

Japan Zins- und Währungsanalyse

29. April 2016

quartalsweise



www.sxc.hu Genkaku

- Die Wirtschaft dürfte an neuerlicher Rezession vorbeischrappen
- Bank of Japan (BOJ) bekräftigt Inflationsziel von 2 % p.a., verschiebt Zielerreichung aber auf März 2018
- Notenbank behält bei letzter Sitzung geldpolitische Ausrichtung bei, weitet Kreditprogramm in der Erdbebenregion aus
- Zweite Konsumsteuererhöhung im April 2017 in Frage gestellt, Fiskalpolitik zur Wachstumsstimulierung wieder im Fokus
- JPY-Kehtwende zum USD; Notenbankpräsident Kuroda findet eindeutige Worte dagegen

Prognoseübersicht

	2014	2015	2016f	2017f
BIP ¹	-0,1	0,7	0,5	0,1
VPI (% p.a.)	2,7	0,8	0,3	1,2
	aktuell ¹	Jun.16	Sep.16	Mär.17
3M LIBOR	-0,03	-0,10	-0,20	-0,20
10J Rendite	-0,12	-0,10	-0,10	0,00
EUR/JPY ³	125,8	123,2	125,4	117,2
USD/JPY	111,3	112,0	114,0	116,0
EUR/USD	1,13	1,10	1,10	1,01

1) real, % p.a.

2) Schlusskurs vom 27.04.2016

3) Der EUR/JPY Wechselkurs wird von uns nicht prognostiziert, sondern über den EUR/USD Wechselkurs errechnet.

Quelle: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen RESEARCH

JPY Rückblick – Ausblick

Der japanische Yen notierte in den letzten 12 Monaten zum USD bei einem Tiefpunkt von knapp 126 Yen pro USD. Seit in etwa Jahresende 2015 zeichnete sich eine deutliche Trendwende ab. Der Yen stieg auf bis zu 107,61 womit der höchste Wert zum USD seit 2014 erreicht wurde. Wohl hat die Zinswende in den USA den JPY kurzzeitig gedrückt - diese Gegenbewegung war aber nicht von langer Dauer. Nachdem die Finanzmarktakteure weitere unmittelbare Zinsschritte seitens der US-Fed auspreisten, konnte der Aufwertungsstrend des Yen auch, trotz versuchten Gegensteuerns seitens der BoJ mittels der Einführung negativer Zinsen (NIRP = Negative Interest Rate Policy) im Jänner nicht verhindert werden.

Seit Jahresbeginn hat der Yen um ca. 10 % aufgewertet. Die Spekulationen rund um die jüngst stattgefundenen Notenbanksitzung sorgten für eine markante Gegenbewegung in die Nähe unseres Prognosezielwertes von 112 Yen pro USD. Das Ausbleiben der erwarteten Maßnahmen ließ den Yen zum USD wieder aufwerten.

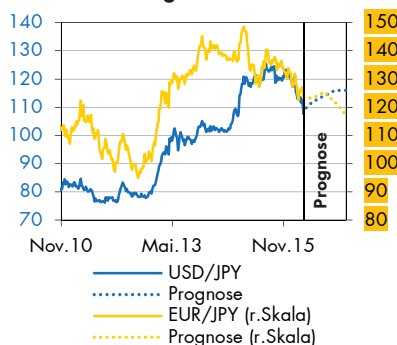
Hat sich der Abwertungstrend ausgelaufen?

Das zunehmende Auspreisen von Zinserhöhungen in den USA dürfte der Hauptgrund für die, in den letzten Monaten gesehene, USD-Schwäche und Yen Stärke sein. Darüber hinaus dürfte auch die Marktmeinung, dass die japanische Geldpolitik (zuletzt mit Einführung und Ausweitung der Negativzinsen) an ihre Grenzen gestoßen sei, für den Währungsauftrieb verantwortlich sein. Die Beibehaltung der geldpolitischen Maßnahmen bei der jüngsten Zinssitzung kam für den Markt dann doch überraschend. Den Spekulationen gab Notenbankpräsident Kuroda selbst Auftrieb, der letzte Woche über das Wall Street Journal ausrichten ließ, dass die anhaltende JPY Stärke nicht nur kurzfristige negative Auswirkungen hätte, sondern auch den Inflationstrend über die Geschäftserwartungen der Unternehmen und die Inflationserwartungen negativ beeinflusse.

Bis Juni ist mit einer **Yen-Seitwärtsentwicklung** um die 112 JPY pro USD zu rechnen. **Bis Jahresende** dürfte sich noch ein, zum heutigen Niveau, **schwächerer Yen** einstellen können. Voraussetzung dafür wäre aber in erster Linie eine Fortsetzung der US-Leitzinsanhebungen. Eine weitere Ausweitung des negativen Zinskorridors in Japan könnte den Yen zusätzlich schwächen.

Zum EUR entspräche dies, unter den gegebenen EUR/USD Schätzungen, einem EUR/JPY Kurs von knapp über 117 auf Jahressicht.

JPY: Abwertungstrend flacht ab



USD/JPY 5J-Hoch 125,6; 5J-Tief 75,8

EUR/JPY 5J-Hoch 149,3; 5J-Tief 94,5

Quelle: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen RESEARCH

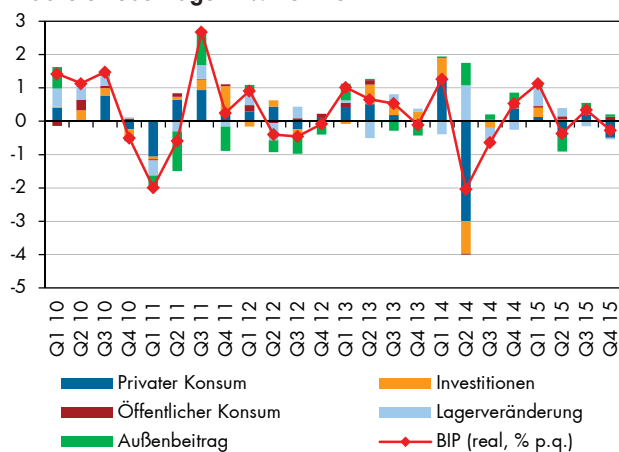
Finanzanalystin, RBI Wien

Dr. Lydia Kranner

lydia.kranner@rbinternational.com

Japan neuerlich an der Kippe zur Rezession

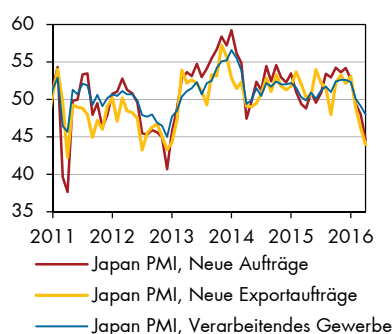
Wachstumsbeiträge in %-Punkten



Die **BIP-Daten für das erste Quartal** werden am 18. Mai veröffentlicht. Zwar ist das erste Quartal bereits Geschichte, das konkrete Ergebnis beeinflusst aber maßgeblich den Jahreswert der Prognose. Die **Konsensschätzungen** gehen von einem Quartalsanstieg von **annualisiert 0,4 %** aus. Aus den bisherigen Datenveröffentlichungen lassen sich folgende Trends ableiten:

Die Konsumausgaben der letzten Monate sind enttäuschend. Die Reallohnzuwächse fielen zwar im Februar mit 0,4 % p.a. zum ersten Mal seit letzten Oktober wieder positiv aus, in weiterer Folge dürften sich die Zuwächse aber in Grenzen halten. Die Industrieproduktion schwankte in den ersten Monaten des Jahres erheblich. Nach einem Rückgang von mehr als 5 % p.m. im Februar, konnte im März wieder ein Plus von 3,3 % p.m. verzeichnet werden.

PMIs* zeichnen ein düsteres Bild

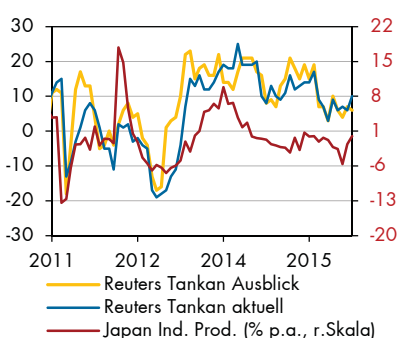


Die Unternehmensumfragen (Sowohl Tankan als auch PMI: mit 48 Indexpunkten der niedrigste Wert seit 2013) zeichnen ebenfalls – mit Ausnahme des Bausektors – kein erfreuliches Gesamtbild.

Die Exportlage ist tendenziell angespannt, die Investitionszurückhaltung könnte mit der wirtschaftlichen Unsicherheit rund um Asien erklärt werden. Die Einführung negativer Zinsen dürfte wenig dazu beitragen, die Investitionslaune zu heben. Laut einer Reuters Umfrage sprechen sich 4/5 der befragten Unternehmen gegen eine weitere Senkung aus, 2/3 der Befragten sehen darin keinen Anreiz ihre Capex-Ausgaben zu erhöhen. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt eine interne Umfrage der BoJ. Zumindest aber ist laut dieser Umfrage die Nachfrage nach Unternehmenskrediten auch im ersten Quartal positiv und kleinere Unternehmen berichten davon, ihre Kreditnachfrage erhöhen zu wollen.

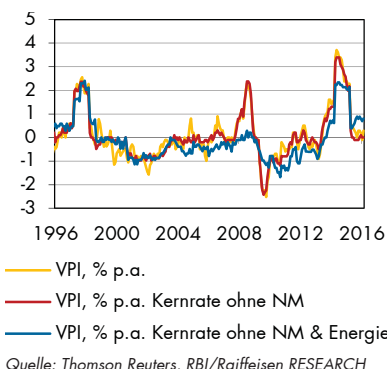
An diesen Grundlinien dürfte sich auch in den kommenden Quartalen wenig ändern. Das Erdbeben in Süd-Japan (BIP Beitrag weniger als 1 %) dürfte das Wachstum unmittelbar hauptsächlich über die Versorgungswege und einem Einbruch der Touristenströme negativ belasten. Mittelfristig steht der Wiederaufbau im Vordergrund. Ein fiskalpolitisches Maßnahmenpaket wird im Mai veröffentlicht werden. Mittlerweile kann von zwei Nachtragshaushalten im Ausmaß von in etwa JPY 7 Bio. ausgegangen werden.

Ind.produktion weiterhin rückläufig



Wir rechnen für das Gesamtjahr 2016 mit einer **Wirtschaftsleistung im Rahmen der Potenzialwachstumsrate** (welcher von der BoJ bei 0,5 % veranschlagt wird). Da wir für 2017 auch mit keiner Konsumsteuererhöhung und somit keinen Vorzieheffekten im ersten Quartal 2017 mehr rechnen, ist im Jahr 2017 von einer Stagnation auszugehen.

Inflation: beharrlich bei 0 %



Inflation von 2 % auf absehbare Zeit nicht erreichbar

Die Entwicklung der Inflationsraten enttäuscht weiterhin. Ein **Preisdruck** ist in Japan **de facto nicht existent**. Der Verbraucherpreisindex (gesamter Index) blieb im Jahresvergleich unverändert. Die Kernrate (ex Nahrungsmittel) lag bei -0,3 % und die Kernrate ex Nahrungsmittel und Energie verzeichnete einen Preisanstieg von 0,6 %. Die Hoffnungen der Notenbank, dass über höhere Löhne der private Konsum steigen könnte, sodass mittelfristig das Inflationsziel von 2 % nachhaltig überschritten werden kann, dürften auch weiterhin nicht erfüllt werden. Weder die Löhne noch der private Konsum sind im letzten Jahr deutlich angestiegen. Allfällige Preisschübe sind in den letzten Jahren in erster Linie der Konsumsteuererhöhung vom April 2014 zuzuschreiben.

Der Inflationsrückgang in den letzten beiden Jahren ist vor allem auf die rückläufigen Energiepreise zurückzuführen. Der schwache Yen konnte den Abwärtsdruck nur mildern. Mittlerweile hat sich das Bild gedreht. Die JPY Aufwertung dürfte einem Inflationsauftrieb entgegenstehen. Laut Berechnung der Notenbank kostet die jüngste JPY-Aufwertung 0,2 – 0,3 Prozentpunkte an Inflation.

Notenbankgouverneur Kuroda fand dafür auch deutliche Worte. Wenn die Aufwertung auch den Inflationstrend beeinflusst – Inflationserwartungen der Konsumenten und Unternehmer fielen gleichermaßen zurück – wären entsprechende Maßnahmen notwendig. Diese wurden beim letzten geldpolitischen Treffen bereits erwartet, dürften nunmehr aber erst um die Jahresmitte kommen. Ob die zinspolitischen Maßnahmen geeignet sind, die Währung wieder auf die Abwertungsbahn zurückzuführen, bleibt trotzdem fraglich.

Bank of Japan: Fortsetzung für NIRP (Negative Interest Rate Policy) folgt...

Bei der **letzten Zinssitzung** beließ die BoJ den **geldpolitischen Rahmen unverändert**. Die Geldbasis wird weiter mit JPY 80 Bio pro Jahr über aggressive Assetkäufe ausgeweitet. Der negative Zins¹, angewendet auf einige Einlagen der Banken bei der Notenbank, wurde unverändert bei -0,1% belassen. In Ergänzung wurde ein JPY 300 Mrd. Programm eingeführt, unter dem die Banken Kredite zu einem Zins von 0 % an Unternehmen in der betroffenen Erdbebenregion Südjapans vergeben können. Das Inflationsziel von 2 % wurde beibehalten, die Prognose zurückgenommen und der zeitliche Rahmen für die Prognoseerfüllung auf März 2018 gestreckt. Die Konjunkturdynamik wird nunmehr gedämpfter erwartet.

Der Markt hatte im Vorfeld bereits heftig mit einer weiteren Absenkung des Zinses in den negativen Bereich und/oder einer Ausweitung der Assetkäufe auf z.B. ETFs gerechnet. Die Aussagen Kurodas über die Sorge bezüglich der Yen-Stärke und über den theoretischen Spielraum weiterer Zinssenkungen (laut Zeitungsinterviews auf bis zu -0,4 %) und die enttäuschenden Inflationszahlen (-0,3 % p.a. im März) bei gleichzeitiger zeitlicher Verschiebung der Zielerreichung hatten zusätzliche Maßnahmen umso plausibler gemacht. Der Gegenwind der aktuellen Zinspolitik, der vor allem aus dem Banken/Versicherungsbereich kommt ist heftig. Das System der Negativzinsen ist in Japan grundsätzlich umstritten und wird von einem Großteil der Unternehmen und Haushalte² abgelehnt.

Im Endergebnis beeinflusst die Notenbank mit dem "Einlagezins" das kurze Ende der Renditekurve, mit dem Anleihekaufprogramm längere Laufzeiten. Mittlerweile liegen die japanischen Renditen über nahezu die gesamte Kurve auf einem Allzeit-Tief: Von -0,16 % bei den 2jährigen Anleihen bis 0,05 % im 10jährigen Anleihesegment.

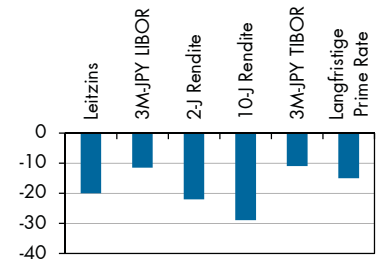
Die **Auswirkungen auf die Kreditvergabe** dürften trotz aller Bemühungen **bescheiden** bleiben und die unmittelbaren Rückkopplungen der inzwischen negativen Renditekurve auf den effektiven Kreditzins gering sein. Der Rückgang bei den kreditrelevanten Basiszinssätzen (TIBOR, Prime Rate) fiel eher bescheiden aus. Wesentlicher als der nominelle ist der reale Zins, der sich aufgrund der gesun-

Prognosen der BoJ im Überblick

	2016	2017	2018
BIP (real)*	1,2 (1,5)	0,1 (0,3)	1,0
VPI ohne NM*	0,5 (0,8)	1,7 (1,8)	1,9

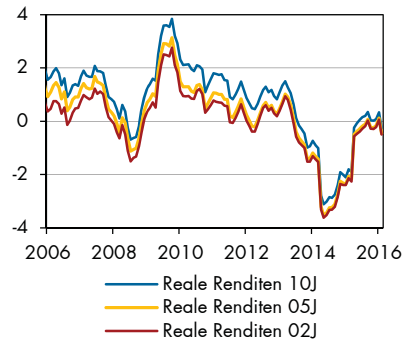
* in % p.a.
NM ... Nahrungsmittel, Werte in Klammer Prognosen vom März
Quelle: Bank of Japan, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Zinseffekte



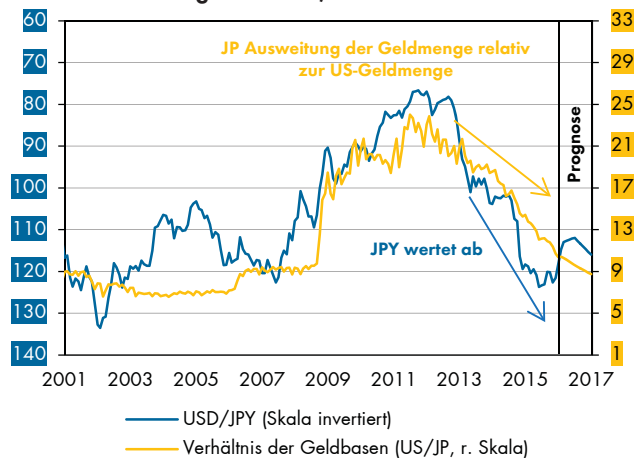
■ Änderung der Zinssätze seit Einführung des Negativzinses (in BP)
Quelle: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Realzinsen zuletzt wieder negativ



Quelle: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Relative Geldmenge und USD/JPY

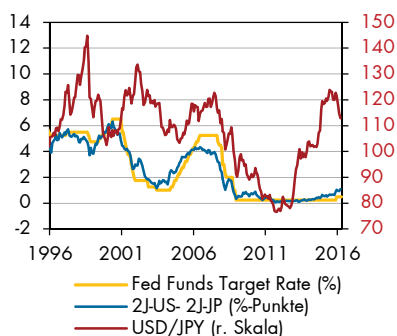


Quelle: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen RESEARCH

¹ Das im Jänner 2016 eingeführte System der Negativzinsen ist dreistufig angelegt: Die Einlagen der Banken bei der Notenbank werden nach unterschiedlichen Quoten verzinst, je nachdem kommt ein Einlagezins von + 0,1 %, 0 % oder -0,1 % zur Anwendung. Nur ein geringer Anteil der Einlagen ist derzeit tatsächlich vom negativen Einlagezins betroffen. Die Notenbank behält sich eine relativ große Flexibilität, indem sie neben dem Zins auch die Quoten steuern kann, auf die der jeweilige Zins zur Anwendung kommt.

² Japan zählt zu den größten Sparnationen

Fed Funds Rate und JPY-Abwertung



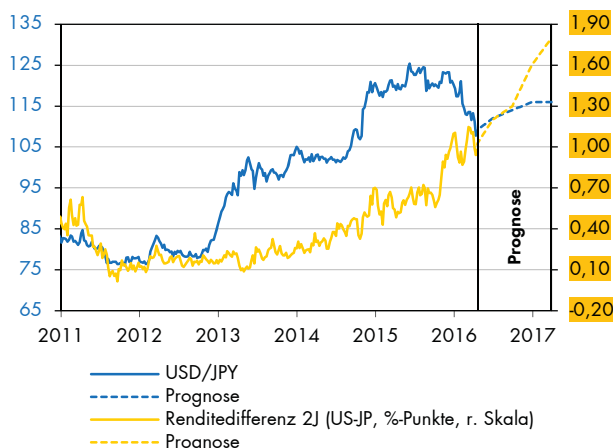
Quelle: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen RESEARCH

kenen Inflationserwartungen (laut Tankan – 0,2 Prozentpunkte) nicht reduziert hat. Und selbst auf rückläufige reale Zinsen haben die Unternehmen in der Vergangenheit nur unzureichend mit höheren Investitionen reagiert. Andere Gründe wie Unsicherheiten über die globale/Binnenkonjunktur, steigendem Wechselkurs und/oder geringere Unternehmensgewinne dürften als Einflüsse schwerer wiegen, als der Vorteil niedriger Zinsen. Darüber hinaus zeigen auch die letzten Daten zum privaten Konsum keine positive Reaktion, ganz im Gegenteil, Stimmungsumfragen und harte Daten bescheinigen ein eher bescheidenes Konsumverhalten der privaten Haushalte.

Am Markt drückt sich die **Enttäuschung** über die **nahezu angekündigten, aber nicht gelieferten geldpolitischen Schritte** über einen wieder stärkeren Yen aus. Wir gehen davon aus, dass die **Notenbank bis zum Herbst nochmals Flagge zeigen wird**. Die Reaktion am Währungsmarkt wird davon abhängen, ob die USA zeitgleich an der Zinsschraube drehen werden. Grundsätzlich scheint die Notenbank am Ende der Fahnenstange angekommen zu sein. Eine weitere JPY Abwertung zum USD wird unter diesem Gesichtspunkt allein nur mehr verhalten ausfallen und nicht von Dauer sein.

JPY: Kurz-mittelfristiger Ausblick

Renditedifferenz und USD/JPY



Skalen invertiert

USD/JPY 5J-Hoch 125,6; 5J-Tief 75,8

Renditedifferenz 2J (US-JP) 5J-Hoch 1,15; 5J-Tief 0,02

Quelle: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen RESEARCH

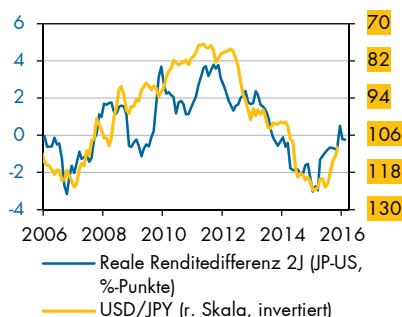
Der Japanische Yen hat seit Beginn der neuen wirtschaftspolitischen Ausrichtung durch Premier S. Abe im Jahr 2012 bis jetzt zum USD um insgesamt ca. 40 %, zum EUR um ca. 32 %, abgewertet. Die Abwertung vollzog sich in den letzten Jahren immer in Schüben. Auslöser war meist eine Ausweitung der geldpolitischen Lockerung seitens der japanischen Notenbank. Aber auch der starke USD spiegelte sich in einem schwachen JPY wieder. Bei einem Kurs von knapp 126 erreichte der japanische Yen zum USD im August letzten Jahres den niedrigsten Wert seit 2002 (!). Davon ist der Wechselkurs wieder deutlich abgewichen, was nunmehr die Frage aufwirft, ob der Yen bereits zu einer längerfristigen Trendwende angesetzt hat. Für die Beantwortung der Frage muss eruiert werden, welche **Faktoren die Währungsentwicklung beeinflussen**.

Die **unterschiedliche geldpolitische Ausrichtung zwischen der US-Fed und der japanischen Notenbank** war bis jetzt

das bestimmende Thema für die Wechselkursentwicklung. Während die US-Fed im Dezember mit der ersten Zinserhöhung die Trendwende eingeläutet hat, setzt die Japanische Notenbank alle verfügbaren geldpolitischen Hebel in Bewegung, um das schier unerreichbare Inflationsziel von 2 % doch wieder in greifbare Nähe zu bekommen. Im Endeffekt weitet die Notenbank in Japan die Geldmenge, und somit die Notenbankbilanz beständig aus. Daraus resultierende divergierende Geldmengenveränderungen und Renditeunterschiede zu den USA sollten den Yen eigentlich schwächen. Viel davon ist in den Wechselkursen bereits enthalten. Deshalb nehmen wir auch das Ausmaß der JPY Abwertung zum USD deutlich zurück.

Darüber hinaus ist der **politische Aspekt** nicht zu vernachlässigen. Ein **schwacher Yen** gehört implizit zum **Grundkonzept der japanischen Wirtschaftspolitik**. Zwar hat die Notenbank kein Währungsziel, über die Ausweitung der Geldmenge bewirkt sie aber genau diesen gewünschten Abwertungseffekt. Ein schwacher Yen begünstigt die Exportentwicklung und treibt die Inflation über höhere Importkosten an. Wir würden nicht ausschließen, dass die Notenbank, sollte der gewünschte

Reale Renditedifferenzen & USD/JPY



Quelle: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Abwertungseffekt ausbleiben, verbal versuchen wird, auf den JPY Wechselkurs einzuwirken.

Faktoren, die zuletzt gegen eine Abwertung gewirkt haben: Paradoxerweise wird der Yen in unruhigen Zeiten (z.B. China Risiken zu Jahresbeginn heftig diskutiert) als sicherer Hafen gesehen. Kapitalzuflüsse erhöhen im Endeffekt die Yen-Nachfrage und stärken somit die Währung. Zudem dürfte es aus bilanztechnischen Gründen vor Ende des Kalenderjahres (31. März) zu Kapitalrepatriierungen gekommen sein. Der Versicherungsarm der japanischen Post Bank plant laut einem Reuters Bericht hingegen die Erhöhung der risikoreicheren Asset Quote, (in – und ausländische Aktien, ausländische Anleihen, High Yield Bonds und Immobilienfonds (REITs)). Das entspräche einer Erhöhung von 6,4 % des risikoreicheren Anteils auf 10 % (Portfolio beträgt insgesamt ca. JPY 85 Bio.). Umschichtungen in ausländische Assets bedeuten für sich alleine genommen eine Yen Abschwächung.

Fassen wir alle Argumente zusammen, dürfte der **Wechselkurs bis Jahresmitte** eine **Seitwärtsbewegung** verzeichnen. **Bis Jahresende** dürfte sich noch ein, zum heutigen Niveau **leicht schwächerer, Yen** einstellen können. Voraussetzung dafür ist aber die von uns prognostizierte Fortsetzung der US-Zinstrendwende.

Zum EUR entspräche dies, unter den gegebenen EUR/USD Schätzungen einem EUR/JPY Kurs von knapp über 117 auf Jahressicht.

JPY: Langfristiger Ausblick

Eine eindeutige Aussage für die langfristige Wechselkursentwicklung lässt sich aus den widersprüchlichen Einflussfaktoren nicht ableiten.

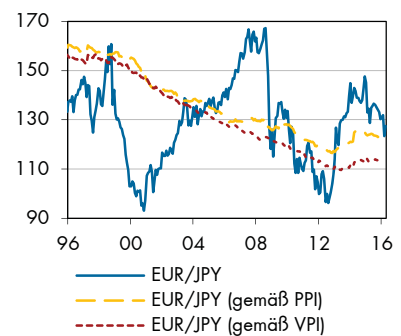
Ungünstige Fundamentaldaten

Im November 2014 hat die Ratingagentur Moodys das Länderrating Japans von AA3 auf A1 herabgestuft. Begründet wurde der Schritt mit bestehenden Zweifeln, dass Japan die mittelfristigen Budgetziele erreichen kann. Aufgrund des rekordverdächtigen Niveaus der japanischen Staatsverschuldung und die Schwierigkeiten, diese in einen tragbaren Zustand zu überführen, drohen weitere Ratingherabstufungen. Steigen die Zinsen als Konsequenz daraus (was unter dem gegebenen geldpolitischen Rahmenprogramm erschwert wird), stiege auch der Schuldendienst. Gleichzeitig verschlechtern sich Japans Außensalden. Die japanische Handelsbilanz hat noch im letzten Jahr aufgrund der hohen Energieimporte ein Minus ausgewiesen; die vor kurzem berichtete Verbesserung ist hauptsächlich dem gesunkenen Ölpreis geschuldet. Der Handelsbilanzüberschuss hat sich im letzten Jahr auf nur 0,3 % des BIP reduziert, der Leistungsbilanzüberschuss liegt für dieses Jahr wieder bei 3,3 %. Steigt der Ölpreis wären wieder höhere Importzahlungen notwendig; bei gleichzeitiger Verschlechterung der Exportsituation wäre der Überschuss in der Leistungsbilanz gefährdet. Zum Ausgleich wären höhere Kapitalimporte notwendig (die nur über eine höhere Zinsleistung erbracht werden könnten), oder der Außensaldo wird über eine abwertende Währung verbessert.

Fairer Wechselkurs impliziert Aufwertung

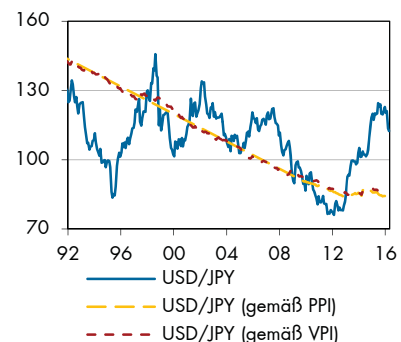
Ein wesentlicher Grund für die Abwertung bisher war die erwartete Steigerung der Inflationsrate. Nach dem Konzept der Kaufkraftparitätentheorie (PPP), wird der faire Wechselkurs einer Währung über die Inflationsdifferenzen berechnet. Aufgrund der langen Deflationsphase hat sich zu den USA bzw. Eurozone eine beträchtliche Inflationslücke aufgebaut. Demnach wäre der Yen derzeit unterbewertet, das heißt, dieser müsste zum USD längerfristig aufwerten. Steigende japanische Inflationsraten bzw. niedrige Inflationsraten in der Eurozone würden nach

JPY zum EUR lt. PPP* unterbewertet



* gemäß Inflationsdifferenz lt. Erzeugerpreisindex (1987 als Basisjahr)
Quelle: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen RESEARCH

JPY zum USD lt. PPP* unterbewertet



* gemäß Inflationsdifferenz lt. Erzeugerpreisindex (1987 als Basisjahr)
Quelle: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen RESEARCH

diesem Konzept - ceteris paribus - eine Verschiebung des Gleichgewichtswechselkurses nach oben (geringere Yen Aufwertung) bewirken.

Risikoszenarien

Die JPY-Wechselkursprognosen zum USD basieren auf unseren Annahmen zu den gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen der jeweiligen Länder (bei der USD/JPY Prognose sind dies z.B. volkswirtschaftliche Entwicklungen in den USA versus Japan, bzw. deren Zins- und Renditedifferenzen, welche in der Vergangenheit den Wechselkurs zu einem großen Teil erklären konnten). Treffen die Annahmen für die Rahmenbedingungen nicht zu oder kommt es zu schockartigen Ereignissen, die per se nicht prognostizierbar sind, kann der tatsächliche Verlauf der Wechselkursentwicklung von den Prognosen massiv abweichen.

So würde sich z.B. ein **gänzlich anderes JPY-Szenario** ergeben, **wenn Japan eine Trendumkehr in der Geldpolitik** (z.B: Ende des Asset Kaufprogramms) **vollzüge und/oder unsere Prognosen baldiger Zinserhöhungen in den USA nicht zuträfen**. **Der Yen würde als Konsequenz dann weiter aufwerten.**

Die EUR/JPY Schätzungen ergeben sich über die EUR/USD cross rates und unterliegen somit den Annahmen über den EUR/USD Wechselkurs.

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 eines Finanzinstruments, eines Finanzindexes oder einer Wertpapierdienstleistung wird durch Provisionen, Gebühren und andere Entgelte reduziert, die von den individuellen Umständen des Investors abhängen.
- Infolge von Währungsschwankungen kann das Veranlagungsergebnis eines Finanzinstruments sowie einer Finanz- oder Wertpapierdienstleistung 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.

Die von den in der Publikation angeführten von Analysten aus Tochterbanken oder der Raiffeisen Centrobank (abgekürzt bezeichnet als „RCB“) erstellten Informationen/Empfehlungen werden in dieser Publikation unter der Verantwortung der Raiffeisen Bank International AG (abgekürzt bezeichnet als „RBI“) unverändert weitergegeben.

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

Detaillierte Information zur Sensitivitätsanalyse (Verfahren zur Prüfung der Stabilität der in Zusammenhang mit Finanzanalysen unter Umständen getätigten Annahmen) sind unter folgendem Link zu finden: www.raiffeisenresearch.com/sensitivity_analysis

Die Verteilung aller Empfehlungen für das dem Erstellungsdatum der Publikation vorhergehende Kalenderquartal sowie die Verteilung der Empfehlungen, in deren Zusammenhang in den letzten 12 Monaten Investmentbanking-Dienstleistungen gem. § 48f (6) Z 6 BörseG erbracht wurden, sind verfügbar unter: www.raiffeisenresearch.com/distribution_of_recommendation

Disclaimer Finanzanalyse

Für die Erstellung dieser Publikation verantwortlich: Raiffeisen Bank International AG („RBI“)

Die RBI ist ein Kreditinstitut gemäß § 1 Bankwesengesetz (BWG) mit dem Firmensitz Am Stadtpark 9, 1030 Wien, Österreich.

Raiffeisen RESEARCH ist eine Organisationseinheit der RBI.

Zuständige Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, A-1090 Wien und Oesterreichische Nationalbank, Josefsplatz 1, 1015 Wien. Darüber hinaus unterliegt die RBI der behördlichen Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB), die diese innerhalb eines Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism – SSM) wahrnimmt, der aus der EZB und den nationalen zuständigen Behörden besteht (Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates – SSM-Verordnung). Verweise auf gesetzliche Normen beziehen sich auf solche der Republik Österreich, soweit nicht ausdrücklich anders angeführt.

Dieses Dokument dient zu Informationszwecken und darf nicht ohne Zustimmung der RBI vervielfältigt oder an andere Personen weiterverteilt werden. Dieses Dokument ist weder ein Angebot, noch eine Einladung zur Angebotsstellung, noch ein Prospekt im Sinne des KMG oder des Börsegesetzes oder eines vergleichbaren ausländischen Gesetzes. Eine Anlageentscheidung hinsichtlich eines Finanzinstruments, eines Finanzproduktes oder einer Veranlagung (alle nachfolgend „Produkt“) hat auf Grundlage eines genehmigten und veröffentlichten Prospektes oder der vollständigen Dokumentation des entsprechenden Produkts erfolgen und nicht auf Grundlage dieses Dokuments.

Dieses Dokument ist keine persönliche Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten im Sinne des Wertpapieraufwärtsgesetzes. Weder dieses Dokument noch seine Bestandteile bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder einer Verpflichtung irgendeiner Art. Dieses Dokument stellt keinen Ersatz für die erforderliche Beratung in Bezug auf den Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments, eines Finanzproduktes oder einer Veranlagung dar. Eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung in Bezug auf den Kauf oder Verkauf eines der genannten Produkte kann bei Ihrem Bankberater eingeholt werden.

Diese Analyse basiert auf grundsätzlich allgemein zugänglichen Informationen und nicht auf vertraulichen Informationen, die dem unmittelbaren Verfasser der Analyse ausschließlich aufgrund der Kundenbeziehung zu einer Person zugegangen sind.

Die RBI erachtet – außer anderweitig in dieser Publikation ausdrücklich offengelegt – sämtliche Informationen als zuverlässig, macht jedoch keine Zusicherungen betreffend deren Genauigkeit und Vollständigkeit.

In Schwellenmärkten kann ein erhöhtes Abrechnungs- und Depotstellenrisiko bestehen, als in Märkten mit einer etablierten Infrastruktur. Die Liquidität von Aktien/Finanzinstrumenten ist unter anderem von der Anzahl der Market Maker beeinflussbar. Beide Umstände können zu einem erhöhten Risiko hinsichtlich der Sicherheit einer unter Berücksichtigung der in diesem Dokument enthaltenen Informationen getätigten Investition führen.

Die Information dieser Publikation entspricht dem Stand zum Erstellungsdatum. Sie kann aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass die Publikation geändert wird.

Sofern nicht ausdrücklich anders offengelegt (<http://www.raiffeisenresearch.at/spezialverguetung>) werden die von der RBI beschäftigten Analysten 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 und diesen Bericht erstellenden Personen den Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten jeglicher Unternehmen, die von den Analysten abgedeckt werden, sofern der Erwerb nicht von der Compliance-Abteilung der RBI vorab genehmigt wurde.

Die RBI hat folgende organisatorische oder verwaltungstechnische Vereinbarungen – einschließlich Informationsschranken – zur Verhinderung oder Vermeidung von Interessenkonflikten im Zusammenhang mit Empfehlungen getroffen: Die RBI hat grundsätzlich verbindliche Vertraulichkeitsbereiche definiert. Diese sind typischerweise solche Einheiten von Kreditinstituten, die von anderen Einheiten durch organisatorische Maßnahmen hinsichtlich des Informationsaustausches abzugrenzen sind, weil dort ständig oder vorübergehend compliance-relevante Informationen anfallen können. Compliance-relevante Informationen dürfen einen Vertraulichkeitsbereich grundsätzlich nicht verlassen und sind im internen Geschäftsverkehr auch gegenüber anderen Einheiten streng vertraulich zu behandeln. Das gilt nicht für die im üblichen Geschäftsablauf betriebsnotwendige Weitergabe von Informationen. Diese beschränkt sich jedoch auf das unbedingt Erforderliche (Need-to-know-Prinzip). Werden compliance-relevante Informationen zwischen zwei Vertraulichkeitsbereichen ausgetauscht, darf das nur unter Einschaltung des Compliance Officers erfolgen.

SONDERREGELN FÜR DAS VEREINIGTE KÖNIGREICH GROSSBRITANNIEN UND NORDIRLAND (UK): Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot im Sinne des Kapitalmarktgesetzes („KMG“) dar, noch einen 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 Wertpapieraufwärtsgesetzes. 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. Diese Publikation wurde von der Raiffeisen Bank International AG („RBI“) zur Förderung ihres Anlagegeschäftes 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 FCA sind auf Anfrage erhältlich. Diese Veröffentlichung ist nicht für Investoren gedacht, die im Sinne der FCA-Regeln Endkunden sind, und darf 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 auszulegen. Die RBI könnte eine Own Account Transaction (Transaktion in eigener Sache) im Sinne der FCA-Regeln in jede hierin erwähnte oder damit verbundene Anlage getätigt haben und als Folge einen Anteil oder eine Beteiligung an besagter Anlage halten. Die RBI könnte als Manager oder Co-Manager eines öffentlichen Angebots jedes in diesem Bericht erwähnten und/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 (abgekürzt „RBIM“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer 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 (abgekürzt „RBIM“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer übermittelt, wurde jedoch von unserem nicht-US-amerikanischen Verbundunternehmen Raiffeisen Bank International AG (RBI) erstellt. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, der Gegenstand dieses Berichts sind, muss bei der RBIM platziert werden. Die RBIM ist unter folgender Adresse erreichbar: 1133, Avenue of the Americas, 16th floor, New York, NY 10036, Telefon +1 (212) 600-2588. Dieses Dokument wurde außerhalb der Vereinigten Staaten von einem oder mehreren Analysten erstellt, für die möglicherweise Vorschriften hinsichtlich der Erstellung von Berichten und der Unabhängigkeit von Forschungsanalysten nicht gelten, die mit jenen vergleichbar sind, die in den Vereinigten Staaten in Kraft sind. Der/die Analyst/en, der/die dieses Dokument erstellte/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 Berichts. Jene Wertpapiere, die nicht in den Vereinigten Staaten registriert sind, dürfen weder innerhalb der Vereinigten Staaten noch einer US-amerikanischen Person direkt oder indirekt angeboten oder verkauft werden (im Sinne der Regulation S des Securities Act of 1933 (abgekürzt „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. 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 Prospektpflicht gemäß den im jeweiligen Territorium bzw. der jeweiligen Provinz geltenden wertpapierrechtlichen Bestimmungen berechtigt sind, Abschlüsse in Zusammenhang mit den hierin beschriebenen Wertpapieren zu tätigen.

EU-VERORDNUNG NR. 833/2014 ÜBER RESTRIKTIVE MASSNAHMEN ANGESICHTS DER HANDLUNGEN RUSSLANDS, DIE DIE LAGE IN DER UKRAINE DESTABILISIEREN

Bitte beachten Sie, dass sich die Analysen und Empfehlungen nur auf Finanzinstrumente beziehen, die nicht von Sanktionen gemäß EU-Verordnung Nr. 833/2014 über restriktive Maßnahmen angesichts der Handlungen Russlands, die die Lage in der Ukraine destabilisieren, in der geltenden Fassung betroffen sind. Das sind Finanzinstrumente, die vor dem 1. August 2014 begeben wurden.

Wir machen Sie darauf aufmerksam, dass der Erwerb von Finanzinstrumenten mit einer Laufzeit von über 30 Tagen, die nach dem 31. Juli 2014 begeben wurden, gemäß EU-Verordnung Nr. 833/2014 über restriktive Maßnahmen angesichts der Handlungen Russlands, die die Lage in der Ukraine destabilisieren, in der geltenden Fassung verboten ist. Zu solchen verbotenen Finanzinstrumenten wird nicht Stellung genommen.

HINWEIS FÜR DAS FÜRSTENTUM LIECHTENSTEIN: Die RICHTLINIE 2003/125/EG DER KOMMISSION vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten wurde im Fürstentum Liechtenstein durch die Finanzanalyse-Marktmisbrauchs-Verordnung in nationales Recht umgesetzt.

Sollte sich eine Bestimmung dieses Disclaimers unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar herausstellen, ist diese, 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.

Impressum

Informationen gemäß § 5 E-Commerce Gesetz

Raiffeisen Bank International AG

Firmensitz: Am Stadtpark 9, 1030 Wien

Postanschrift: 1010 Wien; Postfach 50

Telefon: +43-1-71707-0 Fax: + 43-1-71707- 1848

Firmenbuchnummer: FN 122119m beim Handelsgericht Wien

Umsatzsteuer-Identifikationsnummer: UID ATU 57531200

Österreichisches Datenverarbeitungsregister: Datenverarbeitungsregisternummer (DVR): 4002771

S.W.I.F.T.-Code: RZBA AT WW

Aufsichtsbehörden: Als ein Kreditinstitut gemäß § 1 Bankwesengesetz (BWG) unterliegt die Raiffeisen Bank International AG (RBI) der Aufsicht der Finanzmarktaufsicht (FMA) und der Oesterreichischen Nationalbank. Darüber hinaus unterliegt die RBI der behördlichen Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB), die diese innerhalb eines Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism – SSM) wahrnimmt, der aus der EZB und den nationalen zuständigen Behörden besteht (Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates – SSM-Verordnung). Verweise auf gesetzliche Normen beziehen sich auf solche der Republik Österreich, soweit nicht ausdrücklich anders angeführt.

Mitgliedschaft: Die Raiffeisen Bank International AG ist Mitglied der Wirtschaftskammer Österreich, Bundessparte Bank und Versicherung, Fachverband der Raiffeisenbanken

Angaben nach dem österreichischen Mediengesetz

Herausgeber und Redaktion dieser Publikation

Raiffeisen Bank International AG, Am Stadtpark 9, A-1030 Wien

Medieninhaber dieser Publikation

Raiffeisen RESEARCH – Verein zur Verbreitung von volkswirtschaftlichen Analysen und Finanzmarktanalysen
Am Stadtpark 9, A-1030 Wien

Vorstand von Raiffeisen RESEARCH – Verein zur Verbreitung von volkswirtschaftlichen Analysen und Finanzmarktanalysen: Mag. Peter Brezinschek (Obmann), Mag. Helge Rechberger (Obmann-Stv.)

Raiffeisen RESEARCH – Verein zur Verbreitung von volkswirtschaftlichen Analysen und Finanzmarktanalysen ist als behördlich registrierter Verein konstituiert. Zweck und Tätigkeit des Vereins ist unter anderem die Verbreitung von Analysen, Daten, Prognosen und Berichten und ähnlichen Publikationen bezogen auf die österreichische und internationale Volkswirtschaft und den Finanzmarkt.

Grundlegende inhaltliche Richtung dieser Publikation

- Analyse zu Volkswirtschaft, Zinsen und Währungen, Staatsanleihen und Unternehmensanleihen, Aktien sowie Rohstoffen mit den regionalen Schwerpunkten Eurozone sowie Zentral- und Osteuropa unter Berücksichtigung der globalen Märkte.
- Die Analyse erfolgt unter Einsatz der unterschiedlichen Analyse-Ansätze: Fundamentaler Analyse, quantitativer Analyse und/oder technischer Analyse.

Hersteller dieser Publikation

Raiffeisen Bank International AG, Am Stadtpark 9, A-1030 Wien

Editor: Gottfried Steindl, CIIA, RBI Wien

Ansprechpartner

Global Head of Research:

Peter Brezinschek (DW 1517)

Research Sales:

Werner Weingraber (DW 5975)

Top-Down CEE Banking Sector:

Gunter Deuber (DW 5707), Elena Romanova (DW 1378)

Volkswirtschaft, Zinsen, Währungen:

Valentin Hofstätter (Leitung, DW 1685), Jörg Angelé (DW 1687), Gunter Deuber (DW 5707), Wolfgang Ernst (DW 1500), Stephan Imre (DW 6757), Lydia Kranner (DW 1609), Patrick Krizan (DW 5644), Matthias Reith (DW 6741), Andreas Schwabe (DW 1389), Gintaras Shlizhyus (DW 1343), Gottfried Steindl (DW 1523), Martin Stelzeneder (DW 1614)

Credit/Corporate Bonds:

Christoph Klaper (Leitung, DW 1652), Jörg Bayer (DW 1909), Eva-Maria Grosse (DW 5848), Michael Heller (DW 2453), Martin Kutny (DW 2013), Jürgen Walter (DW 5932)

Aktienmarktanalyse:

Helge Rechberger (Leitung, DW 1533), Aaron Alber (DW 1513), Connie Gaisbauer (DW 2178), Christian Hinterwallner (DW 1633), Hannes Loacker (DW 1885), Johannes Mattner (DW 1463), Christine Nowak (DW 1625), Leopold Salcher (DW 2176), Andreas Schiller (DW 1358), Christoph Vahs (DW 5889)

Quant Research/Emerging Markets:

Veronika Lammer (Leitung, DW 3741), Florian Acker (DW 2108), Björn Chyba (DW 8161), Judith Galter (DW 1320), Thomas Keil (DW 8886), Andreas Mannsparth (DW 8133), Nina Neubauer-Kukić (DW 1635), Stefan Theußl (DW 1593)

Technische Analyse

Stefan Memmer (DW 1421), Robert Schittler (DW 1537)

Publikationen, Layout

Birgit Bachhofner (DW 3518), Kathrin Korinek (DW 1518)