013 ein Nullwachstum des BIP. Für dieses Jahr erwarten wir erhebliche **Rückgänge der Produktion infolge der politischen Unruhen**, eine unvermeidliche geldpolitische Straffung und eine substantielle Verschlechterung der Handelsbeziehungen mit Russland. Wir gehen von einer **Schrumpfung der ukrainischen Volkswirtschaft um 3-7 %** in diesem Jahr aus und rechnen mit einem Anstieg der Verbraucherpreisinflation auf niedrige zweistellige Werte (10-14 % p.a.). Eine deutliche Wechselkursanpassung und IWF-induzierte Sparprogramme sollten die Defizite des Landes senken helfen – das Leistungsbilanzdefizit dürfte 2014 auf 5-6 % des BIP zurückgehen (nach einem Spitzenwert bei 9 % im letzten Jahr). Unseren Schätzungen zufolge erreichte das allgemeine Staatsdefizit in 2013 7-8 % des BIP und wird in diesem Jahr auf 4-5 % zurückgehen.

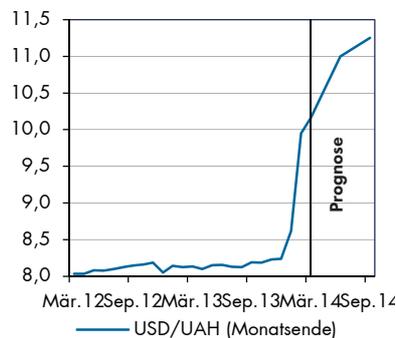
Finanzmarktausblick

Die Landeswährung der Ukraine war bisher eines der Hauptopfer der politischen Krise. Die Eskalation der politischen Unruhen hat im Kontext einer kritisch schwachen externen Position ein **gewaltsames Zusammenbrechen der Währungsbindung ausgelöst und das neue Management der Zentralbank zur Einführung eines flexiblen Wechselkursregimes veranlasst**. So hat die Hrywnja seit Jahresbeginn nahezu 15 % gegenüber dem USD verloren, und am Gipfelpunkt der Volatilität hatte sich die ukrainische Währung gar um fast 30 % im Vergleich zum Jahresanfang abgeschwächt. Unter der Voraussetzung einer kommenden Finanzhilfe würden wir **langfristig keine weitere dramatische UAH-Schwächung mehr erwarten**. Einige kurzfristig extremere Ausschläge sollten freilich bei anhaltender Unsicherheit, mit der in den kommenden Wochen wohl noch zu rechnen ist, nicht ausgeschlossen werden. Bis Jahresende 2014 sagen wir eine Stabilisierung von USD/UAH bei rund 10,50-11,50 voraus – ein Kurs, der halbwegs den ökonomischen Fundamentaldaten und breiteren regionalen Wechselkurstrends entspricht. Die **Risiken für dieses Szenario bleiben indessen erheblich** und entstammen hauptsächlich der Gefahr politischer Fehler und einer Eskalation der Auseinandersetzung mit Russland.

Die Eskalation politischer und ökonomischer Unruhen hat Ängste über eine Umstrukturierung der **Staatssektorschulden** ausgelöst, zumal der Staat mit Forderungen in Höhe von beinahe USD 30 Mrd. bis Ende 2015 konfrontiert ist. Allerdings erachten wir eine (möglicherweise vom IWF unterstützte) Staatsschuldenrestrukturierung noch immer als höchst unwahrscheinliches Szenario, da der Staatsschuldenstand im Ländervergleich niedrig ist. **Massive Auslandshilfen werden zu einer kurzfristigen Milderung des Liquiditätsproblems führen**. Angesichts des unsicheren politischen und ökonomischen Ausblicks ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Ukraine in Zahlungsschwierigkeiten bezüglich der Auslandsschulden schlittert, jedoch sicherlich nicht mit null anzusetzen.

Finanzanalysten: Dmytro Sologub, Raiffeisen Bank Aval Public Joint Stock Company, Kiew; Wolfgang Ernst, RBI Wien

Wechselkursentwicklung



USD/UAH: 5J-Hoch 10,96, 5J-Tief 7,6
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

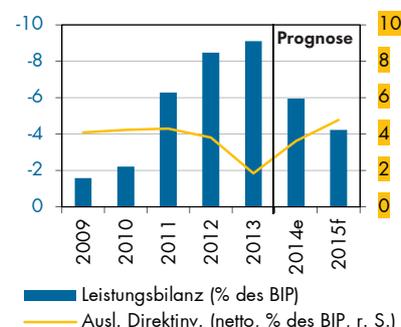
Wechselkursprognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
EUR/UAH	14,05	14,9	14,6	15,5	15,5
Kons.		11,6	11,6	13,1	12,6

USD/UAH	10,16	11,0	11,3	11,5	11,5
Kons.		8,8	8,9	10,1	9,7

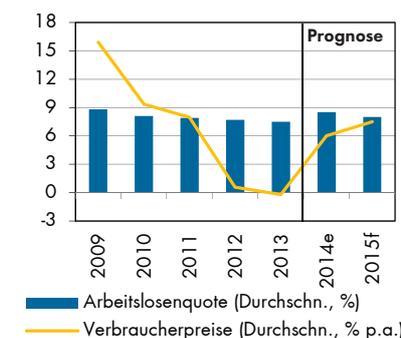
¹ 17:00 (MEZ)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Leistungsbilanz und FDI



Quelle: Staatsstatistikkomitee Ukraine, Raiffeisen RESEARCH

Inflationsentwicklung

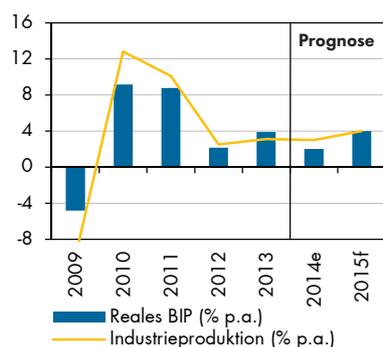


Quelle: Staatsstatistikkomitee Ukraine, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaft erneut auf Rückzug

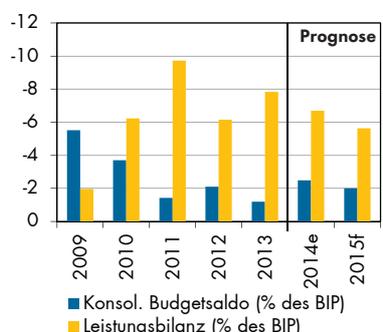
- Konjunkturabschwung nach geldpolitischer Straffung und aufgrund politischer Unsicherheiten
- Fortgesetzte ökonomische Ungleichgewichte, fallendes Leistungsbilanzdefizit
- Lokalwährungsanleihen bieten attraktive Renditeniveaus
- Abwertungsspitzen der türkischen Lira nach wie vor im Laufe des zweiten Quartals nicht auszuschließen

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Budgetsaldo und Leistungsbilanz



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsausblick

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung war das Jahresergebnis für das BIP-Wachstum 2013 noch nicht veröffentlicht, doch die Märkte und die Regierung erwarten sich eine Zahl knapp unter 4 % p.a., was einer Verbesserung gegenüber dem Vorjahr gleichkommt. Indessen sind gegen Ende 2013 und Anfang 2014 **Befürchtungen einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums stärker geworden**. Vor allem die seit langem bestehenden Schwachpunkte, wie beispielsweise das enorme Leistungsbilanzdefizit und die boomenden Bankkredite, haben die Türkei anfällig gegenüber einer Eintrübung der externen Rahmenbedingungen gemacht. **Weniger umfangreiche Kapitalströme** in die Emerging Markets und die einsetzende Normalisierung der geldpolitischen Bedingungen in den USA und in Europa **gefährden das türkische Wachstums- und Finanzierungsmodell**. Die Geldpolitik wurde in einem abrupten Schritt bereits im Februar gestrafft. Zudem haben **politische Unruhen die Unsicherheiten verstärkt**, zumal Premierminister Erdogan zunehmend in den Strudel von Korruptionsvorwürfen gezogen wird.

Wir nehmen vor dem Hintergrund dieser Befürchtungen unsere **Wachstumsprognose für 2014 von 3,5 % auf 2,0 %** zurück, und wir sind mit dieser Einstellung nicht alleine, ist doch die Konsenseinschätzung der Marktforscher in den letzten Monaten ebenfalls rasch gepurzelt. Unserer Meinung nach werden sowohl die private Nachfrage wie auch die Investitionen beeinträchtigt sein, und der Lagerabbau wird sich erneut beschleunigen, während die Nettoexporte wiederum als Wachstumstütze dienen werden. Dies würde einen gewissen **Rückgang des Leistungsbilanzdefizits** implizieren, wenn man die Reduzierung der Importe in Rechnung stellt. Die Arbeitslosigkeit könnte 2014 steigen. Auf dem Rücken einer schwachen Lira wird die **Inflation wahrscheinlich auf einem erhöhten Level bei rund 7 %** verharren.

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	439,5	549,5	554,8	611,8	624,7	586,4	667,8
Reales BIP (% p.a.)	-4,8	9,2	8,8	2,2	3,9	2,0	4,0
Industrieproduktion (% p.a.)	-9,9	12,8	10,1	2,5	3,1	3,0	4,0
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	13,7	11,7	9,6	9,0	9,4	9,8	9,5
Bruttoindustriellöhne (% p.a.)	8,1	8,0	8,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	1,2	8,5	11,1	6,1	4,5	6,0	6,0
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	6,2	8,6	6,5	8,9	7,5	7,4	7,3
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	6,5	6,4	10,5	6,1	7,4	7,5	7,0
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-5,5	-3,7	-1,4	-2,1	-1,2	-2,5	-2,0
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	48,9	45,2	42,1	39,8	38,5	38,2	37,3
Leistungsbilanz (% des BIP)	-2,0	-6,2	-9,7	-6,2	-7,8	-6,7	-5,6
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	49,4	60,2	60,3	75,8	80,5	74,1	84,6
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	42,8	39,7	42,6	42,0	44,1	51,9	53,2
EUR/TRY (Jahresdurchschnitt)	2,17	2,00	2,34	2,31	2,54	2,94	2,85
USD/TRY (Jahresdurchschnitt)	1,55	1,51	1,68	1,80	1,91	2,18	2,14

Quelle: Thomson Reuters, wiiv, Raiffeisen RESEARCH

Finanzmarktausblick

Der Mitte Dezember zutage getretene Korruptionsskandal hat das ohnedies bereits erschütterte Vertrauen in die türkischen Finanzmärkte weiter untergraben. Ende Januar, als die **Türkische Zentralbank (TCMB)** sich schließlich dem gestiegenen Marktdruck beugte und die **Zinslandschaft einer erheblichen Straffung unterzog**, hatte die Währung bereits weitere 7 % gegenüber USD verloren. Alles in allem hat TRY seit den im Mai 2013 einsetzenden Verschiebungen gegenüber USD annähernd 25 % verloren und gehört damit zu den Top-Verlierern im EM-Raum. Dementsprechend hat sich die Zinskurve der Landeswährung seit Mitte Dezember (dem Datum unserer vorhergehenden Strategie-Publikation) deutlich aufwärts verschoben und eine Inversion vollzogen. Zum Zeitpunkt dieses Berichts lagen die Renditen der liquidesten 2-j. Anleihe um fast 200 BP höher als Mitte Dezember und fast 600 BP über den im April 2013 gesehenen Kursständen, als die Korrektur der Lira-Schuldmärkte im Einklang mit anderen überkauften EM ihren Ausgang nahm. Im selben Zeitrahmen ist auch die 10-j. Rendite gehörig hochgeschwungen, wenngleich nicht im selben Ausmaß wie die kürzeren Fälligkeiten. Selbst die mutiger als erwartet ausgefallenen Notmaßnahmen der TCMB Ende Januar konnten das Malheur der Liramärkte nur etwas abfedern, da die zunehmenden geopolitischen Spannungen in der Ukraine zu den inländischen politischen Spannungslagen noch hinzu kamen. Allerdings **erwarten wir uns in unserem Prognosehorizont keine weitere Straffung der geldpolitischen Zügel** nach den Maßnahmen von Ende Januar, die sich effektiv auf insgesamt 225 BP summieren, da der 10 % einwöchige-Repocatz erneut das Leitzinsinstrument darstellt und mit der 7,75 %-Tagesfazilität verglichen werden muss (o/n-Korridor ebenfalls von 3,5 % - 7,75 % auf 8,0 % - 12 % verengt). Die zukünftigen Kapitalströme sind jedenfalls schwer vorherzusehen, vor allem im Fall der Türkei, wo sich das allgemeine Geschäftsklima besonders unter ausländischen Investoren in den letzten Monaten ziemlich verschlechtert hat. Auch die Ängste vor dem Fed-Tapering liegen noch in der Luft, obwohl wir bei unserer Einschätzung bleiben, dass die US-Notenbank ihre Anpassung der Anleihenankäufe verträglich gestalten wird und damit das Risiko einer noch zusätzlich beschädigten Lira etwas entschärft werden könnte. **Gewisse Überreaktionen sind jedoch nach wie vor nicht auszuschließen, wenn man die Möglichkeit zwischenzeitlicher Eskalationen auf lokaler und geopolitischer Ebene bedenkt.** Indessen sind wir nicht der Ansicht, die Türkische Lira könne die seit den ersten Anzeichen der neuen Fed-Politik erlittenen Verluste wieder aufholen. Wenn es jedoch zur erwarteten Beruhigung der Ukraine-Krise und zu den Verbesserungen der externen Gleichgewichte für die Türkei kommt, könnte der einheimische Schuldenmarkt nach den Lokalwahlen Ende März attraktive Gelegenheiten bieten.

Finanzanalysten: Andreas Schwabe, CFA, Stephan Imre

Zinsprognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
Leitzinssatz	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Konsensus		10,25	10,38	10,25	10,25
1 Monat²	11,65	11,40	11,00	10,50	11,20
3 Monate²	11,80	11,70	11,30	10,90	11,30
6 Monate²	12,11	11,80	11,50	11,10	11,40
12 Monate²	12,45	12,10	12,00	11,60	11,50

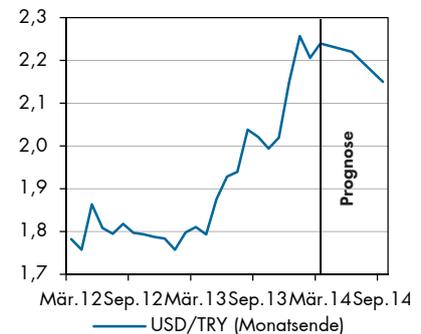
¹ 17:00 (MEZ) ² Geldkurs (bid rate)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Renditeprognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
2-j. Anleihe²	10,98	11,0	10,9	10,5	10,5
Kons.		11,05	10,67	10,90	10,25
5-j. Anleihe²	10,74	11,2	11,1	10,7	10,4
10-j. Anleihe²	10,66	10,6	10,7	10,9	9,9
Kons.		10,60	10,73	11,03	11,19

¹ 17:00 (MEZ) ² Rendite auf der Briefseite (ask yield)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Wechselkursentwicklung



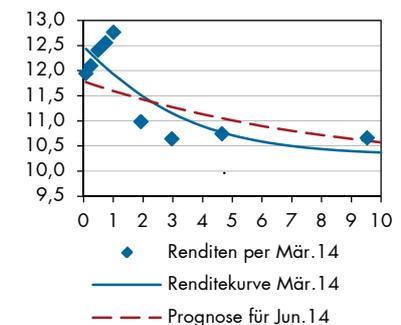
USD/TRY: 5J-Hoch 2,34, 5J-Tief 1,4
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Wechselkursprognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
EUR/TRY	3,10	3,00	2,80	2,84	2,90
Kons.		2,97	2,92	2,87	2,91
USD/TRY	2,24	2,22	2,15	2,10	2,15
Kons.		2,25	2,23	2,22	2,23

¹ 17:00 (MEZ)
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

TRY-Renditekurve (%)



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Zurück in der Kälte

- Krise Ukraine-Russland beschädigt ernsthaft den regionalen CIS-Ausblick
- Rekordhohe Aktivitäten auf den Primärmärkten in Q1, weiterhin hohe Aktivität in Q2
- Ukraine-Krise und Risiko von Sanktionen gegen Russland dämpfen den CEE-Investitionsausblick
- Wir ändern unsere Empfehlung für CEE-Eurobonds von Halten in Q1 auf Reduzieren in Q2

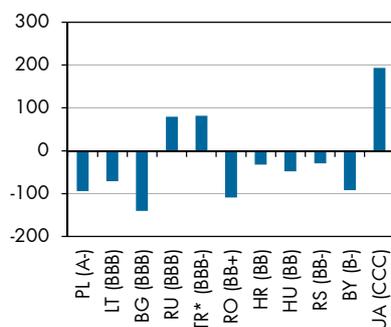
EMBIG USD & Spreads*

	19. Mär		Spreads, BP		
	Index	Spread, Q/Q	5J	5J	5J
	BP	BP	min	max	
PL (A-)	547	114	-18	106,7	360,7
LT (BBB)	156	137	-5	133,6	493,3
BG (BBB)	1018	68	0	30,6	602,6
RU (BBB)	878	288	89	150,9	647,2
TR* (BBB-)	603	290	-5	136,6	531,5
RO (BB+)	127	197	4	184,8	527,8
HR (BB)	133	274	-22	145,3	656,9
HU (BB)	253	258	-13	149,4	726,0
RS (BB-)	200	277	-92	277,1	1006,2
BY (B-)	133	777	40	525,5	1705,7
UA (CCC)	535	1062	297	392,7	2827,2
Europa*	948	297	31	170,7	656,4
Afrika	820	297	-6	183,2	685,8
Asien	537	198	-13	133,3	525,0
Mittlerer Osten	442	393	-1	280,2	756,1
Lateinamerika	579	394	22	285,2	680,0
Global	640	322	18	227,3	646,6
Inv.grade	491	209	11	135,1	472,8
BB	580	306	-5	188,4	742,8
B	1008	869	68	406,1	1395,2

¹ 17:00 (MEZ)

* TR - Türkei Fitch Rating, Europa - CEE, p.q. - Quartal auf Quartal, 5J - 5-Jahres-Minimum und -Maximum
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

CEE EMBIG Rating Spread (BP)*



* JPM EMBI Global Index-Familie, TR - Türkei Fitch Rating
Quelle: Thomson Reuters

Markttrends

Einmal abgesehen von der außergewöhnlichen politischen Situation in der Ukraine, entwickelte sich der Eurobond-Markt in Q1 2014 mehr oder weniger im Einklang mit unserem Szenario. Die beispiellose politische Krise in der Ukraine und die Annexion der Krim durch Russland im Anschluss an ein separatistisches Referendum im März haben einen ernsthaften politischen Konflikt zwischen Russland auf der einen Seite und der Ukraine und dem Westen auf der anderen Seite heraufbeschworen. Die daraus resultierende Volatilität hat das CEE-Marktrisiko erhöht und stellt die größte Herausforderung für unsere ursprünglich positive Marktstrategie dar. **Da die Krim-Spannungen unmittelbar auf die Risikowahrnehmung in der Region CEE durchschlagen, mussten die CEE-Märkte im März hohe Volatilität aushalten.** Ziemlich überraschend betrafen die daraus resultierenden Kursverluste in erster Linie das CIS-Marktsegment, während CEE und SEE relativ stabil blieben. Der CEE EMBIG USD-Index meldete einen überdurchschnittlichen Ertrag und übertraf den breiter angelegten Composite EMBIG bis Mitte Februar um 1 %. Das CEE-Segment lag in Q1 um 1,5 % hinter dem Composite-Index zurück. Positiv ist zu vermerken, dass wir bei einem Vergleich der CEE EMBIG-Konstituenten feststellen, dass nur CIS-Länder negative Erträge erbrachten, während die positive Performance durch das restliche CEE einen ansonsten noch größeren Verlust abfedern konnte. **Ein weiterer Aspekt unserer Strategie, der gut gelaufen ist, war die Wette auf eine sich abschwächende Korrelation zwischen US Treasuries (UST) und EM-Anleihen.** Alles in allem blieb der CEE-Anteil des EMBIG USD einschließlich CIS praktisch unverändert und der CEE-Index brachte unter Ausschluss von CIS einen Gewinn von 2 %. Unsere Empfehlung, Serbien unterzugewichten, brachte Verluste, da der Spread nach den Wahlen um 92 BP geschmolzen ist. Demgegenüber erwiesen sich unsere positiven Empfehlungen für Ungarn und Rumänien als zutreffend.

Primärmärkte

Zahlreiche CEE-Regierungen ergriffen die Gelegenheit zur Begebung neuer Anleihen unter Nutzung der relativ niedrigen Renditen und der kräftigen Nachfrage nach EM-Schuldtiteln. Die CEE-Bruttoemissionen am Eurobond-Primärmarkt beliefen sich auf USD 21 Mrd. oder 40 % von den Platzierungsplänen für 2014. Einige Länder, einschließlich Polen, Ungarn und Slowenien haben Mitte Q1 bereits 70-90 % ihres internationalen Finanzierungsbedarfes für 2014 gedeckt. Die Ukraine-Krise unterbrach zwar die Primärmarktaktivitäten, sodass von Mitte Februar bis Mitte März keine einzige Sovereign-Platzierung aus CEE stattfand. Die Deeskalation der Krise warf den Emissionsmotor jedoch wieder an – Ungarn und Slowenien kehrten an den Primärmarkt zurück und Rumänien meldete ebenfalls Ambitionen für H1 an. Da sich das Marktumfeld in Q3 wahrscheinlich wieder verschlechtern wird, dürften in Q2 noch weitere CEE-Regierungen neue Anleihen emittieren. Was das Fälligkeitsprofil für CEE betrifft, sind der Mai und der Juni

die geschäftigsten Monate mit insgesamt USD 2,2 Mrd. an CEE Sovereign-Eurobonds mit Fälligkeit im Mai und ca. USD 3 Mrd. im Juni.

Ausblick und Strategie

In Q2 erwarten wir eine Zunahme der Marktvolatilität aufgrund einer Kombination unterschiedlicher Faktoren. Zunächst gehen wir von einer Umkehr der dreimonatigen rollenden Korrelation zwischen UST und EM-Anleihen aus, die sich nach einem negativen 0,4 einem positiven 0,6-0,8 annähern sollte. Die zweite Warnung betrifft den Ukraine-Russland-Konflikt, der ein höheres Risiko für westliche Wirtschaftssanktionen gegenüber Russland mit sich bringt. Wir glauben, dass der Markt die möglichen Implikationen dieses Umstands unterschätzt, der die Markt-Performance Russlands beschädigen könnte. Damit sind potentiell auch die russischen Pläne zur Emission neuer internationaler Anleihen in Gefahr, da sich die Ausleihungskosten für die Regierung im Gefolge der Sanktionen erhöhen könnten. Schließlich gehen wir noch davon aus, dass sich die **CEE-Rating-Trends erst später im Jahr 2014 stabilisieren** werden, wenn der Ausblick für die Region von negativ auf stabil geändert wird. Dies veranlasst uns zu einem verhalten negativen Ausblick für CEE in Q2. **Dementsprechend änderten wir unsere Empfehlungen für CEE Eurobonds für Portfolio-Investoren von Halten in Q1 auf eine leichte Reduzierung in Q2. Obwohl die ukrainische Regierung sich voll und ganz zur Bedienung ihrer Eurobond-Verpflichtungen bekennt**, würden wir das Sovereign-Ausfallrisiko infolge schwerer finanzieller Beschränkungen nicht völlig ausschließen. In Russland scheinen die Anleihenurse die Möglichkeit gravierenderer Wirtschaftssanktionen noch zu ignorieren, während das CDS-implizite Rating eine hohe Wahrscheinlichkeit einer Herabstufung um einen Punkt nahelegt. Ein weiterer potenzieller Problemfall ist Kroatien, wo das anämische Wirtschaftswachstum fiskalische Sorgen verstärkt. Gleichzeitig bleiben wir für Ungarn und Rumänien wegen der in diesen Ländern fundamentalen Verbesserungen und der starken internationalen Liquiditätsposition positiv eingestellt. **Ungeachtet der politischen Volatilität in der Türkei würden wir eine taktische Übergewichtung der Türkei gegenüber Russland empfehlen**, zumal Letzteres sogar ein noch größeres Abwärtsrisiko darstellen könnte.

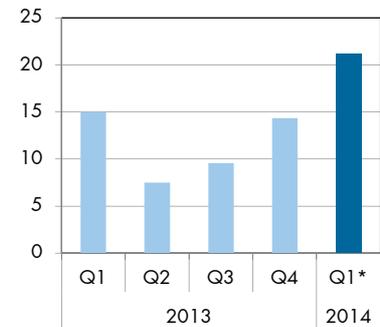
Finanzanalyst: Gintaras Shlizhyus

CEE EMBIG vs. UST 10J Renditen, %*



* JPM EMBI Global Index-Familie
Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg

CEE Staatsemission 2013, USD Mrd.*



* Summe der Emissionen, nur Eurobonds, nach Ländern inklusive Staaten und staatsnaher Unternehmen, 2014 Q1 - akkumuliert bis heute
Quelle: Bloomberg, Bond Radar, Raiffeisen RESEARCH

Benchmark Eurobond Prognosen und Performance

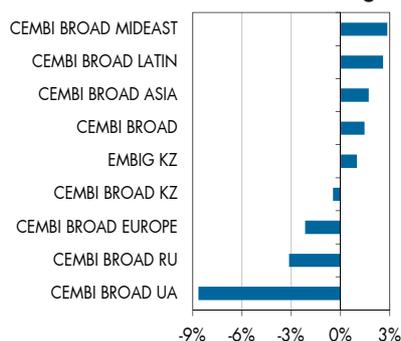
Anleihe	Rating	Dur.	Spread				Spanne				Perf. (%)	Spread				Spanne				Perf. (%)
			19.Mär ¹	Jun.14	min.	max.	Sep.14	min.	max.	Perf. (%)		Dec.14	min.	max.	Perf. (%)					
PL 3% fällig 23	USD	A-	8,0	110	115	105	120	-3,0	135	125	140	-7,0	138	128	142	-8,8				
PL 4,5% fällig 22	EUR	A-	6,9	59	60	59	61	-1,4	69	68	70	-4,1	72	71	72	-7,0				
LT 6,625% fällig 22	USD	BBB	6,4	110	115	106	120	-2,6	135	126	140	-5,1	138	128	142	-6,5				
LT 4,85% fällig 18	EUR	BBB	3,6	139	145	133	151	-0,9	170	158	176	-2,9	174	162	179	-4,5				
BG 4,25% fällig 17	EUR	BBB	3,1	116	125	107	134	-0,9	149	131	158	-2,5	149	132	158	-3,8				
RU 4,5% fällig 22	USD	BBB	6,7	210	220	200	230	-3,0	259	239	269	-6,9	263	243	273	-8,6				
TR 3,25% fällig 23	USD*	BBB-	7,8	258	240	276	222	-1,2	266	302	248	-5,5	276	312	258	-7,8				
TR 5,125% fällig 20	EUR*	BBB-	5,2	306	280	333	254	0,3	307	360	280	-2,6	322	375	296	-5,5				
RO 4,375% fällig 23	USD	BB+	7,8	187	190	184	193	-2,8	220	214	223	-7,5	228	222	231	-9,7				
RO 4,875% fällig 19	EUR	BB+	5,0	254	250	257	246	-0,8	285	293	282	-4,1	300	307	296	-6,8				
HR 5,5% fällig 23	USD	BB	7,0	263	280	245	297	-3,6	332	297	349	-9,3	335	300	352	-10,9				
HR 6,5% fällig 15	EUR	BB	0,8	105	140	70	175	-0,3	181	111	216	-0,6	166	95	201	-0,7				
HU 5,375% fällig 23	USD	BB	7,2	251	230	272	209	-0,9	252	294	231	-4,6	277	319	256	-7,8				
HU 3,875% fällig 20	EUR	BB	5,4	253	230	275	207	0,1	252	297	229	-2,6	277	322	255	-6,1				
RS 7,25% fällig 21	USD	BB-	5,8	247	260	233	273	-2,8	307	280	320	-6,7	311	284	324	-8,1				
BY 8,95% fällig 18	USD	B-	3,2	713	720	706	727	-1,3	709	695	716	-1,6	711	697	718	-2,3				
UA 7,5% fällig 23	USD	CCC	6,1	746	800	692	854	-5,4	662	554	715	1,8	695	588	749	-1,5				

¹ 17:00 (MEZ); * Performance als kumulativer Ertrag des Bruttopreises bis zum Prognosehorizont, Länder sortiert nach S&P Rating, Türkei - Fitch Rating
Quelle: Bloomberg, S&P, Fitch, Raiffeisen RESEARCH

Ereignisrisiken bestehen, kurze Fälligkeiten erscheinen attraktiv

- Schwächeres Wirtschaftswachstum und eskalierende Ereignisrisiken belasten EM Credits in Q1
- Unter Annahme keiner Eskalation, schlagen wir eine Aufstockung russischer kurzfristiger BBBs vor
- Schwächerer Rubel, höhere Leitzinsen in Russland und Ukraine-Exposure – negativ für russische Banken
- Schwächerer Primärmarkt in Q2 aufgrund höherer Ereignisrisiken in der Ukraine

Rendite Q1 2014 seit Jahresanfang



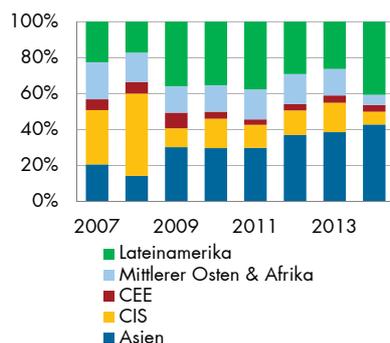
5-Jahres-Gesamtertrag in % p.a.: CEMBI UA: 34.3, CEMBI KZ: 16.8, EMBIG KZ: 15.7, CEMBI EUROPE: 15.2, CEMBI RU: 14.6, CEMBI: 11.9, CEMBI LATIN: 11.3, CEMBI ASIA: 10.9, CEMBI MIDEAST: 10.8
Quelle: JP Morgan, Raiffeisen RESEARCH

UST vs. CEMBI RU Index



UST: 5J-Hoch: 2,74 %, 5J-Tief: 0,54 %
CEMBI BROAD RU: 5J-Hoch: 315 BP; 5J-Tief: 126 BP
Quelle: Bloomberg, JP Morgan, Raiffeisen RESEARCH

EM Credits: Neuemissionen (%)



* Emissionen bis 19.3.2014
Quelle: Bond Radar, Raiffeisen RESEARCH

Aus aktueller Perspektive betrachtet, sind der **Verlauf der politischen Krise in der Ukraine und die Position Russlands in dem Konflikt entscheidend** für die Entwicklung der Credit Spreads in Q2 2014. Wir glauben, dass eine diplomatische Lösung und eine zügige Entspannung der Situation auf der Krim und in der östlichen Ukraine die Kaufaktivitäten im überverkauften russischen Kredit-Segment anregen würden.

Obwohl dies nicht unser zentrales Szenario darstellt, könnten wir eine weitere Eskalation der Krise in Q2 erleben, die eine fortgesetzte Ausweitung der Credit Spreads zur Folge hätte. **Gegenwärtig halten wir jedoch die angekündigten Sanktionen nicht für so gravierend**, dass sie sich fundamental auf die russischen Corporate Credits auswirken sollten.

Abgesehen von den politischen Spannungen in der Ukraine ist das fragile makroökonomische Profil des Landes eine **negative Implikation für die Geschäftsrisiken einiger russischer Credits, insbesondere Banken**. Per Ende 2013 haben VEB, Sberbank, Alfa Bank, VTB, Russian Standard und die Bank of Moscow in der Ukraine Vermögenswerte von insgesamt USD 17 Mrd. gehalten. Die Gesamt-Exposure russischer Banken in der Ukraine dürfte sich auf bis zu USD 30 Mrd. belaufen.

Was die Auswirkungen der RUB-Abwertung in Q1 auf die unterschiedlichen Sektoren der russischen Wirtschaft betrifft, sind wir der Meinung, dass Chemieunternehmen und der Stahlsektor aufgrund ihrer exportgetriebenen Umsätze und weitgehend RUB-denominierten Kostenstruktur vom schwächeren Rubel profitieren könnten. **Die Auswirkungen auf Öl und Gas sind weitgehend als neutral einzustufen**, da Verkäufe auf Hartwährungsbasis durch eine vergleichsweise höhere Exposure an FX-Finanzierungen ausgeglichen werden. **Die Rentabilität der Banken könnte aufgrund der vorsorglichen Leitzinserhöhung der Zentralbank um 150 BP leiden**, und die RUB-Abwertung könnte sich auf die Qualität einiger Bankenaktiva nachteilig auswirken, obwohl die Gefahr steigender NPLs durch den positiven Effekt eines schwächeren RUB auf die Umsätze einiger Schuldner entschärft werden.

Was die Bewertungen betrifft, wurde der ansteigende Trend der russischen BBB-Spreadkurve in H2 2013 umgedreht, als die Volatilität in Q1 2014 zunahm, und **kurze Fälligkeiten sind in der anschließenden Ausverkaufswelle stärker unter Druck gekommen**. Mit Blick auf BBB-bewertete russische Credits erkennen wir eindeutig einen Abflachtungstrend seit Ende Februar. Die 10- bis 3-jährige Spread-Prämie russischer BBB-bewerteter Credits ist von etwa 130 BP Ende Februar auf jetzt ca. 50 BP gesunken. Wir glauben dennoch, dass **im unmittelbaren Anschluss an die Ukraine-Krise die kürzeren Fälligkeiten attraktiver sein werden**. Zumindest eine partielle Umkehrung zu einer steileren Spreadkurve könnte Gelegenheiten im russischen Credit-Sektor eröffnen. Wir schlagen die Fokussierung auf kürzere Fälligkeiten besserer Credits vor und empfehlen eine Positionierung im überverkauften russischen Öl- und Gassegment in Erwartung einer steileren Spreadkurve als beste Strategie unter Annahme einer Rückkehr zur Normalität.

Hinsichtlich der Q1-Performance ist festzustellen, dass der globale Emerging Markets (EM) Corporate Credit Index im Quartal bis dato 1,5 % brachte. LatAm und Middle East Credits haben am meisten zur Index-Performance beigetragen (2,7 % bzw. 2,8 %). Das CIS-Segment hinkte dem Index wegen der Ukraine-Eskalation hinterher. Russische und ukrainische Credits gaben um 3,1 % bzw. 8,6 % seit Jahresbeginn nach. Die Performance kasachischer High-Yields wurde von den Entwicklungen in der Ukraine weniger beeinträchtigt und landete in Q1 seit Quartalsbeginn bei nahe Null. Positiv: Die kasachischen Investment Grade Credits (EMBIG KZ) lieferten eine gute 1,0 %-Rendite.

In Kasachstan sorgte die Sanierung der Alliance Bank für eine Spread-Ausweitung. Auch die Kazkommertsbank und BTA Bank Bonds hatten unter Fusionsgesprächen zu leiden. Ohne Zweifel stellt die KZT-Abwertung um 18 % seit Jahresbeginn zum USD einen negativen Faktor für die Assetqualität der kasachischen Banken dar, die einem FX-Kreditexposure von 35-50 % ausgesetzt sind. Die Spreads der Halyk Bank Bonds zeigten sich einigermaßen resistent (ca. 40 BP Plus seit Jahresbeginn), während sich der Spread der ATF-Bank-2017-Bonds nach deren Verkauf durch die UniCredit an einen kasachischen Eigentümer im Jahr 2013 sogar um 10 BP seit Jahresbeginn verengte. Dem gegenüber wurden die ukrainischen Credits von der politischen Krise besonders hart getroffen.

Der Gesamtertrag der 5-10J CIS Credits erfreute sich in gewissem Ausmaß der Unterstützung durch den Rückgang risikofreier Zinssätze in Q1. Die UST-Zinskurve ist seit Jahresbeginn im 5-10J-Segment um 4-18 BP gefallen, während die Renditen im 1-5J-Segment bis zu 10 BP stiegen.

Im Primärmarkt begann das Jahr 2014 mit soliden Aktivitäten in den EM-Märkten, wobei sich der Gesamtbetrag der Emissionen in Jan-Feb auf USD 94,2 Mrd. beläuft, das ist ein Plus von 4 % p.a. Die Emissionsaktivitäten wurden jedoch von LatAm und Asien angetrieben, auf deren Rechnung 27 % bzw. 39 % des Gesamtvolumens gehen. Der Anteil der CEEMEA-Region hat um fast 21 % in absoluten Zahlen auf USD 32 Mrd. abgenommen, zurückzuführen auf signifikant niedrigere Begebungen in der Region CIS. **Der Anteil der Region CIS fiel 2014 seit Jahresbeginn dramatisch auf USD 5 Mrd. zurück**, im Vergleich zu USD 15 Mrd. in den ersten zwei Monaten 2013. Die Nachfrage konzentrierte sich auf stabilere, bekannte Papiere, wie Sberbank, Gazprombank, Gazprom und Russische Eisenbahnen, die im Februar in den Markt eintraten.

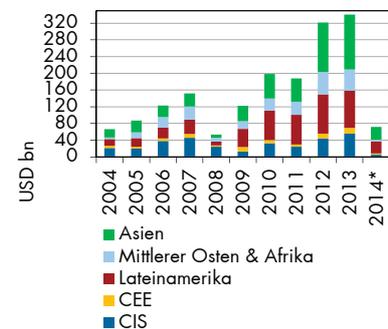
Das negative Sentiment im CIS-Raum führte zu einer Verschiebung von Emissionen, bis sich das Marktumfeld wieder beruhigt. Dazu gehörten eine subordinated Anleihe der Tinkoff Credit System Bank sowie Senior Eurobonds von Lukoil.

Der Primärmarktausblick für Q2 ist eng mit dem weiteren Verkauf der ukrainisch-russischen Krise verknüpft. Wir erwarten uns in Q2 schwächere Aktivitäten, gekennzeichnet durch die Verschiebung von Abschlüssen.

Auf dem Sekundärmarkt empfehlen wir aufgrund der Kombination ukrainischer Exposures mit einem schwierigeren operativen Umfeld eine **vorübergehende Meidung russischer Banken**, vor allem von Konsumentenkreditgebern. In Q2 **empfehlen wir außerdem ein vorsichtiges Agieren mit Bezug auf die Ukraine.** Auf Spread-Basis erscheinen uns **GAZPRU 6,212 % mit Fälligkeit 2016 gut geeignet, um auf eine steilere russische Spreadkurve zu setzen**, wenn sich die Verhältnisse rund um den Konflikt Ukraine-Russland im Laufe der Zeit beruhigen. Im Universum der BB-Ratings gefällt uns weiterhin HSBKKZ 7,25 % mit Fälligkeit 2017 der Halyk Bank – für diese spricht eine Kombination aus soliden Fundamentaldaten und attraktiver Bewertung.

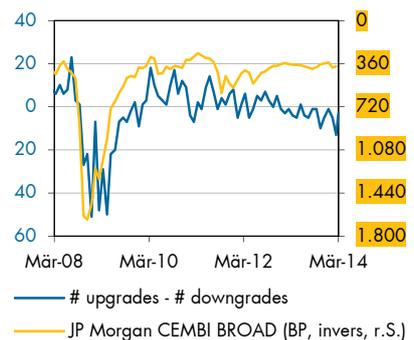
Finanzanalysten: Martin Kutny, Lubica Sikova, CFA

EM Credits: Neuemissionen



* Emissionen bis 19.3.2014
Quelle: Bond Radar, Raiffeisen RESEARCH

Russland: Ratingdrift



CEMBI BROAD: 5J-Hoch: 928 BP; 5J-Tief: 265 BP
Quelle: Bloomberg, JP Morgan, Raiffeisen RESEARCH

Ausgewählte Unternehmensanleihen

Emittent	ISIN	Fälligkeitsdatum	Rendite (%)
Alfa Bank	XS05443362972	25.9.17	5,7
Alrosa	XS0555493203	3.11.20	6,7
Evraz	XS0618905219	27.4.18	8,8
Gazprom	XS0885733153	6.2.20	5,1
Halyk Bank	XS0298931287	3.5.17	4,8
KazMunay-Gaz	XS0556885753	9.4.21	4,9
VimpelCom	XS0587031096	2.2.21	7,5

Quelle: Bloomberg

Abnahme der Risikoaversion als Treiber

- **Krise in der Ukraine belastet auch ATX**
- **Deutliches Plus bei den Gewinnen in 2014**
- **Höhere Niveaus beim ATX im zweiten Quartal prognostiziert**

Einflussfaktoren für den ATX*

Inländische Konjunktur	2	(2)
Export	2	(2)
OECD exkl. Osteuropa	2	(2)
Osteuropa	2	(2)
Asien	2	(2)
Unternehmensgewinne	2	(2)
Schlüsselbranchen	2	(2)
Bewertungsniveau/KGV	2	(2)
Zinsen/Renditen	2	(2)
Wechselkurse	2	(2)
Auslandsbörsen	2	(2)
Liquidität	2	(2)
Markttechnik	3	(3)

Notenskala von 1 - 4 (Zahlen in Klammer letzte Ausgabe)
 * Erwarteter Trend für die nächsten 3 - 6 Monate
 Quelle: Raiffeisen RESEARCH, Raiffeisen Centrobank

Die **Entwicklung am österreichischen Aktienmarkt** in den ersten Monaten dieses Jahres verlief **durchaus turbulent**. Nachdem der ATX länger schon eine bessere Entwicklung im Gegensatz zu den etablierten westeuropäischen Aktienindizes aufwies, musste im Zuge der aufziehenden geopolitischen Spannungen eine deutliche Risikoprämie eingepreist werden.

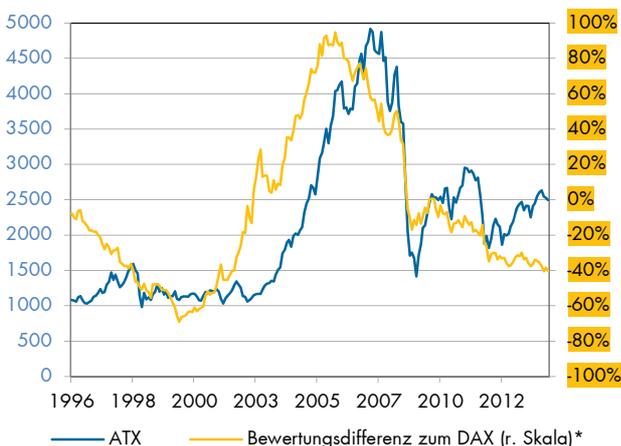
Was die **wirtschaftliche Entwicklung** anbelangt, so sieht es im Moment nach wie vor nach einer **Belebung** aus. So deuten wichtige Vorlaufindikatoren noch immer eine Erholung der Konjunktur an. Wenngleich diese ein wenig verhaltener wie in vorangegangenen Aufschwungphasen ausfallen dürfte, erwarten wir den Höhepunkt der Konjunkturdynamik im Winterhalbjahr 2014/2015. Als Treiber dieser Entwicklung sehen wir neben den im Zuge des sich verbessernden außenwirtschaftlichen Umfelds steigenden Exporten vor allem die Binnennachfrage. Die konjunkturelle Lage in Osteuropa sollte sich, mit Ausnahme der CIS-Region, im Jahresverlauf 2014 weiter aufhellen. Insbesondere für die polnische Ökonomie erwarten wir das stärkste Wachstum in der Region, was auch durch die aktuellen Vorlaufindikatoren untermauert wird. Von Seiten der Geldpolitik sehen wir für das kommende Quartal keine wesentlichen Impulse für den österreichischen Aktienmarkt. Weder die US-Notenbank noch die Europäische Zentralbank

dürften die Marktteilnehmer mit ihren Handlungen groß überraschen.

Bei den **Unternehmensgewinnen** war auch in der **abgeklungenen Berichtssaison** nur **wenig Dynamik** zu beobachten. Alles in allem haben die vorgelegten Zahlen keine Euphorie hervorgerufen. Nachdem SBO, Erste Group und Andritz mit Gewinnwarnungen aufwarteten, konnten voestalpine und Verbund mit ihren Quartalsberichten nicht überzeugen.

Der momentan im Raum stehende Konflikt rund um die Ukraine wirft natürlich die Frage auf, wie es um das Russland-Exposure der heimischen Unternehmen bestellt ist. Im Großen und Ganzen ist die Abhängigkeit bei den meisten ATX-Firmen relativ gering. Stärker aktiv sind Immobilienwerte wie Atrium oder auch Warimpex. Bei Palfinger wiederum beläuft sich der von uns geschätzte Umsatzanteil für 2014 auf rund 7 %.

Bewertungsabschlag beim ATX



* zyklisch adjustiertes Kurs/Gewinn-Verhältnis (basierend auf dem Durchschnitt der Gewinne der jeweils letzten 10 Jahre)
 Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Sektorenstruktur des ATX

Sektor	Unternehmen	Gewichtung
Finanz	CA Immobilien, conwert, Erste Group, Immofinanz, Raiffeisen Bank International, Vienna Insurance Group	44,5%
Industrie	Andritz, Oesterreichische Post, Strabag, Wienerberger, Zumtobel	18,1%
Energie	OMV, Schoeller-Bleckmann	15,0%
Grundstoffe	Mayr-Melnhof, Lenzing, RHI, voestalpine	14,5%
Telekom	Telekom Austria	4,5%
Versorger	EVN, Verbund	3,4%

Quelle: Raiffeisen RESEARCH, Raiffeisen Centrobank, Wiener Börse

Da wir in unserem Basisszenario von keiner weiteren Eskalation der Lage in der Ukraine ausgehen, sollte die **zunehmende Dynamik** der globalen Wirtschaft in diesem Jahr auch **bei den Gewinnen** eine Erholung ermöglichen. Das Jahr 2013 brachte am Ende doch eine diesbezügliche negative Entwicklung mit sich. Auf aggregierter Ebene steht ein Rückgang von rund 13 % zu Buche, wobei hier insbesondere eine Reihe von Einmaleffekten bei den für die Gewinnentwicklungen wichtigen Unternehmen (Erste Group, Vienna Insurance Group, OMV) deutlich belasteten. Durch die markant abgesenkte Basis erscheint das derzeit für **2014** geschätzte **Gewinnwachstum von +30,4 %** auf den ersten Blick natürlich sehr hoch. Auch im relativen Vergleich ist bei den ATX-Unternehmen somit von einer wesentlich stärkeren Dynamik auszugehen. So wird derzeit vom Konsens für die DAX-Konzerne ein Plus von knapp 6,7 % prognostiziert. Für die Firmen aus dem Euro STOXX 50 wird ein Zuwachs von rund 7,4 % geschätzt. Zudem darf die von uns unterstellte Entwicklung nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Gewinne der österreichischen Unternehmen am Ende noch immer klar unter dem Rekordniveau von 2007 liegen würden.

Steigende Gewinne werden auch mit Blick auf die Bewertungen wichtig sein. Auf Basis unserer Schätzungen für die aggregierten Gewinne der im ATX enthaltenen Firmen für **2014 ein KGV von 13,6**. Das auf längerfristigen Gewinndurchschnitten basierende **zyklisch adjustierte KGV bietet weiterhin reichlich Platz für einen Ausbau**, befindet es sich doch deutlich unter seinem historischen Durchschnitt und weist zudem einen anhaltend klaren Abschlag zum DAX aus.

Fazit: Die aktuell im Raum stehenden **geopolitischen Unsicherheiten** werden die Entwicklung des ATX in den kommenden Monaten immer wieder beeinträchtigen, geht doch von dieser Thematik auch ein erhebliches Risiko für die Konjunktur in der Eurozone aus. Allerdings rechnen wir am Ende nicht mit einer weiteren Verschärfung der Krise. Dementsprechend sollte unserer Meinung nach früher oder später der Blick wieder auf das für Aktien eigentlich noch immer vorteilhafte Umfeld frei werden. Eine Rückkehr zu **steigenden Gewinnen, moderate Bewertungen** und speziell der anhaltende **Mangel an Rendite trächtigen Veranlagungsalternativen** fallen hier ins Gewicht. Obwohl aufgrund der Krise in der Ukraine sicherlich bei etlichen Investoren ein vorsichtigeres Agieren zu erwarten sein wird, rechnen wir für das zweite Quartal dennoch mit einer Kursentwicklung beim **ATX**, die eine „**Kauf**“-Empfehlung rechtfertigt.

Finanzanalyst: Johannes Mattner

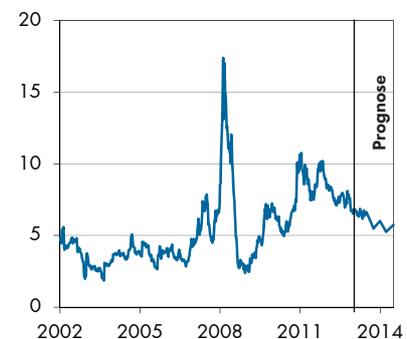
Fair Value des ATX per Dez. 2014*

GR-RR**	Renditen (10J)		
	2,50%	3,00%	3,50%
6,00%	2.663	2.515	2.383
5,75%	2.744	2.587	2.447
5,50%	2.830	2.663	2.515
5,25%	2.921	2.744	2.587
5,00%	3.018	2.830	2.663
4,75%	3.122	2.921	2.744
4,50%	3.234	3.018	2.830
4,25%	3.354	3.122	2.921
4,00%	3.483	3.234	3.018
3,75%	3.622	3.354	3.122
3,50%	3.773	3.483	3.234
3,25%	3.937	3.622	3.354
3,00%	4.116	3.773	3.483
2,75%	4.312	3.937	3.622

* auf Basis der erwarteten ATX-Gewinne für 2014/2015 iHv. 226,4 ATX-Punkten

** Gewinnrendite minus Rentenrendite

Quelle: Raiffeisen RESEARCH, Raiffeisen Centrobank

Gewinnrendite* minus Rentenrendite


* Gewinnrendite = 1/KGV; auf Basis der Gewinne der nächsten 12 Monate

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH, Raiffeisen Centrobank

Bewertung und Prognosen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15
Gewinn der nächsten 12 Monate	227,2	193,2	204,4	215,5	226,4
Renditeprognose	1,87	2,05	2,20	2,60	2,85
Gewinnrendite-Rentenrendite (10-j.)	7,28	5,50	6,00	5,25	5,75
ATX-Prognose auf Basis GR-RR		2559	2492	2745	2632
ATX-Prognose	2484	2600	2500	2700	2660
erwartete Kursentwicklung		4,7%	0,7%	8,7%	7,1%
Bandbreiten		2100-2700	2200-2800	2300-2900	2200-2800
KGV auf Basis der Gewinne d. n. 12 Monate	10,9	13,5	12,2	12,5	11,8

* 23:59 (MEZ);

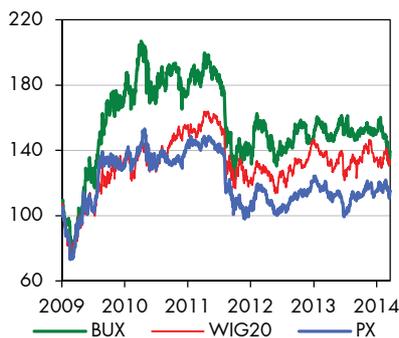
Alle dargestellten Fundamentalkennzahlen basieren auf den genannten Quellen und werden durch Raiffeisen RESEARCH auf den Index aggregiert.

Quelle: Raiffeisen RESEARCH, Raiffeisen Centrobank

Ukraine-Konflikt überschattet wirtschaftliche Erholung

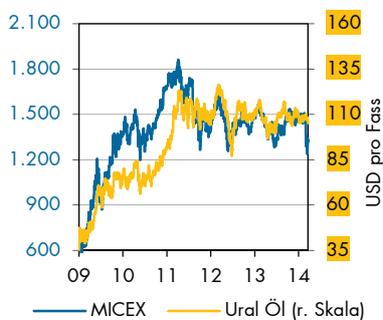
- Geopolitischer Konflikt um die Ukraine steht im Mittelpunkt
- Keine Eskalation zwischen westlichen Industriestaaten und Russland erwartet
- Wirtschaftliche Erholung über die Regionen unterschiedlich ausgeprägt
- Lokale Themen treten vorerst wieder in den Hintergrund

CE Wichtigste Indizes



Die Aktienmärkte in der CEE-Region konnten sich von der von Russland initiierten Ukraine-Krise nicht abkoppeln, wodurch sich die bis dato im heurigen Jahr erwirtschafteten Indexanstiege neutralisierten bzw. ins Gegenteil verkehrten. Der Ausgang des Referendums auf der Krim kam wie erwartet und trug dementsprechend nichts zu einer Änderung der bisherigen Einschätzung bei. Knackpunkt bleibt, wie sich die im Vorfeld ausgesprochenen Drohungen zwischen den westlichen Industriestaaten und Russland manifestieren bzw. weiter aufschaukeln werden. Dies wird vor allem von der zukünftigen Strategie Russlands bezogen auf die Ost-Ukraine abhängen, wobei wir in unserem Basisszenario von keiner tatsächlichen Eskalation ausgehen; sehr wohl aber von einer anhaltend angespannten Situation, welche sich auch nicht schnell auflösen wird und die Kapitalmärkte jederzeit erneut „verunsichern“ könnte. Da im Falle einer Eskalation die Reaktionen auf den Kapitalmärkten aber deutlich negativ anzusetzen sind, haben wir uns entschlossen, dies auch zu einem gewissen Grad in unserer Prognose zu berücksichtigen, weswegen das Auspreisen der bereits aufgebauten Risikoprämien gedämpft ausfällt.

MICEX vs. Öl



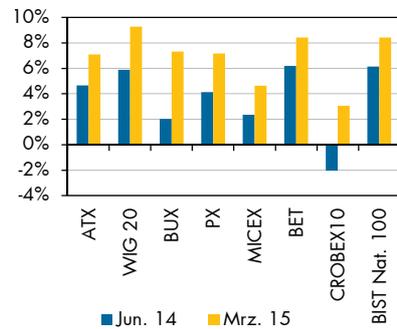
Der **russische Aktienmarkt** steht derzeit ganz im Zeichen der Krimkrise, welche nicht nur eine Gefahr für die Wirtschaft Russlands (Sanktionen), sondern auch für die Stabilität des lokalen Finanzmarktes ist. Aufgrund der Internationalisierung der Moskauer Börse (70 % Ausländeranteil bei Aktien) ist die Volatilität der Finanzströme hier besonders hoch. Verstärkt wird die negative Entwicklung durch den Abwertungstrend des Rubels (-12 % seit Jahresbeginn). Auch ohne die Krise in der Ukraine sind die Rahmenbedingungen für Aktieninvestments in Russland nicht gerade berauschend. Die konjunkturelle Abkühlung (BIP 2014e: +1,0 %) bringt die Unternehmensgewinne (2014e: +3,4 %) unter Druck – ebenso wie die jüngste Leitzinsanhebung auf 7 %. Unterstützung bietet hingegen die äußerst attraktive Bewertung (KGV 2014e: 4,7), welche in den letzten elf Jahren in nur neun Monaten niedriger war. Zum Vergleich: Der MSCI Emerging Markets Index notiert derzeit bei einem KGV von über 11,4. Angesichts der politischen Spannungen dürfte die Volatilität in den nächsten Wochen hoch bleiben, wenngleich wir in den aktuellen Kursen schon sehr viel eingepreist sehen. **HALTEN.**

Einflussfaktoren für Aktienmärkte

	PL	HU	CZ	RU	RO	HR	TR
Politik	2 (2)	4 (4)	2 (2)	4 (2)	3 (2)	2 (2)	4 (3)
Zinstrend	3 (3)	2 (2)	1 (1)	3 (2)	1 (1)	2 (2)	4 (3)
Gewinnentwicklung	3 (3)	4 (1)	1 (1)	3 (4)	1 (1)	4 (4)	2 (2)
Schlüsselbranchen	3 (3)	3 (2)	2 (2)	4 (4)	2 (2)	3 (3)	2 (2)
Bewertung (KGV)	3 (3)	2 (2)	3 (2)	1 (1)	2 (1)	4 (4)	2 (2)
Liquidität	1 (1)	3 (3)	3 (3)	2 (2)	3 (3)	4 (4)	2 (1)
Markttechnik	2 (3)	3 (3)	2 (3)	2 (1)	2 (1)	3 (2)	2 (4)

Die Bewertungsskala reicht von 1 bis 4. Die Note 1 bedeutet einen deutlich positiven Einfluss, die Note 4 einen deutlich negativen Einfluss auf den jeweiligen Markt. Alle Faktoren sind gleichgewichtet. Der Horizont für die Einschätzung beträgt 3 Monate. Die Zahlen in Klammer beziehen sich auf die letzte Ausgabe.
Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Der **polnische** Aktienmarktindex **WIG 20** konnte sich den Auswirkungen der Krim-Krise nicht widersetzen und notiert somit seit Jahresbeginn mit -1,7 % ebenfalls im roten Bereich. In Bezug auf die Entwicklung der polnischen Wirtschaft gehen wir weiterhin von einer Verbesserung aus, weshalb wir die BIP-Prognose noch einmal von 2,9 % auf 3,1 % nach oben revidieren. Der auf Indexbasis aggregierte Gewinnanstieg bedingt mit mäßigen 2 % eine Bewertung auf Basis des KGV von 13,2, was bereits über den westeuropäischen Niveaus angesiedelt ist. Bei den polnischen Pensionsfonds erwarten wir ob der hohen lokalen Aktienquote zunehmende Diversifizierungen über ausländische Aktien sowie Unternehmensanleihen, wodurch sie zu Nettoverkäufern von polnischen Aktien werden dürften. Allerdings gehen wir von keinem abrupten Ausverkauf aus, da die Regierung für 2014 eine Aktienquote von mindestens 75 % veranschlagt hat. Diese negative Annahme sollte aber durch steigende Zuflüsse für Aktienveranlagungen aufgrund des niedrigen Zinsniveaus sowie sich verbessernder Makrodaten mehr als ausgeglichen werden. **KAUF.**

Erwartete Aktienindexperformance


Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Der **tschechische** Leitindex **PX** musste seine zum Jahresauftakt gemachten Kursgewinne ebenfalls wieder abgeben, zählt aber mit einer 0 %-Performance im laufenden Jahr noch zu den stabileren Märkten in Osteuropa. Profitieren sollten die ansässigen Unternehmen im weiteren Jahresverlauf neben der schwächeren Krone auch von der konjunkturellen Erholung in der Eurozone (in die rund die Hälfte der Exporte geht), welche auch der tschechischen Volkswirtschaft zu ei-

Indizes im Vergleich

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	19.Mär ¹
ATX	50,8%	21,7%	1,1%	-61,2%	42,5%	16,4%	-34,9%	26,9%	6,1%	-2,5%
BUX	41,0%	19,5%	5,6%	-53,3%	73,4%	0,5%	-20,4%	7,1%	2,2%	-8,1%
WIG 20	35,4%	23,7%	5,2%	-48,2%	33,5%	14,9%	-21,9%	20,4%	-7,0%	-1,7%
PX	42,7%	7,9%	14,2%	-52,7%	30,2%	9,6%	-25,6%	14,0%	-4,8%	0,0%
MICEX	84,3%	67,5%	11,5%	-67,2%	121,1%	23,2%	-16,9%	5,2%	2,0%	-12,3%
BET	50,9%	22,2%	22,1%	-70,5%	61,7%	12,3%	-17,7%	18,7%	26,1%	-3,4%
CROBEX	26,4%	62,2%	63,2%	-67,1%	16,4%	5,3%	-17,6%	0,0%	3,1%	-1,7%
BIST Nat. 100	59,3%	-1,7%	42,0%	-51,6%	96,6%	24,9%	-22,3%	52,6%	-13,3%	-3,4%
CECE Composite Index	44,7%	14,7%	10,5%	-53,7%	40,5%	15,7%	-29,1%	25,7%	-9,6%	-2,9%
DAX	27,1%	22,0%	22,3%	-40,4%	23,8%	16,1%	-14,7%	29,1%	25,5%	-2,9%
Euro Stoxx 50	21,3%	15,1%	6,8%	-44,4%	21,1%	-5,8%	-17,1%	13,8%	17,9%	-1,0%
S&P 500	3,0%	13,6%	3,5%	-38,5%	23,5%	12,8%	0,0%	13,4%	29,6%	0,7%
MSCI World	13,7%	13,5%	2,8%	-40,1%	22,8%	7,8%	-7,6%	13,1%	26,3%	-0,6%

 In Lokalwährung; ¹ 23:59 (MEZ)

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Bewertung

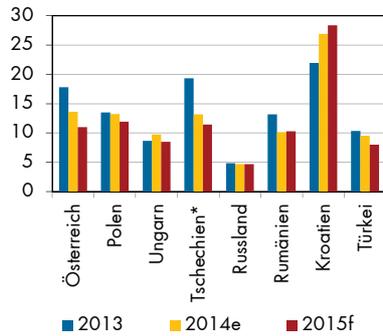
	Gewinnwachstum			Kurs/Gewinn-Verhältnis			Dividendenrendite
	13	14e	15f	13	14e	15f	14e
ATX	-13,3%	30,4%	24,2%	17,8	13,6	11,0	3,0%
WIG 20	-24,8%	2,0%	10,7%	13,5	13,2	11,9	4,7%
BUX	-1,8%	-11,1%	15,1%	8,7	9,8	8,5	3,4%
PX*	-21,1%	46,8%	14,9%	19,3	13,2	11,4	4,4%
MICEX	-3,8%	3,7%	0,4%	4,9	4,7	4,7	5,4%
BET	11,7%	30,2%	-1,9%	13,2	10,1	10,3	5,9%
CROBEX10	1,3%	-18,3%	-5,2%	22,0	26,9	28,4	3,3%
BIST Nat. 100	-7,6%	8,2%	19,0%	10,3	9,5	8,0	2,8%

* Tschechien (PX): exkl. Tatra Mountain Resorts;

Alle dargestellten Fundamentalkennzahlen basieren auf den genannten Quellen und werden durch Raiffeisen RESEARCH auf den Index aggregiert.

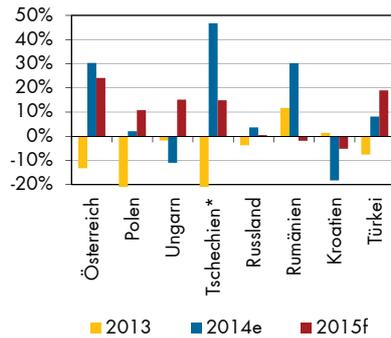
Quelle: Thomson Reuters, Konsensschätzungen basierend auf IBES und Bloomberg, Raiffeisen Centrobank, Raiffeisen RESEARCH

Kurs/Gewinn-Verhältnis



* Tschechien (PX): exkl. Tatra Mountain Resorts
 Quelle: Thomson Reuters, IBES, Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Gewinnwachstum



* Tschechien (PX): exkl. Tatra Mountain Resorts
 Quelle: Thomson Reuters, IBES, Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

nem kräftigen Aufschwung (BIP 2014e: +2,3 %) verhelfen sollte. Der Leitzins dürfte auch im weiteren Jahresverlauf auf dem aktuellen Rekordtief von 0,05 % verbleiben und keine Sorgen bereiten. Im Vergleich zu den Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (2,2 %) sind die Aktien (PX-Dividendenrendite 2014e: 4,4 %) der Prager Börse für lokale, renditeorientierte Investoren durchaus eine interessante Alternative. **KAUF.**

Das **ungarische** Aktienmarktbarometer **BUX** kam im Zuge der Krise zwischen Ukraine und Russland mit -8 % seit Jahresbeginn massiv unter Druck. Hauptverantwortlich hierfür sind vor allem die stark gewichteten Indexmitglieder OTP Bank (Anteil von Russland und der Ukraine beim Nettozinseinkommen 2013: 37,2 %) und der Pharmakonzern Gedeon Richter (Anteil von Russland und der Ukraine am Gesamtumsatz 2013: 34,5 %) sowie die Querelen um die kroatische MOL-Tochter INA (Streit mit der kroatischen Regierung). Die konjunkturelle Lage in Ungarn scheint sich weiter zu verbessern, weswegen wir unsere bisherige BIP-Prognose für 2014e von 1,5 % auf 2,0 % erhöhen. Bei den am 06. April anstehenden Parlamentswahlen bleibt nach aktuellen Umfragen Viktor Orban weiterhin klar in Führung. Die vormalig auf Indexbasis erwartete aggregierte Gewinnwachstumsrate 2014e von 18,1 % hat sich mittlerweile mit -11 % ins Gegenteil verkehrt. Dadurch ergibt sich ein erwartetes KGV 2014e von 9,8. Zudem weisen Gedeon Richter und OTP Bank zusammen ein Indexgewicht von knapp 55 % auf, weshalb wir die massiveren Auswirkungen im Falle einer Eskalation der Ukraine-Krise stärker berücksichtigen müssen. **HALTEN.**

Die **Istanbul**er Börse wurde in den vergangenen Monaten massiv in Mitleidenschaft gezogen. Ein Korruptionsskandal, der in eine Regierungskrise mündete, eine taumelnde Währung, deren Abwertung drastische Zinserhöhungen zur Folge hatte und die generelle Schwäche der Emerging Markets ließen den **BIST National 100** in den vergangenen drei Monaten 6 % einbüßen. Wenngleich die Kommunalwahlen Ende März sowie die Präsidentschaftswahlen im August für gewisse Spannungen sorgen könnten, stimmt uns die Aussicht auf eine gemäßigte Politik verbunden mit einer Rückkehr des Investorenvertrauens vorsichtig optimistisch. Angesichts der hohen Abhängigkeit der Türkei von ausländischem Kapital dürfte der Druck auf die politische Elite groß genug sein einen Kurswechsel im Führungsstil vorzunehmen. Ein durchaus realistisches Szenario wäre ein positives Abschneiden der AKP (liegt laut Umfragen vorne) bei den Kommunalwahlen, was einen Verbleib Erdogans in der Politik bedeuten würde. Seine anschließende

Indexeinschätzungen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15	Empfehlung
ATX	2484	2600	2500	2700	2660	Kauf
Performance		4,7%	0,6%	8,7%	7,1%	
Bandbreiten		2100-2700	2200-2800	2300-2900	2200-2800	
WIG 20	2361	2500	2400	2600	2580	Kauf
Performance		5,9%	1,7%	10,1%	9,3%	
Bandbreiten		2100-2700	2100-2700	2300-2800	2300-2800	
BUX	17053	17400	17100	18600	18300	Halten
Performance		2,0%	0,3%	9,1%	7,3%	
Bandbreiten		15000-19000	15000-19000	16000-20000	16000-20000	
PX	989	1030	1020	1080	1060	Kauf
Performance		4,1%	3,1%	9,2%	7,2%	
Bandbreiten		900-1050	950-1050	980-1150	980-1150	

In Lokalwährung; ¹ 23:59 (MEZ)
 Die ausgesprochene Empfehlung bezieht sich auf das im 3-Monats-Horizont angegebene Kursziel.
 Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

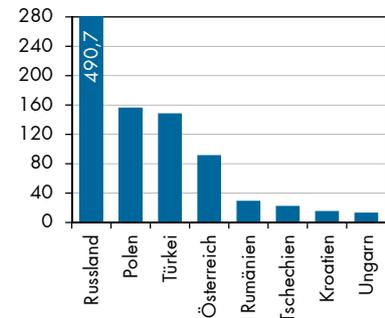
Bewerbung um das Amt des Präsidenten könnte ihm Immunität verschaffen und seiner Partei ohne Gesichtverlust eine gemäßigte Linie ermöglichen. Bewertungstechnisch ist der BIST-Index nach den Kursrückgängen der letzten Monate mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 9,7 wieder recht attraktiv. **KAUF.**

Die Krise in der Ukraine warf ihren Schatten auch auf den **rumänischen Aktienmarkt**. Dessen ungeachtet sprechen sowohl makroökonomische als auch fundamentale Daten für eine positive Entwicklung des rumänischen Börsebarometers BET. Die auf einem Rekordtief (3,5 %) liegenden Leitzinsen, der geringe Inflationsdruck und das freundliche konjunkturelle Umfeld (BIP 2014e: +2,3 %) sowie das Festhalten der Regierung an den mit dem IWF getroffenen Vereinbarungen schaffen ein gutes Fundament für die Bukarester Börse. Darüber hinaus könnten in diesem Jahr bis zu zwei Börsengänge staatlicher Unternehmen für einen positiven Schub an der Bukarester Börse sorgen. Als fix gilt bereits die Neuemission des staatlichen Stromversorgers Electrica, durch die der Staat mit Einnahmen in Höhe von EUR 400 Mio. rechnet. Positiv zu werten sind auch die Vorschläge von MSCI zur Revision des MSCI Frontier Markets Index. Den beabsichtigten Änderungen zufolge dürfte das Indexgewicht der vertretenen Titel (OMV Petrom, Banca Transilvania, BRD-GSG und Romgaz) von insgesamt 1,5 % auf 2,7 % steigen. Fundamental sind die BET-Titel mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 10,1 (2014e) attraktiv bewertet und mit einer Dividendenrendite von 5,9 % insbesondere für renditeorientierte Investoren interessant. **KAUF.**

Der **kroatische CROBEX10** verzeichnete seit Jahresbeginn einen vergleichsweise mäßigen Rückgang von rund 2 %. Dennoch stellt dies keinen Grund zur Freude dar und wir rechnen mit einer unterdurchschnittlichen Entwicklung der Zagreber Börse im laufenden Jahr. Die Wirtschaft (BIP 2014e: 0,0 %) stagniert und der Spardruck der kroatischen Regierung ist groß. Die seit 2009 anhaltende Rezession hat das BIP/Kopf des Landes auf etwa die Hälfte des EU-Durchschnitts gedrückt. Der private Konsum schwächelt, die Arbeitslosigkeit ist hoch und die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit macht es auch den kroatischen Unternehmen schwer. Insofern erwarten wir für 2014 sinkende Unternehmensgewinne der CROBEX10-Titel (2014e: -18 %) und damit einhergehend einen potenziellen Bewertungsaufbau des ohnehin schon sehr teuren Marktes. Unter dem Strich rechnen wir daher mit einer negativen Entwicklung der kroatischen Börse. **VERKAUF.**

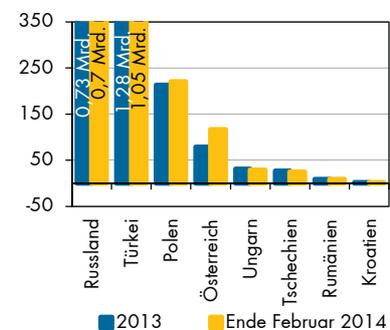
Finanzanalysten: Aaron Alber, Andreas Schiller

Überblick Marktkapitalisierung



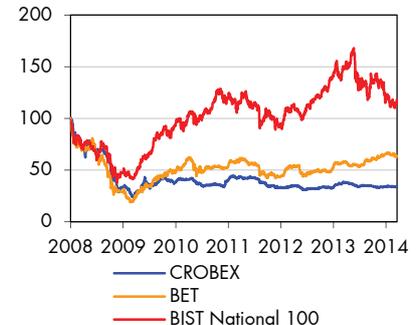
In EUR Mrd.; Ende Februar 2014
Quelle: FESE, WFE, BSE, ZSE, Raiffeisen RESEARCH

Täglicher Handelsumsatz (EUR Mio.)



Quelle: FESE, BSE, ZSE, WFE, Raiffeisen RESEARCH

SEE-Indizes im Vergleich



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Indexeinschätzungen

	19. Mär ¹	Jun.14	Sep.14	Dez.14	Mär.15	Empfehlung
MICEX	1319	1350	1330	1400	1380	Halten
Performance		2,4%	0,8%	6,1%	4,6%	
Bandbreiten		1100-1400	1250-1400	1300-1500	1300-1500	
BET	6272	6660	6550	6850	6800	Kauf
Performance		6,2%	4,4%	9,2%	8,4%	
Bandbreiten		5700-6800	6000-6800	6400-7200	6400-7200	
CROBEX10	980	960	940	1000	1010	Verkauf
Performance		-2,0%	-4,1%	2,0%	3,1%	
Bandbreiten		880-1050	860-1050	900-1100	900-1100	
BIST Nat. 100	65487	69500	68000	72000	71000	Kauf
Performance		6,1%	3,8%	9,9%	8,4%	
Bandbreiten		60000-73000	65000-73000	70000-80000	70000-80000	

In Lokalwährung; ¹ 23:59 (MEZ)
Die ausgesprochene Empfehlung bezieht sich auf das im 3-Monats-Horizont angegebene Kursziel.
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Großes Risiko, kleine Chance

ATX



RIC: .ATX, 2008 – 2014: Hoch = 4.549,23, Tief = 1.379,86, 19.03.2014, 11:47 MEZ
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

ATX

Kurs: 2.452,70

Der Fall bis 2.200 ist plangemäß erfolgt, die Aufwärtstrendlinie hat nochmals gehalten, daher sollte mit einer Erholung, bis 2.550 – 2.650, erfolgen. Ein Anstieg über's Trendhoch, i.e. 2.730,25, könnte zwar dann noch bis 2.800 reichen, die sich ausbildende Keilformation deutet aber auf einen Fall unter 2.350 hin, und zwar gen' 2.200 – 2.170 retour, an die Hauptunterstützung.

Kauf 2.510 -> 2.730 – 2.800

Verkauf 2.350 -> 2.170 – 1.955

BIST 100



RIC: .XU100, 2008 – 2014: Hoch = 93.398,33, Tief = 20.912,19, 19.03.2014, 11:15 MEZ
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

BIST 100

Kurs: 65.261,35

Es ist immerhin bemerkenswert, dass der Aufwärtstrend bei 55.000 noch nicht erreicht wurde und es Anzeichen zu einer Trendwende doch schon gibt: Ein Morgenstern wäre ab Überschreiten von 68.840 gegeben und damit eine Indikation zu einer Erholung bis 75.300 – 80.000. Vorderhand gälte es, die Durchschnittlinie bei 66.155 zu überschreiten für ein erstes bullisches Signal.

Kauf 66.480 -> 68.840 – 75.000

Verkauf 59.990 -> 55.000 – 54.420

BUX



RIC: .BUX, 2008 – 2014: Hoch = 26.242,90, Tief = 9.337,99, 19.03.2014, 12:44 MEZ
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

BUX

Kurs: 19.954,64

Das Rechteck (gelbe Linien) wurde jüngst mit 17.530 -> 16.000 als Trendwende nach unten hin bestätigt, wird auch der Measured Move (Markierungen I – III im Chart) in Betracht genommen, wären die entsprechenden Zielmarken 14.300 und 12.000. Demzufolge kann die aktuelle Erholung erst nach Wiedereintritt ins Rechteck ernstgenommen werden, also ab 18.150.

Short 15.980 -> 14.780 – 14.300

Kauf 18.150 -> 19.740 – 21.000

CROBEX 10

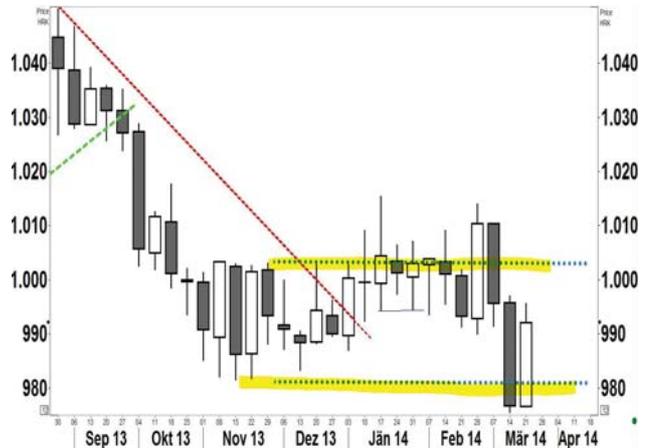
Kurs: 984,58

Das „Rechteck“ wurde zuletzt bei 980 nach unten verlassen, wodurch es zur bearish trendbestätigenden Formation wurde. Ein Fehlsignal mit nachfolgender Rally wäre ab 999 wahrscheinlich, die bullische Bestätigung bei 1.015 stünde aber freilich noch aus. Bis dahin wäre immer noch ein erneutes Verkaufssignal bei 973 denkbar, ebenso wie ein nachfolgender Rückfall bis 955 – 900.

Kauf 997 -> 1.050 – 1.100

Stopp 970 -> 955 - 900

CROBEX



RIC: .CRBEX, 2008 – 2014: Hoch = 1.286,13, Tief = 874,68, 19.03.2014, 13:20 MEZ
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

MICEX

Kurs: 1.320,50

Seitwärts im Bereich 1.550 – 1.240 seit Oktober 2011, und nun wurde letztere (Unterstützungs-)Linie erneut getestet. Die roten Linien zeigen eine Dreiecksformation, die jüngst durch den Fall unter 1.300 als bearish bestätigt wurde, mit Zielmarken 1.100 und 1.000. Aktuell bildet sich eine Konsolidierung im Bereich 1.370 -1.220, die aber nicht besonders bullish anmutet.

Verkauf 1.170 -> 1.000 - 935

Stopp 1.375 -> 1.460

MICEX



RIC: .MCX, 2008 – 2014: Hoch = 1.970,46, Tief = 493,62, 19.03.2014, 13:55 MEZ
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

WIG 20

Kurs: 2.374,37

Das Rechteck, vulgo der neutrale Trend (gelbe Linien), ist intakt seit 2011. Bislang gab es 3 Ausbruchsversuche, die aktuelle Konsolidierung deutet auf eine erneute Erholung an die Obergrenze bei 2,615, ggf. sogar 2.930 hin, jedoch sollte es nicht nochmals zu einem Fall unter 2.200 kommen, da in diesem Falle ein Rückfall bis 2.010 – 1,850 indiziert würde.

Kauf 2.450 -> 2.620 – 2.800

Verkauf 2.200 -> 2.010 – 1.850

WIG 20



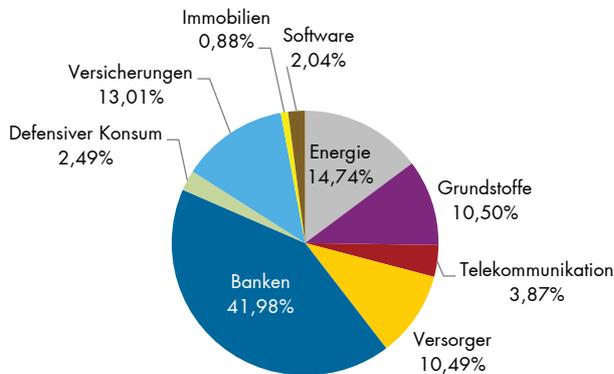
RIC: .WIG20, 2008 – 2014: Hoch = 3.491,01, Tief = 1.470,85, 19.03.2014, 15:43 MEZ
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Finanzanalyst: Robert Schittler

Indexgewichtung im Vergleich

Sektorgewichtung Polen, WIG 20

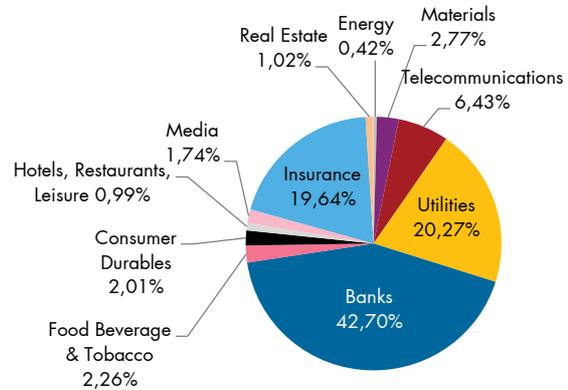
Marktkap. incl. Unt.: EUR 156,4 Mrd. (Quelle: FESE; 28.02.2014)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Sektorgewichtung Tschechien, PX*

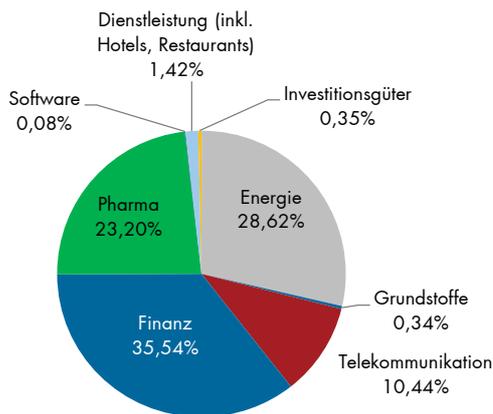
Marktkap. incl. Unt.: EUR 22,7 Mrd. (Quelle: FESE; 28.02.2014)



*exkl. Orco Property
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Sektorgewichtung Ungarn, BUX

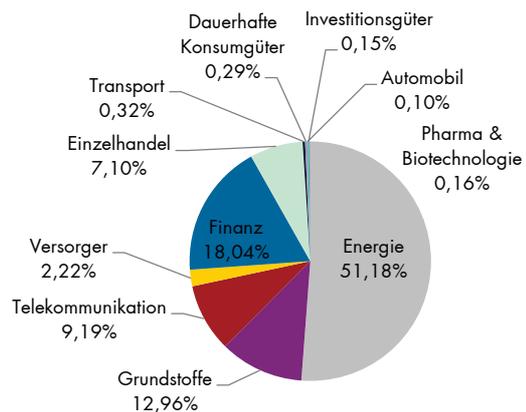
Marktkap. incl. Unt.: EUR 13,2 Mrd. (Quelle: FESE; 28.02.2014)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Sektorgewichtung Russland, MICEX

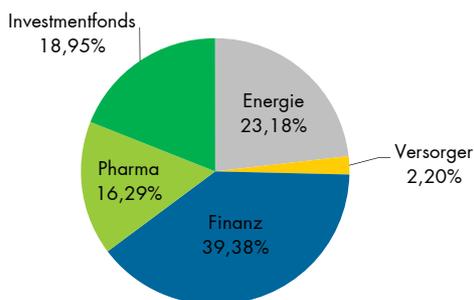
Marktkap. incl. Unt.: EUR 490,7 Mrd. (Quelle: WFE; 28.02.2014)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Sektorgewichtung Rumänien, BET

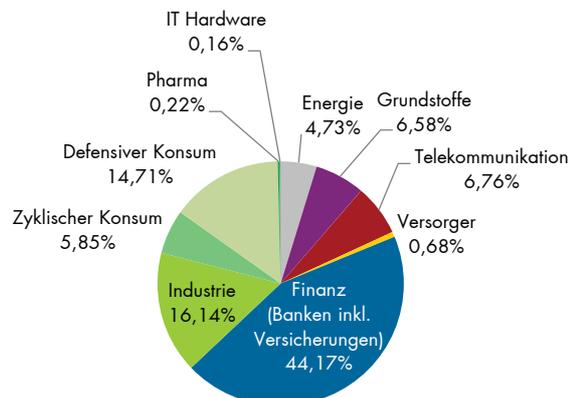
Marktkap. incl. Unt.: EUR 29,5 Mrd. (Quelle: BSE; 28.02.2014)



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Sektorgewichtung Türkei, ISE 100

Marktkap. incl. Unt.: EUR 148,8 Mrd. (Quelle: FESE; 28.02.2014)



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Herausforderndes Umfeld, vieles bereits eingepreist

- **RU/UA und Qualitätsprüfung der Bankaktiva dominieren Marktstimmung**
- **Q1 14 Ergebnisqualität polnischer Banken im Fokus**
- **Empfehlungen: BHW, PEO (Dividendenrendite), Erste und OTP (bereits einiges eingepreist)**

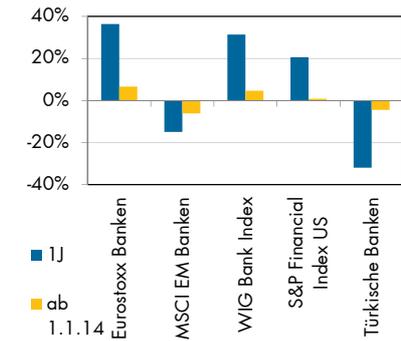
Die derzeitigen Turbulenzen zwischen Russland und der Ukraine dürften auch weiterhin ein dominantes Thema für sämtliche Banken in CEE bleiben. Nicht zuletzt hat auch der Zeitpunkt der Einführung möglicher Sanktionen einen Einfluss. Im Blickpunkt stehen auch die Vorbereitungsmaßnahmen einiger Banken im Hinblick auf die Qualitätsprüfung der Bankaktiva durch die EZB. Unser makroökonomisches Basisszenario sieht eine positivere Tendenz in PL, CZ und RO vor, die eine bereits seit langem erwartete Erholung der Kreditnachfrage im Bereich Firmenkunden/KMU in CE3 begleiten sollte. Davon unabhängig gehen wir davon aus, dass der Markt nach den Wahlen im April eine klarere Sicht auf das regulatorische Umfeld in Ungarn erlangen sollte.

Im bisherigen Jahresverlauf sind die polnischen Banken dank des guten Jahresbeginns nach wie vor Outperformer. Angesichts der zunehmenden externen Unsicherheitsfaktoren in den kommenden Monaten würden wir zu defensiveren Banken in Polen raten (Pekao, Handlowy). Unsere volatilere Kauf-Empfehlungen mit Erholungspotenzial - PKO und ALR - könnten bei einem Nachlassen der Spannungen aufgrund des höheren Betas zu einem Aufschwung ansetzen.

Außerhalb Polens setzen wir nach der jüngsten Korrektur auf eine Erholung bei Erste Group (kein Engagement in RU/UA, Erholung in RO in Sicht und der schwache Ausblick für 2014 ist bereits eingepreist) sowie bei OTP (attraktive Bewertung, relativ geringes Engagement in RU/UA und Erholung in HU). Nach einem hohen Verlust im Q4 13 durch eine Anhebung der Deckung für notleidende Kredite sind wir dem mittelfristigen Gewinnsteigerungspotenzial von BRD gegenüber positiv eingestellt und würden die Aktie daher im Vergleich zu TLV vorziehen.

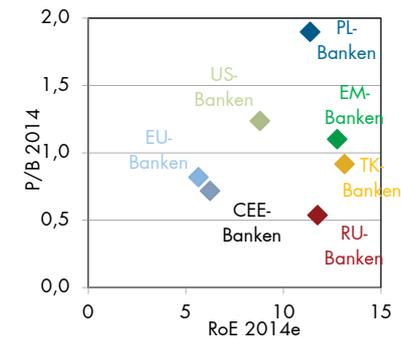
Finanzanalysten: Jovan Sikimic, Stefan Maxian

Aktienkursentwicklung (%)



Quelle: Bloomberg

P/B - RoE Regression



Quelle: Bloomberg

Sektorvergleich*

Unternehmen	Empfehlung	Kursziel	KGV		Kurs-/Buchwert		Dividendenrendite	
			2014e	2015f	2014e	2015f	2014e	2015f
Erste Group	Kauf	EUR 27,50	14,4	10,8	0,9	0,8	1,6%	2,7%
Komerční Banka	Halten	CZK 4.800	13,8	12,9	1,8	1,7	5,0%	5,5%
OTP**	IR	IR	8,1	7,0	0,7	0,6	3,8%	4,2%
PKO BP	Kauf	PLN 49,60	14,2	12,6	1,8	1,7	3,2%	3,6%
BZ WBK	Halten	PLN 428,0	17,8	15,8	2,5	2,3	2,8%	3,2%
Getin Noble Bank	Verkauf	IR	19,5	14,8	1,4	1,3	0,0%	0,0%
Bank Pekao SA	Halten	PLN 186,0	16,5	15,1	2,0	1,9	4,5%	5,0%
mBank	Verkauf	PLN 444,0	17,7	16,6	2,0	1,9	2,8%	3,0%
Bank Millennium	Halten	PLN 9,27	16,3	14,5	1,9	1,7	3,1%	3,4%
Alior Bank	IR	IR	18,1	13,4	2,3	1,9	0,0%	1,9%
Bank Handlowy	Kauf	PLN 123,0	15,7	13,8	1,9	1,9	4,8%	5,4%
BRD-GSG	Kauf	RON 10,80	8,3	6,5	1,0	0,9	4,6%	6,2%
Banca Transilvania	Reduzieren	RON 1,45	10,9	10,4	1,1	1,0	0,0%	2,4%
Komercijalna	IR	IR	7,7	7,1	0,4	0,4	0,3%	0,3%
Aik Banka	IR	IR	4,8	4,2	0,3	0,2	0,0%	0,0%
RBI	NA	NA	12,9	7,4	0,6	0,6	3,9%	4,8%

IR = in Revision, NA = nicht analysiert

* Empfehlungen und Kursziele beziehen sich auf einen 12-Monathorizont; ** Schätzungen in Revision

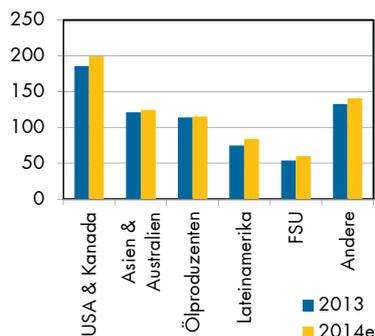
Quelle: Raiffeisen Centrobank-Schätzungen

Diese von Raiffeisen Centrobank AG erstellte Analyse wird Ihnen durch die Raiffeisen Bank International AG überreicht.
Zuständige Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht FMA, Otto-Wagner-Platz 5, A-1090 Wien.

Öl & Gas: Niedrigere E&P-Ausgaben stützen Ölpreis

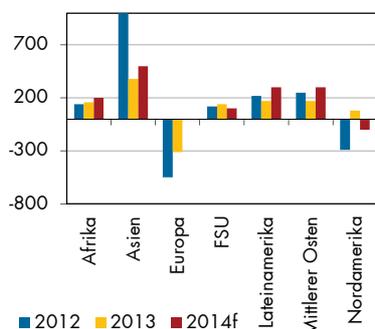
- Globale E&P-Ausgaben sollten 2014e um 6 % zulegen
- Fokus auf Effizienzsteigerung sowie Renditeziele, geringere Expansionsbestrebungen
- Wir bevorzugen Novatek und LUKoil in der GUS sowie OMV/OMV Petrom in CEE

Weltweite E&P-Ausgaben*



*USD Mrd.
Quelle: Global 2014 E&P Spending Outlook Barclays

Globales Ölnachfragewachstum*



*kboepd (1.000 Barrel Öleinheiten pro Tag)
Quelle: IEA Oil Market Report Feb 2014

Die europäischen Ölgesellschaften zeigten im Jahr 2014 bislang eine schlechtere Performance als Downstream-Unternehmen, obwohl die Raffinerien nach wie vor mit einem herausfordernden Marktumfeld zu kämpfen haben. Angesichts stagnierender Ölpreise, der Budgetüberschreitungen bei der Entwicklung komplexer Projekte und des fehlenden Outputs aus Risikoregionen sind die Investoren gegenüber Ölgesellschaften (IOCs) nicht mehr so positiv eingestellt wie zuvor. Ölunternehmen konzentrieren sich nunmehr eher auf Effizienzsteigerungen und Renditen als auf das Horten von Reserven und die Entwicklung kostspieliger Projekte. Marktumfragen zufolge wird bei den globalen Ausgaben für Exploration und Produktion (E&P) im Jahr 2014e dank der Aktivitäten der NOCs eine Zunahme von 6 % prognostiziert. Derzeit setzt der Markt auf ein Szenario, in dem der Ölpreis relativ unverändert bleibt und die Produktion in Nordamerika weiter zunimmt. Wir stimmen diesem Szenario zu, prognostizieren langfristig jedoch höhere Ölpreise, was teilweise auf die ungenügenden Investitionen der IOCs zurückzuführen sein könnte. Auch höhere Kosten für die Auffindung und Entwicklung - aber auch die Produktion - von Öl sollten langfristig zu höheren Preisen führen (neue Produktion ist für gewöhnlich mit höheren Kosten verbunden). Gleichzeitig sehen wir die europäischen Raffinerien kaum unterstützt. Da Erdöl nicht aus den USA exportiert werden darf und russische Raffinerieunternehmen massive Modernisierungsmaßnahmen durchführen, ist es unserer Meinung nach schwer vorstellbar, dass sich das Ungleichgewicht auf dem europäischen Markt mittelfristig verbessern und die negativen Auswirkungen von Zuflüssen billigerer Produkte aus Ländern mit niedrigeren Kosten ausgleichen soll.

Wir bevorzugen nach wie vor Unternehmen aus dem Upstream-Bereich. Unserer Meinung nach sollten OMV und OMV Petrom von dem besseren Produktionsprofil und stabilem Output sowie der Liberalisierung der Gaspreise in Rumänien profitieren. LUKoil ist aufgrund der Aktienrückkäufe und des Outputwachstums attraktiv, während Novatek die höchste EBITDA-Steigerung sämtlicher russischer Ölunternehmen erreichen sollte.

Finanzanalyst: Oleg Galbur

Sektorvergleich*

Unternehmen	Empfehlung	Kursziel	KGV		EV/EBITDA		P/CE	
			2014e	2015f	2014e	2015f	2014e	2015f
OMV	Kauf	EUR 39,50	9,4	8,4	3,9	3,7	2,5	2,6
OMV Petrom	Kauf	RON 0,55	4,8	5,5	2,7	2,7	2,9	3,0
MOL	Halten	HUF 14.000	7,4	6,9	4,7	4,3	2,9	2,4
PKN	Halten	PLN 42,00	92,1	11,0	8,8	5,7	7,7	6,2
Lotos	Halten	PLN 41,00	5,4	5,4	5,3	5,2	3,5	2,7
Gazprom	Halten	RUB 145,0	2,3	2,4	1,7	1,5	1,5	1,6
Novatek	Kauf	RUB 493,0	9,3	8,8	6,0	5,4	9,1	8,7
LUKoil	Kauf	IR	4,6	4,5	2,7	2,7	2,8	2,8
Rosneft	Halten	IR	8,1	5,6	4,8	3,5	4,2	3,4
Tatneft	Reduzieren	IR	5,6	5,3	4,2	3,9	4,3	4,1

IR = in Revision
* Empfehlungen und Kursziele beziehen sich auf einen 12-Monatszeitraum
Quelle: Raiffeisen Centrobank-Schätzungen

Diese von Raiffeisen Centrobank AG erstellte Analyse wird Ihnen durch die Raiffeisen Bank International AG überreicht.
Zuständige Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht FMA, Otto-Wagner-Platz 5, A-1090 Wien.

Versorger: Hohe Bewertung ohne Wachstum

- Ausblicke für 2014e weitgehend negativ
- Sektorbewertung ungewöhnlich hoch
- Kaufempfehlungen: CEZ, E.On Russia, Enel OGK-5

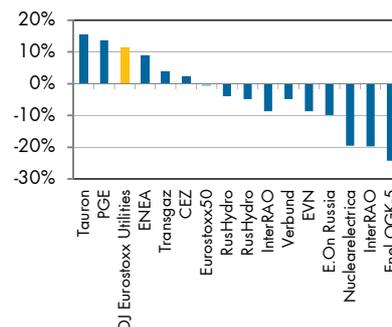
Im ersten Quartal wiesen die Versorger insgesamt eine stärkere Kursentwicklung auf als der Gesamtmarkt. Während sich die Gewinnerwartungen weiter gedämpft entwickeln, stiegen jedoch die Bewertungen, was auch einem geringeren Risikoappetit der Investoren und höheren Anteil des regulierten Geschäfts geschuldet ist. Nach dem Einbruch des polnischen Marktes im Dezember zählten die polnischen Versorger ebenfalls zu den Outperformern.

Trotz der endgültigen Verschiebung der Freigabe von 900 Mio. CO₂-Emissionszertifikaten und einem darauffolgenden Anstieg der Zertifikatspreise auf über EUR 7/t gingen die mitteleuropäischen Strompreise weiter zurück. Daher überraschte es nicht, dass die Ergebnisausblicke der großen Stromproduzenten (Verbund, CEZ) enttäuschten. Auch anderswo gab man sich bedeckt: In Polen ist die neue Gesetzgebung für erneuerbare Energien noch immer nicht abgeschlossen, was große Unsicherheit bei den Gewinnsschätzungen zur Folge hat. Als mehrheitlich reguliertes Unternehmen könnte die EVN mehr Stabilität verheißen, wenn nicht die Unsicherheiten bezüglich des Südosteuropa- und Russlandgeschäfts belasten würden. Einen Lichtblick stellen die regulierten Unternehmen in Rumänien dar: Hier erwarten wir mehr Kostenkontrolle, bessere Ergebnisse und hohe Dividendenrenditen.

Infolge der Spannungen mit der Ukraine sind die russischen Versorger im März unter Druck geraten. Derzeit sind noch nicht einmal gute Ergebnisse über den Konsensuserwartungen ein Garant für eine ansprechende Performance russischer Versorger. Trotzdem sehen wir einige interessante Themen, die vielleicht zu einer angemesseneren Regulierung des Sektors führen könnten, da die Regierung mit einer Diskussion über mögliche Kapazitätsstillegungen und die Deregulierung von Kapazitätspreisen begonnen hat.

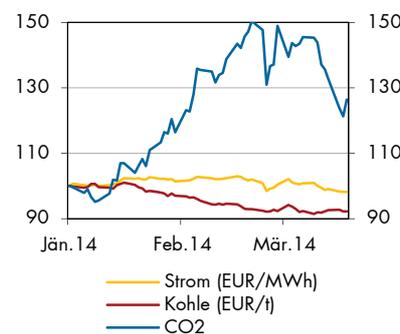
Wir gehen derzeit von keiner großen Änderung der Fundamentaldaten aus, auch weil sich die Politik immer noch als wenig entscheidungsfreudig zeigt. Wir haben Kaufempfehlungen für CEZ, Transelectrica und die russischen Versorger E.ON Russia und Enel OGK-5.

Polen stark nach schwachem Dez.



Quelle: Bloomberg

Strompreise reagieren nicht auf CO₂



Quelle: Bloomberg

Sektorvergleich*

Finanzanalysten: Teresa Schinwald, Fedor Kornachev

Unternehmen			KGV		EV/EBITDA		Dividendenrendite	
			2014e	2015f	2014e	2015f	2014e	2015f
CEZ	Kauf	CZK 630,0	9,9	10,7	6,1	6,3	5,9%	5,5%
Enea	Halten	PLN 15,30	9,6	10,5	4,8	5,6	3,1%	2,8%
Enel OGK-5	Kauf	RUB 1,23	4,4	4,3	2,8	2,8	9,2%	9,3%
E.On Russia	Kauf	RUB 3,34	8,5	5,6	4,1	2,7	7,0%	10,8%
EVN	Halten	EUR 11,70	10,5	11,6	3,7	3,4	4,0%	4,0%
Federal Grid Company	Reduzieren	RUB 0,09	2,6	2,7	2,9	3,0	9,8%	9,3%
InterRAO	Halten	RUB 0,011	5,5	5,1	2,4	1,8	4,6%	4,9%
PGE	Halten	PLN 18,80	10,5	11,2	4,5	4,8	4,8%	4,5%
RusHydro	Halten	RUB 0,62	6,8	5,0	4,1	3,6	3,7%	5,0%
Tauron	Halten	PLN 5,30	9,9	10,0	5,2	5,6	2,8%	3,3%
Transelectrica	Kauf	RON 20,50	6,1	6,4	3,3	3,4	13,6%	10,6%
Transgaz	Halten	RON 202	5,9	5,8	3,3	3,2	8,8%	9,0%
Verbund	Halten	EUR 15,20	25,4	18,3	10,2	8,8	2,0%	2,8%

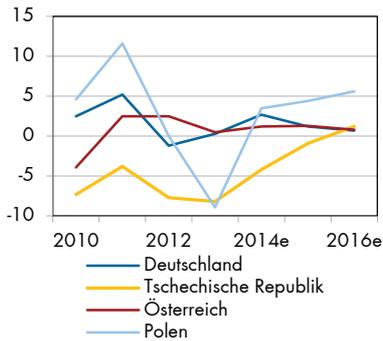
* Empfehlungen und Kursziele beziehen sich auf einen 12-Monatszeitraum
Quelle: Raiffeisen Centrobank-Schätzungen

Diese von Raiffeisen Centrobank AG erstellte Analyse wird Ihnen durch die Raiffeisen Bank International AG überreicht.
Zuständige Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht FMA, Otto-Wagner-Platz 5, A-1090 Wien.

Bausektor: Licht am Ende des Tunnels

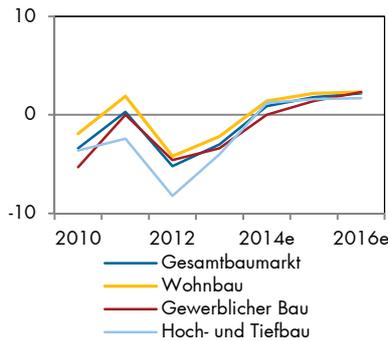
- **Europäischer Bausektor im Aufschwung**
- **Der Ausblick für Österreich, Deutschland und Polen hat sich verbessert**
- **Unser derzeitiger Sektorfavorit ist Porr**

Wachstumsentwicklung Bauparkt*



* % p.a.
Quelle: Euroconstruct

Europäisches Marktwachstum*



* % p.a.
Quelle: Euroconstruct

Der europäische Bausektor stand während des Jahres 2013 unter dem negativen Einfluss der Ungleichgewichte auf den Immobilienmärkten und der Kürzungen öffentlicher Budgets. Euroconstruct zufolge nahm das Gesamtbauvolumen um 3 % ab. Für 2014 geht man jedoch von einer Nachfrageerholung und in weiterer Folge von einem leichten Wachstum um 0,9 % aus. Der Wohnungsbau wird durch das Niedrigzinsumfeld gestützt, während auch die gewerbliche Bautätigkeit im Jahr 2014 – getragen durch eine verbesserte BIP-Dynamik – die Talsohle durchschreiten sollte. Der österreichische Bausektor dürfte insbesondere dank der Steigerung im Wohnungsbau und im Tiefbau insgesamt um 1,2 % wachsen. Der Ausblick für den deutschen Bausektor stellt sich mit einem prognostizierten Wachstum von 2,7 % für 2014 sehr gut dar. Das Wachstum sollte vom Wohnungsbau und dem Tiefbau profitieren. In Polen ist der Bausektor in den vergangenen beiden Jahren deutlich geschrumpft, da das BIP-Wachstum nachgelassen hat, die Infrastrukturausgaben für den Straßenbau zurückgeschraubt wurden und ein massives Überangebot an unverkauften Wohnungen besteht. Trotzdem erwarten wir für 2014e eine leichte Stabilisierung, und ab 2015e gehen wir für den polnischen Bausektor von einer Beschleunigung der Dynamik aus.

Im Sektor sehen wir PORR aufgrund mehrerer Faktoren als Top-Empfehlung. Zu Jahresende konnte das Unternehmen einen Auftragsstand in Rekordhöhe vermelden. Das Management hat ein umfassendes, bis 2015e laufendes, Kostensenkungsprogramm implementiert. Zusammen mit strikterem Risiko und Working-Capital-Management sollte sich die Rentabilität verbessern. Darüber hinaus erachten wir den Verkauf von nicht betriebsnotwendigem Immobilienvermögen als wichtigen Treiber für eine deutliche Rückführung der Verschuldung und teurer Finanzmittel. Zudem hat das Management Pläne für eine Kapitalerhöhung angedeutet, wodurch sich nicht nur die Bilanzqualität verbessern, sondern auch die derzeit dürftige Liquidität der Aktie deutlich erhöhen würde. Für STRABAG bleiben wir aufgrund fehlender Katalysatoren bei unserer Halten-Empfehlung. Da die Wienerberger-Aktie bereits eine deutliche Erholung des europäischen Marktes einpreist, empfehlen wir die Aktie zu halten.

Finanzanalyst: Markus Remis

Sektorvergleich

Unternehmen	Empfehlung	Kursziel	KGV		EV/Umsatz		Dividendenrendite	
			2014e	2015e	2014e	2015e	2014e	2015e
STRABAG SE	Halten	EUR 20,50	13,6	11,3	3,4	2,3	2,2%	2,7%
PORR	Kauf	EUR 48,00	12,9	8,9	6,6	4,3	2,2%	3,2%
Wienerberger	Halten	EUR 14,00	99,9	27,3	8,5	7,3	1,1%	1,5%
Budimex	Halten	EUR 145,0	20,2	18,9	9,4	8,5	3,5%	3,7%
Zumtobel	Halten	EUR 18,00	18,7	12,5	7,0	5,6	1,7%	2,8%

* Empfehlungen und Kursziele beziehen sich auf einen 12-Monatszeitraum
Quelle: Raiffeisen Centrobank-Schätzungen

Diese von Raiffeisen Centrobank AG erstellte Analyse wird Ihnen durch die Raiffeisen Bank International AG überreicht.
Zuständige Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht FMA, Otto-Wagner-Platz 5, A-1090 Wien.

OMV: Schwache Ergebnisse zum Q4 eher Ausnahme als Regel

- **Aktueller Aktienkurs: EUR 32,25¹**
- **Kursziel: EUR 39,50**
- **Marktkapitalisierung: EUR 10.518 Mio.**

Die OMV-Aktie ist nach einer guten Entwicklung im Jahr 2013 etwas unter Druck geraten. Die Gründe dafür waren Unsicherheitsfaktoren im Zusammenhang mit den Upstream-Aktivitäten in Libyen, die Markterwartungen schwacher Ergebnisse zum Q4 und Bedenken im Hinblick auf Ausführungsrisiken bei Großprojekten im Upstream-Bereich, wie etwa Rosebank (GB). Trotz einiger negativer Entwicklungen in allen Segmenten gehen wir davon aus, dass die Ergebnisse zum Q4 eine Ausnahme darstellen. Die hohen Schwankungen unterworfenen Produktion aus Libyen sollte teilweise durch jene aus Norwegen ausgeglichen werden können, während die weiterhin andauernde Gasmarktliberalisierung in Rumänien die Ergebnisse von Petrom im Upstream-Bereich unterstützen dürfte. Angesichts des zunehmenden Rohölaustrusses aus stabilen Regionen sollte die OMV in der Lage sein, ihre Abhängigkeit von volatilen Outputvolumina aus Hochrisikoregionen zu verringern und somit in weiterer Konsequenz eine bessere Planbarkeit der Erträge erreichen.

Der EBITDA-Beitrag des Upstream-Segments dürfte in einigen Jahren 80 % ausmachen (nach 76 % im Jahr 2012), sodass der Gewinn der OMV gegenüber schwierigen Marktbedingungen in anderen Segmenten resistenter werden sollte. Nach Abschluss des Devestitionsprogramms im Downstream-Segment erwarten wir keine größeren Einmaleffekte mehr. Die Aussage von Chevron (Betreiber), wonach Rosebank nicht zu den wichtigsten Prioritäten des Unternehmens gehört, sollten nicht ignoriert werden; trotzdem sind wir der Meinung, dass die OMV aufgrund des früheren Engagements sowie der 50 %-Beteiligung an dem Projekt eine gute Verhandlungsposition innehat, um die richtige Lösung zu finden. Aus diesem Grund verlassen wir uns auch weiterhin auf die von der OMV prognostizierte Entwicklung der E&P-Projekte und empfehlen die OMV-Aktie auf Basis einer DCF-Bewertung mit einem 12-Monats-Kursziel von EUR 39,5 zum Kauf.

Finanzanalyst: Oleg Galbur

OMV



Quelle: Bloomberg

Gewinn- und Verlustrechnung (IFRS)

in EUR Mio.	2013	2014e	2015f	2016f
G&V				
Umsatz	42.415	39.867	43.348	44.789
EBITDA	4.891	4.907	5.391	6.241
EBIT	2.717	2.647	2.971	3.693
EBT	2.290	2.398	2.736	3.468
Gewinn v. Minderheiten	1.729	1.679	1.779	2.150
Gewinn n. Minderheiten	1.162	1.119	1.254	1.616
Bilanz				
Bilanzsumme	31.786	33.081	34.880	36.598
Eigenkapita	14.545	13.367	14.230	15.438
Firmenwerte	1.137	1.137	1.137	1.137
Nettoverschuldung	4.190	4.674	5.047	5.025

Quelle: OMV, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

Kennzahlen je Aktie

in EUR Mio.	2013	2014e	2015f	2016f
Gewinn je Aktie	3,56	3,43	3,85	4,95
KGV	9,1	9,4	8,4	6,5
Operativer CF je Aktie	12,60	12,86	12,39	14,21
Kurs Cash Flow	2,6	2,5	2,6	2,3
Buchwert je Aktie	44,60	40,98	43,63	47,33
Kurs Buchwert	0,7	0,8	0,7	0,7
Dividendenrendite	3,9%	3,7%	3,9%	4,5%
Eigenkapitalrendite	8,0%	8,6%	9,1%	10,9%
ROCE	7,7%	9,0%	8,8%	9,8%
EV/EBITDA	3,0	3,9	3,7	3,2

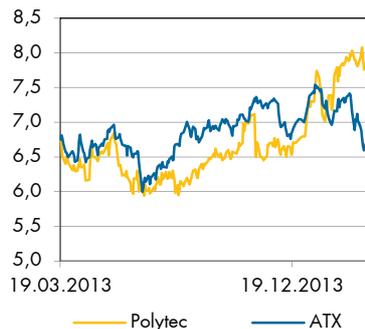
Quelle: OMV, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

¹ Der angegebene Kurs entspricht dem zuletzt verfügbaren Kurs um 6:30 (MEZ) am 20. März 2014

Polytec: Bessere fundamentale Situation

- **Aktueller Aktienkurs: EUR 7,76**
- **Kursziel: EUR 9,50**
- **Marktkapitalisierung: EUR 171 Mio.**

Polytec



Quelle: Bloomberg

Nachdem Polytec in den vergangenen Jahren mit rückläufigen PKW- und LKW-Märkten in Europa zu kämpfen hatte, sollte das Unternehmen von der erwarteten Markterholung profitieren können. Obwohl die Wachstumsraten außerhalb Europas höher sind, dürfte auch Europa – der wichtigste Markt von Polytec – wachsen. Für den LKW-Markt wird zumindest eine Stabilisierung erwartet. Zusammen mit einer Verbesserung im Haushaltsgerätebereich (Vertrag mit Miele) sowie dem Wegfall von Einmalbelastungen, sollte Polytec ein attraktives Gewinnwachstum generieren. Weiteres Potenzial bieten Akquisitionen und der geplante Eintritt in den chinesischen Markt. Die solide Bilanz mit einer (vermutlich steigenden) Netto-Cashposition gibt finanziellen Spielraum. Zudem ist das Unternehmen mit deutlichen Abschlägen gegenüber den Vergleichsunternehmen bewertet.

In Europa haben die PKW-Neuzulassungen eine 6-jährige Durststrecke mit rückläufigen Wachstumszahlen hinter sich und liegen derzeit mehr als 20 % unter dem Höchstwert von 2007. Im Verlauf

von 2013 hat sich der Trend jedoch umgekehrt, und für 2014 wird moderates Wachstum erwartet, gefolgt von einer weiteren Beschleunigung im Jahr 2015. Die Prognosen für den europäischen LKW-Markt sind insbesondere aufgrund von Vorziehkäufen aufgrund der Einführung strengerer Emissionsgrenzen im Jahr 2014 weniger optimistisch. Die LKW-Hersteller gehen für das Gesamtjahr dennoch von einer stabilen Entwicklung aus. Unsere Schätzungen für 2013e sind im Rahmen der Unternehmensziele. Wir erwarten einen Umsatz von EUR 472 Mio. und ein EBIT von EUR 19,5 Mio., was zu einem Gewinn je Aktie in Höhe von EUR 0,63 führen sollte. Trotz der Prognose lediglich stabiler Umsätze im Jahr 2014e dürfte es unserer Meinung nach zu einer knapp 30 %-igen Zunahme des EBITs sowie des Gewinns je Aktie auf EUR 25,1 Mio. bzw. EUR 0,82 kommen. Für 2015e gehen wir von einem Umsatzwachstum auf EUR 506 Mio. und einer weiterhin Gewinnsteigerung aus.

Finanzanalyst: Markus Remis

Gewinn- und Verlustrechnung (IFRS)

in EUR Mio.	2012	2013e	2014f	2015f
G&V				
Umsatz	482	472	473	506
EBITDA	42	35	41	45
EBIT	28	20	25	29
EBT	27	19	24	28
Gewinn v. Minderheiten	22	15	19	22
Gewinn n. Minderheiten	22	14	18	21
Bilanz				
Bilanzsumme	260	270	265	279
Eigenkapital	128	134	148	163
Firmenwerte	19	19	19	19
Nettoverschuldung	-15	-10	-17	-22

Quelle: Polytec, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

Kennzahlen je Aktie

	2012	2013e	2014f	2015f
Gewinn je Aktie	0,97	0,63	0,82	0,95
KGV	6,0	10,8	9,5	8,2
Operativer CF je Aktie	0,71	1,15	1,47	1,39
Kurs Cash Flow	8,3	5,9	5,3	5,6
Buchwert je Aktie	5,82	6,11	6,72	7,42
Kurs Buchwert	1,0	1,1	1,2	1,0
Dividendenrendite	6,0%	2,9%	3,2%	3,9%
Eigenkapitalrendite	17,8%	10,5%	12,7%	13,4%
ROCE	14,3%	9,0%	11,3%	12,6%
EV/EBITDA	2,9	4,2	3,9	3,4

Quelle: Polytec, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

¹ Der angegebene Kurs entspricht dem zuletzt verfügbaren Kurs um 6:30 (MEZ) am 20. März 2014

Diese von Raiffeisen Centrobank AG erstellte Analyse wird Ihnen durch die Raiffeisen Bank International AG überreicht.
Zuständige Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht FMA, Otto-Wagner-Platz 5, A-1090 Wien.

Netia: Robuste Cash-Generierung, M&A-Story intakt

- **Aktueller Aktienkurs: PLN 4,97¹**
- **Kursziel: PLN 5,90**
- **Marktkapitalisierung: EUR 412 Mio.**

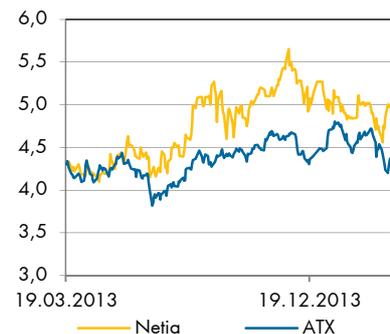
Wir behalten unsere Einschätzung von Netia als sicheren Dividendenwert (Rendite >8 %) und günstiges Übernahmeziel bei (EV/EBITDA <4,0 x, hohe Cash-Flow-Rendite und mögliches Interesse von Seiten polnischer Kabelfernseh-Betreiber, Private-Equity-Fonds oder der Deutschen Telekom). Unserer Meinung nach dürfte Netia 2014e die Nettoverschuldung um PLN 95 Mio. verringern können (PLN 0,27 je Aktie) und zusätzlich eine Dividende von PLN 0,42 je Aktie vom Gewinn des Jahres 2013 ausschütten.

Die bereinigten Investitionsausgaben dürften wie vom Unternehmen avisiert auf PLN 200 Mio. fallen. Unter Ausklammerung der regulierten Umsätze und der Investitionen in das regulierte Netz beläuft sich das Verhältnis von Investitionsausgaben zu Umsätzen aus dem eigenen Netz auf ca. 19 %. Es besteht unserer Meinung nach die Chance, dass z.B. Multimedia oder Vectra ein Auge auf Netia (bzw. das Endkundengeschäft des Unternehmens) geworfen haben, um Umsatzsynergien zu generieren.

Für die nächsten drei Jahre prognostizieren wir ein durchschnittliches jährliches Wachstum (CAGR) von 1 % bei den Datenumsätzen auf PLN 742 Mio. im Jahr 2016e, einen Rückgang der Sprachumsätze auf PLN 572 Mio. (-12 %) sowie eine Steigerung bei den Kabelfernseh-Umsätzen auf PLN 95 Mio. (+27 %). Unserer Meinung nach könnte es beim durchschnittlichen Umsatz pro Kunde im eigenen Netzwerk zu einer Verringerung kommen, was sich in den kommenden Jahren entsprechend negativ auf das EBITDA auswirken dürfte. Andererseits gehen wir davon aus, dass Netia in der Lage sein sollte, aufgrund der prognostizierten Verbesserung des makroökonomischen Umfelds von seiner starken Marktstellung im zyklischen B2B-Segment zu profitieren.

Finanzanalyst: Dominik Niszcz

Netia



Quelle: Bloomberg

Gewinn- und Verlustrechnung (IFRS)

in PLN Mio.	2013	2014e	2015f	2016f
G&V				
Umsatz	1.876	1.738	1.680	1.637
EBITDA	533	496	472	448
EBIT	93	69	98	114
EBT	46	48	83	102
Gewinn v. Minderheiten	46	34	62	83
Gewinn n. Minderheiten	46	34	62	83
Bilanz				
Bilanzsumme	2.938	2.741	2.570	2.482
Eigenkapital	2.205	2.092	2.008	1.945
Firmenwerte	281	281	281	281
Nettoverschuldung	291	195	150	115

Quelle: Netia, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

Kennzahlen je Aktie

	2013	2014e	2015f	2016f
Gewinn je Aktie	0,13	0,10	0,18	0,24
KGV	39,6	51,1	27,9	20,9
Operativer CF je Aktie	1,65	1,33	1,27	1,20
Kurs Cash Flow	3,2	3,7	3,9	4,2
Buchwert je Aktie	6,34	6,01	5,77	5,59
Kurs Buchwert	0,8	0,8	0,9	0,9
Dividendenrendite	8,0%	8,5%	8,5%	8,5%
Eigenkapitalrendite	2,1%	1,6%	3,0%	4,2%
ROCE	2,5%	2,0%	3,2%	4,3%
EV/EBITDA	4,0	3,9	4,0	4,1

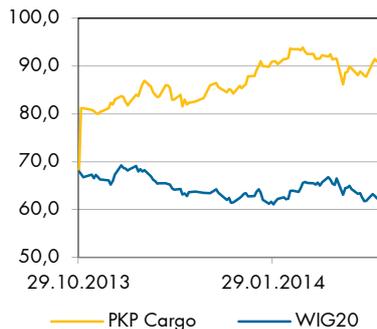
Quelle: Netia, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

¹ Der angegebene Kurs entspricht dem zuletzt verfügbaren Kurs um 6:30 (MEZ) am 20. März 2014

PKP Cargo: Gut positioniert für Makroaufschwung

- **Aktueller Aktienkurs: PLN 91,00¹**
- **Kursziel: PLN 103,0**
- **Marktkapitalisierung: EUR 978 Mio.**

PKP Cargo



Quelle: Thomson Reuters

PKP Cargo ist das führende Eisenbahnfracht-Unternehmen in Polen (Marktanteil ca. 50 % gemessen an Frachttonnen und ca. 60 % im Hinblick auf den Eisenbahnfrachturnsatz). Polen ist nach Deutschland der zweitgrößte Markt für Eisenbahnfracht in der EU. Das Angebot von PKP Cargo umfasst den Eisenbahntransport, Speditionsleistungen, verkehrsmittelübergreifende Dienste, Terminals, Rollmaterialservice und Rangierdienste. Das Unternehmen besitzt oder betreibt keine eigenen Gleisanlagen.

Unserer Meinung nach ist der Konzern sehr gut aufgestellt, um im Eisenbahnfrachttransport von der anspringenden polnischen Konjunktur zu profitieren. Der hohe operative Hebel und die Netto-Cashposition wirken sich positiv aus. Wir denken, dass ein Wiedererstarken der Industrieproduktion durch höheren Strombedarf auch zu steigendem Kohlekonsum führen sollte – und Kohle ist das Haupttransportgut von PKP Cargo. Des Weiteren transportiert das Unternehmen auch

Aggregate für die Errichtung von Infrastrukturbauten und partizipiert somit nicht unwesentlich an der Entwicklung des Bausektors. Weiteres Umsatzwachstum erwarten wir aus dem stark wachsenden Bereich der verkehrsmittelübergreifenden Transportleistungen und im internationalen Transport (das Unternehmen hat bislang seine Aktivitäten in die Nachbarländer Deutschland, die Tschechische Republik sowie die Slowakei ausgeweitet und nach Österreich, Belgien, Ungarn und in die Niederlande expandiert).

PKP Cargo wurde mittlerweile massiv umstrukturiert und hat sich von einem überkapitalisierten Staatsbetrieb in eine schlankere und rentable Organisation gewandelt. Wir erwarten aufgrund von Treibstoffeinsparungsmaßnahmen, rückläufiger Strompreise, weniger rollendem Material und Einsparungen bei den Personalaufwendungen sowie angesichts der kürzlich gesenkten Infrastrukturgebühren eine weitere Margenausweitung. Nicht zuletzt ist zu erwähnen, dass PKP Cargo nicht in die Infrastrukturmodernisierung investieren muss.

Finanzanalyst: Bartłomiej Kubicki

Unternehmensdaten (IFRS)

in PLN Mio.	2012	2013	2014f	2015f
G&V				
Umsatz	5.159	4.797	4.687	4.863
EBITDA	767	499	805	892
EBIT	344	110	396	467
EBT	353	89	400	472
Gewinn v. Minderheiten	267	65	308	368
Gewinn n. Minderheiten	268	74	306	366
Bilanz				
Bilanzsumme	5.624	5.744	6.027	6.119
Eigenkapital	3.143	3.447	3.592	3.805
Firmenwerte	3	3	3	3
Nettoverschuldung	-20	-271	-392	-470

Quelle: PKP Cargo, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

Kennzahlen je Aktie

	2012	2013	2014f	2015f
Gewinn je Aktie	6,18	1,71	6,82	8,16
KGV	n.v.	53,0	13,3	11,2
Operativer CF je Aktie	18,02	16,17	16,07	18,22
Kurs Cash Flow	n.v.	5,6	5,7	5,0
Buchwert je Aktie	72,51	80,97	79,95	84,68
Kurs Buchwert	n.v.	1,1	1,1	1,1
Dividendenrendite	n.v.	1,0%	3,8%	4,5%
Eigenkapitalrendite	8,8%	2,2%	8,9%	9,9%
ROCE	7,7%	1,8%	7,8%	8,9%
EV/EBITDA	n.v.	7,2	4,6	4,1

Quelle: PKP Cargo, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

¹ Der angegebene Kurs entspricht dem zuletzt verfügbaren Kurs um 6:30 (MEZ) am 20. März 2014

Diese von Raiffeisen Centrobank AG erstellte Analyse wird Ihnen durch die Raiffeisen Bank International AG überreicht.
Zuständige Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht FMA, Otto-Wagner-Platz 5, A-1090 Wien.

Enel OGK-5: Günstige Bewertung und interessante Dividende

- **Aktueller Aktienkurs: RUB 0,849¹**
- **Kursziel: RUB 1,23**
- **Marktkapitalisierung: EUR 598 Mio.**

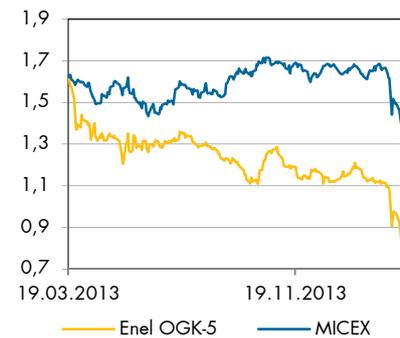
Wir gehen derzeit von einer leichten Verschlechterung der EBITDA-Marge von Enel OGK-5 aus, sie sollte aber dennoch über 20 % bleiben, und prognostizieren für die Jahre 2015e-2018e eine Verbesserung der Nettomarge. Unserer Meinung nach dürfte das Unternehmen aufgrund der Optimierung der Investitionsausgaben und die robusten Dark Spreads von Reftinskaya in der Lage sein, ein stabiles Niveau an positiven freien Cash-Flows zu generieren. Diese werden wahrscheinlich in Form von Dividenden ausgeschüttet. Wir denken, dass mögliche positive Einmaleffekte auf den Jahresüberschuss 2014e unter der Annahme einer unveränderten Ausschüttungsquote von 40 % im nächsten Jahr zu einer Dividendenrendite von 9,1 % führen könnten. Des Weiteren schließen wir nicht aus, dass Enel OGK-5 danach die Ausschüttungsquote möglicherweise auf großzügigere 50 % anheben wird, wie von der Muttergesellschaft Enel für 2015e in Aussicht gestellt wurde. Wir sind der Meinung, dass die wichtigsten Impulse von einer geringeren Körperschaftssteuerbelastung (Einmaleffekt aus latenten Steuern im GJ 13) sowie dem möglichen Erhalt einer Versicherungszahlung im Zusammenhang mit einem Unfall im Kombikraftwerk Sredneuralskaya kommen könnten (wir prognostizieren einen positiven Effekt vor Steuern von ca. RUB 0,5 Mrd.).

Nach dem kürzlichen Aktienkursverfall beträgt die Dividendenrendite derzeit 6,6 %, und für 2014e gehen wir von 9,2 % aus. Unserer Ansicht nach war eine attraktive Dividendenrendite der bisherige Schwachpunkt von Enel OGK-5. Wir sehen die Aktie nunmehr als eine werthaltige Anlage und stufen das Unternehmen auf Kauf.

Die unterdurchschnittliche Aktienkursentwicklung der jüngsten Vergangenheit ist unserer Ansicht nach überzogen, und wir sehen keine Veranlassung, dass Enel OGK-5 schwächer als andere Stromerzeuger gesehen wird.

Finanzanalyst: Fedor Kornachev

Enel OGK-5



Quelle: Bloomberg

Gewinn- und Verlustrechnung (IFRS)

in RUB Mio.	2013	2014e	2015f	2016f
G&V				
Umsatz	69.723	72.518	74.186	78.101
EBITDA	16.036	16.095	16.492	17.102
EBIT	9.852	9.862	10.107	10.546
EBT	6.686	8.570	8.683	9.072
Gewinn v. Minderheiten	4.939	6.856	6.946	7.258
Gewinn n. Minderheiten	4.954	6.871	6.961	7.273
Bilanz				
Bilanzsumme	132.600	135.319	135.576	138.164
Eigenkapital	78.126	83.016	87.228	91.717
Firmenwerte	0	0	0	0
Nettoverschuldung	19.322	15.582	16.052	13.073

Quelle: Enel OGK-5, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

Kennzahlen je Aktie

	2013	2014e	2015f	2016f
Gewinn je Aktie	0,14	0,19	0,20	0,21
KGV	8,0	4,4	4,3	4,1
Operativer CF je Aktie	0,50	0,36	0,37	0,39
Kurs Cash Flow	2,2	2,3	2,3	2,2
Buchwert je Aktie	2,21	2,35	2,47	2,59
Kurs Buchwert	0,5	0,4	0,3	0,3
Dividendenrendite	5,0%	9,2%	9,3%	9,7%
Eigenkapitalrendite	6,5%	8,5%	8,2%	8,1%
ROCE	6,3%	7,9%	7,7%	7,7%
EV/EBITDA	3,7	2,8	2,8	2,5

Quelle: Enel OGK-5, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

¹ Der angegebene Kurs entspricht dem zuletzt verfügbaren Kurs um 6:30 (MEZ) am 20. März 2014

Diese von Raiffeisen Centrobank AG erstellte Analyse wird Ihnen durch die Raiffeisen Bank International AG überreicht.
Zuständige Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht FMA, Otto-Wagner-Platz 5, A-1090 Wien.

RBI-Risikoindikator

Performance seit 2009*

	Mittlerer Return, annualisiert	Maximum Drawdown	Sharpe Ratio**	Volatilität
Risikoindikator Strategie	12,2%	-10,1%	1,065	11,5%
Benchmark***	7,5%	-17,5%	0,779	9,4%

Jahresperformance*

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ytd
Risikoindikator Strategie	27,3%	13,5%	-0,6%	13,9%	15,7%	-1,4%
Benchmark***	14,6%	8,4%	0,0%	7,1%	9,0%	1,1%

*Alle Performanceberechnungen basieren auf Signalen mit Schlusskursen von Freitag und anschließender Umgewichtung am darauffolgenden Montag. **risikoloser Zinssatz = 0 %; ***zusammengesetzt aus MSCI World und JPM Global Bonds
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

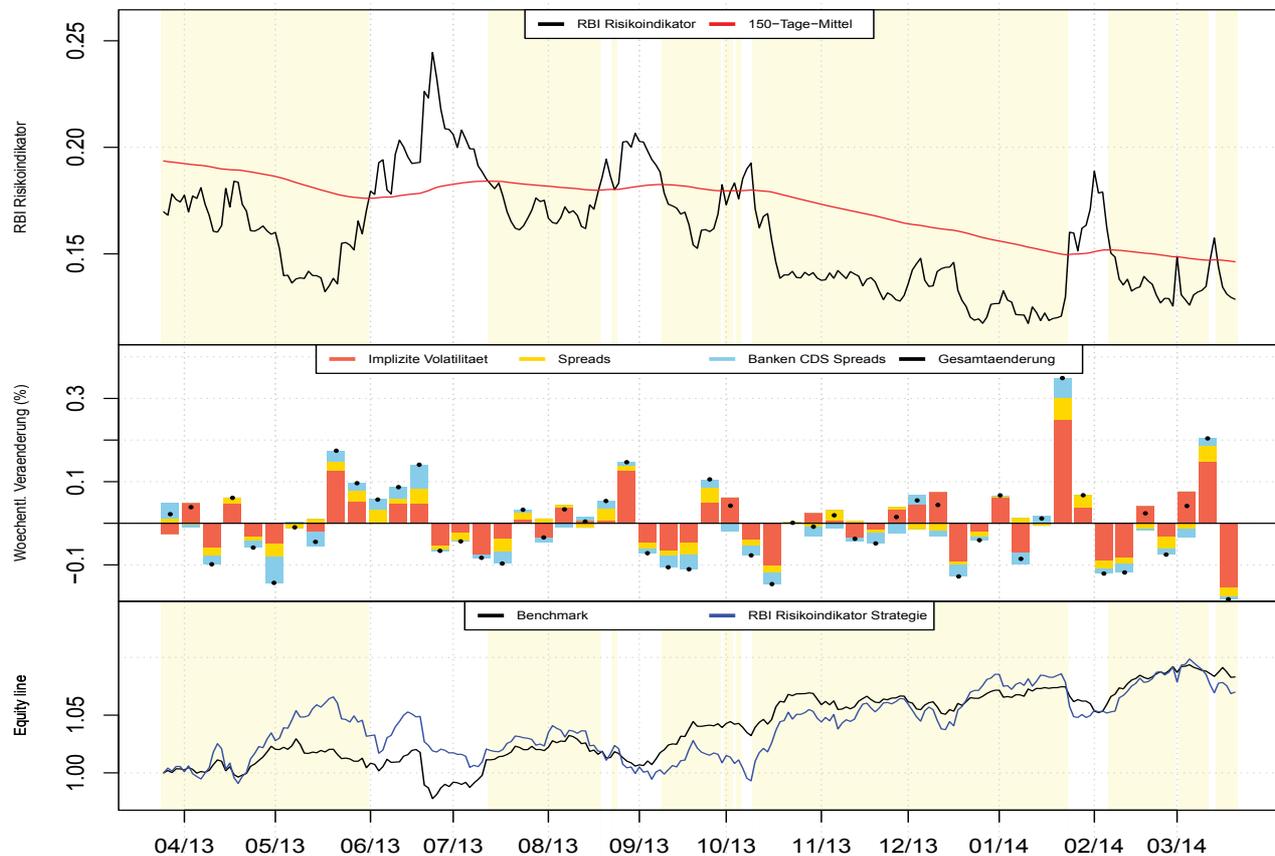
Beschreibung

Der **RBI-Risikoindikator** ist ein quantitativer Indikator, der vor allem als kurzfristige Entscheidungshilfe für risikoreiche Veranlagungen dienen soll.

Die Timing-Regel lautet: Wenn der Index das 150-Tage-Mittel von oben durchstößt (also bei einer fallenden Risikoaversion), ist dies gleichbedeutend mit einem Kaufsignal für Aktien. Der gegenteilige Fall ist als Verkaufssignal zu interpretieren. Allgemein gesagt, signalisieren hohe RBI Risikowerte eine sehr geringe Risikobereitschaft und hohe Risikoprämien.

Eine detaillierte Beschreibung ist in der Spezialpublikation „Neuaufgabe des RBI-Risikoindicators“ vom 04.04.2013 zu finden.

RBI-Risikoindikator



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Beta zu MSCI World und MSCI EM

Beta: Misst die Sensitivität des Aktienindex auf Schwankungen eines Faktors (MSCI World bzw. MSCI EM).

Werte > 1: Aktienindex macht Bewegungen stärker mit als der Faktor.

Up-Beta: Werte >1: Aktienindex steigt stärker als der Faktor in positiven Phasen.

Down-Beta: Werte <1: Aktienindex fällt stärker als der Faktor in negativen Phasen.

Beta to MSCI World

	Beta	Up-Beta	Down-Beta	Up-Down
EM Europa	0,94	1,06	1,15	-0,09
Tschechien	0,43	0,28	0,86	-0,58
Polen	0,72	0,82	0,76	0,06
Russland	1,06	1,28	1,13	0,15
Ungarn	0,77	0,67	1,17	-0,50

Betas zu MSCI World; wöchentl. Returns der letzten 2 Jahre
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Beta to MSCI EM

	Beta	Up-Beta	Down-Beta	Up-Down
EM Europa	1,07	1,27	0,98	0,29
Tschechien	0,57	0,33	0,81	-0,49
Polen	0,82	0,96	0,58	0,38
Russland	1,18	1,37	0,95	0,42
Ungarn	0,62	0,59	1,30	-0,72

Betas zu MSCI EM; wöchentl. Returns der letzten 2 Jahre
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Risikohinweise und Aufklärungen

Warnhinweise

- Die Zahlenangaben zur Wertentwicklung beziehen sich auf die Vergangenheit. Die vergangene Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse und Entwicklungen eines Finanzinstruments, eines Finanzindexes oder einer Wertpapierdienstleistung. Dies gilt insbesondere, falls das Finanzinstrument, der Finanzindex oder die Wertpapierdienstleistung seit weniger als 12 Monaten angeboten wird. Insbesondere ist dann dieser besonders kurze Vergleichszeitraum kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.
- Die Wertentwicklung wird durch Provisionen, Gebühren und andere Entgelte reduziert, die von den individuellen Umständen des Investors abhängen.
- Infolge von Währungsschwankungen kann das Veranlagungsergebnis steigen oder fallen.
- Prognosen zu zukünftigen Entwicklungen beruhen auf reinen Schätzungen und Annahmen. Die tatsächliche zukünftige Entwicklung kann von der Prognose abweichen. Prognosen sind daher kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse und Entwicklungen eines Finanzinstruments, eines Finanzindexes oder einer Wertpapierdienstleistung.

Eine Darstellung der Konzepte und Methoden, die bei der Erstellung von Finanzanalysen angewendet werden, ist verfügbar unter www.raiffeisenresearch.com/konzepteundmethoden

Verweis zu Sensitivitätsanalyse

Detaillierte Information zur Sensitivitätsanalyse (Verfahren zur Prüfung der Stabilität der in diesem Dokument getätigten Annahmen) sind unter folgendem Link zu finden: www.raiffeisenresearch.com/sensitivitaetsanalyse

Renten

Marktstrategie*

	Eurobonds		LW-Anleihen			FX
	EUR	USD	2-jährige	5-jährige	10-jährige	-
Bulgarien	Halten	-	-	-	-	-
Kroatien	Verkauf	Verkauf	-	-	-	Halten
Tschechien	Halten	Halten	Halten	Halten	Halten	Kauf
Ungarn	Kauf	Halten	Halten	Halten	Verkauf	Verkauf
Polen	Halten	Halten	Halten	Halten	Verkauf	Kauf
Rumänien	Halten	Halten	Halten	Halten	Halten	Halten
Russland	-	Halten	Kauf	Kauf	Halten	Verkauf
Serbien	-	Halten	-	-	-	Halten
Slowakei	-	-	-	-	-	-
Slowenien	-	-	-	-	-	-
Türkei	Kauf	Kauf	Kauf	Halten	Kauf	Halten
Ukraine	Verkauf	Verkauf	-	-	-	Verkauf

*basiert auf absoluter erwarteter Performance:

- LW-Anleihen = Lokalwährungsanleihen, Performance in lokaler Währung

- Eurobonds: basiert auf erwarteter Spreadänderung

RU, TR, UA FX-Empfehlungen gegen USD, andere gegen EUR

Horizont: Ende 2. Quartal 2014

H ... Halten, V ... Verkauf, K ... Kauf

Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Corporate Credits

Historie der Empfehlungen (12M)

Start der Analyse	17.04.2008	
	Datum der Empfehlung	Empfehlung
HSBKKZ 7.25% fällig 2017	14.03.2013	Verkauf
HSBKKZ 7.25% fällig 2017	20.09.2013	Halten
HSBKKZ 7.25% fällig 2017	18.11.2013	Kauf
Start der Analyse	17.04.2008	
	Datum der Empfehlung	Empfehlung
GAZPRU 6.212% fällig 2016	12.04.2013	Kauf
GAZPRU 6.212% fällig 2016	31.01.2014	Kauf
Verteilung der Empfehlungen der letzten drei Monate		
Kauf	50%	
Halten	18%	
Verkauf	32%	

Aktien, Asset allocation

Historie der Empfehlungen

Datum	MICEX	WIG 20	PX	BUX	BET	CROBEX 10	BIST 100	ATX
21/03/2013	Halten	Kauf	Kauf	Kauf	Kauf	Kauf	Kauf	Kauf
15/05/2013					Kauf			
20/06/2013	Verkauf	Verkauf	Verkauf	Verkauf	Verkauf	Verkauf	Kauf	Halten
13/08/2013								Verkauf
17/09/2013	Kauf	Kauf	Kauf	Kauf	Kauf	Kauf	Kauf	Kauf
19/12/2013	Halten	Kauf	Kauf	Kauf	Kauf	Verkauf	Halten	Kauf

Aktien

Finanzinstrument/ Unternehmen	Datum der Erstver- öffentlichung der Empfehlung
MICEX	21.12.2009
WIG 20	01.06.1994
PX	01.06.1994
BUX	01.06.1994
BET	19.12.2006
CROBEX 10	31.07.2009
BIST 100	25.06.2012
ATX	01.04.1993

Verteilung der Empfehlungen der letzten drei Monate

Empfehlung Basis: alle analysierten Aktienindizes

Kauf	66%
Halten	28%
Verkauf	6%

Aktien

OMV

Start der Analyse: 01.02.2002

Historie der Empfehlungen

Datum	Empfehlung	Kursziel	Schlusskurs Vortag	Kurspotenzial
12.02.2014	Kauf	39,5	33,06	19,50%
26.11.2013	Halten	40	36,1	10,80%
13.11.2013	Kauf	42,8	36	18,90%
22.08.2013	Kauf	42,4	33,45	26,80%
27.05.2013	Halten	39,2	37,48	4,60%
13.03.2013	Halten	35,9	34,4	4,40%
23.11.2012	Kauf	31,6	27,32	15,70%
07.08.2012	Kauf	33,5	26,2	27,90%
16.05.2012	Kauf	30	22,33	34,30%
03.04.2012	Kauf	33,5	26,69	25,50%

Empfehlungsübersicht Aktienuniversum

	Kauf	Halten	Reduzieren	Verkauf	Ausgesetzt	in Revision
Universum	41	60	11	4	16	8
Universum in %	29%	43%	8%	3%	11%	6%
Investmentbanking Services	14	16	1	0	3	1
Investmentbanking Services %	40%	46%	3%	0%	9%	3%

Quelle: Raiffeisen Centробank

Polytec

Start der Analyse: 11.04.2011

Historie der Empfehlungen

Datum	Empfehlung	Kursziel	Schlusskurs Vortag	Kurspotenzial
30.01.2014	Kauf	9,5	7,17	32,40%
31.07.2013	Halten	7,5	6,3	19,00%
11.02.2013	Kauf	8,5	6,6	28,80%
16.10.2012	Kauf	8,5	5,7	49,10%
06.08.2012	Kauf	10	5,44	83,90%
28.03.2012	Kauf	10,5	7,2	45,90%

Empfehlungsübersicht Aktienuniversum

	Kauf	Halten	Reduzieren	Verkauf	Ausgesetzt	in Revision
Universum	41	60	11	4	16	8
Universum in %	29%	43%	8%	3%	11%	6%
Investmentbanking Services	14	16	1	0	3	1
Investmentbanking Services %	40%	46%	3%	0%	9%	3%
Investment banking services %	40%	46%	3%	0%	9%	3%

Quelle: Raiffeisen Centробank

Aktien

Netia

Start der Analyse: 02.02.2011

Historie der Empfehlungen

Datum	Empfehlung	Kursziel	Schlusskurs Vortag	Kurspotenzial
17.03.2014	Kauf	5,9	4,85	21,60%
12.11.2013	Kauf	6	5,1	17,60%
26.08.2013	Halten	5,45	5,09	7,10%
27.05.2013	Kauf	5	4,34	15,20%
27.02.2013	Kauf	5	4,25	17,60%
20.12.2012	Halten	5,7	5,06	12,60%
27.08.2012	Halten	6,7	6,02	11,30%
23.05.2012	Kauf	6,6	5,52	19,60%
27.03.2012	Halten	7,1	6,3	12,70%

Empfehlungsübersicht Aktienuniversum

	Kauf	Halten	Reduzieren	Verkauf	Ausgesetzt	in Revision
Universum	41	60	11	4	16	8
Universum in %	29%	43%	8%	3%	11%	6%
Investmentbanking Services	14	16	1	0	3	1
Investmentbanking Services %	40%	46%	3%	0%	9%	3%

Quelle: Raiffeisen Centробank

PKP Cargo

Start der Analyse: 17.01.2014

Historie der Empfehlungen

Datum	Empfehlung	Kursziel	Schlusskurs Vortag	Kurspotenzial
17.01.2014	Kauf	103	86,2	19,50%

Empfehlungsübersicht Aktienuniversum

	Kauf	Halten	Reduzieren	Verkauf	Ausgesetzt	in Revision
Universum	41	60	11	4	16	8
Universum in %	29%	43%	8%	3%	11%	6%
Investmentbanking Services	14	16	1	0	3	1
Investmentbanking Services %	40%	46%	3%	0%	9%	3%

Quelle: Raiffeisen Centробank

Enel OGK-5

Start der Analyse: 02.07.2012

Historie der Empfehlungen

Datum	Empfehlung	Kursziel	Schlusskurs Vortag	Kurspotenzial
28.10.2013	Halten	1,48	1,27	16,40%
10.04.2013	Kauf	2,02	1,39	45,10%
07.03.2013	Kauf	2,28	1,63	39,90%
12.02.2013	Kauf	2,28	1,69	35,10%
02.07.2012	Halten	1,84	1,67	10,40%

Empfehlungsübersicht Aktienuniversum

	Kauf	Halten	Reduzieren	Verkauf	Ausgesetzt	in Revision
Universum	41	60	11	4	16	8
Universum in %	29%	43%	8%	3%	11%	6%
Investmentbanking Services	14	16	1	0	3	1
Investmentbanking Services %	40%	46%	3%	0%	9%	3%

Quelle: Raiffeisen Centробank

Technische Analyse

Historie der Empfehlungen

Datum	ATX	BELEX 15	BUX	CROBEX 10	MICEX	PX	WIG 20
12/03/2014	BEARISH		NEUTRAL	NEUTRAL	BEARISH	BEARISH	BEARISH
06/03/2014				BULLISH			BULLISH
27/02/2014	BEARISH			NEUTRAL			BEARISH
20/02/2014	NEUTRAL	NEUTRAL		BEARISH	NEUTRAL		
12/02/2014	BULLISH	BULLISH			BULLISH	NEUTRAL	BULLISH
30/01/2014	BEARISH	BEARISH	BEARISH		BEARISH	BEARISH	
18/12/2013			NEUTRAL				
06/12/2013			BULLISH				
29/11/2013		BULLISH				BEARISH	
13/11/2013	NEUTRAL	BEARISH	BULLISH	BULLISH	NEUTRAL	BEARISH	

Technische Analyse

Finanzinstrument/ Unternehmen	Datum der Erstveröffentlichung der Empfehlung
ATX	15/04/1995
BELEX 15	01/10/1996
BUX	01/10/1996
CROBEX	18/11/2009
MICEX	02/09/2013
PX	15/03/2002
WIG 20	01/10/1996

Verteilung der Empfehlungen der letzten drei Monate

Empfehlung	Basis: alle analysierten Aktienindizes
Bullish	29%
Neutral	29%
Bearish	43%

DISCLAIMER

Dieses Dokument ist weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf jeglicher Wertpapiere, und weder dieses Dokument noch irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder einer Verpflichtung irgendeiner Art. Dieses Dokument wurde Ihnen lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf nicht vervielfältigt oder an andere Personen weiterverteilt werden. Eine Anlageentscheidung hinsichtlich eines Wertpapiers des jeweiligen Unternehmens hat auf der Grundlage eines von diesem Unternehmen genehmigten Offering Circulars oder Prospektes zu erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Die Raiffeisen Bank International AG (RBI) könnte in eigener Sache eine Transaktion in jede hierin erwähnte oder damit verwandte Anlage getätigt haben und folglich/oder eine Platzierung in oder einen Anteil an besagter Anlage halten. Die RBI könnte als Manager oder Co-Manager eines öffentlichen Angebots jedes in diesem Bericht erwähnten oder damit verbundenen Wertpapiers handeln oder gehandelt haben. Die hierin enthaltenen Informationen basieren auf Quellen wie Jahresberichten und anderem Material, die von jener juristischen Person zur Verfügung gestellt worden sein könnten, die Gegenstand dieses Dokumentes ist. Die RBI erachtet sämtliche Informationen als zuverlässig, macht jedoch keine Zusicherungen betreffend deren Genauigkeit und Vollständigkeit. Sofern nicht anders angegeben, sind alle Ansichten (inklusive Aussagen und Prognosen) ausschließlich jene der RBI und können ohne Vorankündigung geändert werden.

Investoren in Schwellenmärkten muss bewusst sein, dass das Abrechnungs- und Depotstellenrisiko dort höher sein kann als in Märkten mit einer lang etablierten Infrastruktur und die Liquidität der Aktien von der Anzahl der Market Maker beeinflussbar ist. Insofern können Letztere einen Einfluss auf die Sicherheit jeglicher aufgrund der in diesem Dokument enthaltenen Informationen getätigten Investition haben.

SONDERREGELUNGEN FÜR DIE REPUBLIK ÖSTERREICH: Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot im Sinne des Kapitalmarktgesetzes („KMG“) dar, noch ein Prospekt im Sinne des KMG oder des Börsengesetzes. Ferner beabsichtigt dieses Dokument nicht die Empfehlung des Kaufs oder Verkaufs von Wertpapieren oder anderen Anlageformen im Sinne des Wertpapieraufsichtsgesetzes. Dieses Dokument stellt keinen Ersatz für die erforderliche Beratung in Bezug auf den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder Anlagen dar. Für jegliche Beratung in Bezug auf den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder Anlagen können Sie sich gerne an Ihre RAIFFEISENBANK wenden. Sonderregelungen für das Vereinigte Königreich Großbritannien und Nordirland (UK): Diese Publikation wurde von der Raiffeisen Bank International AG (RBI) zur Förderung Ihres Anlagengeschäftes genehmigt oder herausgegeben. Die RBI London Branch wurde von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) ermächtigt und wird in eingeschränktem Maße von der Financial Conduct Authority (FCA) reguliert. Details zum Ausmaß der Regulierung der Zweigniederlassung in London durch die Financial Conduct Authority sind auf Anfrage erhältlich. Diese Veröffentlichung ist nicht für Investoren gedacht, die im Sinne der FCA-Regeln Endkunden sind, und sollte daher nicht an sie verteilt werden. Weder die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und die darin geäußerten Meinungen stellen ein Angebot oder eine Aufforderung zu einem Angebot zum Kauf (oder Verkauf) von Anlagen dar und sind nicht derart ausulegen. Die RBI könnte in eigener Sache eine Transaktion im Sinne der FCA-Regeln in jede hierin erwähnte oder damit verbundene Anlage getätigt haben und als Folge/oder eine Platzierung in oder einen Anteil an besagter Anlage halten. Die RBI könnte als Manager oder Co-Manager eines öffentlichen Angebots jedes in diesem Bericht erwähnten oder damit verbundenen Wertpapiers handeln oder gehandelt haben.

SPEZIFISCHE BESCHRÄNKUNGEN FÜR DIE VEREINIGTEN STAATEN VON AMERIKA UND KANADA: Dieses Dokument darf weder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder Kanada oder in ihre jeweiligen Hoheitsgebiete oder Besitzungen übertragen oder darin verteilt werden, noch darf es an irgendeine US-amerikanische Person oder irgendeine Person mit Wohnsitz in Kanada verteilt werden, es sei denn, die Übermittlung erfolgt direkt durch die RB International Markets (USA) LLC, einen in den USA registrierten Broker-Dealer („RBIM“), und vorbehaltlich der nachstehenden Bedingungen.

SPEZIFISCHE INFORMATIONEN FÜR DIE VEREINIGTEN STAATEN VON AMERIKA UND KANADA: Dieses Research-Dokument ist ausschließlich für institutionelle Investoren bestimmt und unterliegt nicht allen Unabhängigkeits- und Offenlegungsstandards, die für die Erstellung von Research-Unterlagen für Kleinanleger/Privatanleger anwendbar sind. Dieser Bericht wurde Ihnen durch die RB International Markets (USA) LLC, einen in den US registrierten Broker-Dealer („RBIM“) übermittelt, wurde jedoch von unserem nicht-US-amerikanischen Verbundunternehmen Raiffeisen Bank International AG (RBI) erstellt. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die Gegenstand dieses Berichtes sind, müssen bei der RBIM platziert werden. Die RBIM ist unter folgender Adresse erreichbar: 1133 Avenue of the Americas, 16th Floor, New York, NY 10036, 212-600-2588. Dieses Dokument wurde außerhalb der Vereinigten Staaten von einem oder mehreren Analysten erstellt, für die möglicherweise nicht Vorschriften hinsichtlich der Erstellung von Berichten und der Unabhängigkeit von Forschungsanalysten gelten, die mit jenen vergleichbar sind, die in den Vereinigten Staaten in Kraft sind. Der/die Analyst/en, der/die dieses Dokument erstelle/n (i) sind nicht bei der Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) in den Vereinigten Staaten als Research-Analysten registriert oder qualifiziert und (ii) dürfen keine assoziierten Personen der RBIM sein und unterliegen daher nicht den Vorschriften der FINRA, inklusive der Vorschriften bezüglich des Verhaltens oder der Unabhängigkeit von Research-Analysten.

Die in diesem Bericht enthaltenen Meinungen, Schätzungen und Prognosen sind nur zum Datum dieses Berichtes jene der RBI und können ohne Vorankündigung geändert werden. Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen wurden von der RBI von als zuverlässig erachteten Quellen zusammengestellt, doch die RBI, ihre verbundenen Unternehmen oder irgendeine andere Person geben keinerlei ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherung oder Gewährleistung bezüglich der Genauigkeit, Vollständigkeit und Richtigkeit des Berichtes. Jene Wertpapiere, die nicht in den Vereinigten Staaten registriert sind, dürfen weder innerhalb der Vereinigten Staaten noch an eine US-amerikanische Person direkt oder indirekt angeboten oder verkauft werden (im Sinne der Regulation S des Securities Act of 1933 (das „Wertpapiergesetz“), es sei denn, es liegt eine Ausnahme gemäß dem Wertpapiergesetz vor. Dieser Bericht stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers im Sinne von Abschnitt 5 des Wertpapiergesetzes dar, noch bildet dieser Bericht oder irgendeine hierin enthaltene Information die Grundlage eines Vertrages oder einer Verpflichtung irgendeiner Art welcher in diesem Zusammenhang als zuverlässig erachtet werden kann. Dieser Bericht stellt lediglich allgemeine Informationen zur Verfügung. In Kanada darf er nur an Personen mit Wohnsitz in Kanada verteilt werden, die aufgrund ihrer Befreiung von der Prospektspflicht gemäß den im jeweiligen Territorium bzw. der jeweiligen Provinz geltenden wertpapierrechtlichen Bestimmungen berechtigt sind, Abschlüsse in Zusammenhang mit den herein beschriebenen Wertpapieren zu tätigen.

VERGÜTUNG DER RESEARCH-ANALYSEN: Die von der RBI beschäftigten Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Die Vergütung des Autors bzw. der Autoren dieses Berichtes basiert (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der RBI, die sich unter anderem aus den Einnahmen aus dem Investmentbanking und sonstigen Geschäften der RBI ergibt. Im Allgemeinen verbietet die RBI ihren Analysten, den Analysten Bericht erstellenden Personen den Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten jeglicher Unternehmen, die vom Analysten abgedeckt werden, sofern der Erwerb nicht von der Compliance-Abteilung der RBI vorab genehmigt wurde.

RBI ist nicht zur Aktualisierung dieses Berichtes verpflichtet. Die Investoren müssen sich über den laufenden Geschäftsgang des Emittenten, jegliche Änderung im laufenden Geschäftsgang des Emittenten und anderer maßgeblicher Faktoren informieren. Indem Sie dieses Dokument nutzen oder sich, gleich in welcher Weise, darauf verlassen, akzeptieren Sie die vorstehenden Beschränkungen als für Sie verbindlich. Zusätzliche Informationen über die Inhalte dieses Berichtes erhalten Sie auf Anfrage.

Sollte sich eine Bestimmung dieses Disclaimers unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar herausstellen, ist die betreffende Bestimmung, soweit sie von den übrigen Bestimmungen trennbar ist, so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Disclaimers; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen. Ausführlicher Disclaimer sowie Offenlegung gemäß § 48f Börsegesetz: <http://www.raiffeisenresearch.at> -> "Disclaimer".

Global Raiffeisen RESEARCH Team: Peter Brezinschek (Leitung)

Österreich: Raiffeisen Bank International AG (RBI AG)

Aaron Alber
Jörg Angelé
Michael Ballauf
Jörg Bayer
Eva Bauer
Björn Chyba
Gunter Deuber
Wolfgang Ernst
Judith Galter
Christian Hinterwallner
Valentin Hofstätter
Stephan Imre
Christoph Klaper
Igor Kovacic
Dagmar König
Lydia Kranner
Nina Neubauer-Kukic
Martin Kutny
Veronika Lammer
Jörn Lange
Hannes Loacker
Andreas Mannsparth
Johannes Mattner
Stefan Memmer
Christine Nowak
Peter Onofrej
Helge Rechberger
Matthias Reith
Leopold Salcher
Andreas Schiller
Robert Schittler
Andreas Schwabe

Connie Schümann
Manuel Schuster
Gintaras Shlizhyus
Lubica Sikova
Gottfried Steindl
Martin Stelzeneder
Stefan Theußl
Jürgen Walter

Albanien: Raiffeisen Bank Sh.A.

Joan Canaj
Valbona Gjeka

Belarus: Priorbank Open Joint-Stock Company

Oleg Leontev
Vasily Pirogovsky
Olga Laschevskaya
Mariya Keda

Bosnien & Herzegowina:

Raiffeisen Bank dd Bosna i Hercegovina
Ivona Zametica
Srebrenko Fatusic

Bulgarien: Raiffeisenbank (Bulgaria) Sole-owned Joint Stock Company

Emil S. Kalchev

Kosovo: Raiffeisen Bank Kosovo J.S.C.

Fisnik Latifi

Kroatien: Raiffeisenbank Austria d.d.

Anton Starcevic
Zrinka Zivkovic Matijevic
Ivana Juric

Nada Harambasic-Nereau

Ana Franin
Elizabeta Sabolek Resanovic

Tschechien: Raiffeisenbank a.s.

Michal Brozka
Vaclav France
Helena Horska
Lenka Kalivodova

Ungarn: Raiffeisen Bank Zrt.

Zoltán Török
Ádám Keszeg
Levente Blahó

Polen: Raiffeisen Bank Polska S.A.

Marta Petka-Zagajewska
Dorota Strauch
Tomasz Regulski
Paweł Radwański
Piotr Jelonek
Michał Burek

Rumänien: RAFFEISEN BANK S.A.

Ianut Dumitru
Nicolae Covrig
Gabriel Bobeica
Alexandru Combei
Iuliana Mocanu
Alexandru Neagu

Russland: ZAO Raiffeisenbank

Austria
Anastasia Baykova
Denis Poryvay
Anton Pletenev
Maria Pomelnikova
Irina Alizarovskaya
Konstantin Yuminov
Sergey Libin
Andrey Polischuk
Fedor Kornachev
Natalia Kolupaeva
Rita Tsovyan

Serbien: Raiffeisen banka a.d.

Beograd
Ljiljana Grubic

Slowakei: Tatra banka, a.s.

Robert Prega
Juraj Valachy
Boris Fojtik

Slowenien: Raiffeisen Bank d.d.

Primoz Kovacic

Ukraine: Raiffeisen Bank Aval Public Joint Stock Company

Dmytro Sologub
Ludmila Zagoruyko
Olga Nikolaieva

Company Research:

Raiffeisen Centrobank AG
Stefan Maxian (Leitung)

Daniel Damaska
Natalia Frey
Oleg Galbur
Mario Gallop
Jakub Krawczyk
Bartłomiej Kubicki
Bernd Maurer
Dominik Niszcz
Markus Remis
Teresa Schinwald
Jovan Sikimic
Iryna Trygub-Kainz

Datenschluss: 19. März 2014

Redaktionsschluss: 28. März 2014

Impressum:

Redaktion: Raiffeisen RESEARCH/RBI Group

A-1030 Wien, Am Stadtpark 9, Telefon: +43 1 717 07-0, Telefax +43 1 717 07-1848

Medieninhaber (Verleger) und Herausgeber: Raiffeisen RESEARCH GmbH, 1030 Wien, Am Stadtpark 9.

Verlags- und Herstellungsort: Wien

Hersteller: Holzner Druck, 1100 Wien, Buchengasse 79

Coverfoto: Peter Brezinschek

Design: Kathrin Rauchlatner, Birgit Bachhofner

Unternehmen:	Offenlegung:
OMV	3,4,5,10,11
Polytec	3,5,11
Netia	-
PKP Cargo	4,5,10,11
Enel-OCK 5	-

Detailed disclosure and disclaimer on the aforementioned companies as well as on the „coverage universe“ of Raiffeisen Centrobank pursuant to § 48 Stock Exchange Act: <http://www.rcb.at>.

Raiffeisen Bank International AG

Investmentbanken

Raiffeisen Bank International AG, Wien

Capital Markets

Head of Capital Market Sales: Harald Schönauer +431 71707-1148
 Financial Sales AT/DE: Harald Schönauer +431 71707-1148
 Financial Sales Europe: Alicja Kocwin-Gottwald +431 71707-3759
 FX, MM & Derivatives: Werner Pelzmann +431 71707-1793
 Corporate Treasury Solutions: Amir-Ali Ameri +431 71707-3962

Belgrad: Raiffeisenbank a.d. Serbia

Zoran Petrovic Tel: +381 11 2207006

Pressburg: Tatra banka, a.s.

Peter Augustin Tel: +421 2 59191440

Bukarest: Raiffeisen Capital & Investment S.A.

James Stewart Tel: +40 21 302 0082

Budapest: Raiffeisen Bank Zrt.

László Volosinovsky Tel: +36 1 484 4639

Kiew: Raiffeisen Bank Aval JSF

Christian Altenrieder Tel: +38044 499-1516
 Vladimir Kravchenko Tel: +380 44 495-4220

Marburg: Raiffeisen Banka d.d.

Gvido Jemensek Tel: +386 2 229 3111

Minsk: Priorbank JSC

Andrey Filazafovich Tel: +375 17 289 9213

Moskau: ZAO Raiffeisenbank

Nikita Patrakhin Tel: +7 495 721 2834

Tirana: Raiffeisen Bank Sh.a.

Elona Shuperka Tel: +355 4 2381 444

Prag: Raiffeisenbank a.s.

Jan Pudil Tel: +420 234 401 863

Sarajevo: Raiffeisen BANK d.d. Bosnia and Herzegovina

Karlheinz Dobnigg Tel: +387 33 287 101

Sofia: Raiffeisenbank (Bulgaria) EAD

Evelina Miltenova Tel: +359 2 91985 451

Warschau: Raiffeisen Polbank

Krzysztof Lubkiewicz Tel: +48 691 335 510

Zagreb: Raiffeisenbank Austria d.d.

Ivan Zizic Tel: +385 1 45 66 466

Raiffeisen CENTROBANK AG

Institutional Equity Sales, Wien

Leitung: Wilhelm Celeda Tel: +43 1 515 20 402
 Sales: Klaus della Torre Tel: +43 1 515 20 472

Kathrein Privatbank Aktiengeverkauf-

CEO

Susanne Höllinger Tel.: +43 1 534 51 333

Direktor Private Banking (Inland)

Alexander Firon Tel.: +43 1 534 51 213

Direktor Private Banking (RUS/CIS)

William Sinclair Tel.: +43 1 534 51 231

Kommerzbanken

Raiffeisen Bank International AG, Wien

Corporate Customers: Joseph Eberle Tel: +43 1 71707 1487
 Financial Institutions: Axel Summer Tel: +43 1 71707 1476

RBI London Branch

Graham Page Tel: +44 20 7933 8108
 Matthias Renner Tel: +44 20 7933 8001

Raiffeisen Malta Bank plc., Sliema

Anthony Schembri Tel: +356 21 320 942

International Desk

Wien: Raiffeisen Bank International AG

Rudolf Lercher Tel: +43 1 71707 3537

Belgrad: Raiffeisen banka a.d.

Sofija Davidovic Tel: +381 11 220 7807

Pressburg: Tatra banka, a.s.

Henrieta Hudecova Tel: +421 2 5919 1849

Bukarest: Raiffeisen Bank S.A.

Reinhard Zeitlberger Tel: +40 21 306 1564

Budapest: Raiffeisen Bank Zrt.

László Volosinovsky Tel: +36 1 484 4639

Kiew: Raiffeisen Bank Aval

Oksana Volchko Tel: +38 044 230 0348

Marburg: Raiffeisen Banka d.d.

Simona Vizintin Tel: +386 2 22 93 159

Minsk: Priorbank JSC

Anna Hmaruk Tel: +375 17 289 9321

Merger & Aquisitions

Gerhard Grund Tel: +43 1 51520-302
 Henning von Stechow Tel: +43 1 51520-760

Direktor Private Banking (CE/SEE)

Krisztian Slanicz Tel.: +43 1 534 51 603

Institutionelle Kunden

Alexandre Loyoddin Tel.: +43 1 534 51 261

RB International Finance LLC (USA)

Dieter Beintrexler Tel: +1 212 845 4100
 Stefan Gabriele Tel: +1 212 600 2588

RBI Beijing Branch

Terence Lee Tel: +86 10 8531-9007

RBI Singapore Branch

Klaus Krombass Tel: +65 6305 6024

Moskau: ZAO Raiffeisenbank Austria

Maria Maevskaya Tel: +7 495 775 5230

Prag: Raiffeisenbank a.s.

Roman Lagler Tel: +420 234 40 1728

Pristina: Raiffeisen Bank Kosovo J.S.C.

Anita Sopi Tel: +381 38 22 22 22 184

Sofia: Raiffeisenbank (Bulgaria) EAD

Yavor Russinov Tel: +3592 9198 5136

Sarajewo: Raiffeisen Bank d.d. Bosna i Hercegovina

Vildana Sijamhodzic Tel: +387 33 287 283

Tirana: Raiffeisen Bank Sh.a.

Jorida Zaimi Tel.: +355 4 2381 445 2865

Warschau: Raiffeisen Bank Polska S.A.

Zuzanna Szatkowska Tel: +48 22 585 2431

Zagreb: Raiffeisenbank Austria d.d.

Wolfgang Wöhry Tel: +385 1 4566 462

