

Strategie Österreich & CEE

2. Quartal 2012

Wendepunkt im Konjunkturzyklus

- Ausblick durch Revision der Eurozone verbessert
- Begrenztes Aufwertungspotenzial für Währungen
- Kaufempfehlung für Aktien
- Übergewichtung risikobehafteter Anlagen



**Raiffeisen
RESEARCH**

Strategie Österreich & CEE

Thema: Wendepunkt im Konjunkturzyklus	3
Prognosen CEE inkl. Österreich	4
Anlagestrategie CEE inkl. Österreich	6
Spezialthema: CEE-Wachstum – woher wird es kommen?	10
Österreich	12
CE:	
Polen	14
Ungarn	16
Tschechien	18
Slowakei	20
Slowenien	21
SEE:	
Kroatien	22
Rumänien	24
Bulgarien	26
Serbien	27
Bosnien und Herzegowina	28
Albanien	29
CIS:	
Russland	30
Ukraine	32
Belarus	34
Türkei	36
Sovereign Eurobonds	38
Corporate Eurobonds	40
Aktienmärkte	42
Sektoren	48
Aktien - Top-Empfehlungen	54
Aktien - Einzelwertübersicht	59
Indexgewichtung im Vergleich	63
Technische Analyse	64
Quantitative Analyse	66
Impressum & Abkürzungen	67

Erklärung:

e ... Schätzung

f ... Prognose

p ... vorläufige Ergebnisse

Eurozone (EWU) ... Belgien, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien, Spanien, Zypern

CE ... Mitteleuropäische Länder - Polen, Ungarn, Tschechien, Slowakei, Slowenien

SEE ... Südosteuropäische Länder - Albanien, Bosnien und Herzegowina, Bulgarien, Kroatien, Rumänien, Serbien

CIS ... Europäische GLUS (Gemeinschaft unabhängiger Staaten) Länder - Russland, Ukraine, Belarus

CEE ... CE + SEE + CIS

Wendepunkt im Konjunkturzyklus

Lange Zeit hat die Staatsschuldenkrise in Europa heftige Spuren hinterlassen. Bis Jahresende 2011 sind die Vorlaufindikatoren der meisten EU-Länder im Sinkflug gewesen und haben Rezession signalisiert. Seit den Wintermonaten hat sich die Einstellung der Unternehmer auch in CEE und Österreich zu bessern begonnen. Insbesondere die Aufhellung der Konjunkturaussichten in Deutschland, welches mit Abstand die wichtigste Exportdestination vieler CEE-Länder ist, hat auch uns veranlasst, die BIP-Prognosen insbesondere für die Region Mitteleuropa (CE) moderat anzuheben. Abgeleitet von positiven Wachstumseffekten ab dem zweiten Quartal ist daher für die meisten Länder die Schrumpfung der Wertschöpfung auf Gesamtjahresbasis 2012 einer Stagnation oder leichtem Plus gewichen. Bei Österreich haben wir mit plus 0,3 Prozent eine Aufwärtsentwicklung ab dem Frühjahr unterstellt. Die starke Bewegung bei den Ölpreisen hat uns auch veranlasst, unsere Russland-Prognose 2012 zu erhöhen.

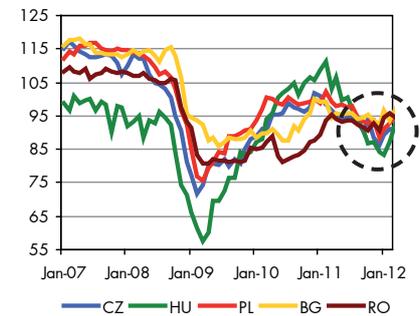
Am schwierigsten ist die Lage 2012 weiterhin in Südosteuropa. Dort sind die strukturellen Schwächen noch nicht so konsequent ausgemerzt und der negative Einfluss der Rezession in den Südländern der Eurozone eher spürbar. Quer über die SEE-Region ist daher eine Stagnation des BIP 2012 wahrscheinlich. Handlungsbedarf ist auch bei den Budgetdefiziten. Insbesondere Ungarn steht hier von der EU-Kommission im Rampenlicht. Die Verweigerung von EUR 500 Mio. Fördergelder ist eine klare Botschaft, auf strukturelle Budgetsanierung zu achten. Aber auch der polnische Budget-Anpassungspfad (angesichts hoher Wachstumsraten) sollte ambitionierter ausfallen.

Die höheren Nahrungsmittel und vor allem Energiepreise haben in den ersten Monaten 2012 zu höher als erwarteter Teuerung in der CEE-Region geführt. Daher sind auch Zinssenkungen (Polen, Tschechien) ausgeblieben oder in die zweite Jahreshälfte 2012 verschoben worden. Bei Beruhigung der Lage könnten wir uns in Ungarn, Rumänien und Russland bis Herbst Zinssenkungen vorstellen. Die Liquiditätsflutung der Europäischen Zentralbank (EZB) hat aber auch ihre Auswirkungen in CEE entfaltet. So konnten sich durch die abnehmende Risikoaversion insbesondere der polnische Zloty, der ungarische Forint, die tschechische Krone und auch der russischen Rubel stark befestigen. Parallel dazu sind die Renditen in den wichtigsten Anleihenmärkten moderat gefallen und CEE-Länder konnten erfolgreich Eurobonds platzieren. Im zweiten Quartal sehen wir großteils eine Stabilisierung von FX und Renditen auf aktuellem Niveau. Der klar positive Renditevorsprung rechtfertigt daher selektive Käufe bei Lokalwährungsanleihen. Lange Zeit haben die CEE-Aktienmärkte inklusive Österreich auf positive Signale gehofft. Im Zuge der EZB-Liquiditätsschöpfung hat sich das freundliche Börsenklima von Kerneuropa auch auf die CEE-Börsen übertragen. Das Bild bleibt aber differenziert. Paradoxerweise haben die mit großen Problemen konfrontierten Länder Rumänien und Ungarn klar zweistellige Kurszuwächse (neben Österreich), während die fundamental stärkeren Länder, wie Polen, Tschechien und Russland etwas unter diesen Vorgaben blieben. Wir sehen quer über die CEE-Region auch im zweiten Quartal durchschnittliche Kurssteigerungen von 6-11 Prozent und haben weiterhin auf alle Börsenplätze eine generelle Kaufempfehlung auf 3-6 Monate.

Bei Österreich haben wir ebenfalls die ATX-Kursziele angehoben. Die sich verschärfende Diskussion um die Einführung einer abgewandelten Finanztransaktionssteuer in Form einer Börsenumsatzsteuer könnte aber dem Wiener Finanzplatz ernsthafte Probleme bereiten. Die Politik sollte sich ihrer Verantwortung für einen funktionierenden Kapitalmarkt bewusst werden.

Peter Brezinschek

Economic sentiment-Indikator



Langfr. Durchschnitt =100; deckt Industrie, Dienstleistung, Einzelhandel und Konsum ab; letzte Daten vom März 2012

Quelle: IWF, Raiffeisen RESEARCH

Empfehlungen* - Aktienmärkte

Indizes	
Kauf	MICEX, PX, WIG 20, SASX-10, CROBEX10, BUX, BET, BELEX15, ATX
Sektoren	
Übergewichten	Finanz, Grundstoffe
Untergewichten	Telekommunikation, Versorger
Aktien	
Kauf	Immofinanz EUR 2,74**/ Kursziel: EUR 3,30 AMAG EUR 18,90**/ Kursziel: EUR 23,00 Bogdanka PLN 128,0**/ Kursziel: PLN 170,0 Cyfrowy Polsat PLN 10,10**/ Kursziel: PLN 16,20 MTS USD 18,20**/ Kursziel: USD 20,40

Empfehlungen* - Anleihenmärkte

LW Anleihen	
Kauf	HUF 10-j. Anleihen, TRY 2-j. Anleihen
Eurobonds	
Kauf	Rumänien USD, Serbien USD
Corporate Bonds	BOSPW 6 % 2016, GAZPRU 9,25 % 2019

* Horizont: Ende 2. Quartal 2012

** Der angegebene Kurs entspricht dem zuletzt verfügbaren Kurs um 06:30 CET am 28. März 2012.

Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Reales BIP (% p.a.)

Länder	2010	2011	2012e	2013f
Polen	3,9	4,3	2,8	3,7
Ungarn	1,3	1,7	-0,5	1,5
Tschechien	2,7	1,7	-0,2	1,4
Slowakei	4,0	3,3	0,8	2,5
Slowenien	1,4	-0,2	0,0	1,5
CE	3,2	3,1	1,4	2,7
Kroatien	-1,2	0,2	-1,0	1,0
Bulgarien	0,4	1,7	1,0	2,5
Rumänien	-1,6	2,5	0,5	2,5
Serbien	1,0	2,0	0,0	1,0
Bosnien u. H.	0,7	1,9	0,0	2,0
Albanien	3,9	2,0	2,5	3,5
SEE	-0,7	1,9	0,3	2,1
Russland	4,3	4,3	3,7	4,0
Ukraine	4,2	5,2	3,5	4,0
Belarus	7,6	5,3	3,0	3,0
CIS	4,4	4,4	3,7	4,0
CEE	3,5	3,7	2,6	3,4
Türkei	9,0	8,2	3,0	4,0
Österreich	2,3	3,1	0,3	1,3
Eurozone	1,8	1,5	-0,5	1,1
USA	3,0	1,7	2,0	1,0

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Leistungsbilanz (% des BIP)

Länder	2010	2011	2012e	2013f
Polen	-4,1	-3,9	-3,8	-3,1
Ungarn	1,1	1,6	1,8	1,0
Tschechien	-3,9	-2,9	-2,2	-2,3
Slowakei	-2,5	0,2	1,4	2,0
Slowenien	-0,8	-0,5	-0,6	-1,1
CE	-3,0	-2,4	-2,1	-1,8
Kroatien	-1,2	0,3	0,3	0,9
Bulgarien	-1,3	1,9	1,6	0,9
Rumänien	-4,4	-4,2	-4,0	-4,2
Serbien	-7,4	-8,9	-7,4	-7,3
Bosnien u. H.	-5,3	-8,1	-6,6	-8,1
Albanien	-10,3	-11,5	-10,6	-9,6
SEE	-4,0	-3,6	-3,3	-3,4
Russland	6,1	5,5	2,8	0,9
Ukraine	-2,2	-5,5	-4,1	-4,1
Belarus	-15,1	-9,7	-12,9	-13,8
CIS	4,7	4,2	1,9	0,2
CEE	1,3	1,4	0,2	-0,7
Türkei	-6,6	-10,2	-8,4	-7,7
Österreich	3,0	2,7	2,6	2,6
Eurozone	-0,5	-0,3	-0,2	-0,4
USA	-3,2	-3,1	-2,9	-2,8

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Bruttoauslandsverschuld. (% des BIP)

Länder	2010	2011	2012e	2013f
Polen	66,4	70,1	58,9	60,3
Ungarn	139,4	132,9	133,9	125,1
Tschechien	47,9	48,9	47,4	47,9
Slowakei	74,5	79,0	81,3	86,0
Slowenien	114,9	116,3	116,7	115,8
CE	75,8	77,4	71,3	71,2
Kroatien	101,2	99,1	103,6	100,7
Bulgarien	102,7	92,7	88,0	79,7
Rumänien	74,5	72,2	72,5	71,0
Serbien	84,5	74,5	75,7	70,3
Bosnien u. H.	58,3	58,9	61,0	60,6
Albanien	23,5	24,0	25,4	25,1
SEE	81,7	77,5	77,9	74,8
Russland	32,8	29,1	28,0	27,9
Ukraine	84,9	82,2	70,4	72,9
Belarus	51,3	61,5	75,7	89,3
CIS	37,2	34,3	32,6	32,8
CEE	54,5	51,7	48,0	47,8
Türkei	39,7	46,0	42,5	41,0
Österreich	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Eurozone	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
USA	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Privater Konsum (% p.a.)

Länder	2010	2011	2012e	2013f
Polen	3,2	3,4	2,3	3,0
Ungarn	-2,3	0,0	0,0	0,5
Tschechien	0,6	-0,5	-1,0	0,8
Slowakei	-0,8	-0,4	0,0	1,2
Slowenien	-0,6	-0,2	0,0	1,0
CE	1,3	1,6	1,0	1,9
Kroatien	-0,9	0,2	-0,8	1,0
Bulgarien	0,6	-0,2	0,2	3,5
Rumänien	-0,4	1,4	0,6	2,0
Serbien	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Bosnien u. H.	-1,3	2,5	-0,5	2,5
Albanien	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
SEE	-0,3	0,8	0,2	1,8
Russland	5,1	6,4	5,5	6,0
Ukraine	6,7	12,2	7,0	4,9
Belarus	10,2	n.v.	n.v.	n.v.
CIS	5,4	6,7	5,5	5,7
CEE	3,6	4,5	3,6	4,2
Türkei	6,7	7,7	3,7	4,0
Österreich	2,2	0,6	0,9	1,3
Eurozone	0,8	0,2	-0,3	0,8
USA	2,0	2,2	1,8	1,2

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)

Länder	2010	2011	2012e	2013f
Polen	-7,9	-5,4	-4,9	-3,4
Ungarn	-4,2	0,0	-3,4	-3,4
Tschechien	-4,8	-4,4	-3,7	-3,4
Slowakei	-7,9	-5,0	-4,6	-2,8
Slowenien	-5,8	-6,5	-4,5	-4,0
CE	-6,6	-4,5	-4,4	-3,4
Kroatien	-4,9	-5,5	-4,3	-3,5
Bulgarien	-4,0	-2,1	-2,2	-1,8
Rumänien	-6,8	-4,6	-3,0	-3,0
Serbien	-4,8	-4,5	-5,2	-4,6
Bosnien u. H.	-2,2	-3,0	-3,0	-2,0
Albanien	-5,7	-3,5	-4,0	-4,0
SEE	-5,6	-4,3	-3,4	-3,1
Russland	-4,1	0,8	-1,3	-1,0
Ukraine	-7,5	-4,3	-3,0	-2,0
Belarus	-2,6	2,4	-0,5	-1,0
CIS	-4,3	0,4	-1,4	-1,1
CEE	-5,1	-1,5	-2,5	-2,0
Türkei	-3,7	-1,5	-3,0	-2,5
Österreich	-4,5	-2,6	-3,1	-2,2
Eurozone	-6,2	-4,1	-3,4	-3,0
USA	-8,9	-8,7	-7,6	-3,8

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wechselkurs EUR/LW (Durchschn.)

Länder	2010	2011	2012e	2013f
Polen	3,99	4,11	4,14	3,94
Ungarn	275,5	279,3	290,5	285,0
Tschechien	25,3	24,6	24,5	23,5
Slowakei	Euro	Euro	Euro	Euro
Slowenien	Euro	Euro	Euro	Euro
Kroatien	7,29	7,43	7,56	7,55
Bulgarien	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumänien	4,21	4,24	4,34	4,24
Serbien	103,0	102,0	109,0	106,9
Bosnien u. H.	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanien	137,8	140,3	140,2	138,5
Russland	40,3	40,9	39,7	41,2
Ukraine	10,54	10,92	10,89	11,57
Belarus	3950	6300	11700	15200

Länder	2010	2011	2012e	2013f
Türkei	2,00	2,30	2,36	2,28
Österreich	Euro	Euro	Euro	Euro
USA	1,33	1,37	1,33	1,30

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Verbraucherpreise (% p.a.)*

Länder	2010	2011	2012e	2013f
Polen	2,6	4,3	3,9	2,5
Ungarn	4,9	3,9	5,5	3,5
Tschechien	1,5	1,9	3,0	2,2
Slowakei	1,0	3,9	3,0	2,5
Slowenien	1,8	1,8	2,2	2,0
CE	2,5	3,6	3,8	2,5
Kroatien	1,1	2,3	2,5	3,0
Bulgarien	2,4	4,2	2,7	3,1
Rumänien	6,1	5,8	3,0	3,6
Serbien	6,5	11,0	6,5	6,0
Bosnien u. H.	2,1	3,7	2,2	2,0
Albanien	4,0	3,5	3,0	3,5
SEE	4,5	5,4	3,2	3,6
Russland	6,9	8,5	6,0	6,9
Ukraine	9,4	8,0	4,2	8,5
Belarus	7,7	53,2	60,0	23,0
CIS	7,1	9,7	7,4	7,5
CEE	5,5	7,4	5,9	5,6
Türkei	8,6	6,5	9,5	6,5
Österreich	1,7	3,6	2,3	2,0
Eurozone	1,6	2,7	2,2	1,8
USA	1,6	3,2	2,1	1,5

* Durchschnitt

Quelle: wiivw, Raiffeisen RESEARCH

Öffentl. Verschuldung (% des BIP)

Länder	2010	2011	2012e	2013f
Polen	53,4	55,9	54,2	51,9
Ungarn	81,3	82,7	80,7	79,9
Tschechien	37,6	41,1	43,6	45,2
Slowakei	41,0	44,4	48,2	48,8
Slowenien	38,8	47,5	50,0	51,0
CE	52,0	55,0	54,8	54,0
Kroatien	41,2	45,1	52,2	53,7
Bulgarien	16,7	17,0	19,9	19,1
Rumänien	30,5	33,4	34,3	35,0
Serbien	43,2	45,8	48,0	45,0
Bosnien u. H.	38,4	37,4	39,7	40,1
Albanien	59,5	59,6	59,6	59,4
SEE	33,3	35,6	38,0	38,2
Russland	9,4	10,2	12,0	13,0
Ukraine	40,0	36,0	36,0	37,0
Belarus	23,5	52,5	50,5	57,0
CIS	12,2	13,5	15,0	16,2
CEE	26,2	28,1	29,2	29,7
Türkei	42,2	39,1	36,2	35,0
Österreich	71,9	72,2	74,8	75,2
Eurozone	85,4	88,0	90,4	90,9
USA	93,1	98,7	103,7	106,2

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+	A2	A
Kroatien	BBB-	Baa3	BBB-
Bulgarien	BBB	Baa2	BBB-
Rumänien	BB+	Baa3	BBB-
Serbien	BB	k.R.	BB-
Bosnien u. H.	B	B2	k.R.
Albanien	B+	B1	k.R.
Russland	BBB	Baa1	BBB
Ukraine	B+	B2	B
Belarus	B-	B3	k.R.
Türkei	BB	Ba2	BB+
Österreich	AA+	Aaa	AAA
USA	AA+	Aaa	AAA

* für langfristige Fremdwährungsverbindlichkeiten
k.R. = kein Rating

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Wechselkursprognosen

Länder	28. Mär.*	Jun.12	Sep.12	Mär.13
vs EUR				
Polen	4,15	4,20	4,15	4,00
Ungarn	292,2	290,0	285,0	285,0
Tschechien	24,7	24,7	24,4	23,6
Kroatien	7,51	7,52	7,57	7,55
Rumänien	4,37	4,35	4,30	4,25
Serbien	111,2	110,0	108,0	107,0
Albanien	140,4	140,5	141,0	139,5

Länder	28. Mär.*	Jun.12	Sep.12	Mär.13
vs USD				
Russland	29,1	29,6	29,7	30,8
Ukraine	8,03	8,00	8,00	8,80
Belarus	8080	8500	9250	11075
Türkei	1,78	1,75	1,80	1,70

EUR/USD	1,33	1,32	1,35	1,35
---------	------	------	------	------

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

2-j. Anleihenrenditeprognosen

Länder	28. Mär.*	Jun.12	Sep.12	Mär.13
Polen	4,56	4,80	4,75	4,30
Ungarn	8,01	7,68	7,38	7,00
Tschechien	1,52	1,30	1,40	1,70
Kroatien	6,08	5,18	5,18	5,08
Rumänien	5,09	5,55	5,50	5,45
Russland	6,79	6,50	6,30	6,90
Türkei	9,47	9,00	9,50	8,50
Österreich	0,76	0,70	0,65	0,90
Eurozone	0,22	0,40	0,40	0,70
USA	0,33	0,20	0,40	0,60

* 17:00 (MEZ)

Staatsanleihen in lokaler Währung

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Leitzinssatzprognosen

Länder	28. Mär.*	Jun.12	Sep.12	Mär.13
Polen	4,50	4,50	4,50	4,00
Ungarn	7,00	7,00	6,75	6,50
Tschechien	0,75	0,75	0,75	0,75
Rumänien	5,25	5,00	5,00	5,00
Russland	8,00	7,75	7,50	7,75
Türkei	5,75	5,75	5,75	6,25

Eurozone	1,00	1,00	1,00	1,00
USA	0,25	0,25	0,25	0,25

17:00 (MEZ)

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

5-j. Anleihenrenditeprognosen

Länder	28. Mär.*	Jun.12	Sep.12	Mär.13
Polen	4,93	4,90	4,92	4,60
Ungarn	8,64	7,88	7,53	7,15
Tschechien	2,38	2,20	2,10	2,40
Kroatien	6,29	6,48	6,68	6,68
Rumänien	6,15	6,20	6,10	6,00
Russland	7,47	7,50	7,40	7,80
Türkei	9,51	9,04	9,54	9,54
Österreich	1,76	1,80	1,60	1,95
Eurozone	0,84	1,10	1,10	1,60
USA	1,02	0,90	1,20	1,30

* 17:00 (MEZ)

Staatsanleihen in lokaler Währung

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

3M Geldmarktzinssatz-Prognosen

Länder	28. Mär.*	Jun.12	Sep.12	Mär.13
Polen	4,75	4,75	4,70	4,25
Ungarn	7,26	7,10	6,85	6,60
Tschechien	0,85	0,80	0,80	0,80
Kroatien	3,38	4,70	4,50	4,50
Rumänien	4,12	4,30	4,30	4,30
Russland	6,73	6,60	6,30	6,60
Türkei	10,05	9,50	10,00	8,00

Eurozone	0,79	0,70	0,70	0,80
USA	0,47	0,40	0,30	0,30

17:00 (MEZ)

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

10-j. Anleihenrenditeprognosen

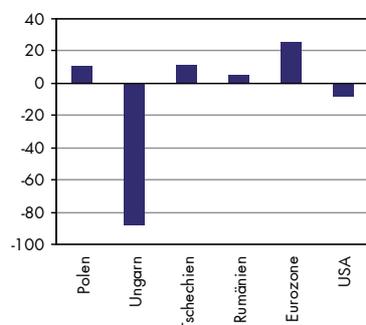
Länder	28. Mär.*	Jun.12	Sep.12	Mär.13
Polen	5,54	5,65	5,60	5,50
Ungarn	8,78	7,90	7,50	7,30
Tschechien	3,39	3,50	3,40	3,60
Kroatien	6,96	6,78	6,78	6,78
Rumänien	6,35	6,40	6,30	6,10
Russland	7,86	7,90	7,80	8,20
Türkei	9,67	9,70	10,20	9,20
Österreich	2,86	2,80	2,70	3,00
Eurozone	1,84	2,10	2,10	2,50
USA	2,18	2,10	2,50	2,60

* 17:00 (MEZ)

Staatsanleihen in lokaler Währung

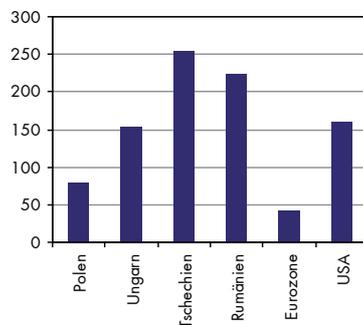
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Erwartete Renditeänderung



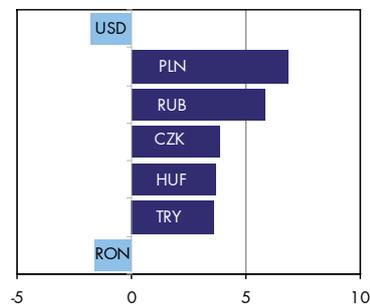
BP-Änderung der Rendite der Staatsanleihe in 3 Monaten
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Renditestruktur



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

Wechselkursveränderung*



* 28. Mär. 2011 verglichen zu 21. Dez. 2011
Lokale Währung vs. EUR
Quelle: Bloomberg

Aktienmarktkennzahlen

	Gewinnwachstum		KGV	
	2011e	2012f	2011e	2012f
ATX	0,9%	14,4%	12,5	10,9
WIG 20	27,2%	-11,3%	9,0	10,1
BUX	9,9%	-6,3%	8,4	8,9
PX ¹	-27,3%	30,1%	15,7	12,1
MICEX ²	38,0%	-1,3%	5,7	5,8
BET ³	39,2%	-10,1%	7,3	8,1
CROBEX10	5,1%	-5,7%	9,9	10,4
BELEX 15 ⁴	10,5%	9,5%	5,1	4,6
SASX-10	-38,0%	41,1%	26,1	18,5

¹ Tschechien (PX): exkl. Erste Group und Vienna Insurance Group; ² Russland (MICEX): exkl. Inter RAO, Sberbank Vz. und Surgutneftegaz Vz.; ³ Rumänien (BET): exkl. SSIF Broker; ⁴ Serbien (BELEX15): exkl. Alfa Plam, Aerodrom, Imlek, Jubmes Banka und Veterinarski
Quelle: Thomson Reuters, IBES, Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Aktienindexprognosen

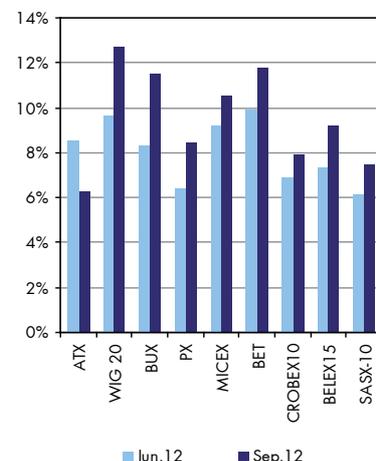
	Index-Schätzungen			
	28. Mär.*	Jun.12	Sep.12	Mär.13
ATX	2.165	2.350	2.300	2.450
WIG 20	2.307	2.530	2.600	2.750
BUX	18.653	20.200	20.800	22.000
PX	987	1.050	1.070	1.140
MICEX	1.520	1.660	1.680	1.800
BET	5.278	5.800	5.900	6.300
CROBEX10	982	1.050	1.060	1.140
BELEX15	531	570	580	630
SASX-10	763	810	820	880

* 23:59 (MEZ)

In lokaler Währung

Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Erwartete Aktienindexperformance



Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Underperformance zu Jahresbeginn

Summe voriges Quartal*

RBI-Portfolio (in EUR)	11,10%
Benchmark (in EUR)	11,27%
RBI-Outperformance (in EUR)	-0,16%
davon: Gewichtung Aktien vs. Anleihen	-0,15%
Regionale Aktiengewichtung	-0,05%
Gew. EB vs. LW-Anleihen	0,00%
Ländergew. bei LW-Anleihen	0,03%
Ländergew. bei EB EUR	0,00%
Ländergew. bei EB USD	0,00%
Gemeinsame Effekte/Duration	0,01%

* 30.12.2011 - 28.03.2012
 EB...Eurobonds LW...Lokalwährung
 Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Periode 1: 30.12.11 – 24.01.12

RBI-Portfolio (in EUR)	6,24%
Benchmark (in EUR)	6,43%
RBI-Outperformance (in EUR)	-0,19%
davon: Gewichtung Aktien vs. Anleihen	-0,14%
Regionale Aktiengewichtung	-0,08%
Gew. EB vs. LW-Anleihen	0,00%
Ländergew. bei LW-Anleihen	0,02%
Ländergew. bei EB EUR	0,00%
Ländergew. bei EB USD	0,00%
Gemeinsame Effekte/Duration	0,01%

EB...Eurobonds LW...Lokalwährung
 Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Periode 2: 24.01.12 - 23.02.12

RBI-Portfolio (in EUR)	4,25%
Benchmark (in EUR)	4,20%
RBI-Outperformance (in EUR)	0,04%
davon: Gewichtung Aktien vs. Anleihen	0,00%
Regionale Aktiengewichtung	0,02%
Gew. EB vs. LW-Anleihen	0,00%
Ländergew. bei LW-Anleihen	0,02%
Ländergew. bei EB EUR	0,00%
Ländergew. bei EB USD	0,00%
Gemeinsame Effekte/Duration	0,00%

EB...Eurobonds LW...Lokalwährung
 Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Periode 3: 23.02.12 – 28.03.12

RBI-Portfolio (in EUR)	0,32%
Benchmark (in EUR)	0,32%
RBI-Outperformance (in EUR)	0,00%
davon: Gewichtung Aktien vs. Anleihen	-0,01%
Regionale Aktiengewichtung	0,01%
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 LW...Lokalwährung
 Quelle: Thomson Reuter, Raiffeisen RESEARCH

Die Entwicklung des CEE-Portfolios war seit Jahresbeginn leicht negativ. Dem Verlust von rund 19 BP (Basispunkten) in der ersten Periode folgte eine leicht positive Entwicklung mit 4 BP Overperformance in der zweiten Periode und 0 BP in der dritten Periode. Insgesamt resultierte daraus im ersten Quartal eine Underperformance von rund 16 BP.

In der ersten Periode erfolgte eine Übergewichtung von Anleihen gegenüber Aktien um 3 PP (Prozentpunkte). Aktienseitig wurde eine Übergewichtung von Tschechien und Kroatien (jeweils 1 PP) mit Ungarn und Polen finanziert.

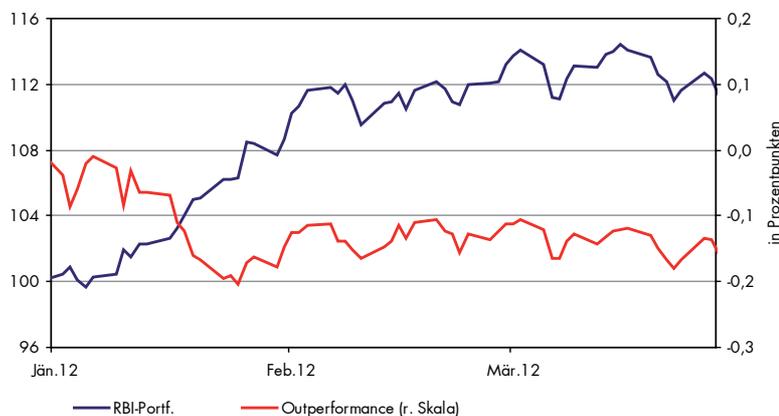
Die Anlageentscheidungen für die erste Periode führten jedoch nicht zu dem erhofften Ergebnis, wobei insbesondere die allgemeine Anleihen-Aktien-Positionierung ausschlaggebend war. Durch die Ländergewichtung bei LW-Anleihen konnte der Verlust in der Periode reduziert werden.

In der zweiten Periode erfolgte als Reaktion darauf unter anderem eine Neutralstellung von Anleihen gegenüber Aktien. Aktienseitig wurde Ungarn und Polen mit jeweils 1 PP übergewichtet. Finanziert wurden diese Positionen mit einer Untergewichtung von kroatischen Aktien, was alleine 4 BP Gewinn erbrachte.

In der dritten Periode wurden wiederum Aktien gegenüber Anleihen übergewichtet, wenngleich diesmal nur leicht um 1 PP. An der aktienseitigen Übergewichtung von Polen hielten wir fest, während auch in Tschechien Chancen gesehen wurden, welche sich mit einem leichten Gewinn bestätigten. Kroatische Aktien wurden hingegen untergewichtet. Tschechische Anleihen wurden zu Jahresbeginn um 2 PP untergewichtet, da unserer Einschätzung nach die tschechische Krone sehr weit lief und korrekturfähig war. Im Laufe des Quartals konnte der tschechische Markt sowohl in Lokalwährung als auch in Euro nicht überzeugen, was den negativen Ausblick bestätigte. Über alle Perioden hinweg hielten wir erfolgreich anleiheseitig an einer Untergewichtung von Tschechien fest. Diese Positionierung brachte in den ersten beiden Perioden 4 BP, wobei in diesem Zeitraum die Untergewichtung mit Polen ebenfalls gewinnbringend war. Anstatt der Türkei wurde in der dritten Periode Polen übergewichtet. Diese Positionierung ergab letztlich ein neutrales Ergebnis.

Veronika Lammer

Performance 2012



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Verbesserter Ausblick in CEE

- Europäische Staatsschuldenkrise (scheint) vorerst abgewendet
- Weiteres Erholungspotential vorhanden
- Übergewichtung von Aktien vs. Anleihen

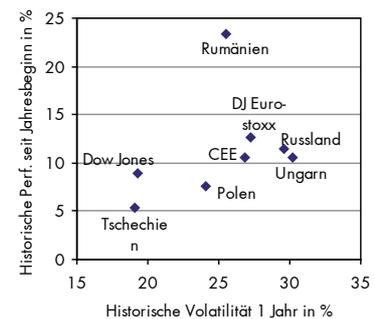
Ein Überschwappen der europäischen Staatsschuldenkrise auf wichtige osteuropäische Schlüsselländer scheint vorerst abgewendet zu sein. Die Interventionen der europäischen Zentralbank mit einem besseren Liquiditätszugang für das europäische Bankensystem scheinen bereits Früchte zu tragen. Die Renditeaufschläge (fast) aller gefährdeten Euro-Peripherieländer zu deutschen Bundesanleihen sind während des letzten Quartals drastisch gesunken. Europäische Banken haben vermutlich Teile der günstigen Liquiditätszufuhr genutzt um (Euro-)Staatsanleihen zu kaufen. Damit scheint auch einer der wichtigsten Risikofaktoren – ein Zusammenbruch des europäischen Banksystems gefolgt von einem massiven Schuldenabbau (deleveraging) und Verwerfungen in den Volkswirtschaften aus CEE abgewendet. Dieses Szenario wurde auch von vielen Investoren als sehr wahrscheinlich eingestuft und mit massiven Verkäufen von Aktientiteln und Staatsanleihen aus CEE bestraft. Auch viele osteuropäische Währungen wurden durch diesen regelrechten sell-off sehr stark getroffen.

Seit Ende Jänner setzte in CEE allerdings eine deutliche Erholung ein. Besonders die Währungsaufwertungen gehörten für Euro-Investoren zu den stärksten Performancebeiträgen. Wir gehen für das kommende Quartal von einer weiter positiven konjunkturellen Dynamik in weiten Teilen der CEE Region aus und sehen besonders auf den Aktienmärkten, die im internationalen Vergleich noch mit Abschlägen notieren, weiteres Aufholpotential. Auch die meisten osteuropäischen Währungen, die bereits in der Vergangenheit für große Volatilitäten im CEE Portfolio gesorgt haben, sollten sich im Jahresverlauf noch weiter stabilisieren (oder sogar aufwerten).

Aufgrund dieser Überlegungen gewichten wir daher Aktien zu Anleihen in unserem CEE Portfolio mit drei Prozentpunkten über.

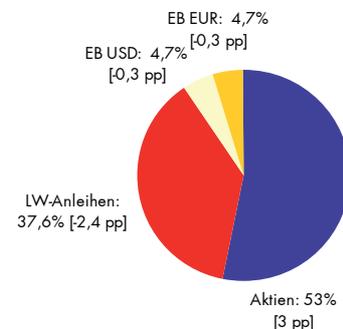
Mario Annau

Risiko-Ertrags-Vergleich (%)



In lokaler Währung
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Gewichtung Portfolio CEE



LW...lokale Währung
Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Historische Volatilität & Performance

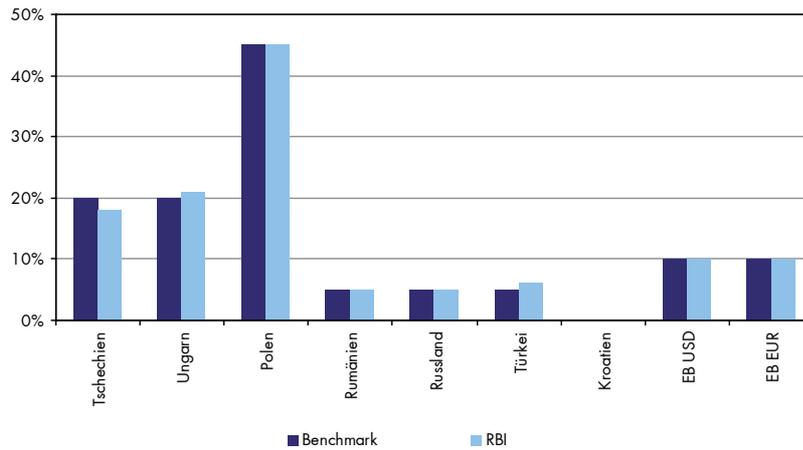
Länder	Aktien*				Renditen			
	Volatilität		Performance		Volatilität		Performance	
	EUR	LW	EUR	LW	EUR	LW	EUR	LW
Tschechien	21,1%	18,8%	7,8%	4,3%	8,1%	4,0%	5,5%	2,1%
Ungarn	30,9%	23,1%	20,6%	12,1%	18,2%	8,0%	12,6%	4,7%
Polen	20,2%	13,9%	15,2%	7,7%	10,1%	2,0%	9,7%	2,5%
Rumänien	19,0%	18,7%	19,7%	21,0%	2,9%	1,5%	-0,4%	0,7%
Russland	21,6%	19,4%	16,2%	10,2%	7,6%	2,0%	11,2%	4,1%
Türkei	-	-	-	-	9,8%	3,1%	7,9%	4,3%
Kroatien	5,3%	5,3%	-11,6%	-11,8%	3,0%	3,0%	6,0%	6,0%
CEE	18,1%	-	0,0%	-	7,2%	-	8,9%	-

* MSCI Indizes
Volatilität in EUR; 3-Monatsvolatilität annualisiert; Performance seit Jahresanfang
LW ... lokale Währung
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Weitere Erholung in Ungarn

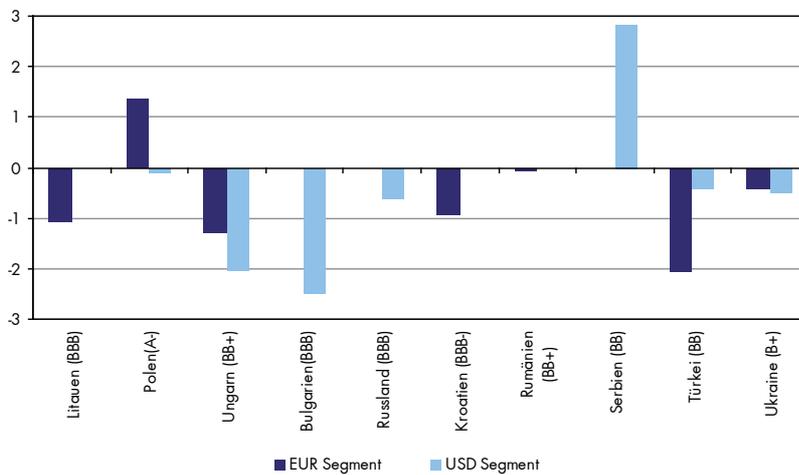
- **Prognose für ungarische Anleihen positiv**
- **Türkische Anleihen übergewichten**
- **Guter Ausblick für polnische Staatsanleihen**

Portfolio-Gewichtungen: Renten*



* Lokalwährungsanleihen; Anteil in Prozentpunkten
Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Historische relative Performance*



* zu BM, EMBIG EUR Europa, EMBIG USD Europa (in % p.a.), S&P Länderrating für langfristige Fremdwährungsverbindlichkeiten
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Erwartete Rentenperformance (%)

Länder	3M		6M		9M		12M	
	EUR	LW	EUR	LW	EUR	LW	EUR	LW
Tschechien	-0,2	0,0	2,7	1,6	5,4	1,7	6,5	1,9
Ungarn	5,9	5,1	9,8	7,1	12,6	9,8	13,9	11,1
Polen	-0,6	0,6	2,4	2,4	7,0	4,4	9,8	5,8
Rumänien	1,8	1,3	5,2	3,5	7,5	5,7	11,0	7,8
Russland	-0,1	0,8	-0,2	3,3	-1,6	3,6	-2,2	5,0
Türkei	6,1	3,6	0,5	3,3	9,9	9,7	17,4	13,9
Kroatien	3,3	3,5	4,3	5,2	5,0	6,3	7,5	8,1

LW...Lokalwährung
Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Die Performance der einzelnen Komponenten unseres Portfolios für osteuropäische Lokalwährungsanleihen zeigte im vergangenen Quartal besonders hohe Divergenzen. Besonders kroatische und rumänische Staatsanleihen verbuchten aufgrund der Kombination aus höheren Renditeaufschlägen und einer schwächeren Währungsentwicklung eine deutliche Underperformance. Im Gegensatz dazu konnte sich der ungarische Markt über das letzte Quartal hinweg deutlich erholen.

Eine Stabilisierung des ungarischen Forint (HUF) und niedrigere Renditen sollten weiter zu positiven Performancebeiträgen von ungarischen Staatsanleihen führen – wir gewichten diesen Markt daher mit einem Prozentpunkt über. Ähnliches gilt für den türkischen Anleihenmarkt, für den wir wegen weiter sinkender Renditen ebenfalls eine Outperformance erwarten. Wir gewichten türkische Anleihen daher ebenfalls mit einem Prozentpunkt über. Finanziert werden diese Positionen mit einer Untergewichtung von tschechischen Anleihen.

Mario Annau

Offensive Ländergewichtung

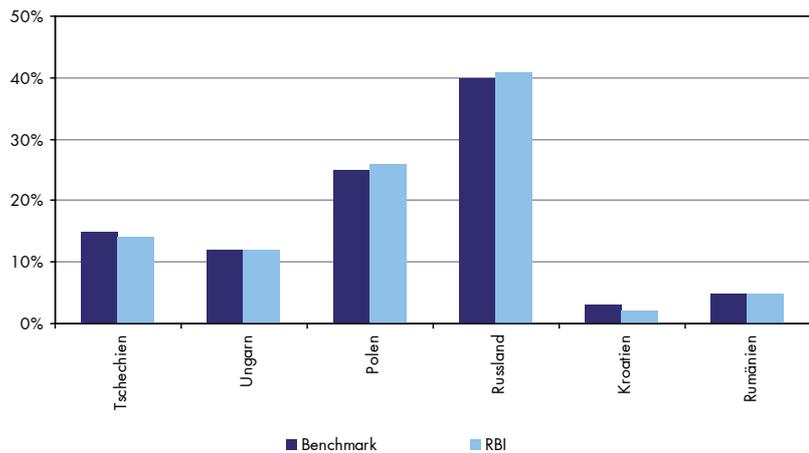
- **Russland: Begünstigt durch hohe Rohstoffpreise**
- **Polen: Nach wie vor günstige Bewertungen**
- **Tschechien: Relative Schwäche innerhalb der Region**

Die verbesserten Aussichten für Europa bringen erhöhtes Aufholpotential für etliche osteuropäische Märkte. Daraus folgern wir eine offensive Ländergewichtung. Der russische Markt dürfte besonders vom hohen Anteil der Öl- und Gasproduzenten profitieren. Für Polen wurden die Wachstumsaussichten von 2,2 % auf 2,8 % angehoben. Dies und die günstige Bewertung des Aktienmarktes (erwartetes KGV 2012: 10,0) sollten die Kurse unterstützen. Zusätzlich wird sich die solide Inlandsnachfrage und die weiter zurückgehende Risikoaversion von Investoren zu einer guten Aktienmarktentwicklung beitragen.

Die Übergewichtung von Polen und Russland finanzieren wir mit einer Untergewichtung von Tschechien und Kroatien. Der Tschechische Aktienmarkt hat bisher schon eine sehr gute Entwicklung gezeigt und dürfte innerhalb der Region etwas zurückbleiben. Unternehmensseitig besteht aufgrund sehr hoher erwarteter Wachstumsraten ein Abwärtsrisiko. Gegenüber Kroatien besteht weiterhin eine hohe Risikoaversion, solange sich dies nicht bessert, ist nicht mit einem nachhaltigen Stopp des Abwärtstrends zu rechnen.

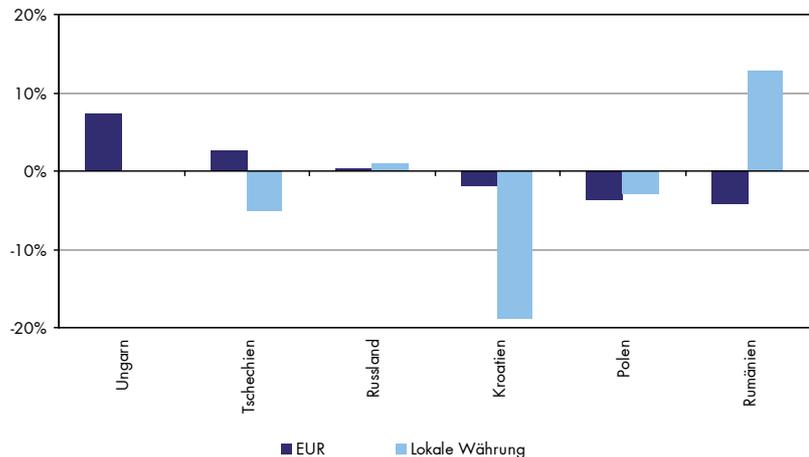
Albert Moik

Portfolio-Gewichtungen: Aktien *



* Anteil in Prozentpunkten
Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Historische relative Performance*



* zu CEE
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Erwartete Aktienperformance (%)

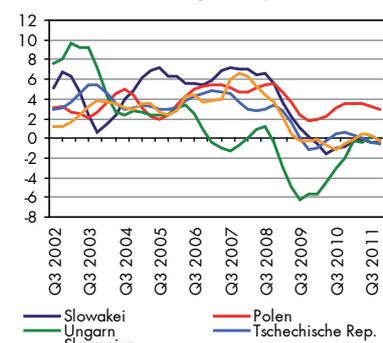
Länder	3M		6M		9M		12M	
	EUR	LW	EUR	LW	EUR	LW	EUR	LW
Polen	8,2	9,7	12,5	12,7	19,7	17,0	23,4	19,2
Ungarn	8,8	8,3	14,0	11,5	19,5	16,9	20,6	17,9
Tschechien	5,9	6,4	9,2	8,4	17,2	13,5	20,3	15,5
Russland	8,1	9,2	6,7	10,5	11,1	17,1	10,1	18,4
Rumänien	10,4	9,9	13,6	11,8	19,4	17,5	22,7	19,4
Kroatien	6,8	6,9	7,1	7,9	12,7	14,1	15,5	16,1

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

CEE-Wachstum – woher wird es kommen?

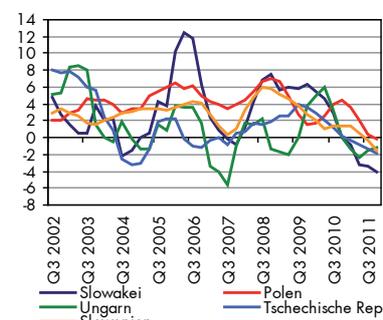
- CE-Wirtschaftswachstum bleibt abhängig vom Exportsektor, profitiert am stärksten von Revision der Eurozone
- SEE Wirtschaft stagniert mit schwacher Inlandsnachfrage und stärkerer Exportabhängigkeit von der südlichen Eurozone
- CIS-Wachstum bleibt weiter stark dank hoher Öl- und Rohstoffpreise

Haushaltsnachfrage (% p.a.)



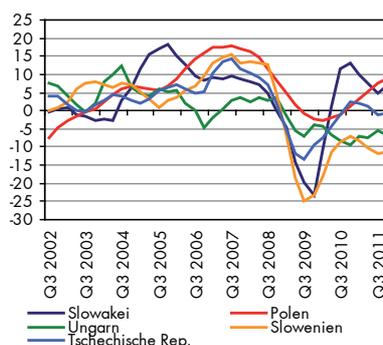
3-Monats-Durchschnitt
Quelle: Zentralbanken

Staatsnachfrage (% p.a.)



3-Monats-Durchschnitt
Quelle: Zentralbanken

Bruttoanlageinvestitionen (% p.a.)



3-Monats-Durchschnitt
Quelle: Zentralbanken

Die jüngsten Wirtschaftsindikatoren bestätigen unsere Erwartungen einer wirtschaftlichen Verlangsamung, gleichzeitig zeigen die Daten aber auch, dass unsere ursprünglichen Erwartungen bezüglich des Ausmaßes des Abschwungs eine Spur zu pessimistisch waren. Im nachstehenden Sonderbericht möchten wir erklären, warum wir unsere ökonomischen Erwartungen für CEE – und besonders für die Region CE – nach oben revidiert haben. Außerdem wollen wir darstellen, warum wir für die Region SEE im Vergleich zu CE eine eher gedämpfte Entwicklung erwarten und für CIS am optimistischsten sind.

Die Betrachtung hochfrequenter Indikatoren, wie PMI, Produktionszahlen oder Wirtschaftsstimmung, legt nahe, dass die negativen Erwartungen gegen Ende 2011 die Talsohle erreicht haben. Zunächst lassen sich eindeutige Anzeichen einer Verbesserung ausmachen, weshalb wir uns entschieden, unsere Wachstumserwartungen für die Eurozone in 2012 von -1,0 % auf -0,5 % anzuheben. Von entscheidender Bedeutung sind dabei die besseren Wachstumsaussichten für Deutschland (wo wir jetzt eine Stagnation anstatt einer Rezession erwarten) als wichtigsten Handelspartner für die CE-Länder. Nach Deutschland gehen 20-30 % aller Exporte der kleinen offenen Volkswirtschaften in der Region CE, und es ist damit bei weitem der größte Exportmarkt. Da der Exportsektor derzeit den einzigen Wachstumstreiber darstellt, kann die Wichtigkeit dieser Tatsache gar nicht genug betont werden. Dies ist eines unserer Hauptargumente zugunsten einer optimistischeren Prognose, vor allem hinsichtlich des BIP-Ausblicks in CE.

CE (Zentraleuropa)

Bei näherer Betrachtung unserer Wachstumserwartungen für die Region CE könnte der Eindruck entstehen, dass die gesamte Region in 2012 solide wachsen wird, doch müssen wir zwischen den einzelnen Ländern im mitteleuropäischen Raum deutlich unterscheiden. Während sich Polen auf eine relativ starke inländische Nachfrage und ein anständiges Investitionswachstum abseits des Exportsektors verlassen kann und mit weniger einschneidenden Kürzungen der Staatsausgaben fertig werden muss, sieht die Sache für die anderen CE-Länder schon deutlich anders aus. Die steigenden Arbeitslosenzahlen dämpfen die Inlandsnachfrage in Ungarn und Slowenien, die in 2012 wahrscheinlich am meisten leiden werden, wobei allerdings auch die Tschechische Republik und die Slowakei keine wesentliche Erholung der Inlandsnachfrage zeigen werden. Beim Bruttoanlagevermögen ergibt sich ein ähnliches Bild: Polen ist am wenigsten zurückgefallen und hat sich von Anfang 2012 an gut erholt, wie in gewissem Ausmaß auch die Slowakei. Ungarn und Slowenien weisen indessen keine vergleichbaren Verbesserungen im selben Zeitraum aus und werden dies wohl auch 2012 nicht tun. Die Wachstumsaussichten 2012 sind mithin für Polen intakt, auch die Slowakei dürfte etwas Fahrt aufnehmen, vor allem in H2. Die Tschechische Republik wird sich aufgrund dürftiger Inlandsnachfrage und der restriktiven Haushaltspolitik wohl mit Nullwachstum abfinden müssen. Mit dem höchsten Abwärtspotenzial scheinen Ungarn und Slowenien leben zu müssen, wo höchstens der Exportsektor eine tiefere Rezession verhindern könnte.

SEE (Südosteuropa)

Während wir die BIP-Prognose für Zentraleuropa dank verbesserter Aussichten in der Eurozone erheblich nach oben korrigiert haben, bleibt die Region SEE im Vergleich zu unseren früheren Erwartungen aus Q1 2012 mehr oder weniger unverändert. SEE hat weitaus weniger Exportverbindungen mit den stärker performenden nördlichen Eurozone Ländern (z. B. Deutschland), die aufwärts korrigiert wurden, dafür viel mehr Exportverbindungen mit den problembeladenen Eurozone Ländern im Süden, wie Italien. Deshalb wird die Region über den Exportsektor weiterhin dem Gegenwind der Eurozonen-Schuldenkrise ausgesetzt sein. Die Inlandsnachfrage ist in einem mit den anderen Ländern der Region CE nach der Finanzkrise vergleichbaren Ausmaß zurückgegangen, der Konsum der Privathaushalte, eine Säule für das Wirtschaftswachstum, ist erheblich eingebrochen und wird sich auch im Jahr 2012 angesichts der hohen Arbeitslosigkeit und der Sparpolitik kaum erholen. Auch der staatliche Konsum wird unter den Sparmaßnahmen, der hohen Arbeitslosigkeit und dem langsameren Wirtschaftswachstum zu leiden haben. Das Bruttoanlagevermögen hat sich gemäß neuesten Daten ein wenig verbessert, allerdings dürfte das Tempo der Verbesserung im Jahr 2012 gering bleiben. Alles zusammen genommen, profitiert die Region SEE weniger von der positiven Korrektur des BIP in den nördlichen Eurozonen-Mitgliedsstaaten und sieht sich stattdessen eher mit den pessimistischen Aussichten in den südlichen Eurozone-Staaten konfrontiert. Für das Jahr 2012 erwarten wir uns deshalb eine nur stagnierende Wirtschaftsentwicklung.

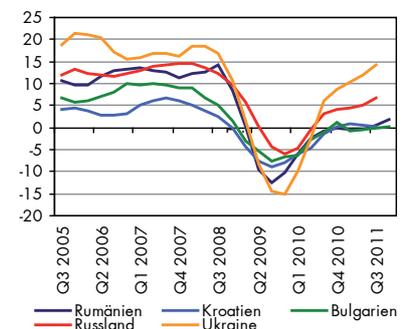
CIS

Die CIS bleibt wirtschaftlich eine der erfolgreichsten Regionen, von der wir auch im Jahr 2012 eine Fortsetzung der erfreulicheren Entwicklungen erwarten. Zwar waren wir schon vor der letzten BIP-Prüfung ziemlich optimistisch für die CIS, doch die jüngsten Wirtschaftsindikatoren sowie die im Zuge der globalen Wirtschaftserholung steigenden Öl- und Rohstoffpreise verweisen auf ein sogar noch kräftigeres Wachstum in 2012. Wir haben deshalb unsere BIP-Schätzung von 3,1 % auf 3,7 % angehoben. Ein großes Portfolio von Exportpartnern sowie deren Rohstoff-determinierter Volkswirtschaften üben einen positiven Einfluss auf die Region aus. Der hohe Ölpreis wird derzeit vom weltweiten Wachstum gestützt, weshalb Russland den Problemen im Umfeld der Eurozone weiterhin standhalten sollte. Die ukrainische und die weißrussische Volkswirtschaft sind stark mit der russischen Wirtschaft verknüpft, wodurch diese Volkswirtschaften in einem gewissen Ausmaß von der Wachstumsdämpfung der Eurozone abgeschottet bleiben.

Alles in allem sind die Wirtschaftsindikatoren in CEE auf Stabilisierung ausgerichtet, auch wenn wir prognostizieren, dass sich die Rezession in H1 2012 zuerst vertiefen wird, ehe es in der zweiten Jahreshälfte 2012 zu einer Verbesserung kommen wird. Viele dieser Erwartungen sind jedoch vom Gedeihen des Exportsektors als wichtigster Wachstumsquelle in 2012 abhängig, und deshalb auch von der Fähigkeit der Eurozone, auf den Wachstumspfad zurückzukehren. Die Inlands- sowie die Staatsnachfrage werden – mit wenigen Ausnahmen – mehr oder weniger in der gesamten CEE-Region schwach bleiben. Investitionen in die Region CEE zu locken, wird das wichtigste Ziel zur Unterstützung von Exportgetriebenem Wachstum sein, doch der Erfolg dieser Aufgabe wird höchstwahrscheinlich unter den verschiedenen Ländern ebenso unterschiedlich ausfallen wie sich deren ökonomische Situationen darstellen.

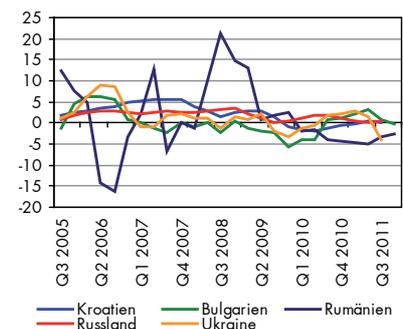
Wolfgang Ernst

Haushaltsnachfrage (% p.a.)



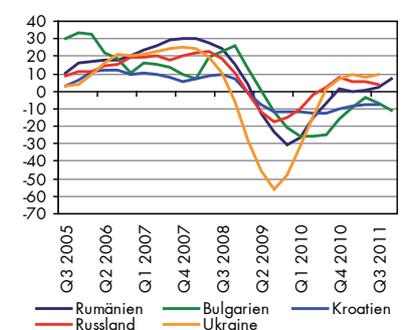
3-Monats-Durchschnitt
Quelle: Zentralbanken

Staatsnachfrage (% p.a.)



3-Monats-Durchschnitt
Quelle: Zentralbanken

Bruttoanlageinvestitionen (% p.a.)

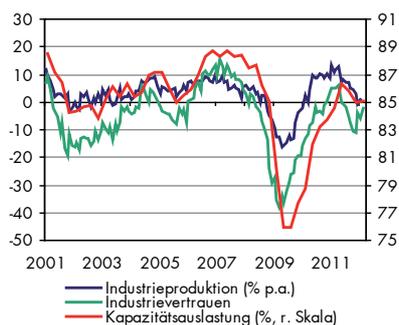


3-Monats-Durchschnitt
Quelle: Zentralbanken

Österreich: Abkühlung, aber kein Einbruch

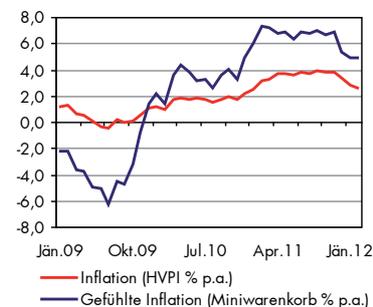
- Der befürchtete Konjunkturunbruch wird ausbleiben
- Schwaches erstes Quartal sollte Tiefpunkt darstellen, Außenhandel und Investitionen belasten
- Die Inflation hat bereits ihren Höhepunkt überschritten, weitere Rückgänge sind wahrscheinlich
- Das Konsolidierungspaket der Regierung ist ein erster Schritt, mehr aber auch nicht

Industrie: Talsohle durchschritten



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Inflation: Höhepunkt überschritten



Quelle: Thomson Reuters, Statistik Austria, Raiffeisen RESEARCH

Die dunklen Gewitterwolken, die im Herbst über dem österreichischen Konjunkturhimmel aufgezogen sind, stellten sich nur als kurzer Regenschauer heraus. Zwar kam es im vierten Quartal 2011 zu einem Rückgang des realen BIP auf Quartalsbasis (-0,1 % p.q.), der befürchtete markante Einbruch dürfte aber ausbleiben. Die nachlassende internationale Konjunkturdynamik zeichnete sich schon sehr früh ab. So erreichten wichtige Frühindikatoren (Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe sowie der Wirtschaftsklimaindex der EU-Kommission) bereits zum Jahresanfang 2011 ihre zyklischen Höhepunkte und setzten danach zu einer steilen Talfahrt an. Doch bereits im Herbst kam es zu einer Bodenbildung. Diese Eintrübung fand auch in den realwirtschaftlichen Daten ihren Niederschlag. Denn bereits im dritten Quartal 2011 betrug das reale BIP-Wachstum lediglich 0,2 % p.q. (Q1: +0,9 % p.q., Q2: +0,5 % p.q.). Die beachtliche Jahreswachstumsrate von 3,1 % p.a. in 2011 ist daher hauptsächlich auf die positive Entwicklung in den ersten beiden Quartalen zurückzuführen. Stark waren dabei der Export sowie in etwas geringerem Maße die Investitionen. Letztere zeigten sich auch noch in Q3 und Q4 2011 vergleichsweise robust, während die Ausfuhren in diesen beiden Dreimonatszeiträumen bereits rückläufig waren.

Auch im ersten Quartal dieses Jahres sollte die österreichische Volkswirtschaft nochmals schwächeln. Damit dürfte jedoch das Schlimmste überstanden sein. Denn für die restlichen Quartale ist mit positiven, wenn auch nicht übermäßigen Wachstumsraten zu rechnen. Daraus resultiert eine prognostizierte Wachstumsrate des realen BIP für 2012 in Höhe von +0,3 % p.a. Für das Folgejahr (2013) erwarten wir ein reales BIP-Wachstum in Höhe von +1,3 % p.a.

Die dämpfenden Impulse für die Konjunktur im ersten Quartal gehen dabei von den Investitionen und dem Außenhandel aus, wobei die Investitionen in geringerem Maße zurückgehen dürften. Denn das Vertrauen in der Industrie hat sich bereits deutlich vom im November verzeichneten zyklischen Tiefpunkt entfernt. Zudem hat sich die Kapazitätsauslastung auf einem Niveau knapp unter dem längerfristigen Durchschnitt stabilisiert. Der private Konsum verzeichnete in der zweiten Jahreshälfte zwar keine Abschwächung, zeigte sich auf der anderen Seite aber auch wenig dynamisch. So entwickelten sich die Einzelhandelsumsätze zuletzt unbefriedigend und auch das Konsumentenvertrauen ist derzeit auf einem niedrigen Niveau. Doch wenn unerwartete Preisschübe – beispielsweise infolge eines höher als erwarteten Ölpreises – ausbleiben,

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2010	2011	2012e	2013f
Reales BIP (% p.a.)	2,3	3,1	0,3	1,3
Privater Konsum (% p.a.)	2,2	0,6	0,9	1,3
Bruttoanlageinvestitionen (% p.a.)	0,1	5,7	1,1	2,2
Nominelle Exporte (% p.a.)	10,1	10,5	1,8	5,7
Nominelle Importe (% p.a.)	9,8	10,8	2,1	5,6
Handelsbilanz (EUR Mrd.)	12,3	9,0	8,7	9,3
Leistungsbilanz (EUR Mrd.)	8,5	5,9	8,0	8,3
Konsol. Budgetsaldo (EUR Mrd.)*	-12,9	-7,8	-9,6	-7,0
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)*	-4,5	-2,6	-3,1	-2,2
Arbeitslosenquote (EU Def.)	4,4	4,2	4,3	4,2
Verbraucherpreise (% p.a.)	1,7	3,6	2,3	2,0
Reallöhne (% p.a.)	-1,2	-1,0	0,9	0,8
Lohnstückkosten (% p.a.)	0,0	1,3	3,4	2,3

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

sollte sich der private Konsum im Verlauf des Jahres etwas beleben. Hierfür sprechen nicht zuletzt die niedrige Arbeitslosenquote und die gute Beschäftigungsentwicklung.

Die im letzten Jahr verzeichnete dynamische Inflationsentwicklung hat bereits ihren Höhepunkt überschritten (HVPI September: +3,9 % p.a.). Die Treiber dieser Entwicklung waren vor allem die Komponenten Verkehr, Wohnen, sowie Restaurants und Hotels. Besonders seit Jahresbeginn hat sich der Preisdruck merklich abgeschwächt, was nicht zuletzt auf einen deutlich geringeren Inflationsbeitrag der Kategorie Verkehr zurückzuführen ist. So lag die Teuerung im Februar bei nur noch 2,6 % p.a. Trotz des hohen Ölpreises dürfte sich die Inflation auch in den kommenden Monaten aufgrund von auslaufenden Basiseffekten, die zu einem starken Anstieg des HVPI in den ersten Monaten des vergangenen Jahres geführt haben, weiter abschwächen (Jahresdurchschnitt 2012: 2,3 % p.a.).

Mit dem unlängst präsentierten Konsolidierungspaket soll die Staatsverschuldung von 72,2 % des BIP (2011) auf 70,0 % des BIP (2016) reduziert werden. Doch das Paket, das ein Gesamtvolumen in Höhe von EUR 27,9 Mrd. bis 2016 vorsieht, ist mit einigen Unsicherheiten behaftet. So sind das anvisierte Steuerabkommen mit der Schweiz und die eingeplanten Einnahmen aus einer noch einzuführenden Finanztransaktionssteuer alles andere als sicher. Zudem lässt das Reformpaket echte Strukturreformen – vor allem in den Bereichen Pensionen und Gesundheit – vermissen. Diese sind aber notwendig, um die langfristige Tragfähigkeit der Staatsfinanzen sicherzustellen.

Matthias Reith

BIP: Entstehung nach Wirtschaftsbereichen

Veränderung (% p.a., real)	2010	2011	2012e	2013f
Land- und Forstwirtschaft	-5,5	4,1	0,0	0,0
Bergbau, Warenherstellung	7,2	9,9	0,5	4,0
Energie-/Wasserversorgung	3,8	10,3	3,0	1,5
Bauwesen	-3,0	2,7	0,0	0,5
Handel	3,1	0,1	1,2	1,5
Verkehr	-1,1	2,9	-3,0	1,0
Beherbergungs- u. Gastst.	1,8	-0,5	0,0	1,5
Information u. Kommunikation	-3,7	-1,5	-1,0	2,0
Kreditwesen u. Versicherung	6,9	6,0	1,5	2,0
Realitätenwesen	-0,6	-0,1	1,5	1,5
Sonstige wirt. Dienstl.	5,0	2,8	1,0	1,5
Öffentlicher Dienst	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Gesundheit, Sozialwesen	0,6	1,7	0,0	0,7
Sonstige Dienstleistungen	1,7	0,5	0,0	0,5
Bruttoinlandsprodukt	2,3	3,1	0,3	1,3

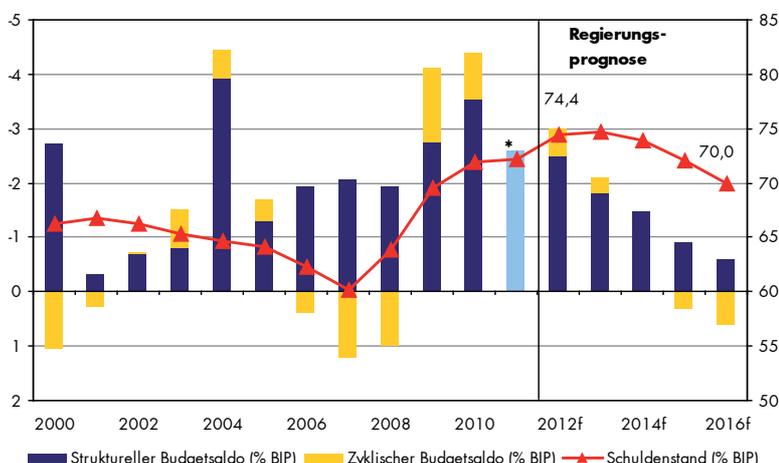
Quelle: Statistik Austria, Raiffeisen RESEARCH

BIP: Verwendung

Veränderung (% p.a., real)	2010	2011	2012e	2013f
Privater Konsum	2,2	0,6	0,9	1,3
Öffentlicher Konsum	-0,2	2,7	0,6	0,1
Bruttoanlageinvestitionen	0,1	5,7	1,1	2,2
Ausrüstungen	4,3	8,6	2,3	4,2
Bauten	-2,9	2,7	0,0	0,5
Exporte im weiteren Sinne	8,3	6,7	-0,5	3,7
Importe im weiteren Sinne	8,0	7,0	-0,2	3,5
Brutto-Inlandsprodukt	2,3	3,1	0,3	1,3

Quelle: Statistik Austria, Raiffeisen RESEARCH

Haushaltskonsolidierung: Auch 2016 Schuldenstand nicht unter 70 % des BIP!

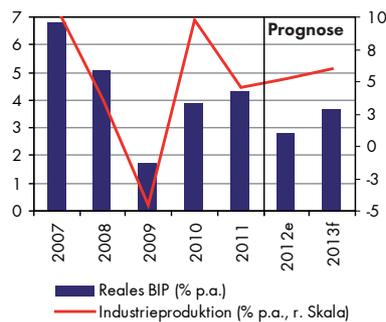


*Für 2011 noch keine Aufschlüsselung in strukturellen und zyklischen Budgetsaldo verfügbar
Quelle: EU-Kommission, Bundesfinanzministerium, Raiffeisen RESEARCH

Outperformance wird zum Dauerzustand

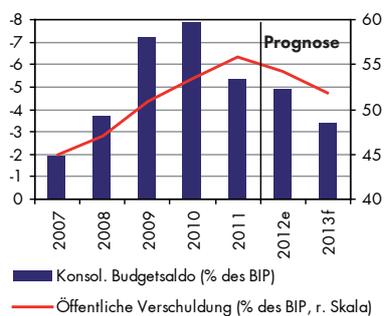
- Unsicherheit besteht, wie stark die Verlangsamung der Wirtschaft in 2012 ausfällt
- Polnische Notenbank (NBP) erwartet Wachstum übe 3 % p.a. – wir etwas weniger
- Vor dem Hintergrund unserer Wachstumsprognose erwarten wir Zinssenkungen in Q4
- Nicht mehr viel niedrigere Renditen möglich, aber attraktiver Carry in Polen

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Budgetdefizit & öffentl. Verschuldung



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsausblick

Die Q4-Daten waren erstaunlich gut ausgefallen, das BIP-Wachstum erreichte 4,3 %. Auch wenn Q1 2012 im Vergleich zu unseren und den Erwartungen des Marktes ebenfalls positiv überraschen könnte, so dürften die folgenden Quartale schwächer ausfallen und das BIP-Wachstum für das Gesamtjahr unter 3 % p.a. fallen. Infolge der laufenden Haushaltskürzungen erwarten wir einen neutralen, wenn nicht sogar leicht fallenden staatlichen Konsum. Die Stagnation in der Eurozone wird die Nachfrage aus dem Ausland zügeln. Einen zusätzlichen Risikofaktor bildet der stärkere PLN, den wir zu Jahresbeginn beobachten konnten. Alles in allem wird der Beitrag der Nettoexporte zwar noch positiv, aber verringert sein. Im Jahr 2012 dürfte der Großteil der Infrastrukturprojekte abgeschlossen sein (hauptsächlich in H1/2012, vor der EURO 2012). Auch der Privatkonsum wird wegen des relativ angespannten Arbeitsmarktes (kein Zuwachs bei den Beschäftigtenzahlen, Stagnation der Reallöhne) ebenfalls unter Druck geraten. Im Gesamtjahr 2011 lag das Inflationsniveau in Polen über dem Zielbereich des Geldpolitischen Rates (MPC) bei 1,5-3,5 % p.a. Es ist wahrscheinlich, dass sich dieses Muster 2012 wiederholen wird. Die hohe Inflation wurde und wird noch immer in erster Linie von den hohen globalen Nahrungsmittelpreisen, steigenden Kraftstoffpreisen, dem Anstieg der geregelten Preise und den hohen Importpreisen erzeugt. Es gibt keine Anzeichen eines Nachfragedrucks, und das Risiko einer Preis-Lohnspirale bleibt gering. Die Tatsache, dass die Inflation über dem MPC-Ziel geblieben ist, bildet derzeit das Hauptmotiv für die restriktive Haltung des MPC. Die Falkenrhetorik des MPC wird von dessen optimistischem Blick auf das BIP (BIP-Wachstum über 3 %) unterstützt. Unserer Ansicht nach könnten die ökonomischen Ergebnisse in H2/2012 unangenehme Konfrontationen mit sich bringen. Eine sich abschwächende Wirtschaft könnte die Tür für eine geldpolitische Lockerung öffnen. Aufgrund der hohen jüngsten Inflationszahlen und der

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013f
Nominelles BIP (Mrd. EUR)	311,7	362,9	311,1	354,4	370,6	390,3	414,5
Reales BIP (% p.a.)	6,8	5,1	1,7	3,9	4,3	2,8	3,7
Industrieproduktion (% p.a.)	10,7	3,6	-4,5	9,8	4,6	5,2	6,0
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	12,7	9,8	11,0	12,1	12,4	12,6	11,8
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	9,2	10,1	4,4	3,3	4,6	2,5	0,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	2,0	2,2	3,4	2,1	7,3	5,5	2,5
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	2,5	4,2	3,5	2,6	4,3	3,9	2,5
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	4,0	3,3	3,5	3,1	4,6	3,3	2,5
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-1,9	-3,7	-7,2	-7,9	-5,4	-4,9	-3,4
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	45,0	47,1	50,9	53,4	55,9	54,2	51,9
Leistungsbilanz (% des BIP)	-6,2	-6,6	-3,9	-4,1	-3,9	-3,8	-3,1
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	44,7	44,1	55,2	70,0	78,0	80,0	86,0
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	50,8	47,7	62,3	66,4	70,1	58,9	60,3
EUR/PLN (Jahresdurchschnitt)	3,78	3,51	4,33	3,99	4,11	4,14	3,94
USD/PLN (Jahresdurchschnitt)	2,76	2,39	3,11	3,01	3,00	3,12	3,03

Quelle: Thomson Reuters, wiiv, Raiffeisen RESEARCH

noch restriktiven MPC-Haltung haben wir uns aber entschieden, die Erwartungen für eine erste Zinssenkung auf Q4/2012 zu verschieben.

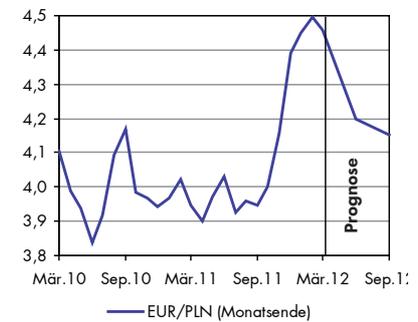
Finanzmarktausblick

EUR/PLN gehörte zu den größten Profiteuren der jüngsten Rallye auf den globalen Finanzmärkten. Allerdings scheint die sich abschwächende PLN-Aufwertung auch fundamental gerechtfertigt. Derzeit folgt der Zloty mehr oder weniger seinem langfristigen Aufwertungstrend. Dies bedeutet jedoch, dass noch keine Überbewertung vorliegt, die für einen umfangreicheren Ausverkauf sprechen würde. Indessen scheint die jüngste PLN-Aufwertung für die Exporteure und die Nationalbank ein wenig übertrieben. Deshalb könnte die NBP versuchen, eine weitere PLN-Aufwertung mittels verbaler oder faktischer Interventionen zu bremsen und auch die Leitzinsen zu senken.

Zum Teil kann die jüngste Zloty-Performance auch den Zuflüssen in lokale Staatsanleihen zugerechnet werden. Die lokalen polnischen Schuldmärkte zählten in Q1 2012 zu den LCY-Bondmärkten mit der besten Leistung. Die Renditen auf zehnjährige Bonds gingen von 5,8-5,9 % auf etwa 5,5-5,6 % zurück; diese Renditenverringerung ereignete sich trotz einer restriktiveren Zentralbank und reichlicher Emissionen. Der polnische Staat hat sich in Q1 2012 bereits mehr als 40 % seines jährlichen Finanzierungsbedarfs gesichert. Das bedeutet, dass ein großer Teil der guten Performance auf den LCY-Bondmärkten zuflussgetrieben ist. Den Investoren gefällt die solide Wirtschaftsleistung und die glaubwürdige Haushaltskonsolidierung. Überdies müssen europäische Investoren ihre Bestände weg von „peripheren“ europäischen Schuldpapieren diversifizieren, und die polnischen Schuldmärkte gehören zu den wenigen liquiden Alternativen in Europa. Der Ausländeranteil am Staatsschuldenmarkt beträgt derzeit 32 %. Im Weiteren sehen wir nicht viel Raum für eine Renditenverengung. Die langfristigen Renditen könnten sich aus kurzfristiger Perspektive sogar ein wenig aufwärts bewegen. Allerdings prognostizieren wir in einem Horizont von 6-9 Monaten keine signifikant höheren Renditen. Wir glauben an eine anhaltende Nachfrage von Seiten ausländischer und inländischer Investoren, während das Angebot von Staatsanleihen in den kommenden Monaten und in H2/2012 wesentlich geringer sein wird. Zudem dürfte die Inflation sinken, wodurch die Anleihenurse gestützt werden dürften und das MPC zu einer neutraleren und nachgiebigen Haltung bewegt werden könnte. Wir sind deshalb der Meinung, dass der polnische Markt einen guten Carry bietet (v.a. für EUR-basierte Investoren).

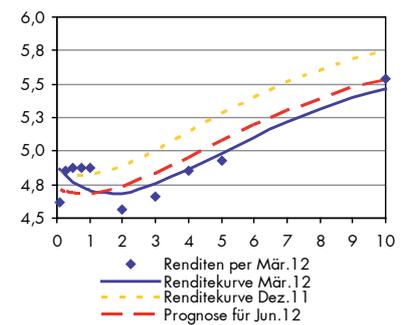
Marta Petka-Zagajewska, Gunter Deuber

EUR/PLN



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

PLN Renditekurve (%)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Währungs-, Zins- und Renditeprognosen

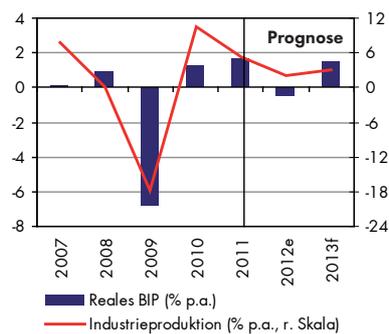
Kupon	Fälligk.	28. Mär ¹	Jun.12	EUR Perf.	Sep.12	EUR Perf.	Dez.12	EUR Perf.	Mär.13	EUR Perf.	
EUR/PLN		4,15	4,20	-1,2	4,15	0,0	4,05	2,5	4,00	3,8	
USD/PLN ²		3,11	3,18	-2,3	3,07	1,2	3,00	3,7	2,96	5,0	
Leitzinssatz ³		4,50	4,50		4,50		4,25		4,00		
1M		4,5	4,5		4,5		4,3		4,1		
3M		4,8	4,8		4,7		4,4		4,3		
12M		4,4	4,8	-0,3	4,7	2,1	4,5	5,9	4,3	8,4	
2-j. Anleihe	0,00%	Jän.14	4,6	4,8	-0,4	4,8	2,0	4,6	6,0	4,3	8,6
5-j. Anleihe	4,75%	Okt.16	4,9	4,9	0,2	4,9	2,6	4,7	6,8	4,6	10,8
10-j. Anleihe	5,75%	Okt.21	5,5	5,7	-0,6	5,6	2,4	5,5	7,0	5,5	9,8
20y T-bond	5,75%	Apr.29	5,7	5,8	0,1	5,8	2,7	5,7	6,7	5,7	10,5

1) 17:00 (MEZ); 2) Performance in USD; 3) 7-Tage Satz
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Leichte Rezession am Horizont

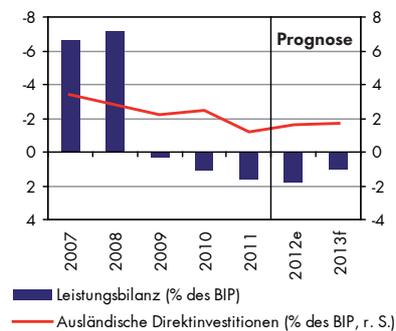
- 2012 bringt kein Wachstum und ein sehr restriktives Budget
- Regierung fährt mit Strukturreformen und Steuererhöhungen fort
- Einigung mit IWF und EU sollte Ende der unorthodoxen Maßnahmen bringen
- Forint und Renditen sollten mit IWF/EU Einigung stabiler werden

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Leistungsbilanz und FDI



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsausblick

Das BIP-Wachstum 2011 (1,7 %) verdankt sich der überdurchschnittlichen landwirtschaftlichen Produktion und den starken Exporten der Fertigungsindustrie, die von einem günstigen externen Umfeld profitiert hat. Die expansive Fiskalpolitik war nicht in der Lage, die lokale Nachfrage anzukurbeln. Im Jahr 2012 erwarten wir kaum Wachstum in den Exportmärkten und eine äußerst restriktive fiskalische Ausrichtung. Abgesehen von der boomenden Autoindustrie (neue Werke von Mercedes, Audi und GM/Opel), ist kein Wachstum auszumachen. Die Automobilindustrie sorgt allerdings dafür, dass Fertigung und Exporte im schwarzen Bereich bleiben. Beim realen Haushaltseinkommen wird es wahrscheinlich kein Wachstum geben, und der Arbeitsmarkt dürfte – bestenfalls – stagnieren. Was den Konsum der Privathaushalte betrifft, ist folglich ebenfalls kein Wachstum zu erwarten. Die staatlichen Dienstleistungen werden gekürzt, und auch die privaten Dienstleistungen werden wohl in den roten Bereich abrutschen (insbesondere Finanzdienstleistungen). Auch in der Bauindustrie ist von einer Erholung wenig zu sehen, und wir erwarten für 2012 insgesamt eine Rezession (BIP -0,5 %). Die Sparpolitik ist im Jahr 2012 jedenfalls deutlich spürbar. Die Regierung setzt ihre Strukturreformen fort, und es wird zu einer Reihe von Steuererhöhungen kommen. Mit der aktuellen Sparpolitik soll die Budgetbilanz über 3 BIP-Prozentpunkte verbessert werden. Um das angestrebte Budgetdefizitziel unter 3 % zu erreichen, werden indessen zusätzliche Maßnahmen erforderlich sein. Ein großes Fragezeichen überschattet das Budget 2013, wenn es darum geht, die durch abnehmende Krisen- und Bankensteuereinnahmen (ca. ein Prozent des BIP) entstehende Budgetlücke zu füllen. Wenn es der Regierung gelingt, hierfür eine angemessene (das heißt orthodoxe) Antwort zu geben, könnte Ungarn aus dem EDP-Verfahren heraus kommen und das neue IWF-Darlehensabkommen relativ problemlos unterzeichnen. Die schlechte Nachricht: es gibt keine schmerzlosen Lösungen. Zusätzliche fiskalische Maßnahmen werden sich unweigerlich auf die

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	99,4	105,5	91,5	97,2	100,8	99,3	105,5
Reales BIP (% p.a.)	0,1	0,9	-6,8	1,3	1,7	-0,5	1,5
Industrieproduktion (% p.a.)	7,9	0,0	-17,8	10,6	5,4	2,0	3,0
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	7,5	7,8	9,8	11,1	11,0	11,4	11,0
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	8,4	6,5	3,8	5,5	6,2	9,3	4,3
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	0,1	5,1	4,9	4,5	4,3	6,4	2,6
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	8,0	6,1	4,2	4,9	3,9	5,5	3,5
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	7,4	3,5	5,6	4,7	4,1	5,0	3,4
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-5,1	-3,7	-4,6	-4,2	0,0	-3,4	-3,4
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	67,0	72,9	79,7	81,3	82,7	80,7	79,9
Leistungsbilanz (% des BIP)	-6,6	-7,1	0,3	1,1	1,6	1,8	1,0
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	16,0	24,0	30,0	33,7	37,8	39,6	40,7
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	103,2	116,1	146,6	139,4	132,9	133,9	125,1
EUR/HUF (Jahresdurchschnitt)	251,3	250,8	280,1	275,5	279,3	290,5	285,0
USD/HUF (Jahresdurchschnitt)	183,3	170,5	200,9	207,7	203,9	218,8	219,2

Quelle: Thomson Reuters, wiiv, Raiffeisen RESEARCH

ungarischen Wachstumsaussichten für 2013 auswirken und die Popularität der Regierungspartei potentiell schädigen. Kurzfristige und langfristige Sichtweisen stehen im Widerspruch zueinander, und die Wirtschaft sieht sich im Konflikt mit der Politik.

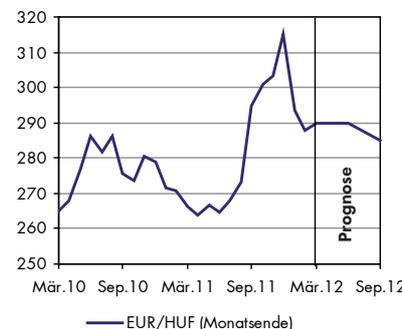
Finanzmarktausblick

Im ersten Quartal 2012 hat der HUF infolge befürchteter Refinanzierungsschwierigkeiten gegenüber dem Euro stark abgewertet, konnte in der Folge aber von einer abnehmenden globalen Risikoaversion profitieren. Trotz der Ungewissheiten rund um die Verhandlungen mit dem IWF oder der Möglichkeit gekürzter Kohäsionsfondsmittel ab 2013 avancierte EUR/HUF von 320 zurück auf 290. Während wir ein sehr beschränktes Potenzial für ein nochmaliges Zulegen des Forint gegenüber dem Euro im kommenden Quartal sehen, sind zahlreiche Bedrohungen auszumachen die zumindest kurzfristig zu Rückschlägen führen könnten. Die Verhandlungen mit dem IWF könnten sich schwieriger als erhofft gestalten, und die Kommunikation von Seiten der ungarischen Politik könnte sich einmal mehr als abschreckend für Investoren erweisen. Im Augenblick hat der Druck auf die ungarische Regierung, ein IWF-Abkommen zu erreichen, nachgelassen, wodurch die Wahrscheinlichkeit einer baldigen Lösung gesunken ist. Mit der EU muss bis Juni ein Abkommen über eine nachhaltige Senkung des Budgetdefizits zustande gebracht werden, um den vollen Zugriff auf die Mittel des Kohäsionsfonds 2013 zu bewahren. Wir glauben, dass beide Übereinkommen (IWF und EU) realisiert werden, bis dorthin könnte aber noch ein steiniger Weg vor uns liegen. Eine moderate Erholungsrally bei EUR/HUF nach Unterzeichnung der Verträge erscheint zum Ende des zweiten Quartals plausibel. Für eine nachhaltige Aufwertung scheint in Q2 2012 jedoch wenig Spielraum vorhanden.

Ähnlich wie der Forint haben auch die Renditen Anfang Januar aus Angst vor Refinanzierungsschwierigkeiten abrupt angezogen, ehe sie dank nachlassender Risikoaversion wieder gefallen sind. Ungarn konnte sich weiterhin über die Märkte refinanzieren, wengleich auf erhöhtem Renditeniveau. Auch wenn sich die Verhandlungen mit der EU und dem IWF als schwierig erweisen könnten, erwarten wir später in Q2 eine Vereinbarung, die für moderate Zinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte 2012 Raum schaffen könnte (derzeit prognostizieren wir für H2 Zinssenkungen um 50 BP). Unsere Prognosen für Q2 ergeben eine Kaufempfehlung für 10-jährige ungarische Staatsanleihen, wobei die Performance eher von der Renditenseite als vom Wechselkurs zu erwarten ist.

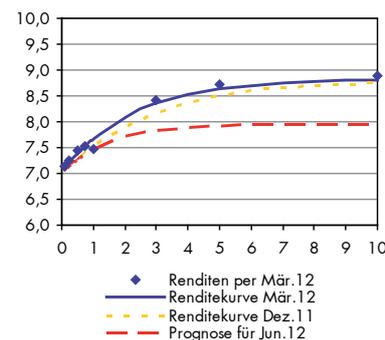
Zoltan Török, Wolfgang Ernst

EUR/HUF



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

HUF Renditekurve (%)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Währungs-, Zins- und Renditeprognosen

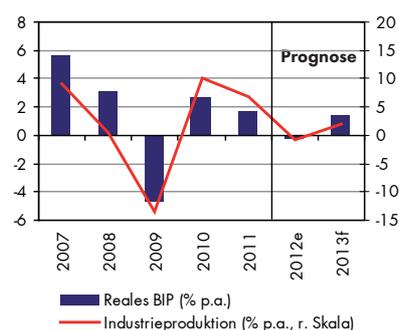
	Kupon	Fälligk.	28. Mär ¹	Jun.12	EUR Perf.	Sep.12	EUR Perf.	Dez.12	EUR Perf.	Mär.13	EUR Perf.
EUR/HUF			292,2	290,0	0,7	285,0	2,5	285,0	2,5	285,0	2,5
USD/HUF ²			218,9	219,7	-0,4	211,1	3,7	211,1	3,7	211,1	3,7
Leitzinssatz ³			7,0	7,00		6,75		6,50		6,50	
1M			7,1	7,1		6,8		6,6		6,6	
3M			7,3	7,1		6,9		6,6		6,6	
12M			7,4	7,5	1,1	7,2	5,0	7,0	7,0	7,0	5,1
3-j. Anleihe	7,75%	Aug.15	8,5	7,9	2,8	7,6	6,4	7,2	8,5	7,0	11,0
5-j. Anleihe	6,75%	Nov.17	8,6	7,9	4,1	7,5	8,8	7,3	10,8	7,2	13,8
10-j. Anleihe	7,00%	Jun.22	8,8	7,9	5,9	7,5	9,8	7,3	12,6	7,3	13,9
15-j. Anleihe	6,75%	Okt.28	8,7	8,0	11,1	7,5	15,2	7,3	19,9	7,3	19,7

1) 17:00 (MEZ); 2) Performance in USD; 3) 14-Tage Einlagenzinssatz der Zentralbank
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsschwäche für H1 2012 erwartet

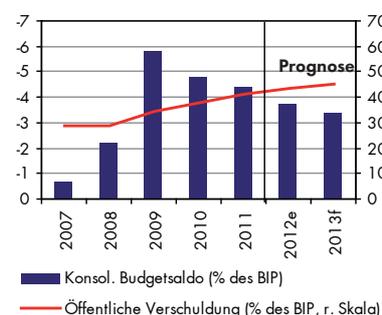
- Tschechische Wirtschaft in technischer Rezession, Erholung im zweiten Halbjahr 2012 erwartet
- Weitere Mehrwertsteuererhöhungen 2013 wahrscheinlich
- Krone im ersten Quartal deutlich stärker, Seitwärtsbewegung in Q2 erwartet
- Keine Leitzinsänderungen in den nächsten 12 Monaten prognostiziert

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Budgetdefizit & öffentl. Verschuldung



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsausblick

Die tschechische Wirtschaft ist in H2 2012 in eine leichte Rezession geschlittert und in Q3 sowie in Q4 um 0,1 % p.q. geschrumpft. Das jährliche BIP-Wachstum erreichte im Jahr 2011 die Marke von 1,7 %. Der Rückgang in Q4 ist auf abnehmende Investitionstätigkeit (hauptsächlich Lagerbestände) und geringeren Staatskonsum zurückzuführen. Der Konsum der Privathaushalte blieb unverändert. Der einzige positive Treiber für das BIP waren die Nettoexporte. Anders gesagt, schuld an der Rezession war die schwache Inlandsnachfrage. Wir erwarten uns für Q1 eine weitere Vertiefung der Rezession, weil die genannten Einmalfaktoren den Privatverbrauch dämpfen werden. In diesem Sinne halten wir eine BIP-Schrumpfung um 0,4 % p.q. in Q1 für wahrscheinlich. Die Situation sollte sich gegen Ende H1 oder zu Beginn von H2 vor allem dank einer Verbesserung bei der externen Nachfrage stabilisieren. Neue Aufträge für die Industrie verweisen auf eine bevorstehende Wirtschaftserholung. Wir prognostizieren alles in allem eine Schrumpfung der tschechischen Wirtschaft um 0,2 % im Jahr 2012.

Aufgrund der Umsatzsteuererhöhung ist die Verbraucherpreis-inflation im Januar auf 3,5 % p.a. gestiegen. Indessen werden die aus der Steuererhöhung lukrierten Mittel wohl kaum ausreichen, das Haushaltsziel 2012 (Defizit von 3,2 % des BIP) zu realisieren, weshalb im Laufe des Jahres weitere Ausgabenkürzungen vonnöten sein werden. Mit Blick auf die fiskalischen Zielmarken für die Zeit nach dem Jahr 2012 denkt die tschechische Regierung darüber nach, im Jahr 2013 erneut die Umsatzsteuern anzuheben. Zurzeit erscheint als wahrscheinlichste Strategie eine Anhebung beider Mehrwertsteuersätze um je einen Prozentpunkt auf 21 % bzw. 15 %. Dies würde wiederum die Inflation anstoßen, und in der Folge würde das Inflationsziel von 2 % auch im Jahr 2013 verfehlt. Eine andere in Erwägung gezogene Maßnahme ist das Einfrieren der Pensionen, das eine weitere Schwächung der ohnehin zaghafte Nachfrage zur Folge hätte.

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	132,2	154,2	141,5	149,2	154,9	156,9	169,7
Reales BIP (% p.a.)	5,7	3,1	-4,7	2,7	1,7	-0,2	1,4
Industrieproduktion (% p.a.)	9,0	0,4	-13,4	10,1	6,9	-0,9	1,9
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	6,6	5,4	8,1	9,0	8,5	8,9	9,1
Bruttoindustriellöhne (% p.a.)	7,2	8,1	3,5	3,7	4,4	3,0	3,8
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	4,1	4,5	-3,1	1,2	5,6	2,7	2,2
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	2,8	6,3	1,0	1,5	1,9	3,0	2,2
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	5,4	3,6	1,0	2,3	2,4	2,5	2,0
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-0,7	-2,2	-5,8	-4,8	-4,4	-3,7	-3,4
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	29,0	28,7	34,4	37,6	41,1	43,6	45,2
Leistungsbilanz (% des BIP)	-4,3	-2,1	-2,4	-3,9	-2,9	-2,2	-2,3
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	23,7	26,6	28,9	31,8	31,1	32,0	34,0
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	39,1	38,7	43,7	47,9	48,9	47,4	47,9
EUR/CZK (Jahresdurchschnitt)	27,7	24,9	26,4	25,3	24,6	24,5	23,5
USD/CZK (Jahresdurchschnitt)	20,2	17,0	19,0	19,1	17,9	18,5	18,1

Quelle: Thomson Reuters, wiiv, Raiffeisen RESEARCH

Der neue Präsident wird Anfang 2013 gewählt. Im Herbst 2012 hat die linke Oppositionspartei gute Chancen, in einigen Regionen an der Macht zu bleiben, zumal die Unzufriedenheit mit den Sparmaßnahmen der Zentralregierung allgemein groß ist.

Finanzmarktausblick

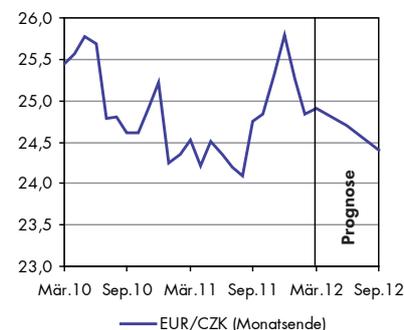
Gegenüber dem Euro hat die Krone von beinahe 26,0 zu Beginn des Jahres 2012 auf 24,40 aufgewertet. Die überraschend zügige Aufwertung lässt sich hauptsächlich mit dem Rückgang der Risikoaversion nach Annahme der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte durch die EZB erklären. Grundsätzlich ist festzuhalten, dass die Konvergenz-Story von CZK-EUR noch einen langen Weg vor sich hat. Kurzfristig können jedoch plötzliche Hoch- und Tiefpunkte der Risikoaversion die Wechselkursentwicklung signifikant beeinflussen.

Aufgrund der nunmehr verbesserten Wirtschaftsaussichten und der etwas erhöht ins Jahr 2012 gegangenen Inflationsrate haben sich die Chancen auf eine Zinssenkung verringert. Dem gegenüber haben einige Board-Mitglieder über eine allfällige Notwendigkeit zur Anhebung der Zinsen in der vorhersehbaren Zukunft zu sprechen begonnen. Wie erwähnt, erwarten wir für CZK in H2 eine weitere Aufwertung. Wir gehen davon aus, dass die EZB die Zinsen in den nächsten 12 Monaten unverändert lassen wird. Alles in allem erwarten wir uns für die CNB-Leitzinsen in den nächsten 12 Monaten keine Veränderungen.

In Q1 2012 haben sich die Renditen auf tschechische Staatsanleihen seitwärts bewegt und somit unsere Neutral-Empfehlung für diese Papiere bestätigt. Das Finanzministerium hat grundsätzlich keine Probleme mit der Platzierung inländischer Anleihen. Im Februar hat das Ministerium problemlos EUR 2,0 Mrd. emittiert. Der Netto-Ausleihungsbedarf hat sich im Jahr 2011 auf ca. CZK 142 Mrd. verringert, und für das Jahr 2012 erwartet sich das Ministerium CZK 107,2 Mrd. Das Budgetdefizit der Zentralregierung dürfte in diesem Jahr CZK 105 Mrd. ausmachen. Der Brutto-Ausleihungsbedarf wird wahrscheinlich CZK 243,4 Mrd. erreichen und damit ein wenig unter dem Stand von 2011 bleiben. Unter der Annahme, dass die Schuldenkrise in der Eurozone nicht erneut eskaliert, sollte das Ministerium keine Probleme damit haben, im Jahr 2012 seinen Finanzierungsbedarf zu befriedigen. In unserem Basis-Szenario erwarten wir eine allmähliche Verkleinerung des Spreads zwischen tschechischen Staatsanleihen und der deutschen Benchmark. Für das 2. Quartal 2012 lautet unsere Empfehlung auf Halten.

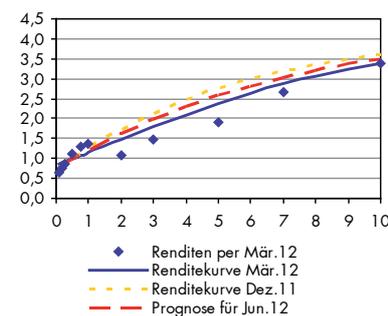
Vaclav France, Michal Brozka

EUR/CZK



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

CZK Renditekurve (%)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Währungs-, Zins- und Renditeprognosen

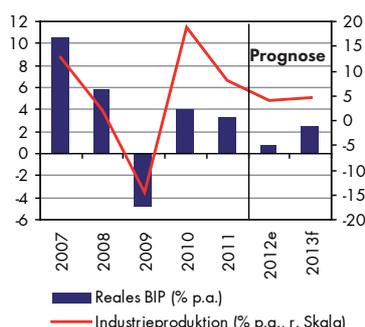
	Kupon	Fälligk.	28. Mär ¹	Jun.12	EUR Perf.	Sep.12	EUR Perf.	Dez.12	EUR Perf.	Mär.13	EUR Perf.
EUR/CZK			24,7	24,7	-0,2	24,4	1,1	23,8	3,6	23,6	4,5
USD/CZK ²			18,5	18,7	-0,9	18,1	2,6	17,6	5,2	17,5	6,1
Leitzinssatz ³			0,8	0,75		0,75		0,75		0,75	
1M			0,6	0,7		0,7		0,7		0,7	
3M			0,9	0,8		0,8		0,8		0,8	
12M			1,1	1,4	0,1	1,4	1,7	1,4	4,6	1,4	5,9
2-j. Anleihe	2,75%	Mär.14	1,5	1,3	0,6	1,4	2,0	1,5	4,9	1,7	3,5
5-j. Anleihe	4,00%	Apr.17	2,4	2,2	1,2	2,1	3,4	2,2	6,6	2,4	7,7
10-j. Anleihe	3,85%	Sep.21	3,4	3,5	-0,2	3,4	2,7	3,5	5,4	3,6	6,5
15-j. Anleihe	5,70%	Mai.24	3,7	3,7	0,7	3,7	2,9	3,8	5,6	3,9	6,6

1) 17:00 (MEZ); 2) Performance in USD; 3) 14-Tage Reposatz
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Unterwegs zur politischen Stabilität

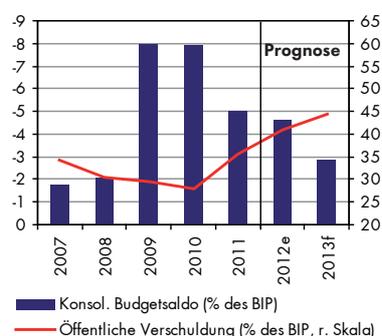
- Keine Anzeichen eines drastischen Wirtschaftsabschwungs bis jetzt
- Wir erwarten keine Rezession – im Gegensatz zum Nachbar Tschechien (mit ähnlicher Wirtschaftsstruktur)
- Fiskalische Konsolidierung ist angegangen und zeigt sich in verbessertem Risikoprofil
- Fiskalische Konsolidierung könnte etwas "populistischer" werden (höhere Bankensteuer, keine "flat tax" mehr)

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Budgetdefizit & öffentl. Verschuldung



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsausblick

Das BIP-Wachstum in Q4/2011 (+3,4 % p.a.) zeigt keine Verlangsamung an, ganz im Gegensatz zu vielen anderen europäischen Staaten. Allerdings zeigt die Struktur des Wachstums, dass 1 Prozentpunkt der 3,4 % p.a. durch einmalige Steuereffekte zustande gekommen ist. Dennoch dürfte die Slowakei in 2012 ein BIP-Wachstum von +0,8 % verzeichnen, v.a. aufgrund der Expansion im Automobilsektor. Auch andere Industriesektoren sollten von der relativ stabilen Situation beim wichtigsten Handelspartner Deutschland profitieren. Andererseits kommt vom öffentlichen Konsum insofern ein Dämpfer, als eine Haushaltskonsolidierung notwendig ist. Der Reallohnrückgang (-1,6 %) zählte zu den größten Problemen im Jahr 2011, und die Situation in 2012 wird wohl nur geringfügig besser sein, d. h. wir erwarten nicht mehr als +0,5 % an Reallohnsteigerung. Dies und ein kleiner Rückgang der Beschäftigung werden 2012 einen stagnierenden Verbrauch der Privathaushalte nach sich ziehen.

In den März-Parlamentswahlen erreichte die sozialdemokratische SMER einen deutlichen Sieg mit 44,41 % der Stimmen (83 von 150 Sitzen im Parlament). Der kommende Premier Fico hat erklärt, dass er das Ziel eines Defizits von 3 % des BIP in 2013 weiter verfolgen werde. Fico hat angekündigt, dass er neben Ausgabenkürzungen (1) die Bankensteuer von 0,4 % der Aktiva auf 0,7 % anheben wolle, (2) die Körperschaftssteuer von 19 % auf 22 % für Unternehmen, deren Gewinne über EUR 33 Mio. betragen (einschließlich Banken), (3) sowie die Lohn- und Einkommenssteuer für Privatpersonen von 19 % auf 25 % für Einkommen über EUR 33.000 im Jahr; außerdem soll (4) eine 5 %-ige Dividendensteuer für Privatpersonen eingeführt werden. Was die Finanzmärkte betrifft, muss betont werden, dass der Druck auf die Slowakei nachgelassen hat, nachdem erfolgreich Staatsanleihen platziert werden konnten. Die Renditen auf 10-jährige Anleihen liegen unter 4 %, während sie Januar 2012 noch nahezu 5 % betragen hatten.

Gunter Deuber, Boris Fojtik

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	61,6	67,0	63,1	65,9	69,1	71,0	74,2
Reales BIP (% p.a.)	10,5	5,8	-4,8	4,0	3,3	0,8	2,5
Industrieproduktion (% p.a.)	12,8	2,0	-14,5	18,9	8,0	4,0	4,5
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	11,0	9,6	12,1	14,4	13,5	13,7	13,5
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	0,0	7,2	2,7	5,0	5,0	6,5	3,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	2,1	5,0	-2,5	-2,8	2,6	1,5	2,5
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	2,8	4,6	1,6	1,0	3,9	3,0	2,5
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	3,4	4,4	0,5	1,3	4,4	2,3	2,5
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-1,8	-2,1	-8,0	-7,9	-5,0	-4,6	-2,8
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	29,6	27,8	35,4	41,0	44,4	48,2	48,8
Leistungsbilanz (% des BIP)	-5,3	-6,0	-2,6	-2,5	0,2	1,4	2,0
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	13,0	13,5	1,0	1,6	1,9	2,1	2,3
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	49,2	56,4	72,3	74,5	79,0	81,3	86,0
EUR/SKK (Jahresdurchschnitt)*	24,6	21,3	21,6				Euro-Einführung bei EUR/SKK 30,126
USD/SKK (Jahresdurchschnitt)*	1,37	1,47	1,39				Euro-Einführung bei EUR/SKK 30,126

* Euro-Einführung am 1. Jänner 2009

Quelle: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen RESEARCH

Nach den Wahlen sind Reformanstrengungen gefragt

- **Janez Jansa zum neuen Premier gewählt**
- **Ambitionierte Pläne der Regierung notwendig um Budgetdefizit auf 3 % des BIP zu senken**
- **Reformanstrengungen schwierig in Fünf-Parteienkoalition**
- **Schwacher Wachstumsausblick mit Risiko für negative Überraschungen**

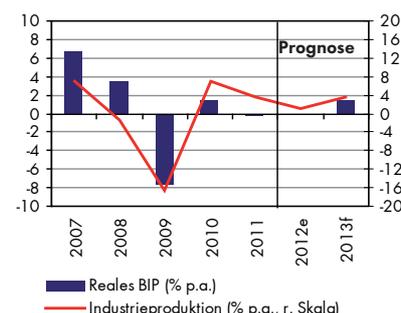
Wirtschaftsausblick

Zoran Jankovic, Gewinner der vorgezogenen Wahlen, war nicht imstande eine Koalition zu bilden, die ihm den Premierministerposten gesichert hätte. An seiner Stelle gelang es Janez Jansa, Premierminister von 2004-2008, sich von einer Fünf-Parteienkoalition zum neuen Premier wählen zu lassen. Eine Fünf-Parteienkoalition mit einer Mehrheit von 50 der 90 Parlamentssitze wird sich unserem Dafürhalten nach mit der Durchsetzung von Reformen schwer tun. Die Pläne der neuen Regierung sind ehrgeizig, das Budgetdefizit muss in einem Umfeld wirtschaftlicher Kontraktion auf 3 % des BIP reduziert werden. Der Inlandskonsum ist schwach, und für das Jahr 2012 bestehen kaum Aussichten auf eine Ankurbelung des Konsums. Im Bankensektor herrscht Unsicherheit hinsichtlich der Notwendigkeit zusätzlicher staatlicher Kapitalzuschüsse, und auch der Exportsektor ist gemäß Exportdaten vom Januar so wenig gewachsen wie seit 2 Jahren nicht. Die neue Regierung möchte nun beim Verwaltungsaufwand sparen und die Gewinn- und Einkommenssteuern senken um die Wirtschaft anzukurbeln. Auch eine Pensionsreform sowie Reformen des Gesundheits- und Arbeitsmarktsystems sind erforderlich. Die slowenische Staatsschuldenquote ist in den letzten Jahren in die Höhe geschossen, von ca. 20 % in 2008 auf über 40 % in 2011. Die Risiken schlechterer BIP-Tendenzen in 2012 sowie eines blockierten Zugangs zu den Finanzmärkten bestehen zweifellos weiter. Es wird von den Reformmaßnahmen und der Entwicklung des Exportsektors abhängen, ob Slowenien im Jahr 2012 die Wende schafft.

Zwar bleiben wir mit Bezug auf eine erfolgreiche Implementierung großer Reformprojekte skeptisch und glauben nicht an die Realisierung eines Defizits in Höhe von 3 % des BIP im Jahr 2012, doch erwarten wir zumindest einige kleinere Reformschritte, mit deren Hilfe das Budgetdefizit auf 4,5 % reduziert werden könnte. Für die Wachstumserwartungen sieht es in 2012 indessen nicht gut aus, eine wirtschaftliche Stagnation ist noch das Beste, worauf man hoffen kann.

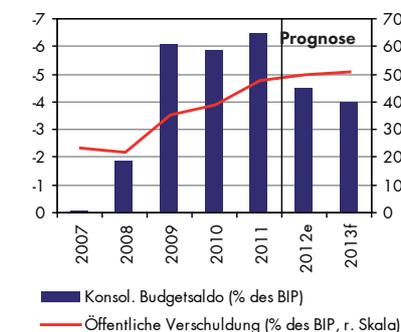
Wolfgang Ernst

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Budgetdefizit & öffentl. Verschuldung



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	34,6	37,1	35,3	35,4	35,6	36,0	38,0
Reales BIP (% p.a.)	7,1	3,5	-7,7	1,4	-0,2	0,0	1,5
Industrieproduktion (% p.a.)	7,7	6,7	9,2	10,7	11,8	12,5	12,0
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	5,9	9,9	4,6	3,6	2,7	2,0	3,5
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	4,2	3,9	-1,3	2,1	4,4	3,0	3,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	3,6	5,7	0,9	1,8	1,8	2,2	2,0
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	5,6	2,1	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	0,0	-1,9	-6,1	-5,8	-6,5	-4,5	-4,0
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	23,1	21,9	35,3	38,8	47,5	50,0	51,0
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	-4,8	-6,9	-1,3	-0,8	-0,5	-0,6	-1,1
Leistungsbilanz (% des BIP)	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	100,6	105,7	114,1	114,9	116,3	116,7	115,8
USD/SIT (Jahresdurchschnitt)*	239,6				Euro-Einführung bei EUR/SIT 239,64		
USD/SIT (Jahresdurchschnitt)*	174,8				Euro-Einführung bei EUR/SIT 239,64		

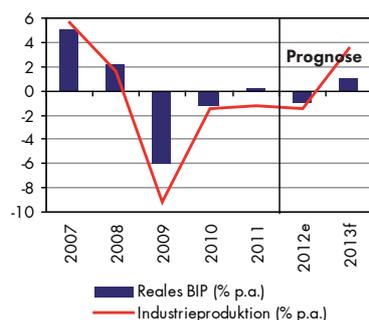
* Euro-Einführung am 1. Jänner 2007

Quelle: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen RESEARCH

Ein Schritt nach dem anderen - ein langer Weg zur Erholung

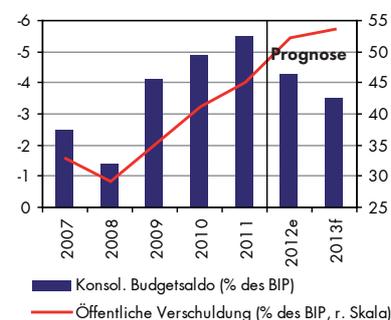
- Keine Wirtschaftserholung in 2011 und neuerliche Rezessionsphase wahrscheinlich
- Weitere Budgetkonsolidierung ist unvermeidlich
- Konstanter Abwertungsdruck auf die Kuna
- Interesse an kroatischen Schuldverschreibungen hängt von erfolgreicher Aufrechterhaltung der Bonität ab

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Budgetdefizit & öffentl. Verschuldung



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsausblick

Nach zwei Jahren mit schrumpfendem BIP hat die Wirtschaft in 2011 stagniert und wird in diesem Jahr wahrscheinlich wieder in die Rezession abrutschen. Das Jahr 2012 scheint im Zeichen einer beginnenden Haushaltskonsolidierung mit geplanten Ausgabenkürzungen von 2,8 % p.a. zu stehen. Bei einem geplanten Einnahmewachstum in Höhe von 1,5 % könnte eine Senkung des Gesamtdefizits drinnen sein. Die Regierung hat sich eindeutig für eine abgestufte Herangehensweise anstelle markanter und umfassender Einschnitte entschieden, was angesichts des sinkenden Lebensstandards der Bevölkerung nur zu verständlich ist. Die Rating-Agenturen scheinen der Regierung zumindest für den Augenblick eine gewisse Entspannung zu gönnen. Es besteht kein Zweifel, dass eine weitere Haushaltskonsolidierung unvermeidlich ist, zumal die aktuellen Maßnahmen nicht ausreichen werden, um ein strukturelles Defizit nach Maßgabe der neuen EU-Nachhaltigkeitsziele zu erreichen. Mittelfristig werden deshalb zusätzliche Anpassungsmaßnahmen erforderlich sein. Gleichzeitig muss auf mittlere Sicht auch das Potenzial für Wirtschaftswachstum gesteigert werden (das Wachstumspotenzial der einheimischen Wirtschaft ist in den letzten drei Jahren deutlich eingeknickt), wofür Strukturreformen vonnöten sind, insbesondere am Arbeitsmarkt, in der öffentlichen Verwaltung und bei der Sozialversicherung, aber auch Maßnahmen im Sinne eines besseren Geschäfts- und Investitionsklimas. Würde man sich mit ausgeglichenen Ausgaben und Einnahmen im Budget begnügen, ohne gleichzeitig Strukturreformen und Maßnahmen zu Gunsten eines substantiellen Wirtschaftswachstums zu ergreifen, so würde dies langfristig bloß zu einer Stagnation führen. Wir erwarten uns von der Budget-Revision im Juli Anzeichen von Strukturreformen. Zudem wird Kroatien im Jahr 2013 Mitglied der EU, was mehr ausländische Investitionen ins Land locken und den Zugang zu günstigerer Auslandsfinanzierung erleichtern wird.

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	43,4	47,8	45,7	45,9	46,2	46,0	48,0
Reales BIP (% p.a.)	5,1	2,2	-6,0	-1,2	0,2	-1,0	1,0
Industrieproduktion (% p.a.)	5,6	1,6	-9,2	-1,5	-1,2	-1,5	3,5
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	14,8	13,2	14,9	17,4	18,0	18,5	18,3
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	5,6	6,2	1,4	-0,5	1,0	0,2	0,5
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	3,4	8,4	-0,4	4,3	6,4	4,0	3,3
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	2,9	6,1	2,4	1,1	2,3	2,5	3,0
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	5,8	2,9	1,9	1,8	2,1	2,8	2,9
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-2,5	-1,4	-4,1	-4,9	-5,5	-4,3	-3,5
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	32,9	29,2	35,1	41,2	45,1	52,2	53,7
Leistungsbilanz (% des BIP)	-7,2	-8,8	-5,2	-1,2	0,3	0,3	0,9
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	9,3	9,1	10,4	10,7	11,2	12,0	12,3
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	77,7	85,0	99,1	101,2	99,1	103,6	100,7
EUR/HRK (Jahresdurchschnitt)	7,34	7,22	7,34	7,29	7,43	7,56	7,55
USD/HRK (Jahresdurchschnitt)	5,35	4,91	5,26	5,49	5,42	5,69	5,81

Quelle: Thomson Reuters, wiiv, Raiffeisen RESEARCH

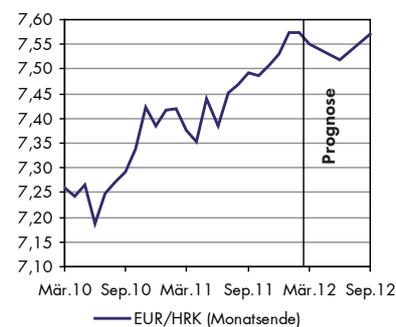
Finanzmarktausblick

Trotz des konstanten Abwertungsdrucks auf die Kuna hat sich die CNB von ihrer Haltung zum Schutz des Wechselkurses EUR/HRK nicht abbringen lassen und drei Mal auf dem Devisenmarkt interveniert (Verkauf von EUR 458 Mio.) sowie die Mindestrücklagepflicht auf 15 % angehoben. Die Erwartungen eines niedrigeren EUR/HRK-Kurses im 2. Quartal werden von der kommenden Tourismussaison und der anstehenden USD-Eurobond-Emission gestützt, obwohl wir glauben, dass die Fremdwährung in der CNB konvertiert werden wird. In diesem Fall würden die internationalen Reserven steigen, was für die Geldpolitik eine komfortablere Situation hinsichtlich des Schutzes der HRK-Stabilität schaffen würde. Dies gewinnt noch an Bedeutung angesichts der Tatsache, dass das zweite Quartal im Jahr für gewöhnlich eine Periode ist, in der der Abfluss von Devisen aus dem Inlandsmarkt die Zuflüsse übertrifft (Grund: Dividendenausüttungen an ausländische Investoren). Allerdings werden die anhaltende Unternehmensnachfrage nach Euro, die mangelnden Fremdwährungszuflüsse sowie die Eintrübung des bereits schlechten Exportklimas weiter verhindern, dass es zu wirklich signifikanten Wechselkurskorrekturen kommt.

Seit Anfang des Jahres wird die Nachfrage nach kroatischen Schuldpapieren von der hohen Liquidität gefördert, die nicht nur den lokalen Markt, sondern auch die Märkte in den USA und in Europa kennzeichnet, aber auch – zumindest fürs erste – von der Rating-Bestätigung durch Fitch. Die Renditen sind gesunken und die Spreads über Benchmark haben sich verknappert, doch der wirtschaftliche Ausblick ist miserabel geblieben. In der Haushaltspolitik stehen gewaltige Aufgaben an (Konsolidierung), Strukturreformen und eine Verbesserung des Investitionsklimas sind unabdingbar, und das kroatische Rating ist alles andere als gesichert. Solange die positiven Einflüsse von den internationalen Märkten wirksam sind (reichliche Liquidität und gesunder Risikoappetit), rechnen wir mit einem anhaltenden Interesse an kroatischen Schuldpapieren, vor allem an kurzfristigen. Dabei hängt natürlich alles von einer erfolgreichen Verteidigung der Bonität ab, das im Anschluss an die erste Budget-Revision in 2012, die bereits für den Sommer (Juli) angekündigt ist, wieder einer kritischen Prüfung standhalten wird müssen. Der Inlandsmarkt wird weiterhin unter der schwachen Inlandsnachfrage und der zögerlichen Haltung der Marktteilnehmer leiden. Ein transparenter Emissionskalender fehlt, doch gehen wir davon aus, dass die Regierung die Budget-Revision und die Ergebnisse des ersten Halbjahrs abwarten wird, bevor der Inlandsmarkt mit einer Anleihenemission (wahrscheinlich erst im 3. Quartal) rechnen kann.

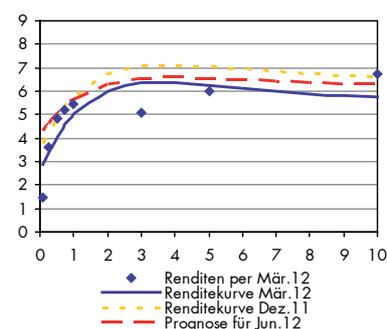
Zrinka Zivkovic-Matijevic

EUR/HRK



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

HRK Renditekurve (%)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Währungs-, Zins- und Renditeprognosen

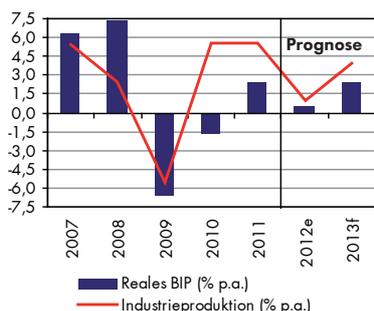
	Kupon	Fälligk.	28. Mär ¹	Jun.12	EUR Perf.	Sep.12	EUR Perf.	Dez.12	EUR Perf.	Mär.13	EUR Perf.
EUR/HRK			7,51	7,52	-0,2	7,57	-0,9	7,60	-1,2	7,55	-0,6
USD/HRK ²			5,65	5,70	-0,9	5,61	0,7	5,63	0,3	5,59	1,0
1M			1,2	3,6		3,4		3,2		2,8	
3M			3,4	4,7		4,5		4,3		4,5	
6M			4,6	5,5		5,5		5,6		5,4	
12M			5,2	5,9		5,9		5,9		5,9	
3-j. Anleihe	5,25%	Dez.15	6,1	5,9	1,4	5,9	2,2	5,9	3,3	5,8	5,5
5-j. Anleihe	4,75%	Feb.17	6,3	6,5	1,1	6,7	1,3	6,7	2,1	6,7	4,4
10-j. Anleihe	6,75%	Mär.20	7,0	6,8	3,3	6,8	4,3	6,8	5,0	6,8	7,5

1) 17:00 (MEZ); 2) Performance in USD
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Politik als Unsicherheitsfaktor

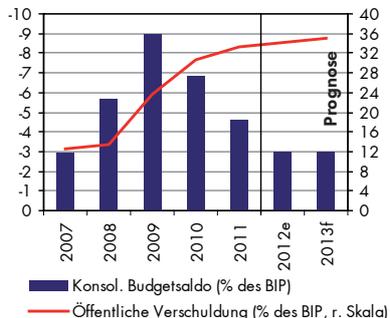
- Marginale Kontraktion in Q1 und zögerliche Erholung in den folgenden Quartalen
- Spielraum für Leitzinsensenkung, jedoch bei den Renditen großteils eingepreist
- Abwärtsrisiken für RON und lokale Anleihekurse begrenzt
- Vor Lokalwahlen am 10. Juni rücken politische Fragen wieder stärker in den Vordergrund

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Budgetdefizit & öffentl. Verschuldung



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsausblick

Das reale BIP ist in Q4 vor dem Hintergrund eines negativen Beitrags von Seiten der Landwirtschaft (nach einer sehr guten Performance in Q3) marginal gefallen (-0,2 % p.q.). Die Performance der Industrie und des Exportsektors hat sich verschlechtert, nachdem deren Aufwärtstrend in Q4 gebremst wurde (schwache Dynamik aus Q3). Der Privatkonsum und die Investitionen meldeten gute Nachrichten, nachdem sie in Q4 leicht zugelegt hatten. Wir denken, dass das reale BIP in Q1 2012 leicht geschrumpft sein könnte (-0,3 % p.q.). Wir rechnen außerdem mit einer geringen Schrumpfung in der Industrie und bei den Exporten, wo der Rückgang in den letzten 2 Monaten 2011 in Q1 nicht aufgeholt werden konnte. Der negative Beitrag der Industrie wurde von den anderen Sektoren (Dienstleistungen) wahrscheinlich nicht vollständig ausgeglichen, die weiterhin unbefriedigend abschnitten. Wir sehen zudem eine nur schwache Erholung beim Konsum und bei den Investitionen, während sich das Außenhandelsdefizit in Q1 ausweitete und einen negativen Beitrag zum BIP-Wachstum leistete. Indessen fiel der Start ins Jahr 2012 besser als erwartet aus. Die Kontraktion in Q4 und Q1 sollte eine vorübergehende Erscheinung gewesen sein. In Q2 dürfte das Wachstum kurzfristig moderat ausfallen, zumal die Zuflüsse von Auslandskapital gering sind und das Vertrauen noch immer schwach ist.

Die Lokalwahlen sind für den 10. Juni vorgesehen, die Parlamentswahlen sollten im November stattfinden. Allem Anschein nach wird es zu einem knappen Rennen kommen. Die regierende Partei möchte von der aufgrund der implementierten Sparmaßnahmen erheblich abgebröckelten Wählerunterstützung so viel wie möglich erhalten. Die Regierungsumbildung im Februar und die jüngste Entscheidung für eine Anhebung der Gehälter im öffentlichen Dienst ab Juni kann als Schritt in diese Richtung interpretiert werden. Angesichts der beträchtlichen grundsätzlichen Unterschiede zwischen den beiden Oppositionsparteien stellt

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	124,7	139,8	118,3	124,1	136,5	140,7	153,5
Reales BIP (% p.a.)	6,3	7,3	-6,6	-1,6	2,5	0,5	2,5
Industrieproduktion (% p.a.)	5,4	2,5	-5,5	5,5	5,6	1,0	4,0
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	6,4	5,8	6,9	7,3	7,3	7,1	6,9
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	19,9	22,6	10,0	8,3	7,0	4,0	8,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	8,1	15,3	1,9	6,3	8,9	5,0	3,8
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	4,8	7,9	5,6	6,1	5,8	3,0	3,6
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	6,6	6,3	4,7	8,0	3,1	3,7	3,5
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-2,9	-5,7	-9,0	-6,8	-4,6	-3,0	-3,0
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	12,6	13,4	23,6	30,5	33,4	34,3	35,0
Leistungsbilanz (% des BIP)	-13,4	-11,6	-4,2	-4,4	-4,2	-4,0	-4,2
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	25,3	26,2	28,3	32,4	33,2	33,0	33,0
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	47,0	51,8	68,7	74,5	72,2	72,5	71,0
EUR/RON (Jahresdurchschnitt)	3,34	3,68	4,24	4,21	4,24	4,34	4,24
USD/RON (Jahresdurchschnitt)	2,43	2,50	3,04	3,17	3,09	3,27	3,26

Quelle: Thomson Reuters, wiiv, Raiffeisen RESEARCH

sich die Frage, ob diese sich nach den Wahlen auf gemeinsame Ziele einigen werden können.

Finanzmarktausblick

Der Leu-Wechselkurs war im ersten Quartal außerordentlich stabil und hat sich von den Entwicklungen auf den regionalen und den ausländischen Märkten vollkommen abgekoppelt. Der Wechselkursdynamik und den Zahlungsbilanzdaten für Januar ist zu entnehmen, dass die Zuflüsse ausländischen Privatkapitals auch in Q1 mäßig geblieben sind, trotz des global wachsenden Appetits auf riskantere Anlagen. Das Finanzministerium hat als einziger Marktteilnehmer von dieser Entwicklung profitiert, da es in Q1 USD 2,25 Mrd. durch 10-jährige Eurobonds aufnehmen konnte. Dies hat sich bisher auf den Wechselkurs noch nicht ausgewirkt, doch wir glauben, dass es positiv für die Wechselkursdynamik in den kommenden Quartalen sein wird, da das Finanzministerium damit einen großen Teil seines externen Finanzierungsbedarfs für dieses Jahr abgedeckt hat und über einen verbesserten Liquiditätspuffer verfügt. Nach Maßgabe anderer Faktoren sollte der Abwertungsdruck auf den Leu auch im Falle ungünstiger Entwicklungen auf den Auslandsmärkten verhalten bleiben. Dies liegt an der geringen Größe und der einfachen Strukturen der lokalen Finanzmärkte, dem geringen Anteil von Ausländern sowie der offensichtlichen, effektiven und rigorosen Kontrolle, die die Zentralbank über die Bedingungen auf dem FX- und Geldmarkt ausübt. Unser Ausblick für den RON bleibt folglich günstig, wenngleich eine signifikante Aufwertung vor dem Hintergrund geringer Zuflüsse ausländischen Kernkapitals (FDI, Kredite) weniger wahrscheinlich erscheint.

Die Interbankzinsen und die Renditen auf RON-Staatsanleihen sind in Q1 markant gefallen. Die starke Nachfrage nach Staatspapieren in Q1 dürfte hauptsächlich von lokalen Marktteilnehmern gekommen sein. Wir sehen einen Spielraum für die Zentralbank für eine weitere Zinssenkung um 25 BP bis Juni (auf 5,0 %), zumal der kurz- und mittelfristige Inflationsausblick günstig bleibt. Im aktuellen Renditenniveau ist aber bereits ein großer Teil der erwarteten Lockerung berücksichtigt. Das derzeit noch hohe Renditeniveau, die eingeschränkten Risiken einer Wechselkurs-Abwertung und die begrenzten Risiken mit Bezug auf die einheimische Politik sind die Hauptargumente, in RON-Staatspapieren zumindest investiert zu bleiben. Die Korrekturrisiken (Aufwärtsbewegung bei RON-Renditen) sind aufgrund des guten Liquiditätspuffers des Finanzministeriums und der niedrigen Bestände in ausländischer Hand (11,7 % der gesamten ausstehenden RON-Staatspapiere im Dezember) ebenfalls begrenzt.

Ionut Dumitru, Nicolae Covrig

Währungs-, Zins- und Renditeprognosen

	Kupon	Fälligk.	28. Mär ¹	Jun.12	EUR Perf.	Sep.12	EUR Perf.	Dez.12	EUR Perf.	Mär.13	EUR Perf.
EUR/RON			4,37	4,35	0,5	4,30	1,7	4,30	1,7	4,25	2,9
USD/RON ²			3,29	3,30	-0,2	3,19	3,2	3,19	3,2	3,15	4,4
Leitzinssatz ³			5,25	5,00		5,00		5,00		5,00	
1M			4,1	4,0		4,0		4,0		4,2	
3M			4,1	4,3		4,3		4,3		4,3	
1-j. Anleihe			4,7	5,1	1,4	5,1	4,2	5,1	5,3	5,1	7,8
2-j. Anleihe	6,00%	Okt.13	5,1	5,6	1,3	5,5	3,9	5,5	5,4	5,5	8,1
3-j. Anleihe	6,00%	Apr.15	5,9	6,0	1,6	5,9	4,6	5,8	6,6	5,8	9,7
5-j. Anleihe	6,00%	Apr.16	6,2	6,2	1,9	6,1	5,0	6,0	6,9	6,0	9,9
10-j. Anleihe	5,95%	Jun.21	6,4	6,4	1,8	6,3	5,2	6,2	7,5	6,1	11,0

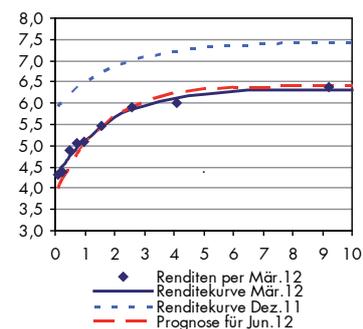
1) 17:00 (MEZ); 2) Performance in USD; 3) Geldpolitischer Zinssatz
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

EUR/RON



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

RON Renditekurve (%)

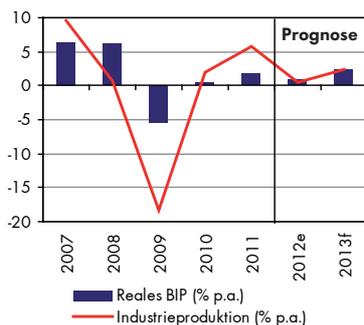


Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Abwärtsrisiken für Wachstumsdynamik

- Export von Waren und Dienstleistungen als Wachstumstreiber in 2011
- Wirtschaft dürfte auch 2012 Wachstumsdynamik aufrechterhalten
- Inflation wird auf niedrigem Niveau erwartet
- Budgetäre Situation nach wie vor eine der günstigsten in der EU

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsausblick

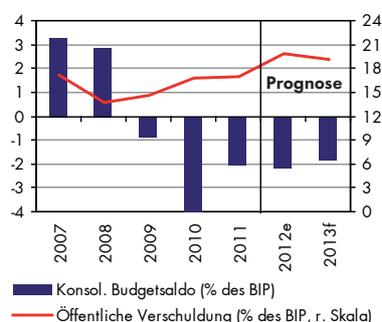
Das BIP-Wachstum 2011 ist mit 1,7 % etwas geringer ausgefallen als von Raiffeisen RESEARCH prognostiziert. Rezessionsbedingte Einflüsse, die sich den Entwicklungen in der Eurozone verdanken, sind hauptsächlich für die schwächere Nachfrage- und Angebots-Performance zum Jahresende verantwortlich. Für das Jahr 2012 wird eine Fortsetzung des bulgarischen Wachstumspfadens erwartet, wenngleich ein Rückgang der BIP-Expansion auf nur mehr 1 % vorausgesagt wird. Eine deutliche Verlangsamung des Exportwachstums ist das wahrscheinlichste Szenario, während die schwache Belebung bei Konsum und Investitionen in der aktuellen Prognose eine moderat beschleunigte Absorption von EU-Geldern widerspiegelt. Die mit dieser letzteren Annahme verbundenen Abwärtsrisiken sollten nicht außer Acht gelassen werden, zumal derzeit keine zusätzlichen endogenen Kräfte zur Beflügelung der Wachstumsaussichten vorhanden sind.

Aufgrund der anhaltend schwachen Inlandsnachfrage und der Abwesenheit signifikanter in- oder ausländischer Impulse ist von einer einigermaßen niedrigen Inflation auszugehen. Die dringlichsten Problemfelder werden wahrscheinlich der Arbeitsmarkt und die Arbeitslosigkeit bleiben, die im Januar mit 12,5 % den höchsten Wert seit Beginn der Rezession im Jahr 2009 erreicht hat.

Während die fiskalische Situation des Landes innerhalb der EU zu den erfreulichen zählt (Defizit und Staatsschulden gehören zu den niedrigsten), scheinen die inländischen Quellen zur Defizitfinanzierung langsam auszutrocknen, zumindest zu den Renditen, die derzeit an den Auktionen des Finanzministeriums akzeptiert werden. Trotzdem bleiben neue Staatsanleihen-Emissionen notwendig, unter anderem zur Finanzierung der Tilgung von Eurobonds in Höhe von EUR 818 Mio. (fällig am 15. Januar 2013). Die gesunkenen CDS-Spreads bieten zudem eine gute Gelegenheit, die internationalen Märkte unter günstigen Bedingungen anzuzapfen.

Kaloyan Ganev

Budgetdefizit & öffentl. Verschuldung



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	30,8	35,4	34,9	36,1	38,5	39,9	42,0
Reales BIP (% p.a.)	6,4	6,2	-5,5	0,4	1,7	1,0	2,5
Industrieproduktion (% p.a.)	9,6	0,7	-18,3	2,0	5,8	0,5	2,5
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	6,9	6,3	6,8	10,2	11,2	11,9	11,5
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	18,4	24,3	9,7	10,5	6,6	6,0	5,4
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	7,7	11,1	-6,2	8,5	9,5	6,3	7,7
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	8,4	12,3	2,8	2,4	4,2	2,7	3,1
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	12,5	7,8	0,6	4,5	2,8	3,1	2,9
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	3,3	2,9	-0,9	-4,0	-2,1	-2,2	-1,8
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	17,2	13,7	14,6	16,7	17,0	19,9	19,1
Leistungsbilanz (% des BIP)	-25,2	-23,1	-8,9	-1,3	1,9	1,6	0,9
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	11,9	12,7	12,9	13,0	13,0	14,9	15,6
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	94,2	105,1	108,3	102,7	92,7	88,0	79,7
EUR/BGN (Jahresdurchschnitt)	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
USD/BGN (Jahresdurchschnitt)	1,43	1,33	1,40	1,47	1,43	1,47	1,50

Quelle: Thomson Reuters, wiiv, Raiffeisen RESEARCH

Warten, bis die Wahlen vorüber sind

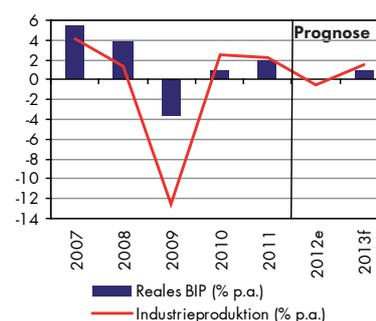
- EU Kandidatenstatus wurde gewährt
- Parlaments- und Kommunalwahlen finden am 6. Mai statt
- IWF-Stand-By Abkommen wird bis Mitte des Jahres eingefroren
- Konjunkturmotoren stehen still

Wirtschaftsausblick

Aufgrund von Differenzen zwischen dem IWF und der Regierung bezüglich der für Ende 2012 vorgesehenen Rekapitalisierung der Komercijalna Banka (EUR 100 Mio.), im Budget 2012 geplanter Staatsgarantien und Risikorücklagen für 2012 wurde das Standby-Abkommen mit dem IWF bis Mitte des Jahres, also bis nach einer Verabschiedung des revidierten Budgetgesetzes für 2012 im neuen Parlament, eingefroren. Diese Tatsache und die anstehenden Parlaments- und Lokalwahlen (6. Mai) bewirkten eine Zurückhaltung auf Seiten der Investoren. Nach jüngsten Meinungsumfragen liegt die oppositionelle Serbische Fortschrittspartei (SNS) des Tomislav Nikolic mit knappem Vorsprung vor der Demokratischen Partei (DS) von Präsident Boris Tadic. Wahrscheinlich wird keine Partei eine absolute Mehrheit erringen, weshalb jedenfalls eine Koalition erforderlich sein wird, die der aktuell regierenden Partei, also der Demokratischen Partei (DS), leichter fallen würde. Diese Entwicklung und die Entscheidung von US Steel, des größten Exportbetriebs im Lande, den Markt zu verlassen, sowie die erwartete Rezession in der Eurozone, dem wichtigsten Exportmarkt Serbiens, haben uns veranlasst, unsere Prognose für das BIP-Wachstum 2012 von 1 % auf 0 % zurückzunehmen. In Q3 könnte sich die Wirtschaft, trotz der Verhandlungen über eine Koalitionsregierung und der sommerlichen Urlaubssaison, aufgrund der erwarteten FIAT-Exporte und einer Fortsetzung des IWF-Vertrags etwas verbessern, was auch den serbischen Dinar unterstützen sollte. Eine Rezession wird dank staatlicher Investitionen in die Infrastruktur und infolge des potenziellen Einsetzens der FIAT-Produktion vermieden werden. Die erwartete gebremste Wirtschaftsentwicklung wird sich in geringeren Steuereinnahmen niederschlagen, die das Budgetdefizit auf 5,25 % des BIP und die Staatsschuldenquote zum BIP auf 48 % (Obergrenze: 45%) bringen werden.

Ljiljana Grubic

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

EUR/RSD



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

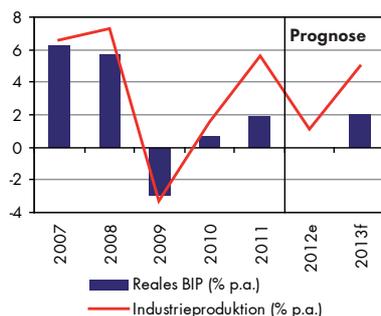
	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	28,5	32,7	28,9	28,2	32,4	32,4	35,4
Reales BIP (% p.a.)	5,4	3,8	-3,5	1,0	2,0	0,0	1,0
Industrieproduktion (% p.a.)	4,1	1,4	-12,6	2,5	2,2	-0,5	1,5
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	18,1	13,6	16,1	20,0	22,0	24,0	23,7
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	23,7	13,2	5,0	10,0	5,0	1,5	1,5
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	5,9	12,4	5,6	12,7	14,2	8,5	7,0
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	6,5	11,7	8,4	6,5	11,0	6,5	6,0
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	5,5	5,5
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-1,9	-2,6	-4,3	-4,8	-4,5	-5,2	-4,6
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	31,2	26,9	34,1	43,2	45,8	48,0	45,0
Leistungsbilanz (% des BIP)	-17,7	-21,6	-7,2	-7,4	-8,9	-7,4	-7,3
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	9,7	8,2	10,6	10,0	12,5	11,7	12,0
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	60,2	64,6	77,9	84,5	74,5	75,7	70,3
EUR/RSD (Jahresdurchschnitt)	80,0	81,5	93,9	103,0	102,0	109,0	106,9
USD/RSD (Jahresdurchschnitt)	58,4	55,4	67,4	77,6	74,4	82,1	82,2

Quelle: Thomson Reuters, wiiv, Raiffeisen RESEARCH

Schlüsselindikatoren wieder in rezessiven Gefilden

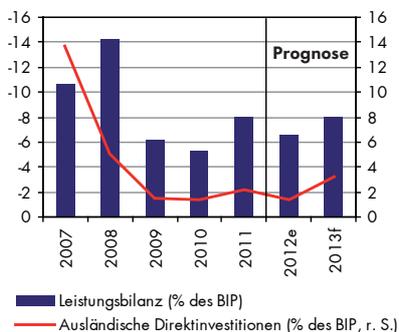
- **Wirtschaftswachstum hat Schwung in Q4 2011 verloren**
- **Rückgang des Kreditwachstums und schwache FDI-Zuflüsse dürcken Wirtschaft in Richtung Stagnation**
- **Verhandlungen über ein neues Stand-by-Abkommen mit dem IWF können erwartet werden**
- **Zusätzliche Ausgabenkürzungen dürften öffentliche Investitionen limitieren**

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Leistungsbilanz und FDI



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsausblick

Die positive Entwicklung der wirtschaftlichen Schlüsselindikatoren ist in Q4 2011 an einen Wendepunkt gelangt, bedingt durch deutlich abgeschwächte Wachstumsraten, die in den kommenden Quartalen einen rezessiven Trend erwarten lassen. Die robuste Expansion bei den beiden wichtigsten Motoren der wirtschaftlichen Erholung – Industrieproduktion und Exporte – hat sich auf +2,1 % p.a. (Industrie) und moderate +10 % p.a. bei den Exporten eingebremst. Verhaltene Ergebnisse verzeichneten auch der Einzelhandel und die Importe, während der Höchststand der Arbeitslosenrate (43,6 %) und das bescheidene Wachstum der Nettogehälter (1,9 % p.a.) den Privatkonsum in Q4 noch zusätzlich belasteten.

Wir erwarten uns für die kommenden Monate eine weitere Eintrübung der Wirtschaftsaussichten, entsprechend dem Muster, das wir in der ersten Welle der Krise im Jahr 2008 erlebt haben. Eine milde Rezession in der Eurozone und die sich abschwächende Nachfrage werden die Exporte und die Industrieproduktion unter Druck setzen und in Q1 eine negative Dynamik im Jahresvergleich bewirken, die im Verlauf von Q2 die Talsohle erreichen wird. Außerdem werden das abgewürgte Kreditwachstum, die schwachen FDI-Zuflüsse, die fehlenden Lohn- und Gehaltssteigerungen sowie die moderate Inflation die Inlandsnachfrage ebenso wie die Gesamtwirtschaft in Richtung einer Stagnation treiben. Angesichts der politischen Versuche, mit dem IWF in Verhandlungen über ein neues Standby-Abkommen einzutreten, können wir weitere Kürzungen bei den öffentlichen Ausgaben nicht ausschließen. Da wir keine Anzeichen einer Erholung der wichtigsten Wirtschaftsindikatoren vor dem 2. Halbjahr haben, bleibt ein reales BIP-Wachstum von 0 % p.a. unser Basisszenario, mit einem potenziellen Abwärtsrisiko, das vom Potenzial für weitere Haushaltskürzungen und den Entwicklungen in den Ländern der Eurozone abhängig ist.

Ivona Kristic

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	11,1	12,6	12,3	12,5	13,3	13,6	14,2
Reales BIP (% p.a.)	6,2	5,7	-2,9	0,7	1,9	0,0	2,0
Industrieproduktion (% p.a.)	6,6	7,3	-3,3	1,6	5,6	1,1	5,0
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	29,0	23,4	24,1	27,2	27,6	27,9	27,6
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	8,0	14,9	5,6	2,1	5,0	2,0	4,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	1,1	8,6	-3,2	0,9	3,7	1,9	1,9
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	1,5	7,4	-0,4	2,1	3,7	2,2	2,0
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	4,9	3,8	0,0	3,1	3,1	1,7	1,6
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	1,2	-2,2	-4,5	-2,2	-3,0	-3,0	-2,0
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	32,9	30,1	35,1	38,4	37,4	39,7	40,1
Leistungsbilanz (% des BIP)	-10,7	-14,2	-6,2	-5,3	-8,1	-6,6	-8,1
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	3,4	3,2	3,2	3,3	3,3	3,2	3,3
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	47,5	49,0	54,2	58,3	58,9	61,0	60,6
EUR/BAM (Jahresdurchschnitt)	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
USD/BAM (Jahresdurchschnitt)	1,43	1,33	1,40	1,47	1,43	1,47	1,50

Quelle: Thomson Reuters, wiiv, Raiffeisen RESEARCH

Wasser treten

- **Wirtschaftswachstum wurde 2011 durch Auslandsnachfrage unterstützt**
- **Geringere externe Nachfrage und niedrigere Überweisungen dürften 2012 zu einem realen BIP von 2,5 % führen**
- **Jährliche Inflationsrate liegt unterhalb der unteren Grenze des Ziels der Nationalbank**
- **Leitzinssatz auf einem historischen Tiefstand von 4,5 %**

Wirtschaftsausblick

Hauptsächlich dank seines geringen Exportanteils von etwa 15 % des BIP und der in erster Linie einheimischen Finanzierungsquellen der Realwirtschaft war Albanien von der Krise weniger betroffen als andere SEE-Länder. Dennoch profitierte im Jahr 2011 die Wirtschaft von der externen Nachfrage, während der Einfluss des öffentlichen Sektors weniger ausgeprägt war und auch der Konsum und die Privatinvestitionen schwach blieben, woraus sich ein BIP-Wachstum von 2,0% ableiten lässt. Für das Jahr 2012 ist vor allem aufgrund der anhaltenden Unsicherheiten bei den wichtigsten Handelspartnern Italien und Griechenland mit einer Dämpfung der Wirtschaftsaktivität zu rechnen. Die Nachfrage nach albanischen Gütern und Dienstleistungen wird zurückgehen, ebenso wie die Auslandsüberweisungen, und das reale BIP wird mit 2,5 % p.a. deutlich unter Potenzial liegen. Wie das Wachstum ausfallen wird, das wird hauptsächlich vom Konsum und von den Investitionen abhängen. Die Präsidentschaftswahlen im Juni 2012 könnten zu einer Eskalation der ohnehin schon angespannten politischen Lage führen – für ausländische Direktinvestitionen eine nicht gerade erfreuliche Perspektive.

Die zur Stimulierung der Wirtschaft vorgenommene Senkung der Leitzinsen um weitere 25 BP Ende Januar 2012 auf ein Allzeittief von 4,5 % wirkt sich in niedrigeren Ausleihungskosten auf dem Interbankenmarkt aus, dürfte aber auch auf andere Marktsegmente durchschlagen, namentlich auf die längeren Laufzeiten. Der Wechselkurs EUR/ALL ist durch eine niedrige Volatilität gekennzeichnet. Trotz einer Abschwächung um ca. 0,8 % seit Anfang des Jahres, wahrscheinlich aufgrund nachlassender Exporte und Dividendenzahlungen, ist die Währung im letzten Monat von Q1 2012 relativ stabil bei 139-140 gegenüber dem Euro geblieben. Wir gehen für die kommenden Monate von einem gleichbleibenden Niveau aus, im Sommer könnte der Immigrantenfaktor zu einer Aufwertung des Lek führen, wengleich im Vergleich zu früheren Jahren weniger prononciert.

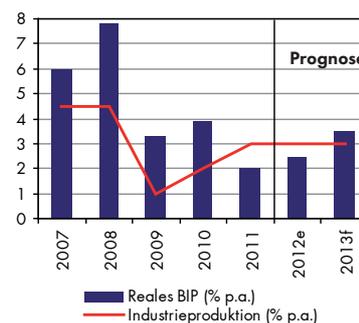
Joan Canaj

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	7,8	8,9	8,8	9,4	9,6	9,9	10,3
Reales BIP (% p.a.)	6,0	7,8	3,3	3,9	2,0	2,5	3,5
Industrieproduktion (% p.a.)	4,5	4,5	1,0	2,0	3,0	3,0	3,0
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	13,5	12,8	13,0	13,5	14,0	13,8	13,7
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	12,7	4,0	4,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	4,1	6,5	5,0	4,0	3,0	3,5	5,0
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	2,9	3,4	5,0	4,0	3,5	3,0	3,5
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	3,1	2,2	3,5	3,5	1,7	3,2	3,0
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-4,8	-5,5	-7,0	-5,7	-3,5	-4,0	-4,0
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	52,8	54,8	59,5	59,5	59,6	59,6	59,4
Leistungsbilanz (% des BIP)	-10,6	-15,8	-15,6	-10,3	-11,5	-10,6	-9,6
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	1,3	1,7	1,6	1,9	1,9	1,9	1,9
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	18,5	19,2	22,5	23,5	24,0	25,4	25,1
EUR/ALL (Jahresdurchschnitt)	123,6	122,8	132,1	137,8	140,3	140,2	138,5
USD/ALL (Jahresdurchschnitt)	90,2	83,5	94,7	103,9	102,4	105,6	106,5

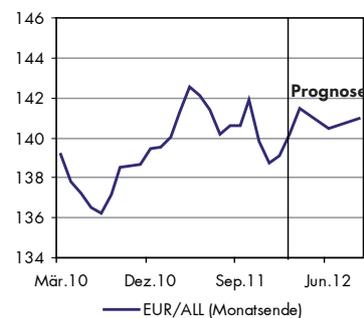
Quelle: Thomson Reuters, wiiv, Raiffeisen RESEARCH

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

EUR/ALL

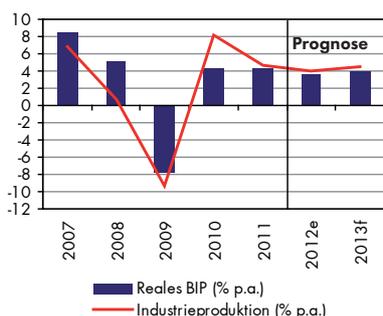


Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Konjunkturausblick aufgehellt

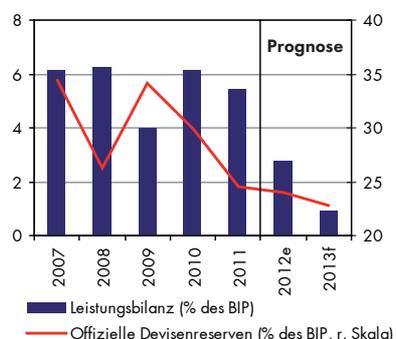
- Erhöhung des BIP-Wachstumsausblicks 2012 von 3,2 % p.a. auf 3,7 % p.a.
- Positives reales Zinsniveau übersteigt dasjenige vergleichbarer Schwellenländer
- Schwächerer Rubel zum Jahresende erwartet
- Liberalisierung des Marktes lokaler Staatsanleihen ab 1. Juli

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Leistungsbilanz & Devisenreserven



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsausblick

Die jüngsten makroökonomischen Daten weisen eine signifikante Beschleunigung des Wachstums aufgrund umfangreicherer staatlich finanzierter Investitionen und höherer Regierungsausgaben (dank eines hohen Ölpreises) aus. Während die Dynamik der öffentlichen Investitionen in diesem Jahr recht stabil ist, bleiben private Investitionen aufgrund steigender Kreditkosten und eines eingeschränkten Zugangs zu langfristigen ausländischen Finanzierungen volatil. Indessen sollte das Wachstum der Reallöhne zusammen mit dem kräftigeren Kreditwachstum den Haushaltskonsum beflügeln. Der Rückgang der Inflation auf den historischen Tiefststand von 3,7 % im Februar 2012 verdankt sich hauptsächlich einem positiven Basiseffekt aus dem Jahr 2011. Dennoch glauben wir nicht, dass die Jahresinflation 2012 über 6,5 % hinausgehen wird. Der stärkere Rubel bringt auch eine höhere Kaufkraft der Konsumenten mit sich. Es gibt jedoch auch einige Anzeichen, die gegenüber 2011 auf ein langsames Wachstum hindeuten. Vor allem werden die steigenden Importe die Netto-Exportbilanz schmälern, während das Investitionswachstum 6 % erreichen könnte. Unter diesen Umständen erwarten wir, dass die Zentralbank ihre Geldpolitik in Q2 2012 zu lockern beginnt. Unter Berücksichtigung der angehobenen Ölpreisprognosen setzen wir unsere Prognose für das BIP-Wachstum 2012 von 3,2 % auf 3,7 % hinauf, womit wir allerdings immer noch unter dem 4,3 %-Wachstum des Jahres 2011 liegen. Vladimir Putin hat die Präsidentschaftswahlen im März 2012 mit 63,6 % der Stimmen gewonnen. Wir erwarten uns keine großen Änderungen in der Wirtschaftspolitik, die sozial ausgerichtet und weiterhin auf Lohnwachstum und höhere Investitionsausgaben fokussiert bleiben wird. Auch gehen wir davon aus, dass die Proteste gegen vermeintliche Wahlfälschungen bald an Kraft verlieren werden, zumal selbst die pessimistischsten Berechnungen einer hypothetischen Neuauszählung der Stimmen noch immer zu einem Sieg Putins führen würden.

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	927	1129	877	1121	1330	1509	1626
Reales BIP (% p.a.)	8,5	5,2	-7,9	4,3	4,3	3,7	4,0
Industrieproduktion (% p.a.)	6,8	0,6	-9,3	8,2	4,7	4,0	4,5
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	6,2	6,4	8,4	7,2	6,6	7,0	6,0
Nominallöhne (% p.a.)	26,0	27,8	10,7	13,1	9,4	10,0	11,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	14,2	21,4	-7,2	14,5	17,3	7,0	10,0
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	9,1	14,1	11,8	6,9	8,5	6,0	6,9
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	11,9	13,3	8,9	8,8	6,1	6,5	7,0
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	6,0	4,9	-6,3	-4,1	0,8	-1,3	-1,0
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	6,8	6,1	8,5	9,4	10,2	12,0	13,0
Leistungsbilanz (% des BIP)	6,1	6,2	4,0	6,1	5,5	2,8	0,9
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	319	296	299	334	326	363	370
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	36,5	28,8	37,9	32,8	29,1	28,0	27,9
EUR/RUB (Jahresdurchschnitt)	35,9	36,5	44,3	40,3	40,9	39,7	41,2
USD/RUB (Jahresdurchschnitt)	26,2	24,8	31,7	30,4	29,4	30,1	31,7

Quelle: Thomson Reuters, wiiv, Raiffeisen RESEARCH

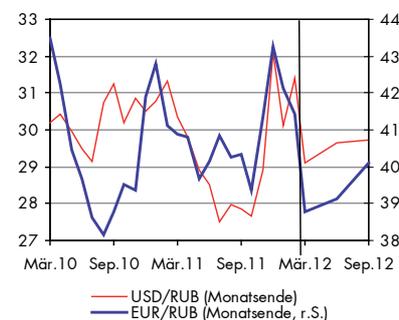
Finanzmarktausblick

Der über den Erwartungen liegende Ölpreis und das gestiegene Investorvertrauen haben dem Risikoappetit gut getan. Dementsprechend konnten wieder mehr ausländische Portfolio-Investitionen verzeichnet werden. Wir glauben, dass die russischen Rubel-Anleihen attraktiver geworden sind, seit die realen Anleiherenditen durch die sinkende Inflation positives Territorium erreicht haben. Die Realzinsen sind nicht nur positiv geworden, sie liegen auch über den vergleichbaren Werten vieler anderer Schwellenländer. Die abnehmenden Kapitalabflüsse bei einer entsprechenden Verbesserung der Zahlungsbilanz haben ebenfalls dazu beigetragen, dass der Rubel seit Beginn 2012 eine Rallye von beinahe 9 % gegenüber dem Dualwährungskorb vorweisen kann. Die besseren Aussichten auf einen Ölpreis von durchschnittlich USD 114/Barrel im Jahr 2012 haben uns veranlasst, unsere Leistungsbilanz- und Kapitalbilanzprognosen zugunsten des Rubels nach oben zu korrigieren. Allerdings glauben wir, dass die Zentralbank das Ausmaß der (kursglättenden) FX-Interventionen einschränken wird. Daher sind wir der Meinung, dass die Rubel-Volatilität in den kommenden Monaten zunehmen wird. Wir erwarten eine Abschwächung des Rubels um rund 4,5 % zum Jahresende.

Die Rubelaufwertung der letzten Monate hat zusammen mit der fallenden Inflation und den Zuflüssen frischer Auslandsinvestitionen den Rubel-OFZ-Markt gestützt. Die Renditen auf längerfristige OFZ sind von 8,5 % in nur wenigen Monaten auf unter 8 % gefallen. Den ausländischen Investoren gefallen auch die russischen Maßnahmen zur Liberalisierung des Markts lokaler Staatsanleihen (OFZ-Markt), welche den Marktzugang erleichtern. Diese Maßnahmen dürften die Kurse für OFZ-Bonds im kommenden Quartal beleben, zumal der Großteil per 1. Juli 2012 wirksam wird. Wir sehen auch einige gute Einstiegsmöglichkeiten bei Rubel-Unternehmensanleihen, da die Renditendifferenz zwischen Staatsanleihen und Unternehmensanleihen mit ungefähr 100-200 BP noch einigermaßen hoch ist. Wir sind der Meinung, dass sich die Situation der Rubelliquidität verbessern wird, was zu besseren Kaufaussichten für Rubel-Anleihen führen wird, und wir erwarten uns auch, dass die Zentralbank ihre Geldpolitik weiterhin an den ökonomischen Gegebenheiten ausrichten wird. Aus diesem Grund nehmen wir an, dass die Bank ihre Leitzinsen in Q2 um 25 BP senken wird, wodurch eine Verengung des Zinskorridors und eine Steigerung der Effizienz zinspolitischer Maßnahmen möglich wird. Vor diesem Hintergrund sagen wir eine geringfügige Schmälerung der Rubel-Renditen in Q2 voraus.

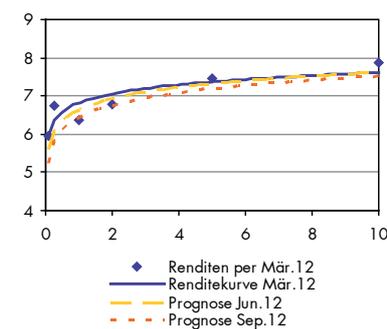
Gintaras Shlizhyus, Maria Pomelnikova

EUR/RUB



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

RUB Renditekurve (%)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Währungs-, Zins- und Renditeprognosen

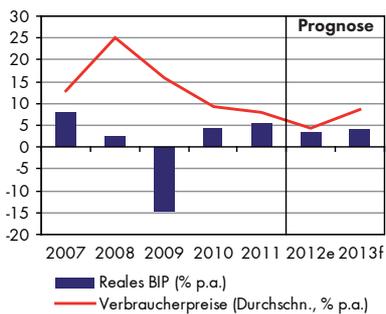
	Kupon	Fälligk.	28. Mär ¹	Jun.12	EUR Perf.	Sep.12	EUR Perf.	Dez.12	EUR Perf.	Mär.13	EUR Perf.
EUR/RUB			38,8	39,1	-0,9	40,1	-3,4	40,8	-5,0	41,6	-6,9
USD/RUB ²			29,1	29,6	-1,9	29,7	-2,1	30,2	-3,8	30,8	-5,7
Leitzinssatz ³			8,00	7,75		7,50		7,50		7,75	
1M			6,0	5,5		5,2		5,6		5,7	
3M			6,7	6,6		6,3		6,5		6,6	
12M			6,4	6,1		5,9		6,1		6,2	
2-j. Anleihe	7,1%	Mär.14	6,8	6,5	1,0	6,3	0,3	6,8	0,0	6,9	-0,3
5-j. Anleihe	7,4%	Jun.17	7,5	7,5	0,3	7,4	-0,1	7,7	-0,8	7,8	-0,2
10-j. Anleihe	7,6%	Apr.21	7,9	7,9	-0,1	7,8	-0,2	8,1	-2	8,2	-2,2

1) 17:00 (MEZ); 2) Performance in USD; 3) Refinanzierungzinssatz; USD/LW Wechselkursperformance in USD
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Ruhe vor dem Sturm? Stabilitätssicherung vor den Wahlen

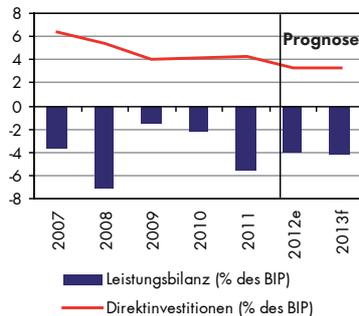
- **Wirtschaftswachstum sinkt bei schwächerer Auslandsnachfrage dieses Jahr auf 3,5 %**
- **Angespannte Liquiditätssituation als Hauptproblem – hohes Leistungsbilanzdefizit und Tilgung von Auslandsschulden**
- **Wechselkursstabilität wird bis zu den Parlamentswahlen im Herbst dieses Jahres aufrechterhalten**
- **Schwierige Haushaltsslage: keine neuen IWF-Mittel, kein billiges Gas und kein Zugang zu globalen Anleihemärkten**

BIP-Wachstum & Verbraucherpreise



Quelle: Ukrainisches Statistikkomitee, Raiffeisen RESEARCH

Leistungsbilanz und FDI



Quelle: Ukrainisches Statistikkomitee, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsausblick

Das BIP verzeichnete in 2011 dank einer herausragenden Ernte, der regen Inlandsnachfrage und günstiger Terms of Trade einen Zuwachs von 5,2 % p.a. Indessen deuten jüngste Daten eine spürbare Verlangsamung an – die Industrieproduktion ist aufgrund schwächerer Auslandsnachfrage zuletzt nur noch um 2 % p.a. gewachsen. Wir erwarten uns für dieses Jahr ein BIP-Wachstum von 3,5 %, wobei die Abwärts- und Aufwärtsrisiken dieser Prognose ausgewogen erscheinen. Der Inflationstrend bleibt abwärtsgerichtet; die Preissteigerung hat sich bis Ende Februar auf 3 % p.a. verlangsamt. Indessen sehen wir angesichts der hohen Volatilität der Nahrungsmittelpreise und unvermeidlicher Anpassungen administrierter Preise wenig Chancen für eine längerfristige Fortsetzung dieses Trends. Hauptsorge bleibt die schwache Liquiditätsposition der Ukraine gegenüber dem Ausland. Das Land leidet unter einer Kombination aus einem enormen Leistungsbilanzdefizit und außerordentlich hohem Devisenbedarf für fällig werdende Auslandsschulden. Dazu kommen die wachsende Unsicherheit bezüglich der globalen Rohstoffpreise, hohe Risikoaufschlägen auf Staatsanleihen, schrumpfende Währungsreserven, unsichere Wechselkursprognosen und das eingefrorene IWF-Programm.

Die Regierungspartei sieht sich mit einem neuerlichen Absturz ihrer Popularität konfrontiert. Umfragen zufolge ist ihre Beliebtheit Ende 2011 auf 14 % gefallen (von 40 % Anfang 2010) und wurde von der größten Oppositionspartei überholt. Deren Führerin Julia Timoschenko sitzt noch immer im Gefängnis, trotz der wiederholten Aufforderungen von Seiten der EU und der USA, sie freizulassen und ihr die Teilnahme an den Parlamentswahlen im Oktober dieses Jahres zu gestatten. Dennoch könnte die gegenwärtige Regierungspartei aufgrund der Uneinigkeit der Opposition, den Besonderheiten des Wahlrechts und dank der üblichen Vorwahlgeschenke die Kontrolle über das Parlament behalten. Wie dem auch sei – die sinkende Popularität der politischen Verantwortungsträger könnte

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	104,6	122,6	81,7	103,0	118,4	140,0	150,9
Reales BIP (% p.a.)	7,9	2,3	-14,8	4,2	5,2	3,5	4,0
Industrieproduktion (% p.a.)	10,2	-3,1	-21,9	11,2	7,6	5,0	4,0
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	6,4	6,4	9,0	8,5	7,2	6,5	6,5
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	28,2	29,8	5,0	15,0	17,5	12,0	15,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	19,5	35,5	6,6	20,9	19,0	10,0	10,0
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	12,8	25,2	15,9	9,4	8,0	4,2	8,5
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	16,6	22,3	12,3	9,1	4,6	9,2	9,0
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-1,1	-1,5	-8,7	-7,5	-4,3	-3,0	-2,0
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	12,3	20,0	34,6	40,0	36,0	36,0	37,0
Leistungsbilanz (% des BIP)	-3,7	-7,2	-1,6	-2,2	-5,5	-4,1	-4,1
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	21,7	22,2	17,8	24,8	23,7	20,6	21,4
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	52,3	59,6	88,2	84,9	82,2	70,4	72,9
EUR/UAH (Jahresdurchschnitt)	6,9	7,7	11,2	10,5	10,9	10,9	11,6
USD/UAH (Jahresdurchschnitt)	5,0	5,3	8,0	7,9	8,0	8,2	8,9

Quelle: Thomson Reuters, wiiv, Raiffeisen RESEARCH

im Verbund mit wachsenden Repressionen und einem sinkenden Lebensstandard die politische Stabilität im Lande ernsthaft gefährden.

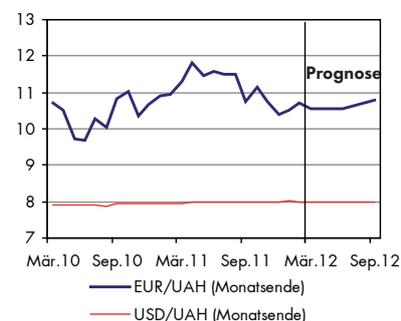
Finanzmarktausblick

In puncto Wechselkurs hat sich die Situation in Q1 verglichen mit den unruhigen Monaten gegen Ende 2011 beruhigt. Ein Faktor, der zuvor für den spürbaren Druck auf den Devisenmarkt relevant war und sich in letzter Zeit verbessert hat, ist das Volumen der monatlichen Devisenabflüsse aus dem Bankensektor. In der zweiten Jahreshälfte 2011 beliefen sich die monatlichen Abflüsse auf USD 1,2 Mrd., während sich dieser Wert in 2012 auf durchschnittlich unter USD 500 Mio. verringerte. Einen weiteren Faktor, der sich vertrauensbildend auf die Währung auswirkt, stellt die vergleichsweise niedrige Inflation dar. Wie wir in dessen bereits seit einiger Zeit betonen, erweist sich die Bindung der Währung an den USD zunehmend als Herausforderung. Ein Leistungsbilanzdefizit von 4 % des BIP (rund USD 7,5 Mrd.) muss finanziert und die fälligen Auslandsschulden müssen refinanziert werden. Auch wenn der Bruttobetrag von USD 57 Mrd. in 2012 fällig werdender Auslandsschulden den am Markt zu beschaffenden Netto-Refinanzierungsbedarf bei weitem übersteigt (allein USD 17 Mrd. Handelsfinanzierungen, daneben hohe Offshore-Kapitalflüssen ukrainischer Unternehmen), sollte dieses Problem keineswegs auf die leichte Schulter genommen werden. Insbesondere ist es der ukrainischen Regierung bereits schwer gefallen, zusätzliche Schuldpapiere auf den internationalen Märkten unterzubringen. Während viele Schwellenländer die letzten Monate in einem Umfeld großen Risikoappetits für Anleiheemissionen nutzen konnten, musste die Ukraine die Emission eines USD-1-1,5-Mrd.-Euro Bonds auf unbestimmte Zeit verschieben. Die Risikoindikatoren sind konstant gestiegen, wobei die Prämie für 5-jährige Sovereign-CDS bei etwa 800 liegt. Auch wenn nicht unmittelbar haushaltswirksam, so zeigt der (erfolglose) Versuch, USD 3 Mrd. fällig werdender IWF-Kredite umzuschulden, die Nervosität der Regierung.

Wir erwarten, dass die Zentralbank den Wechselkurs (politisch motiviert) zumindest bis zu den Wahlen im Oktober stabil halten wird. Gleichzeitig rechnen wir nicht mit einer Wiederaufnahme des IWF-Programms vor den Wahlen. Unsicherheit besteht hinsichtlich der möglichen Einigung mit Gazprom bezüglich der Erdgas-Importe, zumal der Preis für Konzessionen – der Verkauf von Teilen der Gastransportinfrastruktur an Gazprom – von ukrainischer Seite nach wie vor als zu hoch erachtet wird.

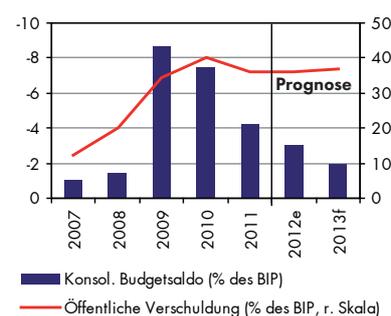
Dimitry Sologoub, Andreas Schwabe

USD/UAH und EUR/UAH



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Budgetdefizit & öffentl. Verschuldung



Quelle: Ukrainisches Statistikkomitee, Raiffeisen RESEARCH

Währungs-, Zins- und Renditeprognosen

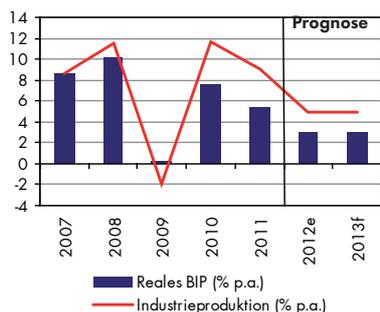
	Kupon	Fälligk.	28. Mär ¹	Jun.12	EUR Perf.	Sep.12	EUR Perf.	Dez.12	EUR Perf.	Mär.13	EUR Perf.
EUR/UAH			10,67	10,60	0,6	10,80	-1,2	11,90	-10,4	11,90	-10,4
USD/UAH ²			8,03	8,00	0,3	8,00	0,3	8,80	-8,8	8,80	-8,8
Leitzinssatz ³			7,25	7,25		7,25		7,50		8,00	
1M			9,7	n.a.		n.a.		n.a.		n.a.	
3M			14,1	n.a.		n.a.		n.a.		n.a.	
1-j. Anleihe			15,0	14,0	n.a.	16,0	n.a.	20,0	n.a.	17,0	n.a.
2-j. Anleihe	10,13%	Apr.14	16,8	15,0	7,2	17,0	6,2	21,0	-3,4	18,0	3,5
3-j. Anleihe	15,00%	Jän.15	17,3	16,0	7,2	18,0	5,9	23,0	-5,1	19,0	4,2

1) 17:00 (MEZ); 2) Performance in USD; 3) NBU Diskontsatz
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

EU-Sanktionen treiben Belarus in Moskaus Hände

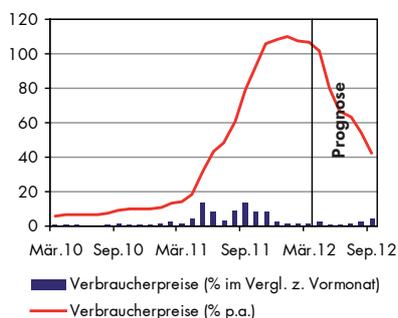
- **Bessere BIP-Wachstumsaussichten bei starkem Export und erwarteter Lockerung von Fiskal- und Geldpolitik**
- **Eskalation des diplomatischen Konflikts mit der EU steigert politische und wirtschaftliche Abhängigkeit von Russlands**
- **Erhöhte makroökonomische Stabilität, doch fortgesetzte Anfälligkeit aufgrund struktureller Ungleichgewichte**
- **Währung nach Abwertung gefestigt – kurzfristig weiter stabil, dann aber Rückkehr auf Abwertungspfad wahrscheinlich**

Reales BIP (% p.a.)



Quelle: Nationales Statistikkomitee Belarus, Raiffeisen RESEARCH

Inflationsentwicklung



Quelle: Nationales Statistikkomitee Belarus, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsausblick

2011 war das Wirtschaftswachstum in der ersten Jahreshälfte außerordentlich hoch (über 10 % p.a.), sackte jedoch aufgrund der Zahlungsbilanzkrise in der zweiten Jahreshälfte ab. Hieraus ergab sich für das gesamte Jahr ein Wachstum von 5,3 % p.a. Der russische Bailout im letzten Jahr – einschließlich der Kredite von EurAsEC und Sberbank – der Verkauf des Gasleitungsnetzes Beltransgaz und die Wiederaufnahme der Energiesubventionen sowie die restriktive Politik der Regierung haben zur Wiederherstellung der makroökonomischer Stabilität beigetragen. Jüngste Daten weisen auf die Rückkehr einer moderaten Wachstumsrate von 3% hin. In nächster Zukunft erwarten wir eine Lockerung der Geld- und Fiskalpolitik, die ein gewisses Wachstum der Inlandsnachfrage zulassen dürfte (das Wachstumsziel für das real verfügbare Einkommen liegt in 2012 bei 3 %-3,5 % p.a.). Zusammen mit den aufgehellten Aussichten der Auslandsnachfrage (zum Beispiel ein prognostiziertes Wachstum von beinahe 4 % für Russland in diesem Jahr) veranlasst uns dies zu einer Aufwärtsrevision unserer BIP-Wachstumsprognose für 2012 von 0 % auf 3 % p.a. Das politische Hauptrisiko liegt in einer übertriebenen Fokussierung auf Wachstum, was die ökonomischen Ungleichgewichte erneut verschärfen könnte.

Was die internationale Politik betrifft, konzentriert sich Belarus weiterhin auf das Integrationsprojekt mit Russland, während die Beziehungen zur Europäischen Union (EU) einen neuen Tiefpunkt erreicht haben. Die diplomatische Auseinandersetzung zwischen Belarus und der EU gipfelte in einem Rückruf sämtlicher EU-Botschafter aus Minsk und in neuen EU-Sanktionen, die mit gravierenden Sorgen bezüglich politischer Freiheiten und der Einhaltung der Menschenrechte in Belarus begründet wurden. Am 23. März erweiterte die EU die Liste der Personen mit einem Einreiseverbot in die Gemeinschaft auf 243. Die EU-Sanktionen gelten nunmehr auch für 32 ausgewählte Unternehmen (vorher nur 3 Unternehmen). Indessen hat die EU bislang von weitreichenden Wirtschaftssanktionen abgesehen, wie etwa der

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	33,0	41,3	35,3	41,3	42,6	36,2	34,5
Reales BIP (% p.a.)	8,6	10,2	0,2	7,6	5,3	3,0	3,0
Industrieproduktion (% p.a.)	8,7	11,5	-2,0	11,7	9,1	5,0	5,0
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	1,0	0,8	0,9	0,7	0,8	1,0	2,0
Bruttoindustrielöhne (% p.a.)	20,8	28,5	9,5	25,3	65,1	66,0	25,0
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	16,3	14,7	14,5	13,4	71,4	80,0	20,0
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	8,4	14,8	12,9	7,7	53,2	60,0	23,0
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	12,1	13,3	10,0	9,9	108,7	30,0	20,0
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	0,4	1,4	-0,7	-2,6	2,4	-0,5	-1,0
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	11,5	12,9	22,2	23,5	52,5	50,5	57,0
Leistungsbilanz (% des BIP)	-6,7	-8,2	-12,6	-15,1	-9,7	-12,9	-13,8
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	2,7	1,9	3,4	2,6	4,6	3,3	2,6
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	25,9	26,4	43,6	51,3	61,5	75,7	89,3
EUR/BYR (Jahresdurchschnitt)	2.942	3.142	3.893	3.950	6.300	11.700	15.200
USD/BYR (Jahresdurchschnitt)	2.146	2.136	2.793	2.978	4.623	8.800	11.700

Quelle: Thomson Reuters, wiiv, Raiffeisen RESEARCH

Verhängung eines Embargos auf wichtige Exportgüter (insbesondere Ölprodukte). Es bestehen gewisse Meinungsverschiedenheiten zwischen den EU-Ländern über die schärferen Wirtschaftssanktionen, wobei die kleineren Nachbarländer aufgrund ihrer wirtschaftlichen Verflechtung mit Belarus eine eher zögerliche Haltung einnehmen. Vollumfängliche Sanktionen wären für Belarus insofern von großem Nachteil, als die EU der größte Exportmarkt des Landes ist, noch vor Russland. Das Gesamthandelsvolumen mit der EU hat sich in 2011 um über 60 % auf nahezu USD 25 Mrd. erhöht. Andererseits wird eine Fortsetzung der zielgerichteten Sanktionen gegen einzelne Unternehmen wahrscheinlich kaum negative Auswirkungen auf die Exporte und die weißrussische Wirtschaft als Ganzes zeitigen. Ohne Aussicht auf neue IWF-Kredite ist Belarus noch mehr auf russische Hilfe angewiesen, und eine Verschärfung der Sanktionen durch den Westen würde das Land tiefer in die Arme seines großen Nachbarn treiben.

Finanzmarktausblick

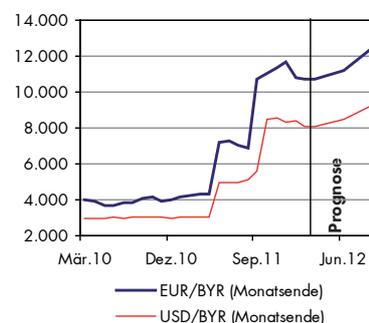
Mit Blick auf die hohe Inflation hat die Nationalbank ihren Leitzins – den Refinanzierungssatz – im Dezember auf 45 % angehoben. Im Jahr 2012 hat die Zentralbank ihre Leitzinsen in drei Schritten wieder auf 36 % herabgesetzt. Wenn von der Inflationsseite negative Überraschungen ausbleiben, gehen wir davon aus, dass die Nationalbank bis Ende des Jahres die Zinsen auf 20-25 % senken wird. Allerdings wird dies nicht so rasch vonstatten gehen wie in Q1. Die Verringerung der Zentralbanksätze sollte ins Bankensystem weitergegeben und letztlich auch die nominalen Kreditkosten für den Realsektor in der Wirtschaft senken.

Der weißrussische Rubel hat sich, nachdem er 2011 zwei Drittel seines Wertes verloren hatte, stabilisiert. Seit Oktober, als die letzte Entwertung stattfand, hat der BYR gegenüber dem US-Dollar beinahe 10 % zugelegt und ist auf einen Wechselkurs von etwa USD/BYR 8000 zurückgekehrt. Diese Leistung ist beeindruckend, muss aber insofern relativiert werden, als der BYR gegenüber dem russischen Rubel stabil geblieben ist. Der nominale Wechselkurs zum russischen Rubel ist von großer Bedeutung für die Wettbewerbsfähigkeit, ist doch Russland der wichtigste Exportmarkt für industrielle Erzeugnisse. Da die Inflationsrate unter 2% per Monat gesunken ist und die Abwertungsbefürchtungen angesichts steigender Deviseneinlagen im Bankensystem abnehmen, ist der Ausblick für den weißrussischen Rubel kurzfristig als günstig zu bewerten.

Allerdings bleiben wir mittelfristig gesehen weiterhin skeptisch eingestellt. Die grundlegenden Probleme und strukturellen Ungleichgewichte der weißrussischen Wirtschaft sind noch immer ungelöst und werden sich früher oder später bemerkbar machen. Das Leistungsbilanzdefizit kann in diesem Jahr ohne weiteres wieder auf USD 5 Mrd. anschwellen. Belarus ist daher nach wie vor von kontinuierlichen Zuflüssen frischen Kapitals abhängig – selbst wenn die kurzfristigen Auslandsschulden komplett refinanziert werden können. Unter diesen Umständen muss die Privatisierung von Industriebetrieben (höchstwahrscheinlich russische Unternehmen) und die Aufnahme staatlicher und privater Auslandsschulden fortgesetzt werden. Rückschläge und Verzögerungen hierbei könnten das Vertrauen in die Währung wieder erschüttern. Dazu kommt als weitere Gefahr eine übermäßige Lockerung der Geld- und Fiskalpolitik, zumal die Erinnerung an die Liquiditätskrise in Folge hoher Lohnzuwächse noch frisch ist. Wir erwarten uns langfristig eine Abwertung des weißrussischen Rubels in Höhe der Inflationsrate, die ihrerseits in den nächsten Jahren auf erhöhtem Niveau, im zweistelligen Bereich bleiben dürfte.

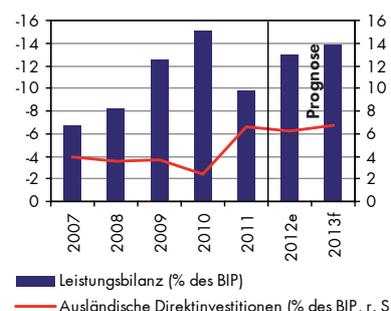
Andreas Schwabe, Oleg Leontiev

USD/BYR und EUR/BYR



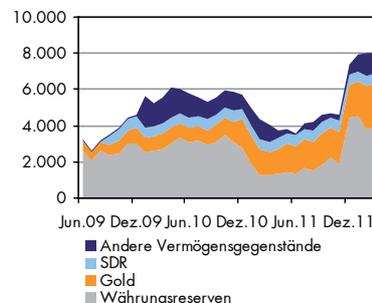
Quelle: Weißrussische Nationalbank, Raiffeisen RESEARCH

Leistungsbilanz und FDI



Quelle: Weißrussische Nationalbank, Raiffeisen RESEARCH

Währungsreserven (USD Mio.)

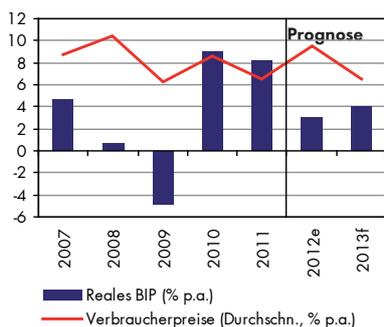


Quelle: National Bank of the RB, Raiffeisen RESEARCH

Risikofreude lenkt von makroökonomischen Ungleichgewichten ab

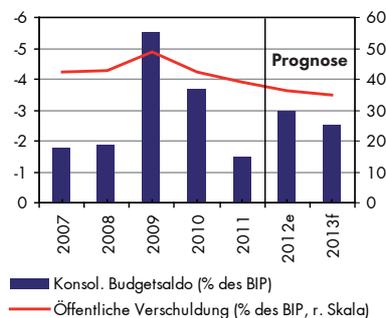
- **Wirtschaftliche Abkühlung weiterhin unter Kontrolle; nachlassender Preisdruck ab H2/2012**
- **Ausbalancierung zwischen externer und interner Nachfrage schleppend, Ölpreis Hauptrisiko für Leistungsbilanzdefizit**
- **Keine Änderung bei Geldpolitik erwartet, Liquiditätsverknappungsmaßnahmen Hauptinstrument für Währungsstützung**
- **Während Wiederholung der Lira-Markt-Rally aus Q1 nicht ausgeschlossen, weitere Gewinne erst in H2 zu erwarten**

BIP-Wachstum und Inflation



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Budgetsaldo & öffentl. Verschuldung



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wirtschaftsausblick

Dank der insgesamt restriktiven Geldpolitik der türkischen Zentralbank (TCMB) sowie des eingetrübten Konjunkturbildes in den führenden Industrienationen scheint die türkische Wirtschaft endgültig einer drohenden Überhitzung entkommen zu sein. Dies ist auch den jüngst veröffentlichten Vorlaufindikatoren abzulesen. Insgesamt bleiben wir, trotz solider Ergebnisse bei Industrieproduktion und Exporten in Q4/2011, bei unserer gut 8 %-igen BIP-Schätzung für 2011 (durchschnittlich +9,6 % p.a. in Jan.-Sept. 2011). Vor diesem Hintergrund und den zuletzt etwas schrumpfenden, aber nach wie vor beträchtlichen Kursgewinnen der Lira gegenüber dem US-Dollar in diesem Jahr scheint eine nachfragegetriebene Inflation für absehbare Zeit kein Thema zu sein. Allerdings lässt der Preisdruck nur langsam nach, da die Anhebung administrierter Preise und die Liraabwertung des Vorjahres – beides wohl nur Einmaleffekte – mindestens bis zum Frühsommer nachwirken sollten. Die TCMB erwartet für Ende 2012 eine VPI-Inflation von 6,5 % (unsere Prognose 7,0 %). Dabei wird ihr Erfolg in hohem Maße von der weiteren Lira- bzw. Ölpreis-Performance abhängen. Wir möchten an 2011 erinnern, als die annähernd 20 %-ige TRY-Abwertung geschätzte 5 Prozentpunkte zur Jahresend-Inflation beigetragen hat. Unterdessen schreitet, wenn auch langsamer als erwartet, die Neubalancierung zwischen externer und interner Nachfrage voran. Während sich die Verringerung des Nichtenergie-Defizits im Gleichschritt mit der gebremsten Wirtschaftsentwicklung fortsetzen dürfte, frisst der 15 %-ige Anstieg des Ölpreises (Brent) zwischen Dezember 2011 und März 2012 die an der Nichtenergiefront erzielten Gewinne größtenteils wieder auf. So ist bereits im Januar die in den Vormonaten zu beobachtende graduelle Einengung des über 12-Monate gerollten Leistungsbilanzdefizits überraschend zum Stillstand gekommen. Hierin liegt das Hauptrisiko für unsere Prognose einer signifikanten Abnahme des Leistungsbilanzdefizits von 10,2 % des BIP in 2011 auf 8,7 % 2012.

Wirtschaftsindikatoren und Prognosen

	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013f
Nominales BIP (Mrd. EUR)	470,1	494,6	437,9	551,6	546,0	601,1	694,9
Reales BIP (% p.a.)	4,7	0,7	-4,8	9,0	8,2	3,0	4,0
Industrieproduktion (% p.a.)	7,0	-0,6	-9,9	13,1	8,0	4,0	5,0
Arbeitslosenquote (Durchschn., %)	10,1	10,7	13,7	11,9	10,2	10,5	10,0
Nominallöhne (% p.a.)	10,1	11,5	8,1	8,0	n.a.	n.a.	n.a.
Produzentenpreise (Durchschn., % p.a.)	6,3	12,7	1,2	8,5	11,1	11,0	8,0
Verbraucherpreise (Durchschn., % p.a.)	8,8	10,4	6,3	8,6	6,5	9,5	6,5
Verbraucherpreise (Dez., % p.a.)	8,4	10,1	6,5	6,4	10,4	7,0	6,0
Konsol. Budgetsaldo (% des BIP)	-1,8	-1,9	-5,5	-3,7	-1,5	-3,0	-2,5
Öffentliche Verschuldung (% des BIP)	42,3	43,0	48,9	42,2	39,1	36,2	35,0
Leistungsbilanz (% des BIP)	-6,0	-5,8	-2,3	-6,6	-10,2	-8,4	-7,7
Offizielle Devisenreserven (Mrd. EUR)	50,2	50,7	49,4	60,2	60,3	54,1	57,7
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	36,8	41,3	43,2	39,7	46,0	42,5	41,0
EUR/TRY (Jahresdurchschnitt)	1,79	1,92	2,17	2,00	2,30	2,36	2,28
USD/TRY (Jahresdurchschnitt)	1,31	1,31	1,55	1,51	1,68	1,78	1,75

Quelle: Thomson Reuters, wiiv, Raiffeisen RESEARCH

Finanzmarktausblick

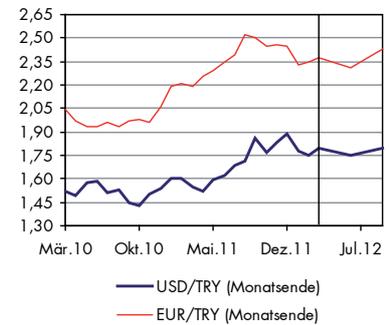
Nach einem Jahr, in dem sich Investoren aus türkischen Vermögensanlagen zurückgezogen hatten, begannen sie Anfang 2012 wieder zurückzukehren. Der zunehmende globale Risikoappetit in Verbindung mit nach wie vor attraktiven Renditen, aber auch die erfolgreiche Stabilisierung der Lira durch die TCMB waren dafür hauptsächlich verantwortlich. Nachdem man im vergangenen Jahr Schlusslicht im Kreise der Emerging-Market-Währungen war, erholte sich die Lira Ende Februar auf zeitweise 1,74. Inzwischen sind ihre Jahresgewinne infolge von Gewinnmitnahmen auf rund 5 % geschrumpft, wobei der hohe Ölpreis und die damit verbundenen Sorgen im Hinblick auf die außenwirtschaftliche Position der Türkei, gleichzeitig aber auch die Lockerung der geldpolitischen Zügel auch ihren Beitrag leisteten. Eine ähnliche Korrekturbewegung war auch auf dem lokalen Anleihenmarkt zu beobachten, wengleich die Renditen für die 2-jährige Lokalwährungsanleihe, welche 2011 um über 400 BP gestiegen war, im ersten Quartal 2012 immer noch einen Rückgang von über 130 BP verbuchte.

Vor dem Hintergrund der globalen Stimmungsaufhellung, welche die Lira-Märkte beflügelte und währungsstützende Direktmaßnahmen überflüssig machte, senkte die TCMB Ende Februar den oberen Wert ihres Overnight-Zinskorridors um 100 BP auf 11,5 %, während sie die Untergrenze bei 5 % beließ. Gleichzeitig wurde der 1W-Reposat bei 5,75 % gehalten, wobei die Notenbank den Markt derzeit zu einem effektiven Satz von 7,5-8 % via einwöchiger und einmonatiger Auktionen finanziert. Nur wenn die Lira einem erhöhten Druck ausgesetzt ist, wird der obere Rand des Korridors eingesetzt und eine Liquiditätsverknappung verordnet. Die Zentralbank scheint mit der vom Zinskorridor gewährleisteten Flexibilität und Effizienz zufrieden zu sein und dürfte diese auch in nächster Zeit anstreben.

Insgesamt sollte man sich indessen auf eine schwache Leistungsbilanzposition gefasst machen, zumal die strukturpolitischen Maßnahmen zum Abbau der externen Verwundbarkeit erst mit der Zeit greifen. Erschwerend kommt hinzu, dass globale Risikofaktoren bestehen bleiben, sodass TRY einem Abwertungsdruck ausgesetzt bleibt. Dies schlägt sich in unseren vorsichtigen Finanzmarkt-Prognosen nieder. Gleichzeitig dürften die Abwertungsrisiken überschaubar bleiben, da die Zentralbank auf eine allfällige Lira-Schwäche mit einer Verknappung der Liquidität zu reagieren pflegt (mittels Einfrierung der 1W-Repo-Finanzierung), anstatt ihre Devisenmarktinterventionen zu reaktivieren. Sollte hingegen der Rückenwind vonseiten des globalen Risikoappetits Bestand haben und eine erneute Welle der global üppig vorhandenen Liquidität in die Liramärkte spülen, ist für Q2 2012 eine erneute Rally an den Lira-Märkten nicht auszuschließen.

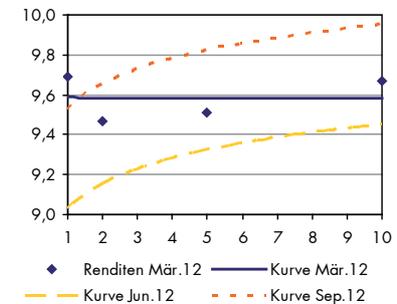
Stephan Csaba Imre

USD/TRY und EUR/TRY



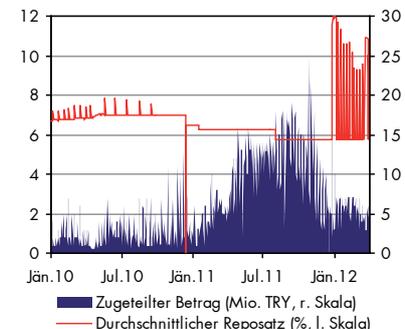
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

TRY Renditekurve (%)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Zuletzt schwankende Repo-Sätze



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Währungs-, Zins- und Renditeprognosen

	Kupon	Fälligk.	28. Mär ¹	Jun.12	EUR Perf.	Sep.12	EUR Perf.	Dez.12	EUR Perf.	Mär.13	EUR Perf.
EUR/TRY			2,36	2,31	2,4	2,43	-2,7	2,36	0,1	2,30	3,0
USD/TRY ²			1,78	1,75	1,7	1,80	-1,1	1,75	1,7	1,70	4,7
Leitzinssatz ³			5,75	5,75		5,75		5,75		6,25	
1M			10,0	9,8		10,3		8,8		7,5	
3M			10,1	9,5		10,0		9,0		8,0	
12M			9,7	9,2		9,7		9,2		8,7	
2-j. Anleihe	0,0%	Mär.14	9,5	9,0	5,5	9,5	1,9	9,0	7,6	8,5	13,4
5-j. Anleihe	9,0%	Mär.17	9,5	9,0	7,4	9,5	2,7	9,5	8,0	9,5	13,8
10-j. Anleihe	9,5%	Jän.22	9,7	9,7	6,1	10,2	0,5	9,5	9,9	9,2	17,4

1) 17:00 (MEZ); 2) Performance in USD; 3) einwöchiger Reposat
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Enge Spreads begrenzen Aufwärtspotenzial

- Emerging Markets profitieren weiterhin von besserem Staatsschuldenprofil
- CEE-Regierungen werden 2012 aktive Nutzer des Eurobondmarktes bleiben
- Rating-Spread-Relationen in CEE größtenteils fair gepreist – kein großes Spreadeinengungspotential mehr
- Moderat positive Performance der CEE Eurobonds in Q2 2012 – einige attraktive USD-Anleihen

EMBIG EUR-Erträge*

EUR Segment	Ertrag (%)		Spread (BP)
	p.a.	aktuell	
Gesamtindex	6,96	7,60	321
Europa (CEE)	7,55	7,02	333
Polen (A-)	8,89	10,84	232
Ungarn (BBB-)	6,25	-2,55	721
Kroatien (BBB-)	6,62	5,18	470
Litauen (BBB)	6,49	7,11	282
Rumänien (BB+)	7,48	8,06	389
Türkei (BB)	5,48	6,55	338
Ukraine (B+)	7,14	-1,92	879
Andere Segmente			
Lateinamerika	1,83	6,75	88
Asien	3,10	6,13	183
Afrika	6,48	11,05	274

* 28. Mär. 17:00 (MEZ) im letzten Quartal
Nettoertrag nicht annualisiert in %, S&P Länderratings in Klammer
Quelle: JP Morgan, S&P, Raiffeisen RESEARCH

EMBIG USD-Erträge*

USD Segment	Ertrag (%)		Spread (BP)
	p.a.	aktuell	
Gesamtindex	5,02	12,91	340
Europa (CEE)	5,71	6,91	343
Ungarn (BBB-)	3,69	-2,45	558
Türkei (BB)	5,29	8,62	304
Polen (A-)	5,60	8,61	213
Bulgarien (BBB)	3,22	4,76	248
Russland (BBB)	5,10	8,10	273
Ukraine (B+)	5,22	-4,12	856
Serbien (BB)	8,55	6,99	469
Andere Segmente			
Lateinamerika	3,05	12,89	213
Afrika	5,92	13,08	343
Asien	5,44	17,71	376

* 28. Mär. 17:00 (MEZ) im letzten Quartal
Nettoertrag nicht annualisiert in %, S&P Länderratings in Klammer
Quelle: JP Morgan, S&P, Raiffeisen RESEARCH

Marktkommentar

Nach einer Periode fortgesetzter Instabilität, die gegen Ende 2011 in einer schwachen Performance resultierte, warfen die Emerging-Schuldmärkte in Q1 2012 solide Gewinne ab. Die Euro-Krise selbst bewirkte sogar eine relative Umleitung der investierten Mittel zugunsten der Emerging Markets. Anfang 2012 konnte eine substantielle Belebung der Primärmarkt-Aktivitäten verzeichnet werden. Für CEE ungewöhnlich, haben diesmal mehr Regierungen den USD-Eurobondmarkt angezapft und den EUR-Markt gemieden. Im Januar verkauften Polen und Litauen 750 Millionen bzw. 1,5 Mrd. US-Dollar-Bonds. Auch die Türkei zapfte den Markt im Ausmaß von insgesamt USD 2,5 Mrd. an. Rumänien begab sich ebenfalls in den US-Dollar-Markt und lancierte zwei Tranchen in Höhe von USD 750 Millionen bzw. 1,5 Mrd., während Lettland USD 1 Mrd. platziert hat. Die durchschnittlichen Laufzeiten bewegen sich zwischen 5 und 10 Jahren. Schließlich kehrt auch Russland im April mit 5-, 10- und 30-jährigen Bonds im Wert von insgesamt USD 7 Mrd. in den Markt zurück. Für Q2 erwarten wir weitere CEE-Sovereign-Emissionen, nachdem die Spreads bereits auf enge Niveaus gefallen sind. Bulgarien plant eine 7-jährige EUR 0,5-1 Mrd.-Emission in Q2, andere potentielle Emittenten sind Kasachstan (USD), Mazedonien (EUR), Montenegro (EUR) und die Türkei (USD). Polen, Kroatien und Litauen könnten ebenfalls mit neuen Emissionen auf den Plan treten.

Marktausblick

Die fallende Risikoaversion bei gleichzeitig besseren globalen Wachstumsaussichten und den mittlerweile beherrschbaren Auswirkungen der Griechenlandkrise dürften den Emerging-Markets zugutekommen. Gleichzeitig bleiben die EM-Länder plötzlichen Verwerfungen der Marktliquidität stärker ausgesetzt. Auch wenn die CEE-Regierungen größtenteils nicht übermäßig verschuldet sind, kann das gesamte Tilgungsprofil einschließlich des Privatsektors dennoch erheblich sein. Zum Glück haben etliche CEE-Länder auch ausreichend Devisenreserven angesammelt, um ihren Tilgungsbedarf zu decken. Einige Länder, etwa Weißrussland und die Ukraine, könnten indessen Liquiditätsprobleme bekommen, zumal ein großer Teil ihrer Auslandsschulden innerhalb eines Jahres fällig wird, während ihre Gesamtverschuldung nach herkömmlichen Maßstäben niedrig bleibt. Andererseits haben Bulgarien, Rumänien, die Tschechische Republik und sogar Ungarn kurzfristige Schulden in bewältigbarem Ausmaß, auch wenn einige von ihnen höhere Gesamtverschuldungsquoten aufweisen. Was die Makrorisiken betrifft, glauben wir, dass die Gefahr eines partiellen Rückzugs der Eurozone-Banken aus CEE nachgelassen hat. Gleichzeitig müssen Länder wie die Ukraine, Rumänien, Ungarn und Lettland in diesem Jahr bedeutende Zahlungen an den IWF leisten. Dies könnte Länder wie die Ukraine einer erhöhten Liquiditätsknappheit aussetzen, wo die Devisenreserven nicht ausreichend hoch sind und chronische Budgetdefizits sowie ein schlechtes Ausgabenmanagement die Situation komplizieren. Bis auf weiteres werden die CEE-Regierungen dieses Jahr als aktive Kreditnehmer am Eurobond-Markt auftreten. Die Region CEE wird die einzige

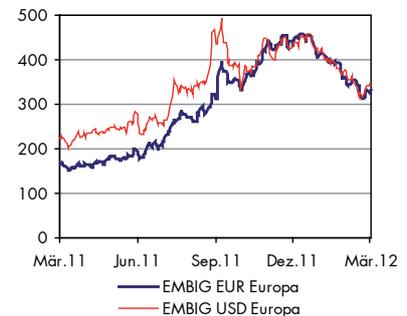
Emerging-Markets-Region sein, die in 2012 eine markante Nettosteigerung ihrer Eurobond-Emissionen finanzieren muss (rund EUR 7-10 Mrd.). Indessen wird sich der CEE-Rating-Ausblick angesichts der geringeren Zahl möglicher Upgrades von positiv auf stabil ändern, während Länder wie die Ukraine, Weißrussland und Ungarn unter dem Druck negativer Ausblicke zu leiden haben werden.

Marktstrategie

Wir erwarten uns für CEE-Eurobonds härtere Zeiten, zumal deren Spreads sich beträchtlich verengt haben. Unterdessen werden höhere Emissionsvolumina den CEE-Markt aus technischer Perspektive (Nachfrage-Angebot) schwächen. Allerdings dürften die aufgehellten Aussichten für das globale Wirtschaftswachstum außerhalb der Eurozone und das Niedrigzinsumfeld die Risiken ausgleichen und die CEE-Märkte stützen. Bislang sehen wir für CEE-Eurobonds eine moderat positive Performance, während wir die möglichen Auswirkungen einer allfälligen Marktkonsolidierung in Q2 als mild bewerten. Dennoch werden die absoluten Performance-Ergebnisse für CEE-Eurobonds bescheiden ausfallen, zumal eine weitere Spread-Verengung von einem besseren fundamentalen Ausblick und der Aussicht auf Rating-Upgrades abhängt, zu denen es in der Region nur selten kommen wird. Wir empfehlen eine Verlängerung der Portfolio-Durationen, um stärker an der moderat positiven Performance des Eurobond-Marktes in Q2 zu partizipieren. Derzeit liegt die durchschnittliche CEE-Portfolio-Duration bei 5 Jahren bzw. 5,9 Jahren für das Euro- und US-Dollar-Segment. Die Investoren können höhere Erträge erzielen, wenn sie zu bisher weniger eng gepreisten Eurobonds-Emittenten ohne offensichtliche Fundamentalprobleme greifen. In dieser Hinsicht würden wir der Balkan-Region gutes Potenzial zu billigen, namentlich im US-Dollar-Segment. Wir bevorzugen rumänische und serbische Eurobonds in US-Dollars. Die rumänische US-Dollar-Anleihe erscheint billig im Vergleich zu anderen mit einem BB-Rating-Spread, während die Haushaltskonsolidierung und verbesserte Schuldendeckung im Jahr 2012 ein Outlook-Upgrading bringen könnten. Auch Serbien, das dem Club der EU-Aspiranten beigetreten ist und außerdem über relativ sichere SchuldKennzahlen verfügt, könnte ein Kandidat für engere Spreads sein. Nachdem die serbischen Eurobonds in Q1 hinter den Mitbewerbern zurückgeblieben sind, könnte dieser Markt in Q2 in eine Aufholbewegung einschwenken. Demgegenüber raten wir von weißrussischen Anleihen ab, zumal neue EU-Sanktionen drohen und die Abhängigkeit von Russland zunimmt. Wir untergewichten die Ukraine infolge fehlender Haushalts- und Pensionsreformen und der Unfähigkeit, zu einem IWF-Abkommen zu gelangen.

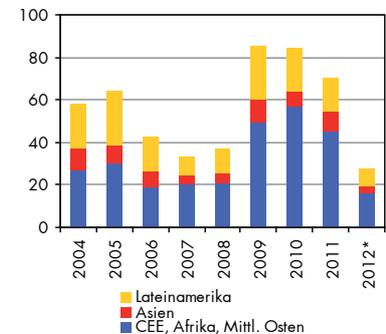
Gintaras Shlizhyus, Gunter Deuber

EMBIG Europa Spread (EUR vs. USD)*



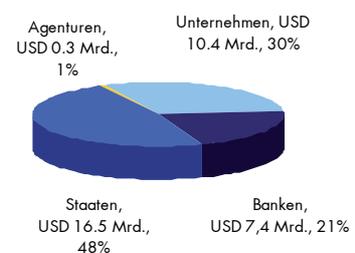
*in BP
Quelle: JP Morgan, Raiffeisen RESEARCH

Staatliche Eurobond-Emission*



*in USD Mrd.
Quelle: Unternehmen, Bloomberg

CEE/MEA Primärmarktaktivität*



* Prozentanteile seit Jahresanfang 2012
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

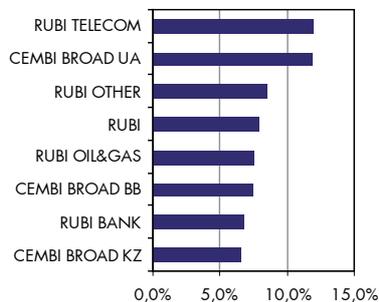
EMBIG Prognosen und Performance

		Spread			Spanne			Spread			Spanne				
		Dur.	28. Mär*	Jun.12	min.	max.	Perf. (%)	Sep.12	min.	max.	Perf. (%)	Dez.12	min.	max.	Perf. (%)
Polen (A-)	EUR	6.0	232	200	157	243	0.22	220	177	263	-0.97	190	147	233	-0.97
	USD	5.8	213	220	175	265	0.41	215	170	260	-1.03	200	155	245	-0.74
Litauen (BBB)	EUR	3.5	282	250	196	304	0.12	260	206	314	-0.23	230	176	284	-0.23
Ungarn (BB+)	EUR	3.9	721	650	575	725	1.64	670	595	745	0.87	600	525	675	2.42
Bulgarien (BBB)	EUR	5.6	273	260	227	293	1.52	270	237	303	-0.71	250	217	283	-0.16
Russland (BBB)	USD	3.2	470	420	367	473	0.69	450	397	503	-0.26	400	347	453	0.38
Kroatien (BBB-)	EUR	3.6	389	340	278	402	0.75	360	298	422	0.02	320	258	382	0.39
Rumänien (BB+)	EUR	7.3	388	350	288	412	3.38	360	298	422	-0.29	330	268	392	1.18
Serbien (BB)	USD	5.9	469	440	383	497	2.55	450	393	507	0.19	420	363	477	1.37
Türkei (BB)	EUR	4.7	338	300	266	334	0.44	310	276	344	-0.03	260	226	294	0.91
	USD	7.5	304	290	249	331	1.64	300	259	341	-2.12	250	209	291	0.89
Ukraine (B+)	EUR	3.0	879	850	747	953	0.02	900	797	1003	-1.46	800	697	903	0.61
	USD	3.7	856	860	787	933	0.38	870	797	943	-1.11	800	727	873	1.13

* Schlusskurse 17:00 (MEZ); Performance - kumulierter Ertrag der Bruttoanleihepreise bis zum Prognosehorizont, Länder sortiert nach S&P-Rating
Quelle: JP Morgan, S&P, Raiffeisen RESEARCH

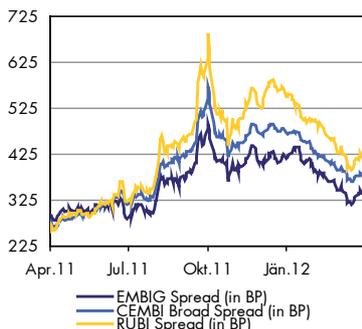
GUS: Nach dem starken Quartal werden wir nun selektiver

Erträge in Q1 2012



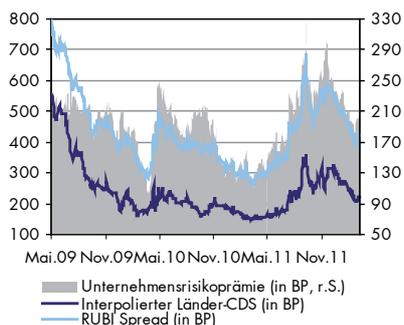
Quelle: JP Morgan, Raiffeisen RESEARCH

EM Unternehmensanleihenindizes



Quelle: JP Morgan

RU: Unternehmensrisikoprämie*



* Differenz zwischen dem Cash Bond Index Spread und dem interpolierten Länder-CDS
Quelle: JP Morgan, Raiffeisen RESEARCH

EM-Unternehmen verzeichneten in diesem Jahr bisher sehr hohe Erträge, nachdem die großzügige Liquiditätszufuhr seitens der Europäischen Zentralbank die Nerven in der EU-Sovereign-Peripherie beruhigte und die Märkte für riskantere Assets wieder auf Risikokurs gewechselt haben. Während EM Corporates im ersten Quartal einen Ertrag von 5,5 % erwirtschafteten, zeigten die GUS-Unternehmen, die mit einer attraktiven Bewertung das Jahr starteten, eine hervorragende Performance. Kasachstan, gemessen an JP Morgan CEMBI Broad KZ, zeichnete den geringsten Ertrag in der Region auf. Dies ist allerdings der Tatsache zuzuschreiben, dass zu Beginn BTA-Anleihen die Performance des Subindex belasteten, bis sie Ende Januar ausgeschrieben wurden. In allen anderen Bereichen war die Performance in Kasachstan gut, wobei hervorzuheben ist, dass sich die Banken der negativen Stimmung rund um die zweite BTA-Umschuldung entziehen konnten und besser abschnitten als ihre ähnlich gerateten russischen Mitbewerber. Am besten schnitten ukrainische Credits ab, die seit Anfang des Jahres einen Ertrag von 11,8 % einbrachten. Wir führen dies auf den allgemeinen Anstieg der Risikoneigung zurück, zumal wir keine fundamentalen Verbesserungen im Land erkennen können. Die russischen Credits legten in Q1 um 7,9 % zu, angetrieben von einer starken Rally in der Telekombranche sowie in Metall & Bergbau.

Ein weiterer Grund für die Outperformance der GUS-Credits waren die fehlenden Primärmarktaktivitäten in der Region. Zwar gaben EM-Corporates seit Anfang des Jahres ca. USD 70 Mrd. an neuen Schulden aus (der Februar wurde zum stärksten Monat in der Geschichte dieser Assetklasse), doch kam der Löwenanteil der Emissionen aus Asien und Lateinamerika. Crossover, High Yields und ratinglose Emittenten haben knapp über 25 % zum Emissionsvolumen beigetragen – für uns ein Hinweis auf einen gesunden Risikoappetit für Neuemissionen. All dem zum Trotz haben sich die GUS Unternehmen weitgehend von Eurobondplatzierungen zurückgehalten. Die Emissionen aus der Region machten lediglich einen Anteil von 6,5 % des globalen Angebots aus, und liegen damit deutlich unter dem Durchschnitt von 13,6 % von 2009-2011. Sämtliche 6 durchgeführte Deals kamen von staatlichen Unternehmen. Das USD-Segment verzeichnete lediglich drei Transaktionen.

Aus unserer Perspektive wird die Performance in Q2 weniger stark als in Q1 sein, da einige Risikofaktoren sichtbar werden. Zum einen hatte der Markt bisher eine sehr starke Rally hinter sich und aus Bewertungsperspektive scheint das Upside im Vergleich zur Situation vor 3 Monaten begrenzt zu sein. Die russischen Corporates revidierten bereits ca. 70 % der Spread-Ausweitung zwischen April und Oktober des letzten Jahres. Aus technischer Sicht scheinen viele EM und GUS-Anleihen überkauft zu sein, weil ihre aktuellen Spreads mehr als 2 Standardabweichungen unter dem Durchschnitt der letzten 90 Handelstage liegen. Zweitens sind wir der Meinung, dass das von der Volatilität der US-Zinsen ausgehende Risiko sich im Laufe der Zeit erhöhen und die Anleihekurse möglicherweise unter Druck setzen wird. Unser Makro-Team ist der Ansicht, dass die risikolosen Renditen in den USA niedrig bleiben werden, da vorerst nicht von einer Änderung der ultra-expansiven Haltung der Fed auszugehen ist. Plötzliche Ausschläge der Zinsvolatilität können jedoch nicht ausgeschlossen werden, wie sie beispielsweise in der Woche vom 12. bis 16. März vorgekommen sind, als die Treasury-Renditen die obere Grenze ihres lange währenden Trading-Korridors austesteten und die Kurse zahlreicher Unternehmensanleihen unter Druck gerieten. Die Rendite des JP Morgan Russia Corporate Bond Index (RUBI CORP) liegt derzeit nur 41 BP über dem historischen Tiefststand vom 19. Mai 2011, doch der vom Index gebotene Spread liegt noch immer um 159 BP über dem letzten Zwölfmonatstief

vom 6. April 2011. Unserer Meinung nach ist dieser Spread-Polster der Grund dafür, dass die Kurse russischer und GUS-Corporate-Eurobonds dem Druck des jüngsten Ausverkaufs von US-Treasuries standgehalten haben. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob der Markt in der Lage sein wird, plötzliche Ausschläge der Volatilität bei risikolosen Zinsen zu verdauen, während die Credit-Spreads weiter einlaufen.

Zum dritten wird die aktuelle Flaute am Primärmarkt nicht von Dauer sein und wir rechnen mit einer höheren Emissionsaktivität in den GUS-Staaten. Nachdem die Proteste in Russland im Anschluss an die Präsidentschaftswahlen nachgelassen haben, dürfte sich die Aufmerksamkeit der Emittenten und Investoren wieder weg von der Politik hin zu den neuen Primär-Deals wenden. Russland bot Investoren einen Deal in 3 Tranchen in Höhe von insgesamt USD 7 Mrd. an und schöpfte damit das Budgetlimit für Auslandskredite fast vollständig aus. Die Tatsache, dass der Staat einen großen Liquiditätsanteil des Marktes absorbiert hat, könnte für Unternehmen kurzfristig schwierige Bedingungen schaffen. Vor allem für April erwarten wir eine Erhöhung der Primärmarktaktivität, nachdem zunehmend mehr Unternehmen ihre Jahresergebnisse berichtet haben. Potentielle Emittenten sind Gazprombank, Promsvyazbank, TNK-BP und VTB, aber auch andere, vor allem kleinere Unternehmen, werden wahrscheinlich neue Eurobonds bringen. Raspadkaya hat sich kürzlich eine zweijährige USD-300-Millionen-Kreditlinie von der Sberbank gesichert und ist eines der wenigen etablierten Unternehmen, das jetzt flexibel genug ist, sich nicht über den Anleihenmarkt finanzieren zu müssen. Wir raten den Investoren das 2. Quartal taktisch vorsichtiger anzugehen. Wir möchten kein zu pessimistisches Szenario aufzeichnen, jedoch zeigt der Sekundärmarkt – wie oben erläutert – inzwischen ein reduziertes Aufwärtspotential und wir können nur eine begrenzte Anzahl attraktiv bewerteter Anleihen erkennen. Unter diesen Bonds möchten wir aus Russland Gazprom, Promsvyazbank, Sberbank und Vimpelcom hervorheben. In Kasachstan bleiben wir bei der Halyk Bank nach wie vor auf der Käuferseite. Russland und Kasachstan zählen zu den attraktiven Ländern, da sie zu den möglichen Gewinnern im Fall einer Eskalation in Iran zählen. Während die Öl- und Gas-Credits beider Länder dank hoher Ölpreise gut abschnitten, konnten die russischen Bankanleihen wenig beeindruckt, und Performance Anleihen aus dem Sektor lag unter jener der Ölwerte. Unserer Einschätzung nach besteht ein gewisses Aufholpotenzial für Banken-Eurobonds in Russland, wengleich wir auch festhalten müssen, dass wir für russische Banken höhere Neuemissionsrisiken als für russisches Öl- und Gassektor erkennen. Bei ukrainischen Credits raten wir zur Vorsicht, vor allem im Hinblick auf die Banken. Trotz billiger Bewertungen bleiben ukrainische Unternehmen einem hohen Makro-Risiko ausgesetzt, da die Ukraine nach wie vor zu einem der meistgefährdeten Staaten in CEE zählt. Wir rechnen damit, dass der Primärmarkt in GUS an Fahrt aufnehmen und sich auf die Emissionen von kleineren Unternehmen ausweiten wird. Dies sollte den Investoren neue und interessante Einstiegsmöglichkeiten bieten.

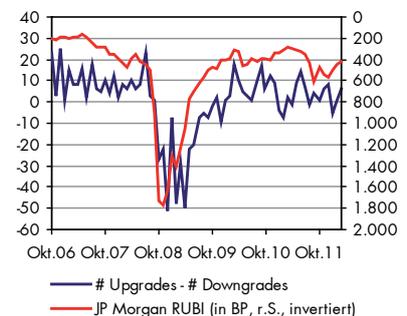
Gleb Shpilevoy, Alexander Sklemin

Spreadprognosen

Index (in BP)	aktuell*	Q2 2012	Q3 2012	Q4 2012	Q1 2013
RUBI	418	405	380	350	335
RUBI Bank	469	455	430	385	370
RUBI Oil&gas	332	315	295	275	265

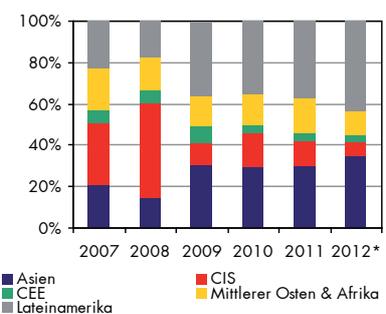
* Schlusskurse vom 28.03.2012 per 30.03.2012, 11:00 MEZ
Quelle: JP Morgan, Raiffeisen RESEARCH

Russland: Ratingdrift



Quelle: Bloomberg, JP Morgan, Raiffeisen RESEARCH

EM Credits: Neuemissionen



* seit Jahresanfang
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Research

Ausgewählte Unternehmensanleihen

Emittent	ISIN	Fälligkeitsdatum	Rendite, %
Gazprom	XS0424860947	23.Apr.19	5,2
Halyk Bank	XS0298931287	03.Mai.17	6,3
Promsvyazbank	XS0619624413	25.Apr.14	6,7
Sberbank	XS0742380412	07.Feb.17	4,6
Sberbank	XS0743596040	07.Feb.22	5,8
Vimpel-Com	XS0361041808	30.Apr.18	7,1

Quelle: Bloomberg

Nach wie vor genügend Kurspotenzial vorhanden

- Konjunkturstimmung hat sich zuletzt wieder aufgeheitert
- Gewinntrend dürfte positiv bleiben
- Bewertungsniveaus moderat
- Liquidität bleibt unterstützender Faktor

Einflussfaktoren für den ATX*

Inländische Konjunktur	3 (4)
Export OECD exkl. Osteuropa	4 (4)
Osteuropa	4 (4)
Asien	2 (2)
Unternehmensgewinne	3 (3)
Schlüsselbranchen	2 (3)
Bewertungsniveau/KGV	2 (2)
Zinsen/Renditen	1 (1)
Wechselkurse	3 (3)
Auslandsbörsen	2 (4)
Liquidität	1 (1)
Markttechnik	3 (2)

Notenskala von 1 - 4 (Zahlen in Klammer letzte Ausgabe)

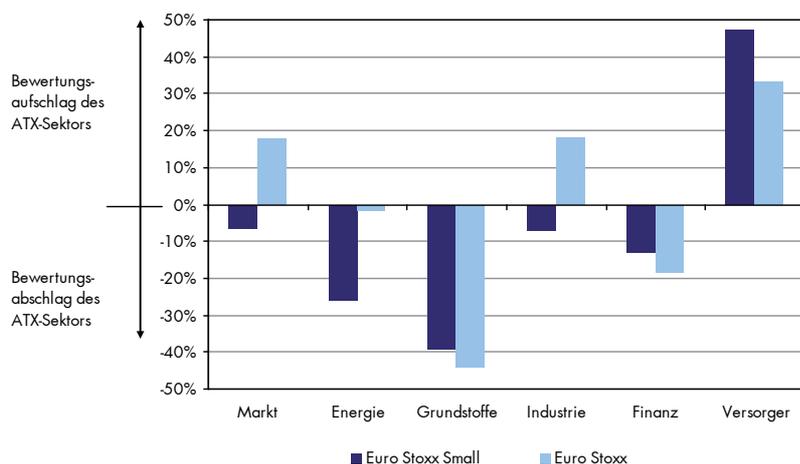
* Erwarteter Trend für die nächsten 3 - 6 Monate

Quelle: Raiffeisen RESEARCH, Raiffeisen Centrobank

Die Entwicklung am österreichischen Aktienmarkt seit Jahresanfang kann sich durchaus sehen lassen. Nachdem insbesondere das Jahr 2011 klare Verluste mit sich gebracht hat und speziell die heimischen Finanztitel etwa aufgrund der Unsicherheiten im Finanzsystem klare Kursrückgänge verbuchten, brachte das neue Jahr eine bislang sehr starke Entwicklung mit sich.

Generell hat sich die Stimmung zuletzt hinsichtlich der künftigen konjunkturellen Entwicklung wieder ein wenig aufgeheitert. Zum einen ist dies sicherlich auf den erfolgreichen Schuldenschnitt in Griechenland zurückzuführen. Zum anderen sind es aber auch die EZB-Liquiditätsspritzen gewesen, die zu einer Einengung der Länderspreads geführt haben. Nicht vergessen darf man zudem auf die schon seit längerem soliden US-Konjunkturdaten. Auf jeden Fall ändert dies nichts daran, dass das erste Quartal noch ein negatives Wachstum in Österreich mit sich bringen wird, obwohl wir wahrscheinlich schon im zweiten Quartal eine leichte wirtschaftliche Expansion sehen werden. Grund zur Euphorie ist aber nicht angebracht. Die Entwicklung des österreichischen Einkaufsmanagerindex deutet für das Gesamtjahr 2012 nur auf eine leichte Steigerung der Wirtschaftsleistung hin. Wir rechnen mit einem Zuwachs von 0,3 %.

Relatives KGV 2012f ATX



Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Sektorenstruktur des ATX

Sektor	Unternehmen	Gewichtung
Finanz	CA Immobilien, conwert, Erste Group, Immofinanz, Raiffeisen Bank International, Vienna Insurance Group	38,0%
Industrie	Andritz, Österreichische Post, Strabag, Wienerberger, Zumtobel	17,5%
Energie	OMV, Schoeller-Bleckmann	15,8%
Grundstoffe	Mayr-Melnhof, Lenzing, RHI, voestalpine	15,9%
Telekom	Telekom Austria	7,0%
Versorger	EVN, Verbund	5,8%

Quelle: Raiffeisen RESEARCH, Raiffeisen Centrobank, Wiener Börse

Die Krise in der Eurozone hat zuletzt ihre Spuren bei den Ländern Zentral- und Osteuropas hinterlassen. Auch hier hat die wirtschaftliche Dynamik nachgelassen. Ähnlich wie in unserer letzten Strategiepublikation erwarten wir für Tschechien und Ungarn weiterhin eine Rezession im Jahr 2012. Diese leiden vor allem unter ihrer hohen Exportabhängigkeit in die Eurozone. Für die CEE-Region als Ganzes bleibt aber unsere Annahme aufrecht, dass es zu keiner Schrumpfung der Wirtschaftsleistung, sondern zu einer moderaten Expansion in Höhe von 2,6 % kommen wird. Innerhalb dieser wird sich die Region CIS am besten halten,

da speziell Russland als Energieexporteur von relativ robusten Energiepreisen profitieren dürfte.

Trotz der konjunkturellen Eintrübung haben die österreichischen Unternehmen in der abgelaufenen Berichtssaison gar nicht so schlecht abgeschnitten. Im Gegensatz zur vorangegangenen Periode nahmen die negativen Überraschungen ab. Positiv fielen insbesondere OMV, Erste Group, RBI, Andritz oder auch Mayr-Melnhof auf. Weniger gut schnitten Zumtobel, Wienerberger oder Verbund ab. Waren die meisten Unternehmen vor Jahreswechsel aufgrund der geringen Visibilität noch zunehmend vorsichtig, so zeichnete sich zuletzt eine leichte Verbesserung bei den Ausblicken ab.

Positiv dürfte der Trend bei den Gewinnen bleiben. Die im ATX enthaltenen Unternehmen haben im abgelaufenen Jahr knapp aber doch eine positive Gewinnzuwachsrate verzeichnen können. Aggregiert ergab sich ein Plus von rund 1 %, wobei große negative Effekte, wie etwa die Belastungen durch die Fremdwährungsproblematik schon darin enthalten sind. Aufgrund dessen fällt auch die Zuwachsrate für 2012 mit rund 14,4 % ein wenig stärker aus. Der Schuldenschnitt in Griechenland hat die gelisteten Finanzunternehmen nur wenig getroffen.

Trotz der starken Entwicklung seit Jahresanfang haben die Bewertungsniveaus keine wirklich markante Expansion erfahren. Mit einem Kurs/Gewinnverhältnis für 2012 von 10,9 weisen sie auch keine Prämie zu den etablierten Aktienmärkten Westeuropas auf. Auf Basis der Buchwerte bleibt der österreichische Aktienmarkt ohnehin günstig bewertet. Vor allem die ATX-Bankentitel stechen hierbei hervor.

Etlche Themen, die im Jahr 2011 noch maßgeblich das Geschehen am österreichischen Aktienmarkt bestimmten, haben sich mittlerweile abgeschwächt bzw. gänzlich aufgelöst. In diesem Zusammenhang kann man etwa die aus der Fremdwährungskredit-Problematik in Ungarn resultierenden Effekte nennen, die in den Ergebnissen der betroffenen Bankinstitute mittlerweile schon ausreichend berücksichtigt worden sind. Ebenfalls erwiesen sich die Diskussionen rund um die Kapitalanforderungen der Europäischen Bankenaufsicht (EBA) wie auch die Unsicherheit bezüglich dem nunmehr vollzogenen Schuldenschnitt in Griechenland für die Kursentwicklung des europäischen Finanzsektors als Ganzes und damit für die noch immer im ATX schwer gewichteten Finanztitel als nicht unbedingt förderlich. Dementsprechend bleiben wir für die kommenden Monate grundsätzlich positiv gestimmt. Allerdings dürfte die gesehene starke Aufwärtsdynamik eine Abschwächung erfahren, da nach wie vor einige Problemfelder (z. B. europäische Konjunktur, Wahlen in Griechenland, Referenden über den europäischen Fiskalpakt...) lauern, die alle das Zeug haben für kräftige Verunsicherung zu sorgen. Dennoch glauben wir, dass auch aufgrund der üppigen Liquiditätsausstattung der Märkte und der moderaten Bewertung des österreichischen Aktienmarktes nach wie vor genügend Kurspotenzial vorhanden ist, um eine „Kauf“-Empfehlung für den ATX zu rechtfertigen.

Johannes Mattner

Bewertung und Prognosen

	28. März*	Jun.12	Sep.12	Dez.12	Mär.13
Gewinn der nächsten 12 Monate	173,7	179,9	186,2	192,5	198,7
Renditeprognose	2,84	2,80	2,70	2,80	3,00
Gewinnrendite-Rentenrendite (10j)	5,18	4,75	5,50	5,00	5,00
ATX-Prognose auf Basis GR-RR		2383	2271	2468	2484
ATX-Prognose	2164,9	2350	2300	2450	2450
erwartete Kursentwicklung		8,6%	6,2%	13,2%	13,2%
Bandbreiten		1900-2500	2000-2500	2000-2600	2100-2700
KGV auf Basis der Gewinne d. n. 12 Monate	12,5	13,1	12,4	12,7	12,3

* 23:59 (MEZ)

Quelle: Raiffeisen RESEARCH, Raiffeisen Centrobank

Fair Value des ATX per März 2013*

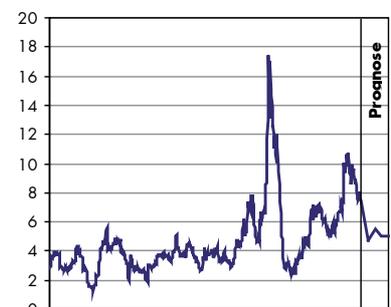
	Renditen (10J)		
GR-RR**	2,75%	3,00%	3,25%
6,50%	2.148	2.091	2.038
6,25%	2.208	2.148	2.091
6,00%	2.271	2.208	2.148
5,75%	2.338	2.271	2.208
5,50%	2.408	2.338	2.271
5,25%	2.484	2.408	2.338
5,00%	2.564	2.484	2.408
4,75%	2.649	2.564	2.484
4,50%	2.741	2.649	2.564
4,25%	2.838	2.741	2.649
4,00%	2.944	2.838	2.741
3,75%	3.057	2.944	2.838
3,50%	3.179	3.057	2.944
3,25%	3.311	3.179	3.057

* auf Basis der erwarteten ATX-Gewinne für 2012/2013 iHv. 198,7 ATX-Punkten

** Gewinnrendite minus Rentenrendite

Quelle: Raiffeisen RESEARCH, Raiffeisen Centrobank

Gewinnrendite* minus Rentenrendite



Okt.00 Okt.02 Sep.04 Sep.06 Sep.08 Sep.10 Sep.12

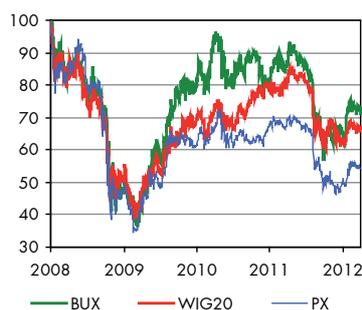
* in %, Gewinnrendite = 1/KGV; auf Basis der Gewinne der nächsten 12 Monate

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH, Raiffeisen Centrobank

Ist das Größte ausgestanden?

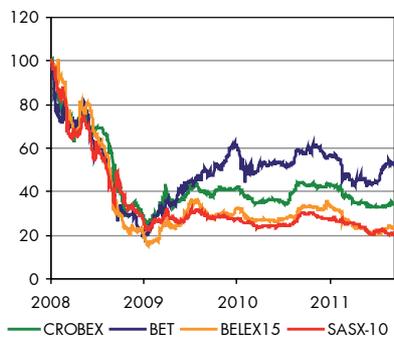
- Abnehmende internationale Risikoaversion begünstigt Aktieninvestments
- CEE-Aktienmärkte weisen historisch gesehen attraktive Bewertung auf
- Hohe Liquidität steht für Aktieninvestments bereit
- Bereits vorsichtige Schätzungen für Unternehmensgewinne bieten Polster gegen Abwärtsrisiken

Wichtige Indizes der Region



In lokaler Währung
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

SEE-Indizes im Vergleich



In lokaler Währung
Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Das erste Quartal 2012 war vorwiegend von der Rettung Griechenlands geprägt. Nachdem die Finanzminister der Eurogruppe das zweite Hilfspaket für Griechenland in Höhe von EUR 130 Mrd. verabschiedet und die privaten Gläubiger einem „freiwilligen“ Forderungsverzicht zugestimmt haben, hat die Risikoaversion der internationalen Investoren deutlich abgenommen. Die massive Liquiditätsschwemme der Banken durch die EZB hat das Sentiment durch fallende Renditen diverser unter Druck geratener Staatsanleihen (Italien, Spanien etc.) zusätzlich positiv beeinflusst. Auch die CEE-Aktienmärkte konnten dementsprechend von einem freundlichen internationalen Sentiment profitieren, wenngleich nicht notwendigerweise im selben Ausmaß. Die Performance-Ausprägungen waren sehr unterschiedlich: Während der kroatische CROBEX 10 kaum und der polnische WIG 20 nur wenig von der Stelle kamen, legten der rumänische Leitindex BET stark und der ungarische BUX im knapp zweistelligen Prozentbereich zu. Die Fundamentaldaten dieser Länder lassen hierbei aber kaum auf die erzielte Performance schließen; vielmehr dürfte es sich dabei um das potenzielle Auspreisen von Risikofaktoren gehen. Für die weitere Entwicklung gehen wir von einem Anhalten des international freundlichen Sentiments aus, wodurch die lokalen Rahmenbedingungen der Länder wieder stärker in den Vordergrund treten sollten. Wir präferieren eine zyklisch ausgerichtete Sektorallokation.

Wenn sich das globale konjunkturelle Umfeld etwas aufhellt, so ist dies vor allem für den russischen MICEX ein positiver Faktor, da dann die Weltwirtschaft mit Rohstoffen versorgt und mit Öl geschmiert werden will. Insofern wirkt hier auch unsere Ölpreisprognose von USD 114 (Brent) im Durchschnitt für 2012 unterstützend und sollten die Querelen im Iran zu Engpässen führen, freut sich der weltgrößte Öllieferant Russland umso mehr. Dass wir das BIP in Russland getrieben von privatem Konsum und den Rohstoffpreisen nun mit +3,7 % für 2012f höher als zuvor erwarten, ist genauso ein positiver Umstand wie die generell sehr günstige Bewertung. Nach den Präsidentschaftswahlen sollte mittelfristig auch der politische Risikoaufschlag nachlassen. Die Gewinnentwicklung – nach deutlichen Anstiegen 2010 und 2011 – weist zwar für 2012f eine Schrumpfung von 1,3 % aus, hier besteht aber unserer Meinung nach durchaus im Jahresverlauf eher Chance auf Verbesserung. Nachdem global sehr viel Liquidität an der Seitenlinie

Einflussfaktoren für Aktienmärkte

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

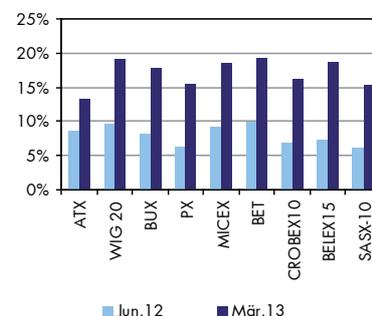
Die Bewertungsskala reicht von 1 bis 4. Die Note 1 bedeutet einen deutlich positiven Einfluss, die Note 4 einen deutlich negativen Einfluss auf den jeweiligen Markt. Alle Faktoren sind gleichgewichtet. Der Horizont für die Einschätzung beträgt 3 Monate. Die Zahlen in Klammer beziehen sich auf die letzte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

für Investments parat steht, erwarten wir weitere Zuflüsse nach Russland und sehen daher für den MICEX durchaus Potenzial für Q2 2012. **KAUF.**

Der **polnische WIG 20** konnte von den freundlichen internationalen Vorgaben zwar nicht im selben Ausmaß profitieren, schloss aber dennoch im deutlich positiven Terrain. Geschuldet ist die im Vergleich zu den lokalen Pendanten schwächere Performance aber nicht den lokalen Rahmenbedingungen, denn diese sind nach wie vor als grundsätzlich zu bezeichnen. Das erwartete Wirtschaftswachstum 2012 wurde von uns von 2,2 % auf nunmehr 2,8 % angehoben, wobei sich die solide Inlandsnachfrage sowie der leicht zunehmende Export unterstützend auswirken. Die Bewertung (erwartetes KGV 2012: 10,1) ist nach wie vor als relativ günstig und der erwartete aggregierte Gewinnrückgang in Höhe von 12,3 % als leicht konservativ zu bezeichnen. Aufgrund der abnehmenden internationalen Risikoaversion und der guten lokalen Fundamentaldaten gehen wir von einer stärkeren Nachfrage nach polnischen Aktien aus, wobei sich die von der Regierung angestrebten Privatisierungen in einem Ausmaß von rund PLN 10 Mrd. als ein leicht dämpfender Faktor entpuppen könnte. **KAUF.**

Der **tschechische PX** verdankt den Kursanstieg von 8 % seit Jahresbeginn der Erholungsrallye bei Banken und Versicherungen. Die anderen Schwergewichte (Versorger und Telekom) waren deutlich unter der Indexentwicklung. Wir sind zwar für das zweite Quartal optimistisch, auch weil sich in Tschechien wirtschaftlich das Bild verbessert, sehen aber den PX im CEE-Vergleich nicht an vorderster

Erwartete Aktienindexperformance



Quelle: Raiffeisen RESEARCH

Indizes im Vergleich

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	28. Mär*
ATX	34,4%	57,4%	50,8%	21,7%	1,1%	-61,2%	42,5%	16,4%	-34,9%	14,4%
BUX	20,3%	57,2%	41,0%	19,5%	5,6%	-53,3%	73,4%	0,5%	-20,4%	9,9%
WIG 20	33,9%	24,6%	35,4%	23,7%	5,2%	-48,2%	33,5%	14,9%	-21,9%	7,6%
PX	43,1%	56,6%	42,7%	7,9%	14,2%	-52,7%	30,2%	9,6%	-25,6%	8,3%
MICEX	61,4%	6,6%	84,3%	67,5%	11,5%	-67,2%	121,1%	23,2%	-16,9%	8,4%
BET	30,9%	101,0%	50,9%	22,2%	22,1%	-70,5%	61,7%	12,3%	-17,7%	21,7%
CROBEX	1,1%	31,8%	27,6%	60,7%	62,3%	-66,9%	16,4%	5,3%	-15,4%	0,6%
BELEX 15	n.a.	n.a.	n.a.	58,0%	38,4%	-75,6%	17,4%	-1,8%	-23,4%	6,4%
SASX-10	n.a.	n.a.	n.a.	79,0%	28,5%	-66,5%	-14,6%	-10,4%	-16,2%	-3,6%
CECE Composite Index	14,2%	57,1%	44,7%	14,7%	10,5%	-53,7%	40,5%	15,7%	-29,1%	14,5%
DAX	37,1%	7,3%	27,1%	22,0%	22,3%	-40,4%	23,8%	16,1%	-14,7%	18,7%
Euro Stoxx 50	15,7%	6,9%	21,3%	15,1%	6,8%	-44,4%	21,1%	-5,8%	-17,1%	7,8%
S&P 500	26,4%	9,0%	3,0%	13,6%	3,5%	-38,5%	23,5%	12,8%	0,0%	11,8%
MSCI World	22,8%	9,5%	13,7%	13,5%	2,8%	-40,1%	22,8%	7,8%	-7,6%	10,8%

In lokaler Währung

* 23:59 (MEZ)

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

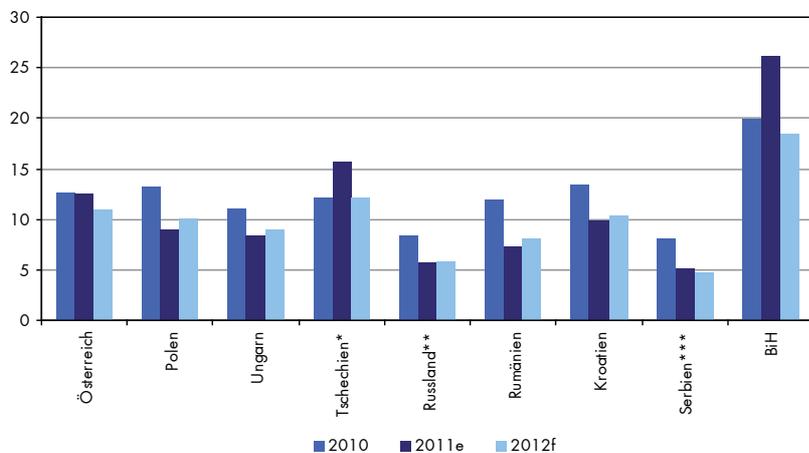
Bewertung

	LGW	Gewinnwachstum			Kurs/Gewinn-Verhältnis			Dividendenrendite
		2010	2011e	2012f	2010	2011e	2012f	2011e
ATX	6,8%	30,1%	0,9%	14,4%	12,6	12,5	10,9	3,7%
WIG 20	7,9%	29,2%	27,2%	-11,3%	13,2	9,0	10,1	5,4%
BUX	6,8%	6,9%	9,9%	-6,3%	11,2	8,4	8,9	4,3%
PX*	6,1%	45,4%	-27,3%	30,1%	12,0	15,7	12,1	6,3%
MICEX**	9,6%	52,0%	38,0%	-1,3%	8,4	5,7	5,8	2,7%
BET	8,4%	14,2%	39,2%	-10,1%	11,9	7,3	8,1	4,3%
CROBEX10	6,2%	30,4%	5,1%	-5,7%	13,3	9,9	10,4	6,5%
BELEX15***	6,3%	6,3%	10,5%	9,5%	8,2	5,1	4,6	2,2%
SASX-10	6,2%	-31,3%	-38,0%	41,1%	19,9	26,1	18,5	4,6%

* Tschechien (PX): exkl. Erste Group und Vienna Insurance Group; ** Russland (MICEX): exkl. Inter RAO, Sberbank Vz. und Surgutneftegaz Vz.; *** Serbien (BELEX15): exkl. Alfa Plam, Imlek, Jedinstvo, Jubmes Banka und Veterinarski

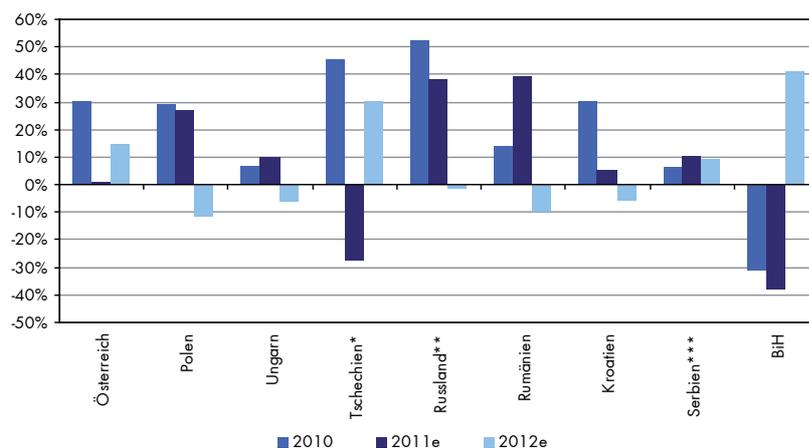
Quelle: Thomson Reuters, IBES, Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Kurs/Gewinn-Verhältnis



* Tschechien (PX): exkl. Erste Group und Vienna Insurance Group; ** Russland (MICEX): exkl. Inter RAO, Sberbank Vz. und Surgutneftegaz Vz.; *** Serbien (BELEX15): exkl. Alfa Plam, Imlek, Jedinstvo, Jubmes Banka und Veterinarski
Quelle: Thomson Reuters, IBES, Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Gewinnwachstum



* Tschechien (PX): exkl. Erste Group und Vienna Insurance Group; ** Russland (MICEX): exkl. Inter RAO, Sberbank Vz. und Surgutneftegaz Vz.; *** Serbien (BELEX15): exkl. Alfa Plam, Imlek, Jedinstvo, Jubmes Banka und Veterinarski
Quelle: Thomson Reuters, IBES, Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Front, was auch an der relativ ambitionierten Bewertung liegt. Die wird zwar durch die hohe Dividendenrendite teilweise gerechtfertigt, ist aber auch deshalb für 2012 in die Höhe geschwollen, weil die Jahresergebnisse 2011 einiger Unternehmen schlechter als erwartet ausfielen und damit basiseffektbedingt die Schätzungen für die Gewinnwachstumszahlen 2012 positiv beeinflussen. Die hohe Wachstumsrate von 30 % (vorher rund 10 %) unterliegt daher einem Abwärtsrisiko.

KAUF.

Das **ungarische BUX** konnte sich im Fahrwasser der etablierten Börsen positiv von den regionalen Pendanten aus Polen und Tschechien abkoppeln. Auch wenn sich unsere Sicht bezüglich der ungarischen Wirtschaftsentwicklung leicht verbessert hat, so erwarten wir dennoch einen BIP-Rückgang in Höhe von 0,5 % (zuvor noch 2,0 %). Auch die anderen Faktoren lassen Ungarn kaum in einem glorreichen Licht erscheinen: Der private Konsum stagniert auf niedrigem Niveau und auch die staatlichen Investitionen sind aufgrund der Sparbemühungen rückläufig. Zudem verkehrte sich auch das zuvor noch positiv erwartete aggregierte Gewinnwachstum mit nunmehr -6,3 % ins Gegenteil. Positiv zu verbuchen ist aber die relativ niedrige Bewertung (erwartetes KGV 2012: 8,9), welche sich unterstützend auf die Aktienkurse auswirken sollte. Damoklesschwert für

Indexeinschätzungen

	28. Mär*	Jun.12	Sep.12	Dez.12	Mär.13	Empfehlung
ATX	2165	2350	2300	2450	2450	Kauf
Performance		8,5%	6,2%	13,2%	13,2%	seit 1/1/12
Bandbreiten		1900-2500	2000-2500	2000-2600	2100-2700	14,4%
WIG 20	2307	2530	2600	2700	2750	Kauf
Performance		9,7%	12,7%	17,0%	19,2%	seit 1/1/12
Bandbreiten		2150-2700	2300-2750	2400-2900	2500-2900	7,6%
BUX	18653	20200	20800	21800	22000	Kauf
Performance		8,3%	11,5%	16,9%	17,9%	seit 1/1/12
Bandbreiten		17000-22000	18500-22500	19000-23000	19500-23500	9,9%
PX	987	1050	1070	1120	1140	Kauf
Performance		6,4%	8,4%	13,5%	15,5%	seit 1/1/12
Bandbreiten		850-1200	900-1200	950-1250	1000-1300	8,3%

In lokaler Währung
* 23:59 (MEZ)

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

die weitere Entwicklung bleiben aber vor allem die exogenen Vorgaben (Schuldenkrise, EU-Wirtschaftswachstumsdelle etc.) sowie die lokale politische Komponente, wobei wir nach wie vor eine Einigung zwischen Ungarn und IWF/EU bis Ende Juni erwarten. **KAUF.**

Mit einem Performanceplus von rund 22 % seit Jahresbeginn zählt der **rumänische** Leitindex **BET** zu den Highflyern unter den Ostbörsen. Ähnlich wie zuvor beim IWF-Kandidat Ungarn ist es insbesondere das Auspreisen von Risiken, das den rumänischen Aktienmarkt zu dieser Outperformance verhilft. Durch die fiskalpolitischen Reformfortschritte und das Erreichen der Defizitziele verbessert sich die Risikoeinschätzung Rumäniens. Profitieren sollte der rumänische Aktienmarkt im Rahmen einer globalen Sentimentaufhellung und einer damit verbundenen Erholung der Zyklizer auch von seiner Indexzusammensetzung: Die Titel des Fonds Fondul Proprietatea miteingerechnet entfallen annähernd die Hälfte des Indexgewichts auf den Sektor Energie und rund 40 % auf Finanz. Trotz des jüngst kräftigen Anstiegs ist der BET-Index mit einem KGV 2012f von 8,1 nach wie vor günstig bewertet. Positiv zu werten ist auch die Anhebung der Beteiligungsgrenze der lokalen Investmentfonds (SIFs, 5 % statt bisher 1 %). **KAUF.**

Der **kroatische CROBEX10** konnte in den letzten drei Monaten nicht mit den übrigen Ostmärkten Schritt halten. Mit einer mageren Performance von +1 % seit Jahresbeginn stellte er das Schlusslicht dar. Der durchschnittliche tägliche Handelsumsatz ging in diesem Zeitraum um gut 40 % gegenüber dem Vorjahr zurück. Auch die weitere Entwicklung der Zagreber Börse gestaltet sich ob der tristen wirtschaftlichen Lage Kroatiens schwierig. Nach einem schwachen BIP-Wachstum von 0,2 % im Vorjahr erwarten wir für heuer einen Rückgang der Wirtschaftsleistung von 1 %. Verstärkt wird die Rezessionsgefahr durch die (notwendigen) Sparmaßnahmen der Regierung, welche eine Kürzung der Ausgaben um 3,8 % und eine Anhebung der Umsatzsteuer um 2 % auf 25 % vorsehen. Auch bewertungstechnisch ist der CROBEX10 nicht besonders attraktiv: Bei einem für 2012 erwarteten Rückgang der Unternehmensgewinne von 6 % ergibt sich für den Index auf aggregierter Basis ein KGV von 10,4, was einen leichten Aufschlag im Vergleich zu den Pendanten aus der Region bedeutet. Insofern gehen wir in den kommenden Monaten von einer unterdurchschnittlichen – aber im Rahmen eines freundlichen Gesamtmarktes positiven – Entwicklung des kroatischen Aktienmarktes aus. **KAUF.**

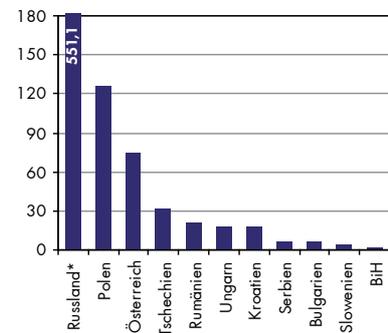
Andreas Schiller, Aaron Alber

Indexeinschätzungen

	28. Mär*	Jun.12	Sep.12	Dez.12	Mär.13	Empfehlung
MICEX	1520	1660	1680	1780	1800	Kauf
Performance		9,2%	10,5%	17,1%	18,4%	seit 1/1/12
Bandbreiten		1250-1850	1350-1850	1400-1900	1500-2000	8,4%
BET	5278	5800	5900	6200	6300	Kauf
Performance		9,9%	11,8%	17,5%	19,4%	seit 1/1/12
Bandbreiten		4500-6200	4600-6300	5000-6500	5500-6600	21,7%
CROBEX10	982	1050	1060	1120	1140	Kauf
Performance		6,9%	7,9%	14,1%	16,1%	seit 1/1/12
Bandbreiten		850-1150	850-1150	980-1200	1000-1250	0,6%
BELEX15	531	570	580	610	630	Kauf
Performance		7,3%	9,2%	14,9%	18,6%	seit 1/1/12
Bandbreiten		450-650	450-650	500-700	550-750	6,4%
SASX-10	763	810	820	860	880	Kauf
Performance		6,2%	7,5%	12,7%	15,3%	seit 1/1/12
Bandbreiten		650-900	650-900	750-950	800-1000	-3,6%

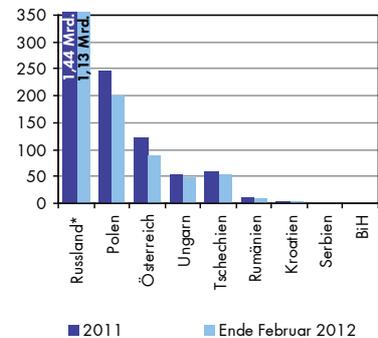
In lokaler Währung
 * 23:59 (MEZ)
 Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Überblick Markt kapitalisierung



* russische Daten basieren nur auf MICEX
 In EUR Mrd.; Ende Februar 2012
 Quelle: FESE, FEAS, MICEX, Raiffeisen RESEARCH

Täglicher Handelsumsatz in EUR Mio.

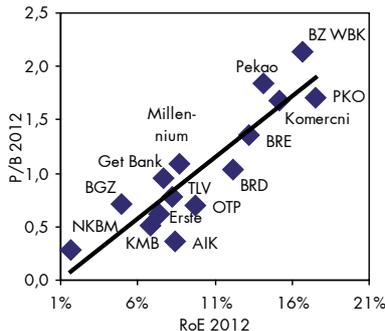


* russische Daten basieren nur auf MICEX
 Quelle: FESE, FEAS, MICEX, Raiffeisen RESEARCH

Weiterhin selektives Stock-Picking

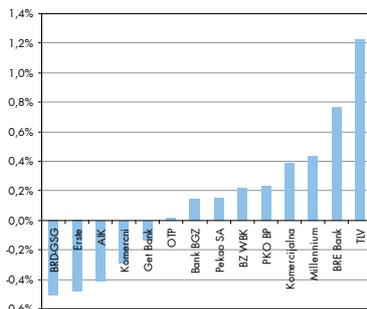
- **Starke lokale Makrodaten unterstützen das Sentiment**
- **Dividenden stehen an, EBA-Risiken ausgepreist**
- **Wir bevorzugen Erste und Pekao S.A. , Potenzial bei TLV sowie AIK, PKO; Get Bank und NKBM unter Beobachtung**

Peer group P/B 2012f- RoE 2012f



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

Nettogewinnentwicklung*



* 2011 vs. 2010

Erste: bereinigt um Firmenwertabschreibungen und vorzeitige Tilgung von Hypothekarkrediten in HU
Get Bank: bereinigt um Allianzbank und iOpen Finance
OTP: bereinigt um vorzeitige Tilgung von Hypothekarkrediten in HU
Quelle: Thomson Reuters, Unternehmensdaten, Raiffeisen Centrobank

Die neuesten Daten für 2012 deuten insbesondere in CE (ohne Ungarn), Russland und Rumänien nach wie vor auf ansprechendes Kreditwachstum hin, wodurch die Ängste des Marktes vor umfangreichem Schuldenabbau, die noch gegen Ende 2011 herrschten, zerstreut werden. Davon abgesehen sind wir allgemein aufgrund des durchaus günstigen Finanzierungsumfelds und starker Lokalwährungen auch für die Berichtssaison zum Q1 2012 ziemlich optimistisch eingestellt. Drei Monate vor Beendigung der ersten EBA-Kapitalisierungsziele sind die meisten Banken auf einem guten Weg, die Vorgabe einer Kernkapitalquote von 9 % zu erreichen.

Die Bekanntgabe des Zusammenschlusses von BZ WBK und Kredybank zu einem Bewertungsmultiple von 1,4 x BW bedeutet eine neue Messlatte mit einer 40 % Prämie. Dadurch werden zwar spekulative Übernahmekandidaten in Polen interessant (MIL, BRE, GET Bank), falls jedoch das derzeitige Marktumfeld bestehen bleibt, erwarten wir kurzfristig keine derartigen Transaktionen. Das Q2 ist das Quartal der Dividenden. Während Komerčni und OTP im Rahmen der Erwartungen lagen, hat RBI positiv überrascht. Die Erste lässt die Dividende für 2011 aus. Der Markt wartet nun auf Poland. Die deutlich besseren Fundamentaldaten von Pekao über PKO und dem Sektor könnten eine winzige Chance auf eine höhere als vom Regulator vorgeschlagene Ausschüttungsquote von 50 % eröffnen.

Aus unserem Universum sind unsere wichtigsten „Kauf“ Empfehlungen Pekao SA (Wachstum, Dividendenspekulation) und Erste (Erholung in Rumänien, keine Kapitalerhöhung vor 2014). Die größte Sorge bei PKO ist die mögliche Teilabgabe des Staatsanteils. Trotz einer robusten Erholung würden wir unsere „Kauf“-Empfehlungen für TLV (RO) und AIK (RS) beibehalten. Jene Aktien, die man im Hinblick auf eine mögliche Neubewertung im Auge behalten sollte, sind Get Bank (PL) sowie NKBM (SL).

Sektorvergleich

Unternehmen	Empfehlung	Kursziel	KGV		Kurs/Buchwert-Verhältnis		Dividendenrendite	
			2012e	2013e	2012e	2013e	2012e	2013e
Erste Group	Kauf	EUR 22,00	8,9	6,9	0,6	0,6	2,8%	3,4%
Komerčni Banka	Halten	UR	11,4	10,6	1,7	1,6	6,2%	6,7%
OTP	IR	HUF 4.265	7,4	5,2	0,7	0,6	3,7%	9,7%
PKO BP	Kauf	PLN 38,00	10,2	9,7	1,7	1,6	4,4%	4,6%
BZ WBK	Halten	PLN 238,0	13,4	11,9	2,1	1,9	3,7%	4,2%
Get Bank	IR	IR	7,5	8,7	1,0	0,9	0,0%	0,0%
Bank Pekao SA	Kauf	IR	13,3	12,5	1,8	1,8	5,6%	6,0%
BRE Bank	Halten	IR	10,9	9,9	1,4	1,2	1,8%	2,5%
Bank Millennium	Verkauf	PLN 3,50	13,0	13,2	1,1	1,0	3,4%	3,8%
Bank BGZ	Verkauf	PLN 30,00	15,0	13,7	0,7	0,7	0,0%	0,0%
BRD-GSG	Halten	RON 11,80	9,0	7,6	1,0	1,0	4,3%	5,1%
Banca Transilvania	Kauf	RON 1,26	9,9	7,3	0,8	0,7	0,0%	0,0%
NKBM	Verkauf	EUR 2,70	16,3	8,8	0,3	0,3	1,8%	3,4%
Komercijalna	IR	RSD 1.760	7,8	8,1	0,5	0,5	0,3%	0,2%
Aik Banka	Kauf	RSD 2.800	4,5	4,1	0,4	0,3	0,0%	0,0%

IR = in Revision

Quelle: Raiffeisen Centrobank Schätzungen

Fehlende CO₂-Politik schadet dem Sektor

- Unternehmen blicken vorsichtig ins Jahr 2012
- Polnischer Markt fundamental stark
- Kaufempfehlungen: PGE, Enea

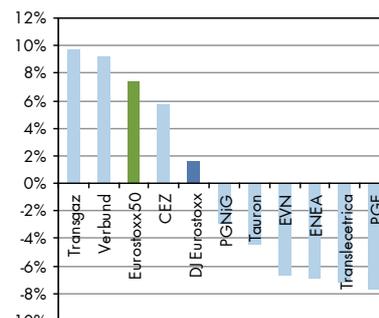
Ähnlich wie sich die mitteleuropäischen Strompreise im abgelaufenen Quartal fast unverändert zeigten, blieben auch die Europäischen Versorger im Durchschnitt auf dem Niveau zu Jahresbeginn, was angesichts der Rallye am Gesamtmarkt eher enttäuschend ist. Für Osteuropa ist das Bild deutlich negativer: Verbund konnte das Zwischenhoch in den CO₂-Preisen nutzen und Transgaz profitierte von einer hohen Dividende, während die meisten anderen mittel- und osteuropäischen Versorger, allen voran Polen noch weiter zurückfielen als der Europäische Durchschnitt.

Ein Grund war sicherlich die eher durchwachsene Berichtssaison, weniger die Ergebnisse betreffend, sondern vor allem bei den Gesamtjahresausblicken enttäuschend. In Polen kommt hinzu, dass sich große Teile des Energiemarktes derzeit im Umbruch befinden, während die Regierung an ihren Privatisierungsvorhaben festhält und in einem ersten Schritt weitere 7 % des größten Stromversorgers PGE an der Börse platzierte. Marktunsicherheit gepaart mit möglichem Angebotsüberhang an Aktien wiegen derzeit noch schwerer als die grundsätzlich positive Ergebnisentwicklung sowie die außergewöhnliche Stärke am polnischen Strommarkt. Im Gegensatz zu Mitteleuropa herrscht bei den Brennstoffkosten in Polen derzeit ein enormer Preisdruck: Aufgrund von Angebotsknappheit steigen die Kohlepreise im knapp zweistelligen Bereich und der Regulator erhöhte die Gaspreise sogar um 16,3 %. Seit Jahresbeginn sind deshalb die Polnischen Strompreise auf EUR-Basis um 13 % gestiegen, während die westlichen Märkte unverändert blieben. Obwohl die Attraktivität polnischer Stromerzeuger bei gleichzeitig wieder schwachen CO₂-Preisen deutlich erhöht hat, spiegelt sich das noch nicht in den Aktienkursen wider. Ein Grund für das mangelnde Vertrauen in den Sektor ist sicherlich beim Scheitern der europäischen Klimapolitik zu suchen: Auch wenn sich das Parlament auf eine Streichung gewisser Emissionsmengen geeinigt hat, ist auf Ebene der Mitgliedsstaaten noch lange keine Bereitschaft in Sicht, die CO₂-Preise zu erhöhen und damit auch eine nach wie vor schwächelnde Wirtschaft zu belasten. CO₂ notiert derzeit nahe den Tiefstständen vom Jänner 2012.

Wir haben derzeit Kaufempfehlungen für PGE und Enea.

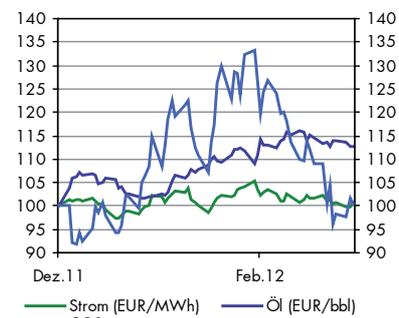
Teresa Schinwald

CEE-Versorger enttäuschen



(3-Monatsentw., EUR)
Quelle: Bloomberg

Strom unbeeindruckt von Öl und CO₂



Quelle: Bloomberg

Sektorvergleich

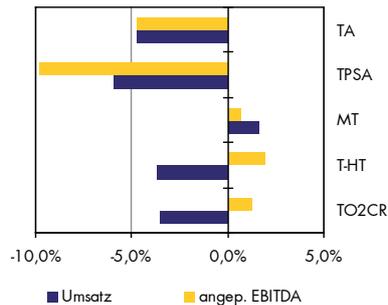
Unternehmen	Empfehlung	Kursziel	KGV		EV/EBITDA		Div. Rend.	
			2012e	2013f	2012e	2013f	2012e	2013f
CEZ	Halten	CZK 910,0	10,3	11,0	6,0	6,3	5,7%	5,4%
Enea	Kauf	PLN 20,80	9,5	11,7	3,1	4,4	3,2%	2,6%
EVN	Halten	EUR 11,50	9,0	9,5	2,8	2,9	4,3%	3,8%
PGE	Kauf	PLN 24,00	9,0	9,6	4,1	4,3	5,5%	5,2%
PGNiG	Halten	PLN 3,80	17,8	7,8	8,2	4,9	2,8%	5,3%
Tauron	Halten	PLN 6,00	9,0	16,6	4,5	5,9	3,3%	2,4%
Transelectrica	Halten	RON 19,50	11,2	8,8	4,8	4,7	7,2%	6,0%
Transgaz	EA	EA	9,0	9,2	5,3	5,3	9,6%	6,7%
Verbund	Halten	EUR 24,00	16,0	16,3	8,2	8,5	3,1%	3,1%

EA = Empfehlung ausgesetzt
Quelle: Raiffeisen Centrobank Schätzungen

Verbesserung der Trenddynamik

- Keine operative Erholung in FY 2012
- Telefonica CR schlägt Aktienrückkauf vor
- Anstieg der Smartphone-Nachfrage

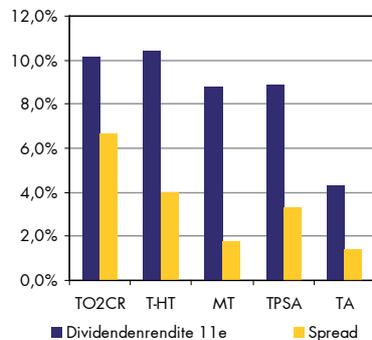
Umsatz und EBITDA Q4 11 p.a.



Quelle: Unternehmen, Raiffeisen Centrobank

Die etablierten Unternehmen in MOE haben ihre Ergebnisse zum Q4 11 vorgelegt, die größtenteils im Rahmen unserer sowie der Markterwartungen waren. Die wichtigsten Ergebniskomponenten zeigten eine Verbesserung der zugrundeliegenden Trends. Die Umsatzveränderungen betragen zwischen -5,9 % p.a. (TPSA) und -1,5 % p.a. (Magyar Telekom), während beim bereinigten EBITDA im Q4 11 eine Bandbreite von -9,8 % p.a. (TPSA) bis +2,0 % p.a. (HT) zu beobachten war. Die Festnetzumsätze litten nach wie vor unter der Abwanderung zum Mobilfunk. Die Internetumsätze legten mit Ausnahme von HT nur moderat zu. Die Mobilfunkumsätze in CEE sind durch Senkungen der mobilen Terminierungsentgelte und intensiven Konkurrenzdruck (z.B. Tarifiereduktion für Firmenkunden von Vodafone in der Tschechischen Republik) überall unter Druck. Der Absatz von Smartphones nahm zu und machte zwischen 35 % (TPSA) und 78 % (MT) des Gesamtabsatzes von Mobilgeräten bei Vertragskunden aus. Die Marktpenetration bei Smartphones lag in den CEE-3-Ländern in Q4 11 zwischen 14 % (TPSA) und 19,5 % (Telefonica CR). Die positive Überraschung war der Vorschlag eines Aktienrückkaufs von bis zu 10 % bei Telefonica CR.

Dividendenrendite vs. Staatsanleihen*



*Spread zwischen 10J Staatsanleihen und Dividendenrendite
Quelle: Unternehmensdaten, Bloomberg, Raiffeisen Centrobank

Für das Gesamtjahr erwarten wir einen moderaten Umsatzzuwachs und nur geringfügige Rückgänge bei den EBITDA-Margen. Zusätzlich prognostizieren wir von den etablierten Betreibern in MOE-3 stabile Dividendenzahlungen. Unserer Meinung nach begrenzen die relativ hohen Dividendenrenditen in unsicheren Zeiten wie diesen das Abwärtspotenzial der von uns gecoverten Aktien.

Für den russischen Aktienmarkt sind wir allgemein positiv eingestellt. Unsere Top-Empfehlung für das Quartal ist MTS, da das Unternehmen dank guter konjunktureller Trends und Konsumstatistiken ein starkes Ergebnis zum Q1 12 berichten sollte, eine Dividendenrendite von 4,8-5,7 % mit Ex-Tag Anfang Mai und geringere Ölpreisabhängigkeit als Rohstofftitel aufweist.

Jindrich Svatek

Sektorvergleich

Unternehmen	Empfehlung	Kursziel	KGV		EV/EBITDA		Dividendenrendite	
			2012e	2013f	2012e	2013f	2012e	2013f
Telekom Austria	Halten	EUR 9,60	23,3	17,6	5,9	5,4	4,3%	5,1%
Hrvatski Telekom	Halten	HRK 253,0	9,9	9,6	3,8	3,7	10,7%	10,5%
Magyar Telekom	Halten	HUF 590,0	12,2	8,9	4,9	4,4	8,7%	11,3%
Telefonica CR	Halten	CZK 428,0	15,0	14,4	5,8	5,9	10,3%	9,0%
TPSA	Halten	PLN 19,40	18,5	15,4	5,0	4,7	8,9%	8,9%
Netia	Halten	PLN 7,10	44,3	15,9	4,9	3,9	1,8%	5,0%
MTS	Kauf	USD 20,40	13,6	12,0	4,7	4,3	4,4%	5,0%
VimpelCom Ltd	Halten	IR	8,4	25,7	4,3	5,4	7,1%	7,1%

IR = in Revision

Quelle: Raiffeisen Centrobank Schätzungen

(Re-)Finanzierung weiterhin Hauptthema für den Sektor

- Refinanzierung/Finanzierungen bleiben vorherrschendes Sektorthema
- Herausforderndes Umfeld in Südosteuropa
- Kaufempfehlungen: Immofinanz, conwert, Atrium, Polnord

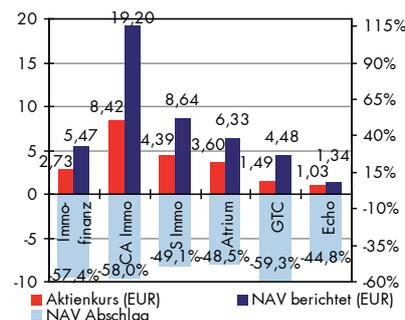
Die Stimmung am CEE-Immobilienmarkt hat sich zuletzt zwar verbessert, (Re-)Finanzierungsfragen bleiben aber auch 2012 das Hauptthema. Die Zurverfügungstellung von billigem Kapital für die wichtigsten Banken der österreichischen Immobilienunternehmen und das europäische Finanzsystem in Form der beiden kürzlich begebenen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LTRO) durch die EZB unterstützt den Sektor mit seiner traditionell engen Kopplung an die Banken. Die Liquiditätsspritze für das Bankensystem und die plausiblen Pläne der wichtigsten österreichischen Vertreter, ihre EBA-Kapitalanforderungen ohne nennenswerte Verringerung ihrer risikogewichteten Aktiva in Kernmärkten wie Österreich zu erreichen, führte zu der allgemeinen Erwartung, dass die Unternehmen in der Lage sein sollten, ihre (Re-)Finanzierungserfordernisse zu erfüllen.

Nachdem der Sektor während des Marktabschwungs 2008/09 stark zu leiden hatte, konzentrieren sich die meisten der von uns gecoverten Unternehmen nun eher auf ihre Bestandsportfolios als auf die Entwicklung ihrer Grundstücke. Wir bevorzugen Unternehmen, die sowohl in der Lage sind, ihre Grundstücke zu entwickeln (und somit deren Wert zu erschließen, wie etwa Echo Investment) und gleichzeitig eine Wachstumsstrategie mit steigender Dividende verfolgen, die vollständig oder teilweise durch wiederkehrende Erträge abgedeckt ist (Immofinanz und Atrium). Mit Ausnahme von Warimpex wird das gesamte Universum börsennotierter österreichischer Immobilienunternehmen eine Dividende für das Geschäftsjahr 2011 ausschütten.

Der Schuldenabbau wird eine wichtige Aufgabe für den Sektor bleiben. Unserer Meinung nach sind Atrium, conwert, S IMMO und Immofinanz für anstehende Refinanzierungen (in den kommenden drei Jahren) gut gerüstet. Warimpex, CA Immo, GTC und Echo müssen in den nächsten drei Jahren 40-45 % ihrer gesamten Finanzverbindlichkeiten refinanzieren, sodass der Druck auf erfolgreiche Verkäufe steigt. In den letzten beiden Jahren waren auf den Immobilienanlagemärkten steigende Transaktionsvolumina zu beobachten. Die Investitionstätigkeit konzentriert sich aber nach wie vor hauptsächlich auf Russland, Polen und die Tschechische Republik, während Märkte wie etwa Ungarn und Rumänien schwierig bleiben dürften.

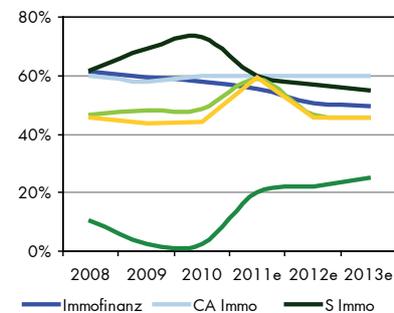
Christoph Thurnberger

Bewertung von Immobilienaktien*



* mit CEE/SEE-Fokus
Quelle: Unternehmensangaben, Bloomberg

Finanzverb./Immobilienvermögen



Quelle: Unternehmensangaben, Raiffeisen Centrobank

Sektorvergleich

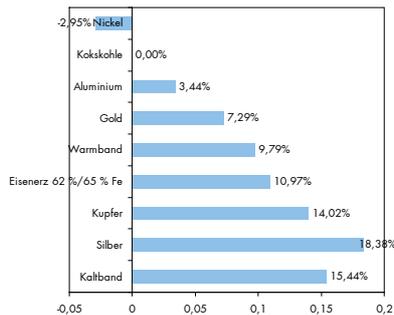
Unternehmen	Empfehlung	Kursziel	KGV		EV/EBITDA		Div. Rend.	
			2012e	2013f	2012e	2013f	2012e	2013f
Atrium	Kauf	EUR 4,00	16,7	15,6	11,9	11,4	4,6%	4,6%
conwert	Kauf	EUR 10,00	30,4	30,8	20,0	21,0	2,8%	2,8%
Immofinanz	Kauf	EUR 3,30	9,2	8,7	11,9	10,1	7,3%	7,3%
CA Immobilien	Halten	EUR 8,70	17,9	16,4	17,2	16,3	3,6%	3,6%
S IMMO	Halten	EUR 4,80	19,1	17,5	19,2	18,2	2,3%	2,3%
Warimpex	Halten	EUR 1,20	neg.	neg.	20,9	15,7	0,0%	0,0%
Globe Trade Centre	Halten	PLN 7,50	12,6	4,9	10,6	7,3	0,0%	0,0%
Echo Investment	Halten	PLN 4,40	10,2	6,9	42,3	14,3	0,0%	0,0%
Polnord	Kauf	PLN 26,00	27,6	12,3	19,8	14,4	0,0%	0,0%

IR = in Revision
Quelle: Raiffeisen Centrobank Schätzungen

Wechselbad der Gefühle

- Schwache Endverbraucher-Nachfrage begrenzt robusten Stahlpreisanstieg
- Druck aus China lastet auf einer Verbesserung des Ausblicks für das 2. Quartal 12e
- Weiterhin Auf und Ab im Metallbereich erwartet

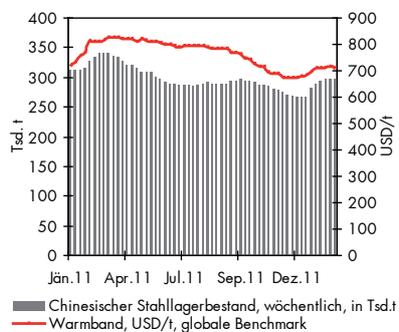
Entwicklung Q1 2012



Entwicklung 01.01.2012 bis 26.03.2012
Quelle: Bloomberg

Im 1. Quartal 12 war ein eindrucksvoller Anstieg der Metallpreise zu beobachten, der durch die länger andauernde lockere Geldpolitik der Fed sowie die Liquiditätszufuhren durch die EZB gestützt wurde. Getragen durch Steigerungen bei den globalen Benchmark-Preisen für Warm- und Kaltband (+11 % bzw. +15 % im bisherigen Jahresverlauf) haben einige Stahlaktien deutlich zugelegt (2012 bisher: Severstal +18 %; voestalpine +17 %; Nippon Steel +18 %). Unserer Meinung nach kam der jüngste Stahlpreisanstieg aber zu rasch, da die Nachfrage von Endkunden weiterhin gedämpft ist. Aus diesem Grund gehen wir davon aus, dass die Stahlpreise im Q2 12e nur begrenzt steigen sollten, wodurch der Sektor unter Druck kommen dürfte. Angesichts der anstehenden Berichtssaison für russische Stahlunternehmen erwarten wir ein Wechselbad der Gefühle für die Stahlkocher. Die schwach erwarteten Ergebnisse für das GJ 11e könnten durch eine bessere Performance im 1. HJ 12e konterkariert werden, wodurch eventuell ein stärkerer Abschwung für Stahlaktien zu vermeiden ist und sogar weiteres Wachstum möglich sein könnte. Wir behalten unsere neutrale Haltung gegenüber diesem Sektor bei, raten jedoch dazu, kosteneffiziente Werte (NLMK und Severstal) im Auge zu behalten.

China: Stahlpreis vs. Warmband



Quelle: Bloomberg

Die hohe Volatilität des EUR/USD-Wechselkurses war in den vergangenen drei Monaten der größte Hemmschuh für die Edelmetallnotierungen, sodass einige Investoren den Status von Gold als sicheren Anlagehafen in Frage zu stellen begannen. Angesichts der leichten Verbesserung des Ausblicks für die US Konjunktur vor dem Hintergrund einer Wachstumsverlangsamung in China und der Erhöhung der Importsteuern auf Gold von 2 % auf 4 % in Indien sollte der Preisdruck – speziell bei Gold – auch im Q2 12e deutlich spürbar bleiben. Darüber hinaus erwarten wir auch bei den Notierungen anderer Metalle (z.B. Kupfer und Aluminium) deutliches Potenzial für Seitwärtsbewegungen. Die undurchsichtige chinesische Fiskalpolitik spielt eine Schlüsselrolle für die weitere Entwicklung. Schwächelnde Konjunkturdaten dürften die Wahrscheinlichkeit einer neuerlichen Lockerung der chinesischen Geldpolitik proportional steigern, sodass wir gegen Quartalsende mit Aufwärtspotenzial rechnen.

Iryna Trygub-Kainz

Sektorvergleich

Unternehmen	Empfehlung	Kursziel	KGV		EV/Umsatz		EV/EBITDA	
			2012e	2013f	2012e	2013f	2012e	2013f
AMAG	Kauf	EUR 23,00	10,4	8,9	0,9	0,9	5,6	5,2
Bogdanka	Kauf	PLN 170,0	9,8	6,7	2,4	1,7	6,0	4,1
Evraz	Halten	GBP 477,0	9,9	6,0	0,9	0,8	4,4	3,5
MMK	Halten	USD 7,10	16,1	8,1	0,8	0,7	5,0	3,4
NLMK	Kauf	USD 28,60	6,5	5,3	1,0	0,8	4,3	3,3
Polymetal International	Kauf	GBP 1,171	10,7	9,0	3,8	3,2	8,1	8,6
Severstal	Kauf	USD 17,70	5,7	5,0	0,8	0,7	3,7	3,2

Quelle: Raiffeisen Centrobank Schätzungen

Die Bedeutung der Absatzmärkte

- **Energietechnik als Markttreiber**
- **Anhaltender Margendruck im Straßenbau**
- **Kaufempfehlungen: Polimex-Mostostal, Mostostal Warszawa**

Der polnische Bausektor musste im vergangenen Jahr eine massive Abwertung hinnehmen, die ganz im Sinne unserer Hypothese einer Bewertungskonvergenz zu den europäischen Vergleichsunternehmen verlief. Unserer Meinung nach war die Situation - trotz starker Zuwächse der Bauleistung insgesamt - auf der Unternehmensebene aufgrund intensiven Konkurrenzdrucks deutlich schlechter, wodurch es zu massiven Rentabilitätseinbußen kam. Diese Entwicklungen waren vor allem Straßenbau zu beobachten.

Der polnische Bausektor befindet sich am Beginn eines fundamentalen Umbruchs, wobei Straßenbauverträge mit geringeren Margen, die hohes Working Capital erfordern, durch Know-How-intensive Energietechnik-Projekte (die jedoch aufgrund der bislang in Polen einzigartigen Größenordnung einem hohen Ausführungsrisiko unterliegen) sowie durch das EU-finanzierte Eisenbahnmodernisierungsprogramm ersetzt werden. Unserer Meinung nach sind Unternehmen wie etwa Polimex-Mostostal (Energietechnik und Eisenbahnbau) sowie Mostostal Warszawa (Energietechnik) in diesen Sektoren bis zu einem gewissen Grad bereits etabliert. Demgegenüber befinden sich Budimex und PBG erst in einer strategischen Umorientierungsphase in diese Richtung, begleitet von Akquisitionen (bei Budimex das Eisenbahnbaunternehmen PNI und im Falle von PBG eines der erfahrensten Unternehmen im Bereich Energietechnik, Rafako). Wir möchten darauf hinweisen, dass wir Energietechnik im Vergleich zu Eisenbahnbau aufgrund der privaten ggü. öffentlichen Finanzierung vorziehen. Zusätzlich zu den erwähnten Sektoren schätzen wir auch das Engagement im Bau von Müllverbrennungsanlagen. Die meisten großen polnischen Städte sollen eigene Müllverbrennungsanlagen errichten (größtenteils EU-finanziert).

Unsere Top-Empfehlungen im polnischen Bausektor sind Polimex-Mostostal sowie Mostostal Warszawa. Außerhalb des polnischen Bausektor empfehlen wir STRABAG nach wie vor zu "halten", da kein Gewinnwachstum zu beobachten und die Aktie voll bewertet ist. Der Aktienrückkauf bleibt unserer Einschätzung nach ein stabilisierender Faktor (bislang wurden 8,1 % zurückgekauft). Bei Wienerberger kam es zu Jahresbeginn zu einer Neubewertung, wodurch die Lücke zu unserer Bewertung geschlossen wurde. Die Übernahme von Pipelife und die Ergebnisse für das GJ 11 brachten keine weiteren Impulse.

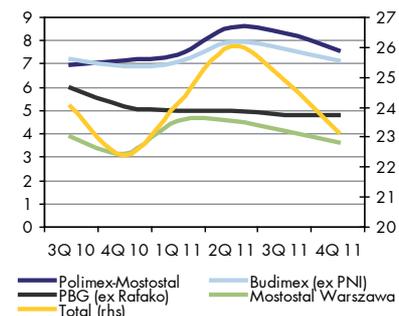
Markus Remis, Bartolomiej Kubicki

Sektorvergleich

	Empfehlung	Kursziel	EV/EBIT		KGV		EV/EBITDA	
			2012e	2013f	2012e	2013f	2012e	2013f
Polimex-Mostostal	Kauf	PLN 2,05	8,1	4,3	12,8	7,0	4,6	2,7
Mostostal Warszawa	Kauf	PLN 30,00	5,4	2,6	16,3	7,8	2,1	1,3
Budimex	Halten	PLN 96,00	4,2	9,0	11,5	18,2	3,6	7,1
PBG	Halten	PLN 64,00	7,6	6,0	5,8	4,9	6,2	4,8
STRABAG SE	Halten	EUR 23,00	8,4	8,1	13,4	12,9	3,7	3,5
Wienerberger	Halten	EUR 9,50	25,6	13,9	188,2	19,5	7,1	5,4

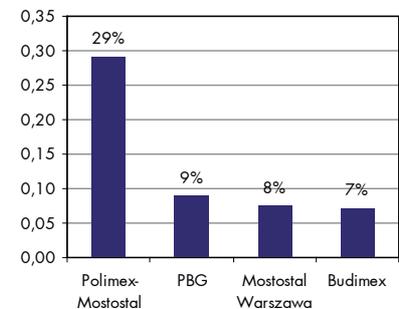
Quelle: Raiffeisen Centrobank Schätzungen

Auftragseingang in PLN Mrd.



Quelle: Unternehmensdaten

Anteil der Exportumsätze



Quelle: Unternehmensdaten

Immofinanz: Weiterhin unsere Sektor-Topempfehlung

- **Empfehlung: KAUF**
- **Aktueller Kurs: EUR 2,74 / Kursziel: EUR 3,30**
- **Marktkapitalisierung: EUR 2.836 Mio.**

Immofinanz



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Immofinanz bleibt unsere Top-Empfehlung im CEE-Immobilienuniversum. Das Unternehmen verfolgt eine Wachstumsstrategie und zielt gleichzeitig darauf ab, mit steigenden regelmäßigen Erträgen auch intensiver als Immobilieninvestor wahrgenommen zu werden. Das ausgewogene Entwickler-/Investor-Profil mit steigender Dividende ist attraktiv. Immofinanz bietet nach wie vor Potenzial für Optimierung und beträchtliche Wertsteigerung. Bis vor kurzem war das Management noch damit ausgelastet, ein angeschlagenes Unternehmen zu sanieren; jetzt kann man sich aber auf nachhaltiges Wachstum und Stärkung der Rentabilität konzentrieren. Die Straffung des Portfolios wurde zuerst im GJ 2010/11 forciert. Die Kostenstruktur von Immofinanz ist nach wie vor stark durch die undurchsichtige und ineffiziente Konzernstruktur der Vergangenheit sowie hohe Restrukturierungskosten gekennzeichnet, was bei Erreichen der vierteljährlichen Kostensenkungsvorgaben beträchtliches Aufwärtspotenzial des operativen Ergebnisses eröffnet.

Unternehmensdaten (IFRS)

EUR Mio.	2010/11	2011/12e	2012/13f	2013/14f
G&V				
Umsatz	763	775	900	940
EBITDA	453	484	564	606
EBIT	419	484	556	598
EBT	342	287	343	362
Gewinn vor Minderheiten	308	258	307	327
Gewinn nach Minderheiten	310	258	307	327
Bilanz				
Bilanzsumme	11.756	11.456	11.484	11.459
Eigenkapital	5.156	5.518	5.670	5.790
Firmenwert	202	202	202	202
Nettoverschuldung	3.958	3.688	4.171	3.527

Quelle: Immofinanz, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

Kennzahlen je Aktie

	2010/11	2011/12e	2012/13f	2013/14f
Gewinn je Aktie	0,31	0,26	0,30	0,32
KGV	10,3	10,5	9,2	8,7
Operativer CF je Aktie	0,17	0,23	0,15	0,18
Kurs/Cash Flow	18,8	11,8	18,2	15,0
Buchwert je Aktie	5,48	5,32	5,47	5,59
Kurs/Buchwert	0,6	0,5	0,5	0,5
Dividendenrendite	3,1%	5,5%	7,3%	7,3%
Eigenkapitalrendite	6,2%	4,8%	5,5%	5,7%
ROCE	5,1%	4,7%	5,2%	5,5%
EV/EBITDA	14,6	12,8	11,9	10,1

Quelle: Immofinanz, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

* Der angegebene Kurs entspricht dem zuletzt verfügbaren Kurs um 06:30 CET am 28. März 2012

Die kürzlich vorgelegten Ergebnisse von Immofinanz zum Q3 11/12 zeigten eine stärkere Steigerung der Mieteinnahmen als erwartet. Die Verbesserung wurde durch einige Fertigstellungen im Q2 getragen. Trotzdem war das EBITDA des Konzerns durch negative Einmaleffekte aufgrund der erstmaligen Konsolidierung des rumänischen Entwicklers Adama belastet. Darüber hinaus gab man den Kauf der restlichen 50 % des Shopping-Centers Golden Babylon Rostokino in Moskau bekannt mit einer vermietbaren Geschäftsfläche von ca. 168.000 m². Diese Transaktion wird die Mieteinnahmen des Konzerns stark steigern und das EBITDA-Ziel von EUR 600 Mio. für 2012/13 deutlich näher rücken lassen. Die Refinanzierung des Objekts ist jedoch noch nicht klar, da der Anteil von Immofinanz zu 100 % eigenkapitalfinanziert ist. Wir erwarten in diesem Zusammenhang in den kommenden Wochen positive Nachrichten, was sich kurzfristig auch entsprechend auf die Aktie auswirken sollte.

Christoph Thurnberger

AMAG: Attraktiv bewertete Qualitätsaktie im Aluminiumsektor

- **Empfehlung: KAUF**
- **Aktueller Kurs: EUR 18,90*/ Kursziel EUR 23,00**
- **Marktkapitalisierung: EUR 666 Mio.**

Unserer Meinung nach bietet AMAG eine vielversprechende Möglichkeit, um an dem sekulären Trend steigender Nachfrage nach Aluminiumprodukten zu partizipieren. Das Unternehmen kombiniert attraktive Aktivitäten sowohl im vorgelagerten (20 %-Anteil an Alouette) als auch im nachgelagerten Bereich (das Werk Ranshofen ist der größte Schrotterwerter an einem Einzelstandort in Europa). Nach einem Rekord-EBITDA in 2011 sollte das GJ 12e von niedrigeren Gewinnen gekennzeichnet sein. Jedoch sollte durch die Kapazitätserweiterung in Ranshofen wieder Volumenwachstum hergestellt werden.

Das Management hat eine deutliche Kapazitätsausweitung in Ranshofen genehmigt. Ein neues Walzwerk zur Herstellung breiterer und dickerer Produkte sollte die Kapazität bis 2015 um 50 % auf 225 Tsd. t steigern. Die Walzbarren-Produktion wird bis 2017 in zwei Schritten von 180 Tsd. t auf 270 Tsd. t erhöht. In den kommenden drei Jahren wird das Unternehmen EUR 220 Mio. investieren. Bei einem Gearing von lediglich 2 % bietet die Bilanz von AMAG ein sicheres Fundament für die Investitionspläne. Die geplante Expansion bei Alouette (noch nicht offiziell beschlossen), die für AMAG eine zusätzliche Primäraluminium-Kapazität von fast 60 % impliziert würde eine zusätzliche Wachstumskomponente bedeuten.

Im GJ 11 waren die Kapazitäten von AMAG praktisch voll ausgelastet, so dass das Wachstum hauptsächlich durch den LME-Preis und Effekte aus dem Produktmix bestimmt wurde. Da zusätzliche Kapazität nicht vor 2013 verfügbar sein wird, sehen wir das laufende Jahr als eine Übergangsperiode an. Das Management hat bereits angedeutet, dass das EBITDA aufgrund von Kapazitätsbeschränkungen, einem geringeren LME-Durchschnittspreis und steigender Inputkosten im Jahresvergleich niedriger ausfallen wird. Wir gehen von einem Rückgang um 15 % auf EUR 127 Mio. aus und erwarten daher einen um 26 % p.a. niedrigeren Gewinn je Aktie.

Wir gehen davon aus, dass AMAG im GJ 13e dank höherer Volumina im Downstream-Bereich sowie höherer Preise (Konsensus-Schätzung LME-Preis: USD 2.400) auf den Wachstumspfad zurückkehren wird.

Markus Remis

AMAG



Unternehmensdaten (IFRS)

EUR Mio.	2011	2012e	2013f	2014f
G&V				
Umsatz	813	775	853	939
EBITDA	150	127	143	159
EBIT	104	80	94	107
EBT	99	75	88	98
Gewinn vor Minderheiten	88	64	75	83
Gewinn nach Minderheiten	86	64	75	83
Bilanz				
Bilanzsumme	876	915	1,009	1,113
Eigenkapital	543	554	612	677
Firmenwert	0	0	0	0
Nettoverschuldung	13	46	93	136

Quelle: AMAG, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

Kennzahlen je Aktie

	2011	2012e	2013f	2014f
Gewinn je Aktie	2,44	1,81	2,12	2,37
KGV	6,5	10,4	8,9	8,0
Operativer CF je Aktie	2,96	3,42	2,78	3,02
Kurs/Cash Flow	5,3	5,5	6,8	6,3
Buchwert je Aktie	15,39	15,70	17,37	19,20
Kurs/Buchwert	1,0	1,2	1,1	1,0
Dividendenrendite	9,5%	2,4%	2,8%	3,1%
Eigenkapitalrendite	19,9%	11,6%	12,9%	12,9%
ROCE	16,3%	11,1%	11,8%	11,8%
EV/EBITDA	3,8	5,6	5,2	5,0

Quelle: AMAG, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

* Der angegebene Kurs entspricht dem zuletzt verfügbaren Kurs um 06:30 CET am 28. März 2012

Bogdanka: Versorgungsklemme für Kohle heizt Gewinne an

- **Empfehlung: KAUF**
- **Aktueller PLN 128,0* / Kursziel: PLN 170,0**
- **Marktkapitalisierung: EUR 1.047 Mio.**

Bogdanka



Bogdanka ist der effizienteste und am günstigsten bewertete Produzent thermischer Kohle in Polen mit einem jährlichen Ausstoß von 6 Mio. t, der jedoch bis zum Jahr 2014 aufgrund des Minenexpansionsprogramms allmählich auf 11,5 Mio. t zunehmen sollte. Darüber hinaus erwarten wir für thermische Kohle in Polen allgemein eine positive Entwicklung, die im Vergleich zum globalen Kohlemarkt isoliert verlaufen dürfte, da einerseits die polnische Stromerzeugungsflotte auf Kohle basiert und die gesamte Inlandsproduktion konsumiert und sich andererseits ein Engpass bei den Kohleimporten abzeichnet. Wir sind der Meinung, dass sich der Markt für thermische Kohle in Polen in einer Versorgungsklemme befindet, da die steigende Stromnachfrage auch steigende Kohlenachfrage mit sich bringt. Darüber hinaus leiden die im Süden Polens gelegenen Minen seit Jahren an chronischen Unterinvestitionen und von Jahr zu Jahr rückläufigen Ausstoßmengen. Daher denken wir, dass Bogdanka in diesem Umfeld der Versorgungsknappeheit profitieren wird und in der Lage sein sollte, a) die Preise zu erhöhen (aufgrund kürzlich neu ausgehandelter langfristiger Lieferverträge dürften die Preise 2012 um 9 % p.a. anziehen) und b) die gesamte erhöhte Produktion im Inland abzusetzen. Weiters hat man eine Reihe langfristiger Lieferverträge mit den in der näheren Umgebung neu zu errichtenden Kraftwerken abgeschlossen (mit naheliegenden Transportkostenvorteilen für Bogdanka).

Unternehmensdaten (IFRS)

PLN Mio.	2011	2012e	2013f	2014f
G&V				
Zinsüberschuss	1.301	1.919	2.441	2.664
Risikovorsorge	451	758	1.032	1.082
Provisionsergebnis	266	544	792	815
Handelsergebnis	272	550	799	831
Ergebnis vor Steuern	221	445	647	673
Jahresüberschuss	221	445	647	673
Bilanz				
Forderungen an Kunden	3.076	3.589	4.200	4.738
Kundeneinlagen	2.133	2.578	3.225	3.898
Eigenkapital	0	0	0	0
Bilanzsumme	341	158	-177	-704

Quelle: Bogdanka, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

Kennzahlen je Aktie

	2011	2012e	2013f	2014f
Gewinn je Aktie	6,50	13,10	19,03	19,78
KGV	16,0	9,8	6,7	6,5
Operativer CF je Aktie	9,23	20,06	26,02	27,34
Kurs/Cash Flow	11,3	6,4	4,9	4,7
Buchwert je Aktie	62,70	75,79	94,82	114,60
Kurs Buchwert	1,7	1,7	1,3	1,1
Dividendenrendite	1,6%	0,0%	0,0%	15,5%
Eigenkapitalrendite	10,8%	18,9%	22,3%	18,9%
ROCE	9,6%	17,0%	20,9%	18,5%
EV/EBITDA	8,4	6,0	4,1	3,4

Quelle: Bogdanka, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

Wir erachten Bogdanka als die möglicherweise beste zukünftige Dividendenaktie an der Warschauer Börse. Das Management empfiehlt derzeit eine Auszahlungsquote von lediglich 30 % vom Gewinn 2011 (das entspricht einer Dividendenrendite von ca. 2 %). Nach Abschluss der Expansion (Ende 2013) sehen wir aber durchaus eine Steigerung der Auszahlungsquote auf bis zu 100 %. Darüber hinaus prognostizieren wir in den kommenden zwei Jahren eine Verdreifung des Reingewinns von dem kürzlich für 2011 berichteten Gewinn in Höhe von PLN 221 Mio. auf knapp PLN 650 Mio. im Jahr 2013.

Wir erachten Bogdanka als die möglicherweise beste zukünftige Dividendenaktie an der Warschauer Börse. Das Management empfiehlt derzeit eine Auszahlungsquote von lediglich 30 % vom Gewinn 2011 (das entspricht einer Dividendenrendite von ca. 2 %). Nach Abschluss der Expansion (Ende 2013) sehen wir aber durchaus eine Steigerung der Auszahlungsquote auf bis zu 100 %. Darüber hinaus prognostizieren wir in den kommenden zwei Jahren eine Verdreifung des Reingewinns von dem kürzlich für 2011 berichteten Gewinn in Höhe von PLN 221 Mio. auf knapp PLN 650 Mio. im Jahr 2013.

Bartłomiej Kubicki

* Der angegebene Kurs entspricht dem zuletzt verfügbaren Kurs um 06:30 CET am 28. März 2012

Cyfrowy Polsat – steigende Gewinnmarge im Pay-TV-Geschäft

- **Empfehlung: KAUF**
- **Aktueller Kurs: PLN 14,10*/Kursziel: PLN 16,20**
- **Marktkapitalisierung: EUR 1.181 Mio.**

Cyfrowy Polsat ist unsere bevorzugte Aktie im polnischen Mediensektor. Die Rentabilität des defensiven Pay-TV-Geschäfts in der zweiten Jahreshälfte 2011 überraschte uns, und der stärkere polnische Zloty sollte im Jahr 2012 zu höheren operativen Margen führen als ursprünglich erwartet. Wir haben kürzlich unser Kursziel aufgrund höherer Schätzungen und einer niedrigeren Risikoprämie auf PLN 16,2 erhöht. Derzeit ziehen wir Cyfrowy Polsat im Vergleich zu TVN vor, da das Unternehmen höhere Cash-Flows generiert sowie eine geringere Verschuldung und Abhängigkeit vom Werbemarkt aufweist, der nach wie vor stagniert. Die für uns besten Komponenten der Quartalszahlen waren das zweistellige Umsatzwachstum sowie die Steigerung des EBITDA im Bereich Pay-TV um 33 % trotz eines schwierigen Währungsumfelds. Das EBITDA im (vom Werbemarkt abhängigen) Rundfunksegment blieb im Jahresvergleich praktisch unverändert, obwohl es bei Fernsehwerbung und Sponsoring in Polen zu einer Abnahme um knapp 5 % gekommen ist. Im Vergleich dazu übertraf TV Polsat die Marktentwicklung um über 2 %-Punkte. Cyfrowy Polsat expandiert in neue Wachstumsbereiche und erwarb dazu vor kurzem eine Lizenz für mobiles Fernsehen. In Q2 12 wird Cyfrowy Polsat in Zusammenarbeit mit Polkomtel (14 Mio. Telefoniekunden) ein gemeinsames Produkt anbieten und sich damit Cross-Selling-Potenzial eröffnen.

Wir schätzen den steigenden Anteil des defensiven Pay-TV-Geschäfts am Konzern-EBITDA und gehen davon aus, dass der durchschnittliche Umsatz je Kunde auch weiterhin um ca. 5 % p.a. zulegen wird. Im Rundfunksegment könnte Polsat TV aufgrund der Schwäche im öffentlichen TV und der Ausweitung seiner Themenkanäle den lokalen Markt für Fernsehwerbung neuerlich outperformen. Darüber hinaus sollte das Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA in den kommenden zwei Jahren von 3,0x in Richtung 2,0x sinken. Das Proforma-EBITDA von PLN 822 Mio. im Jahr 2011 wird 2012 nur knapp übertroffen werden, da die steigenden Umsätze aus dem Pay-TV-Geschäft teilweise durch neue Kosten im Zusammenhang mit dem Mobilfernseh-Projekt und IPLA ausgeglichen werden; für 2013 wird jedoch höheres Wachstum erwartet.

Dominik Niszczyński

Cyfrowy Polsat



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Unternehmensdaten (IFRS)

PLN Mio.	2011	2012e	2013f	2014f
G&V				
Umsatz	2.366	2.851	2.991	3.124
EBITDA	735	829	903	940
EBIT	560	609	673	709
EBT	192	484	503	566
Gewinn vor Minderheiten	160	399	407	458
Gewinn nach Minderheiten	160	399	407	458
Bilanz				
Bilanzsumme	5.325	5.626	5.763	5.815
Eigenkapital	1.896	2.295	2.703	3.027
Firmenwert	2.412	2.512	2.512	2.512
Nettoverschuldung	2.451	2.197	1.785	1.464

Quelle: Cyfrowy Polsat, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

Kennzahlen je Aktie

	2011	2012e	2013f	2014f
Gewinn je Aktie	0,46	1,15	1,17	1,32
KGV	29,4	12,3	12,1	10,7
Operativer CF je Aktie	1,00	1,22	1,58	1,71
Kurs/Cash Flow	13,6	11,6	8,9	8,2
Buchwert je Aktie	5,44	6,59	7,76	8,69
Kurs/Buchwert	2,5	2,1	1,8	1,6
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	2,7%	6,3%
Eigenkapitalrendite	13,8%	19,0%	16,3%	16,0%
ROCE	12,3%	12,2%	11,5%	11,9%
EV/EBITDA	9,7	8,6	7,4	6,8

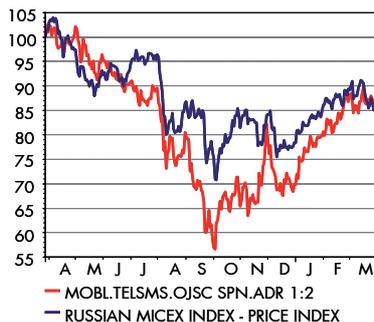
Quelle: Cyfrowy Polsat, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

* Der angegebene Kurs entspricht dem zuletzt verfügbaren Kurs um 06:30 CET am 28. März 2012

MTS: Noch vor der Dividende kaufen – starkes Q1 12 erwartet

- **Empfehlung: KAUF**
- **Aktueller Kurs: USD 18.20 */Kursziel: USD 20.40**
- **Marktkapitalisierung: EUR 13.658 Mio.**

MTS



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Wir wählen MTS als unseren Favoriten für den russischen Markt im 2. Quartal, da die gute RUB-Dynamik und die Wirtschaftsindikatoren in Russland in Q1 auf ein mögliches starkes Ergebnis für MTS hindeuten. Im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen war im Jänner und Februar eine deutliche Steigerung der Reallöhne, real verfügbarer Einkommen, des persönlichen Konsums und der privaten Kreditaufnahme zu beobachten. Wir denken, dass davon die Penetrationsrate bei Smartphones profitieren könnte, was wiederum den Datenverkehr stützen und zu höheren Umsätzen und Margen führt. MTS wird das Q1 Ergebnis voraussichtlich in den letzten zehn Tagen im Mai veröffentlichen. Neben dem günstigen makroökonomischen Umfeld sehen wir Anzeichen nachlassenden Konkurrenzdrucks im Mobilfunkmarkt, was sich ebenfalls positiv auf die Margen sämtlicher Marktteilnehmer auswirken sollte. MTS berichtete bereits in zwei Quartalen bessere Zahlen als die Vergleichsunternehmen, und wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend zumindest bis ins Q1 12 fortsetzen sollte. Der Grund dafür ist, dass die

Konkurrenten von MTS erst in Q4 11 auf die für MTS bereits so erfolgreich verlaufende Kundenbindungsstrategie eingeschwenkt haben.

MTS veröffentlichte für 2012 einen sehr konservativen Ausblick mit einem prognostizierten Umsatzwachstum im „mittleren einstelligen Bereich“, d.h. 5-7 %, einer OIBDA-Marge im Bereich 40-42 % sowie einem Verhältnis von Investitionen zu Umsatz von 20-22 %. Wir gehen davon aus, dass die Ergebnisse für das Geschäftsjahr eher am oberen Ende der Guidance-Bandbreite oder sogar darüber ausfallen werden. Schließlich wird MTS im April die Dividenden für 2011 bekanntgeben – lt. Guidance im Bereich von USD 0,88 – 1,03 je Aktie, was einer Dividendenrendite von 4,8-5,6 % für ADRs sowie 5,5-6,5 % für die lokalen Aktien entspricht. Der Ex-Dividenden-Tag wurde noch nicht bekanntgegeben, war in der Vergangenheit jedoch stets in der ersten Maihälfte.

Sergey Libin

Unternehmensdaten (IFRS)

PLN Mio.	2011	2012e	2013f	2014f
G&V				
Umsatz	12,319	12,598	13,265	14,723
EBITDA	5,144	5,192	5,452	6,030
EBIT	2,809	2,516	2,596	3,058
EBT	2,099	1,870	2,077	2,691
Gewinn vor Minderheiten	1,568	1,421	1,579	2,045
Gewinn nach Minderheiten	1,444	1,336	1,516	2,004
Bilanz				
Bilanzsumme	15,318	15,747	15,888	16,434
Eigenkapital	3,482	4,534	5,248	6,278
Firmenwert	804	914	924	934
Nettoverschuldung	6,778	5,909	5,192	4,104

Quelle: MTS, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

Kennzahlen je Aktie

	2011	2012e	2013f	2014f
Gewinn je Aktie	1,46	1,34	1,52	2,01
KGV	10,1	13,6	12,0	9,1
Operativer CF je Aktie	3,89	4,04	4,47	5,13
Kurs/Cash Flow	3,8	4,5	4,1	3,5
Buchwert je Aktie	3,48	4,54	5,25	6,28
Kurs/Buchwert	4,2	4,0	3,5	2,9
Dividendenrendite	6,4%	4,4%	5,0%	6,6%
Eigenkapitalrendite	43,7%	31,0%	31,0%	34,8%
ROCE	17,3%	15,8%	16,6%	19,8%
EV/EBITDA	4,2	4,7	4,3	3,7

Quelle: MTS, Raiffeisen Centrobank Schätzungen

* Der angegebene Kurs entspricht dem zuletzt verfügbaren Kurs um 06:30 CET am 28. März 2012

	FX	Kurs*	Empf.	Risiko	Datum	Kursziel	Marktkap. EUR Mio.	Streubesitz (%)		KGV		Kurs/Buchwert		EV/EBITDA		Dividendenrendite	
								2011e	2012f	2011e	2012f	2011e	2012f	2011e	2012f	2011e	2012f
GRUNDSTOFFE																	
Alumil Rom Industry*	RO	RON	1.143	EA	h	11.04.11	EA	8	20%	9,1	7,2	0,6	0,5	2,3	1,9	8,3%	10,4%
AMAG	AT	EUR	18.90	K	m	19.03.12	23.00	666	38%	10,4	8,9	1,2	1,1	5,6	5,2	2,4%	2,8%
Bogadanka	PL	PLN	128.00	K	h	10.02.12	170.00	1.047	61%	9,8	6,7	1,7	1,3	6,0	4,1	0,0%	0,0%
Ciech	PL	PLN	16.62	IR	h	14.12.11	19.50	211	61%	10,6	8,8	0,6	0,6	4,0	3,7	0,0%	2,3%
Evraz	RU	GBP	359.8	H	h	12.03.12	477.0	5.642	23%	9,9	6,0	1,1	1,0	4,4	3,5	2,6%	3,8%
JSW*	PL	PLN	96.90	EA	h	06.07.11	EA	2.777	33%	4,0	5,1	1,1	1,0	1,1	1,1	10,1%	7,8%
Kely	PL	PLN	118.90	K	m	16.02.12	138.00	264	100%	10,7	9,8	1,1	1,0	6,2	5,6	4,2%	4,2%
KGHM*	PL	PLN	142.40	EA	m	30.03.11	EA	6.846	68%	6,1	9,1	1,3	1,2	3,1	4,2	6,5%	4,4%
Lenzing	AT	EUR	80.55	K	m	12.12.11	95.00	2.079	36%	9,8	8,4	1,9	1,7	5,8	5,3	3,3%	4,9%
Mayr-Melnhof	AT	EUR	74.22	K	m	07.03.12	87.00	1.483	34%	12,3	11,2	1,3	1,2	4,5	4,0	3,0%	3,1%
Mechel*	RU	USD	9.38	EA	h	31.05.11	EA	2.932	33%	3,8	2,7	0,6	0,5	3,7	3,0	6,2%	8,8%
MMK	RU	USD	6.07	H	h	12.03.12	7.10	3.914	13%	16,1	8,1	0,5	0,5	5,0	3,4	1,2%	3,1%
New World Resources	CZ	CZK	134.0	EA	h	16.02.11	EA	1.438	36%	3,6	3,5	1,3	1,0	1,9	1,5	12,5%	14,5%
NLJK	RU	USD	21.13	K	h	12.03.12	28.60	9.511	13%	6,5	5,3	1,0	0,9	4,3	3,3	4,6%	5,7%
PhosAgro	RU	USD	10.32	K	h	11.10.11	17.90	2.894	11%	4,4	5,0	1,6	1,3	2,6	2,7	6,8%	6,0%
Polymetal International	RU	GBP	925.0	K	h	23.03.12	1.171.0	4.260	50%	10,7	9,0	2,6	2,1	8,1	6,8	1,9%	2,2%
RHI**	AT	EUR	19.08	EA	h	02.03.11	EA	760	53%	6,8	6,1	1,5	1,3	5,9	5,5	3,5%	3,8%
Severstal	RU	USD	13.56	K	h	12.03.12	17.70	8.269	19%	5,7	5,0	1,1	0,9	3,7	3,2	4,4%	5,0%
Synthos	PL	PLN	6.57	K	m	07.03.12	6.10	2.090	38%	8,8	9,5	2,4	2,1	6,0	5,9	4,5%	4,8%
voestalpine	AT	EUR	25.10	EA	h	30.11.11	EA	4.226	64%	12,5	9,8	1,1	1,0	5,4	5,1	3,5%	4,1%
Durchschn. (Unternehmen)										9,4	7,7	1,2	1,0	4,5	3,9	4,5%	5,1%
Median (Unternehmen)										9,4	7,7	1,2	1,0	4,5	3,9	3,9%	4,3%
FINANZ																	
Aik Banka	EA	RSD	1.848	K	h	30.11.11	2.800	167	80%	4,5	4,1	0,4	0,3	n.v.	n.v.	0,0%	0,0%
Banca Transilvania	RO	RON	1.083	K	m	06.03.12	1.26	439	82%	9,9	7,3	0,8	0,7	n.v.	n.v.	0,0%	0,0%
Bank BGZ	PL	PLN	45.72	V	m	30.11.11	30.00	475	16%	15,0	13,7	0,7	0,7	n.v.	n.v.	0,0%	0,0%
Bank Millennium	PL	PLN	4.51	V	m	08.02.12	3.50	1.315	35%	13,0	13,2	1,1	1,0	n.v.	n.v.	3,4%	3,8%
Bank Pekao SA	PL	PLN	155.80	K	m	30.11.11	IR	9.824	41%	13,3	12,5	1,8	1,8	n.v.	n.v.	5,6%	6,0%
BRD/GSG	RO	RON	10.63	H	m	30.11.11	11.80	1.696	41%	9,0	7,6	1,0	1,0	n.v.	n.v.	4,3%	5,1%
BRE Bank	PL	PLN	290.30	H	m	30.11.11	IR	2.937	30%	10,9	9,9	1,4	1,2	n.v.	n.v.	1,8%	2,5%
BZ WBK	PL	PLN	232.40	H	m	30.11.11	238.00	4.076	30%	13,4	11,9	2,1	1,9	n.v.	n.v.	3,7%	4,2%
Erste Group	AT	EUR	17.63	K	h	29.03.12	22.00	6.954	59%	7,3	6,5	0,6	0,6	n.v.	n.v.	2,8%	3,4%
Get Bank	PL	PLN	1.97	IR	h	23.01.12	IR	1.064	42%	7,5	8,7	1,0	0,9	n.v.	n.v.	0,0%	0,0%
Komercijalna	EA	RSD	1.785	IR	h	30.11.11	1.760	223	29%	7,8	8,1	0,5	0,5	n.v.	n.v.	0,3%	0,2%
Komercni Banka*	CZ	CZK	3.735.0	H	m	30.11.11	IR	5.760	40%	11,4	10,6	1,7	1,6	n.v.	n.v.	6,2%	6,7%
NKBM	SI	EUR	3.65	V	m	30.11.11	2.70	143	49%	16,3	8,8	0,3	0,3	n.v.	n.v.	1,8%	3,4%
OTP	HU	HUF	3.820	IR	h	30.11.11	4.265	3.479	69%	7,4	5,2	0,7	0,6	n.v.	n.v.	3,7%	9,7%
PKO BP	PL	PLN	34.40	K	m	30.11.11	38.00	10.337	49%	10,2	9,7	1,7	1,6	n.v.	n.v.	4,4%	4,6%
Raiffeisen Bank Intl.	AT	EUR	26.29	KE	m	KE	KE	4.066	37%	7,3	5,5	0,6	0,6	n.v.	n.v.	2,1%	3,0%
UNIGA*	AT	EUR	13.20	KE	m	KE	KE	1.738	5%	15,3	14,4	1,8	1,6	n.v.	n.v.	2,4%	2,7%
Vienna Insurance Group	AT	EUR	33.39	H	h	05.01.12	34.75	4.274	30%	10,8	9,9	0,9	0,9	n.v.	n.v.	3,4%	3,7%
Durchschn. (Unternehmen)										10,6	9,3	1,1	1,0	n.v.	n.v.	2,6%	3,3%
Median (Unternehmen)										10,5	9,3	0,9	0,9	n.v.	n.v.	2,6%	3,4%

IR - Schätzungen in Revision

V - Verkauf KE - Keine Empfehlung EA - Empfehlung ausgesetzt

K - Kauf H - Halten R - Reduzieren

Empfehlungseinstufung: h - hoch m - mittel n - niedrig

Risikokategorie: h - hoch m - mittel n - niedrig

* Konsensus-Daten (Bloomberg); Quelle: Raiffeisen Centrobank-Schätzung; ** in Revision

Quelle: Raiffeisen Centrobank-Schätzung

	FX	Kurs*	Empf..	Risiko	Datum	Kursziel	Marktkap.		Streuungsbesitz		KGV		Kurs/Buchwert		EV/EBITDA		Dividendenrendite		
							EUR Mio.	(%)	2011e	2012f	2011e	2012f	2011e	2012f	2011e	2012f	2011e	2012f	
INDUSTRIE																			
Andritz	AT	EUR	72.05	K	m	23.02.12	85.00	3.730	70%	16,0	14,0	3,7	3,2	5,6	4,3	3,2%	3,7%		
Flughafen Wien	AT	EUR	29.57	K	m	23.03.12	32.00	621	50%	12,6	16,1	0,7	0,7	6,3	5,9	3,7%	3,9%		
Oesterreichische Post	AT	EUR	25.70	H	m	20.03.12	27.75	1.736	47%	12,5	14,1	2,3	2,3	5,3	5,7	7,0%	7,2%		
Palfinger	AT	EUR	18.90	H	m	07.02.12	19.00	669	34%	17,0	13,4	1,8	1,6	9,3	7,7	1,9%	2,5%		
Polytec	AT	EUR	7.10	K	h	28.03.12	10.50	159	57%	6,0	5,6	1,1	1,0	2,6	2,3	7,0%	7,0%		
Rosenbauer	AT	EUR	38.95	K	m	20.03.12	50.00	265	44%	10,0	8,3	1,8	1,6	6,0	5,4	3,1%	3,1%		
Semperit	AT	EUR	32.92	K	m	22.03.12	40.00	677	36%	12,3	10,9	1,7	1,6	5,4	4,7	4,9%	5,3%		
Teraplast*	RO	RON	0.24	EA	h	18.08.11	EA	16	45%	4,8	3,5	0,5	0,4	3,9	2,9	0,0%	0,0%		
Durchschn. (Unternehmen)										11,4	10,7	1,7	1,6	5,6	4,9	3,9%	4,1%		
Median (Unternehmen)										12,4	12,2	1,7	1,6	5,5	5,0	3,4%	3,8%		
ÖL & GAS																			
Gazprom*	RU	RUB	180	EA	h	27.09.11	EA	105.726	43%	3,6	3,6	0,5	0,4	2,3	2,2	2,5%	2,5%		
INA*	HR	HRK	3.580	EA	h	17.03.11	EA	4.772	8%	6,4	6,5	1,6	1,3	4,4	4,0	0,0%	0,0%		
Lotos*	PL	PLN	27.40	EA	m	17.03.11	EA	855	47%	4,6	4,2	0,4	0,4	5,0	4,6	4,3%	4,7%		
LUKoil*	RU	RUB	1.803	EA	h	28.11.11	EA	36.054	60%	5,5	6,4	0,6	0,6	3,2	3,4	3,9%	3,4%		
MOL*	HU	HUF	18.670	EA	m	14.09.11	EA	5.704	33%	7,3	5,6	0,9	0,8	3,9	3,5	5,5%	7,2%		
OMV*	AT	EUR	27.30	EA	m	22.06.11	EA	8.900	44%	5,5	5,2	0,7	0,7	2,6	2,1	5,5%	5,8%		
Petrol*	SI	EUR	172.20	EA	m	17.03.11	EA	355	71%	7,8	10,5	0,8	0,8	7,6	8,4	3,8%	3,8%		
Petrom*	RO	RON	0.41	EA	m	17.03.11	EA	5.319	6%	7,4	5,7	1,0	0,9	3,8	2,9	4,1%	4,1%		
PKN*	PL	PLN	38.51	EA	m	27.04.11	EA	3.960	72%	7,9	6,9	0,7	0,6	5,4	5,2	3,2%	3,2%		
Prospectiuni	RO	RON	0.176	K	m	26.09.11	0.27	29	32%	9,0	6,9	0,4	0,3	1,7	1,1	0,0%	0,0%		
Rosneft*	RU	RUB	207	EA	m	03.11.11	EA	56.017	15%	7,5	7,3	1,0	0,9	4,2	3,8	1,3%	1,3%		
SBO	AT	EUR	67.50	H	m	18.01.12	70.00	1.077	69%	18,3	16,9	3,3	3,0	8,6	8,0	2,2%	2,5%		
Tatneft*	RU	RUB	193	EA	h	14.06.11	EA	10.486	8%	6,1	6,1	0,9	0,8	4,7	4,5	3,7%	3,7%		
Unipetrol*	CZ	CZK	173.5	EA	m	17.03.11	EA	1.277	37%	16,4	14,9	0,8	0,8	4,5	4,2	4,9%	5,4%		
Durchschn. (Unternehmen)										8,1	7,6	1,0	0,9	4,4	4,1	3,2%	3,4%		
Median (Unternehmen)										7,3	6,5	0,8	0,8	4,3	3,9	3,7%	3,6%		
PHARMA																			
Biofarm	RO	RON	0.196	H	h	27.03.12	0.23	49	42%	11,9	10,9	1,3	1,3	6,8	6,0	4,7%	4,7%		
Egis*	HU	HUF	14.950	EA	m	03.11.11	EA	398	39%	7,3	6,9	0,7	0,6	2,5	2,0	0,8%	0,8%		
Gedeon Richter	HU	HUF	37.200	H	m	27.02.12	43.014	2.368,5	54%	15,3	11,8	1,3	1,2	8,5	6,9	1,3%	1,7%		
Intercell	AT	EUR	2.80	IR	h	16.01.12	2.10	135,8	77%	neg.	neg.	1,6	1,9	neg.	neg.	0,0%	0,0%		
Krka	SI	EUR	50.13	IR	n	09.09.11	64.75	1.692,6	70%	9,9	9,9	1,3	1,2	5,1	4,4	2,8%	2,7%		
Durchschn. (Unternehmen)										11,1	9,8	1,2	1,2	5,7	4,8	1,9%	2,0%		
Median (Unternehmen)										10,9	10,4	1,3	1,2	6,0	5,2	1,3%	1,7%		
Empfehlungseinstufung: K - Kauf H - Halten R - Reduzieren V - Verkauf KE - Keine Empfehlung EA - Empfehlung ausgesetzt Risikokategorie: h - hoch m - mittel n - niedrig * Konsensus-Daten (Bloomberg): Quelle: Raiffeisen Centробank-Schätzung; * Der angegebene Kurs entspricht dem zuletzt verfügbaren Kurs um 06:30 CET am 28. März 2011.; ** in Revision Quelle: Raiffeisen Centробank-Schätzung																			

	FX	Kurs*	Empf.:	Risiko	Datum	Kursziel	Marktkap. EUR Mio.	Streuubesitz (%)		KGV		Kurs/Buchwert		EV/EBITDA		Dividendenrendite	
								2011e	2012f	2011e	2012f	2011e	2012f	2011e	2012f	2011e	2012f
TECHNOLOGIE																	
Asseco Poland	PL	49.98	R	m	05.01.12	44.30	932	67%	11,2	10,5	0,8	0,7	5,4	5,0	3,2%	3,3%	
AT&S	EUR	9.38	R	m	31.01.12	8.70	219	51%	8,0	7,7	0,7	0,7	4,6	3,9	4,3%	4,5%	
austriacrosystems	AT	63.50	K	m	20.03.12	81.00	722	75%	12,2	9,9	1,9	1,7	7,1	5,7	3,6%	4,0%	
Eriasson Nikola Tesla	HR	1.158	H	m	02.03.12	1.205	206	42%	21,5	13,8	2,2	2,5	10,8	8,2	12,9%	12,9%	
Kapsch TrafficCom	SI	65.00	K	n	11.01.12	72.40	845	30%	12,9	12,3	3,2	2,7	6,6	6,0	2,3%	2,5%	
Durchschn. (Unternehmen)																	
Median (Unternehmen)																	
TELEKOMMUNIKATION																	
Hrvatski Telekom	HR	205	H	m	02.02.12	253	2.240	38%	9,9	9,6	1,6	1,6	3,8	3,7	10,7%	10,5%	
Magyar Telekom	HU	575	H	m	02.02.12	590	2.046	41%	12,2	8,9	1,2	1,2	4,9	4,4	8,7%	11,3%	
MTS*	RU	18.20	K	h	02.02.12	20,4	13.658	49%	13,6	12,0	4,0	3,5	4,7	4,3	4,4%	5,0%	
Netia	PL	6.30	H	m	27.03.12	7.10	583	57%	44,3	15,9	0,9	0,9	4,9	3,9	1,8%	5,0%	
Rostelecom	RU	146	R	h	02.02.12	142	10.987	47%	10,2	8,7	1,5	1,3	4,2	3,6	2,3%	2,6%	
Telefonica CR	CZ	390.1	H	m	21.03.12	428.0	5.099	31%	15,0	14,4	1,9	2,1	5,8	5,9	10,3%	9,0%	
Telekom Austria	AT	8.74	H	m	13.03.12	9.60	3.872	72%	23,3	17,6	4,2	3,8	5,9	5,4	4,3%	5,1%	
TPSA	PL	16.94	H	m	02.02.12	19.40	5.253	50%	18,5	15,4	1,7	1,8	5,0	4,7	8,9%	8,9%	
VimpelCom Ltd	RU	11.20	H	h	02.02.12	IR	13.611	18%	8,4	25,7	1,5	1,6	4,3	5,4	7,1%	7,1%	
Durchschn. (Unternehmen)																	
Median (Unternehmen)																	
VERSORGER																	
CEZ	CZ	802.0	H	m	28.03.12	910.0	17.378	30%	10,3	11,0	1,8	1,7	6,0	6,3	5,7%	5,4%	
Enea	PL	17.00	K	h	23.02.12	20.80	1.804	29%	9,5	11,7	0,7	0,7	3,1	4,4	3,2%	2,6%	
EVN	AT	10.05	H	n	02.03.12	11.50	1.799	16%	9,0	9,5	0,6	0,6	2,8	2,9	4,3%	3,8%	
PGE	PL	19.33	K	m	28.03.12	24.00	8.689	38%	9,0	9,6	0,9	0,8	4,1	4,3	5,5%	5,2%	
PGNiG	PL	4.00	H	m	23.02.12	3.80	5.673	27%	17,8	7,8	1,0	0,9	8,2	4,9	2,8%	5,3%	
Tauron	PL	5.18	H	m	23.02.12	6.00	2.182	54%	9,0	16,6	0,6	0,6	4,5	5,9	3,3%	2,4%	
Transselectrica	RO	16.01	H	m	14.03.12	19.50	269	13%	11,2	8,8	0,6	0,5	4,8	4,7	7,2%	6,0%	
Transgaz	RO	239.55	EA	m	02.02.12	EA	646	11%	9,0	9,2	0,9	0,9	5,3	5,3	9,6%	6,7%	
Verbund	AT	22.78	H	m	28.03.12	24.00	7.914	16%	16,0	16,3	1,7	1,6	8,2	8,5	3,1%	3,1%	
Durchschn. (Unternehmen)																	
Median (Unternehmen)																	
BAUGEWERBE																	
Bene*	AT	1.30	EA	m	03.02.11	EA	32	54%	7,4	4,7	0,7	0,7	3,3	2,7	3,9%	7,7%	
Budimex	PL	88.20	H	h	09.03.12	96.00	541	35%	11,5	18,2	3,3	3,5	3,6	7,1	7,4%	4,7%	
Mostostal Warszawa	PL	16.00	K	m	09.03.12	30.00	77	24%	16,3	7,8	0,7	0,6	2,1	1,3	1,5%	3,2%	
PBG	PL	39.77	H	h	09.03.12	64.00	137	41%	5,8	4,9	0,3	0,3	6,2	4,8	0,0%	0,0%	
Polimex-Mostostal	PL	1.37	K	m	09.03.12	2.05	172	75%	12,8	7,0	0,5	0,4	4,6	2,7	1,6%	2,9%	
STRABAG SE	AT	22.75	H	m	21.02.12	23.00	2.389	15%	13,4	12,9	0,7	0,7	3,6	3,5	2,6%	2,6%	
Wienerberger	AT	8.80	H	m	23.02.12	9.50	1.013	98%	188,1	19,5	0,5	0,5	7,1	5,4	1,4%	2,3%	
Zumtobel	AT	11.16	H	m	28.03.12	13.00	481	65%	11,7	7,8	1,2	1,1	5,8	4,6	3,6%	4,9%	
Durchschn. (Unternehmen)																	
Median (Unternehmen)																	
Empfehlungseinstufung: K - Kauf H - Halten R - Reduzieren V - Verkauf KE - Keine Empfehlung EA - Empfehlung ausgesetzt																	
Risikoategorie: m - mittel h - hoch n - niedrig																	
* Konsensus-Daten (Bloomberg); Quelle: Raiffeisen Centробank-Schätzung; * Der angegebene Kurs entspricht dem zuletzt verfügbaren Kurs um 06:30 CET am 28. März 2011.; ** in Revision																	
Quelle: Raiffeisen Centробank-Schätzung																	
IR - Schätzungen in Revision																	

		FX	Kurs*	Empf.	Risiko	Datum	Kursziel	Marktkap. EUR Mio.	Streuebesitz (%)	KGV	Kurs/Buchwert	EV/EBITDA	Dividendenrendite				
										2011e	2012f	2011e	2012f				
IMMOBILIEN																	
Atrium	AT	EUR	3.73	K	m	12.03.12	4.00	1.399	50%	16,7	15,6	0,6	11,9	11,4	4,6%	4,6%	
CA Immobilien conwert	AT	EUR	8.41	H	m	29.03.12	8.70	739	83%	17,9	16,4	0,4	17,2	16,3	3,6%	3,6%	
Echo Investment	PL	PLN	8.88	K	m	12.03.12	10.00	724	73%	30,4	30,8	0,6	20,0	21,0	2,8%	2,8%	
Globe Trade Centre	PL	PLN	4.35	H	h	12.03.12	4.40	439	32%	10,2	6,9	0,8	42,3	14,3	0,0%	0,0%	
Immofinanz	PL	PLN	6.79	H	h	12.03.12	7.50	358	55%	12,6	4,9	0,5	10,6	7,3	0,0%	0,0%	
Polhord	AT	EUR	2.74	K	m	29.03.12	3.30	2.836	90%	9,2	8,7	0,5	11,9	10,1	7,3%	7,3%	
S IMMO	PL	PLN	15.25	K	h	12.03.12	26.00	87	51%	27,6	12,3	0,3	19,8	14,4	0,0%	0,0%	
Warimpex	AT	EUR	4.35	H	h	12.03.12	4.80	296	78%	19,1	17,5	0,6	19,2	18,2	2,3%	2,3%	
Durchschn. (Unternehmen)	AT	EUR	1.01	H	h	12.03.12	1.20	54	40%	neg.	neg.	0,7	20,9	15,7	0,0%	0,0%	
Median (Unternehmen)								18,0	14,1	0,6	0,5	19,3	14,3	2,3%	2,3%		
								17,3	13,9	0,6	0,6	19,2	14,4	2,3%	2,3%		
ZYKLISCHER KONSUM																	
Agora	PL	PLN	13.05	H	m	21.02.12	14.50	160	89%	18,0	15,0	0,5	3,9	3,6	3,8%	3,8%	
Cinema City	PL	PLN	32.25	H	h	16.12.11	32.00	397	25%	18,5	15,8	1,5	7,6	6,9	0,0%	0,0%	
CTC Media	RU	USD	11.58	K	h	22.03.12	14.00	1.380	37%	12,0	10,9	2,4	2,2	6,6	6,1	4,6%	4,7%
Cyflowy Polsat	PL	PLN	14.10	K	m	22.03.12	16.20	1.181	48%	12,3	12,1	2,1	1,8	8,6	7,4	0,0%	2,7%
Gorenje	SI	EUR	6.10	K	h	21.11.11	6.75	96	54%	7,9	5,1	0,2	0,2	4,7	4,1	0,0%	0,0%
LPP	PL	PLN	2.556.00	H	m	09.03.12	2.800.00	1.073	48%	21,7	17,3	5,0	4,3	12,1	10,0	2,8%	3,5%
M.video	RU	RUB	248	K	h	26.03.12	352	1.141	31%	13,6	11,4	3,1	2,6	5,7	4,6	2,4%	2,9%
TVN	PL	PLN	11.00	H	m	16.02.12	12.20	909	44%	3,9	13,0	2,0	1,8	4,0	7,5	1,3%	3,1%
Wolfford	AT	EUR	23.81	H	m	28.03.12	25.50	117	49%	15,2	12,8	1,3	1,2	6,7	5,7	2,5%	2,5%
Durchschn. (Unternehmen)								13,7	12,6	2,0	1,8	6,6	6,2	1,9%	2,4%	2,9%	
Median (Unternehmen)								13,6	12,8	2,0	1,8	6,6	6,1	2,4%	2,9%		
DEFENSIVER KONSUM																	
Adris	HR	HRK	203.4	H	h	07.03.12	248.0	439	64%	7,0	7,3	0,4	0,7	0,2	3,4%	3,4%	
Agrana*	AT	EUR	80.65	H	m	14.10.11	IR	1.145	25%	12,5	11,7	1,1	1,0	6,5	6,2	3,6%	3,6%
CEDC*	PL	USD	4.99	IR	h	12.12.11	IR	326	70%	12,2	9,5	0,3	8,2	7,6	0,0%	0,0%	
Eurocash	PL	PLN	35.60	H	m	14.03.12	37.00	1.170	44%	24,9	17,7	7,9	5,9	13,2	10,7	1,2%	1,5%
Magnit	RU	USD	28.99	H	h	16.02.12	30.60	10.285	51%	33,9	25,1	4,7	4,0	13,6	10,8	0,3%	0,4%
Mercator	SI	EUR	125.00	R	h	06.02.12	132.00	465	44%	37,6	24,8	0,6	0,6	9,4	8,8	0,0%	0,0%
Okey	RU	USD	9.00	H	h	30.01.12	8.05	1.819	14%	20,9	16,1	4,6	3,6	9,2	7,4	0,0%	0,0%
Podravka	HR	HRK	249	H	h	17.02.12	270	174	35%	11,6	10,6	0,7	0,7	6,1	5,9	2,2%	2,4%
Viro	HR	HRK	461	H	h	21.03.12	492	85	32%	7,0	7,1	1,1	1,0	5,1	5,1	2,6%	2,8%
X5	RU	USD	23.15	K	h	26.01.12	31.50	4.717	30%	24,7	17,4	2,5	2,2	8,5	7,4	0,0%	0,0%
Durchschn. (Unternehmen)								19,2	14,7	2,4	2,0	8,0	7,0	1,3%	1,4%	0,9%	
Median (Unternehmen)								16,7	13,9	1,1	1,0	8,3	7,4	0,8%	0,9%		

IR - Schätzungen in Revision

EA - Empfehlung ausgesetzt

KE - Keine Empfehlung

V - Verkauf

R - Reduzieren

H - Halten

K - Kauf

n - niedrig

m - mittel

h - hoch

H - Halten

K - Kauf

n - niedrig

H - Halten

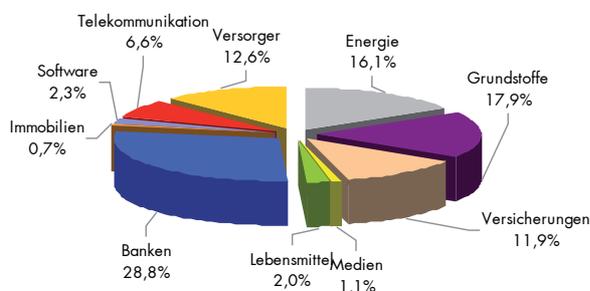
* Konsensdaten (Bloomberg); Quelle: Raiffeisen Centrobank-Schätzung; * Der angegebene Kurs entspricht dem zuletzt verfügbaren Kurs um 06:30 CET am 28. März 2011; ** in Revision

Quelle: Raiffeisen Centrobank-Schätzung

Indexgewichtung im Vergleich

Sektorgewichtung Polen, WIG 20

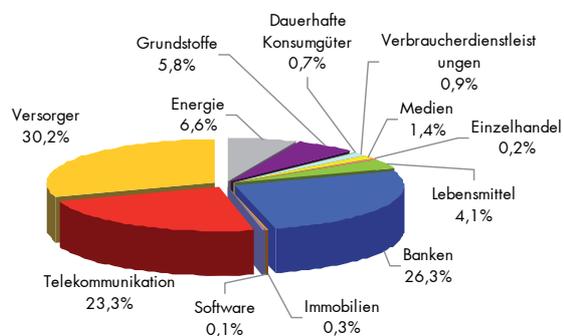
Marktkap. inl. Unt.: EUR 125,9 Mrd. (Quelle: FESE; 29.02.2012)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Sektorgewichtung Tschechien, PX

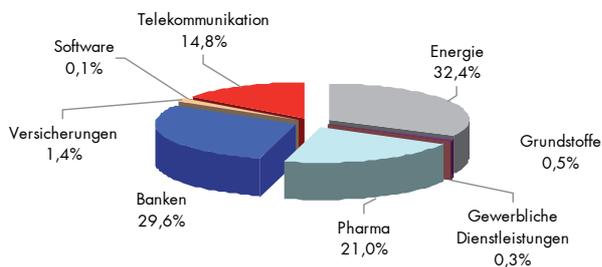
Marktkap. inl. Unt.: EUR 31,5 Mrd. (Quelle: FESE; 29.02.2012)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Sektorgewichtung Ungarn, BUX

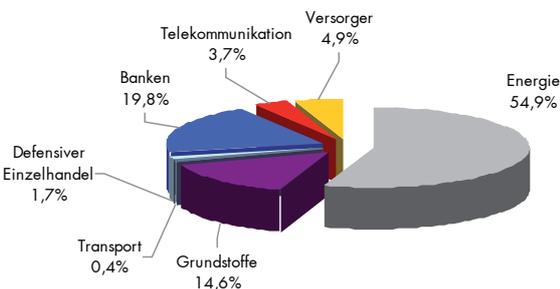
Marktkap. inl. Unt.: EUR 17,519 Mrd. (Quelle: FESE; 29.02.2012)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Sektorgewichtung Russland, MICEX

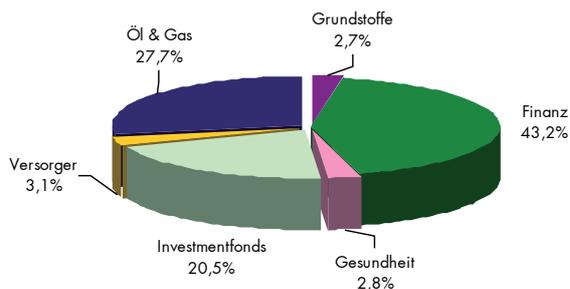
Marktkap. inl. Unt.: EUR 551,1 Mrd. (Quelle: MICEX ; 29.02.2012)



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Sektorgewichtung Rumänien, BET

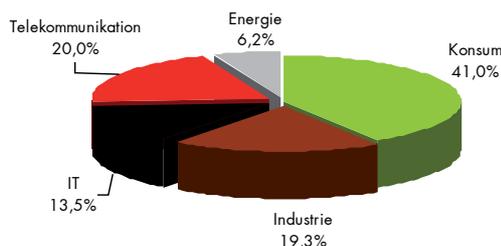
Marktkap. inl. Unt.: EUR 21,11 Mrd. (Quelle: FEAS; 29.02.2012)



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Sektorgewichtung Kroatien, CROBEX10

Marktkap. inl. Unt.: EUR 17,21 Mrd. (Quelle: FEAS; 29.02.2012)



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

CROBEX 10: Nochmals wie 2010?

CROBEX 10

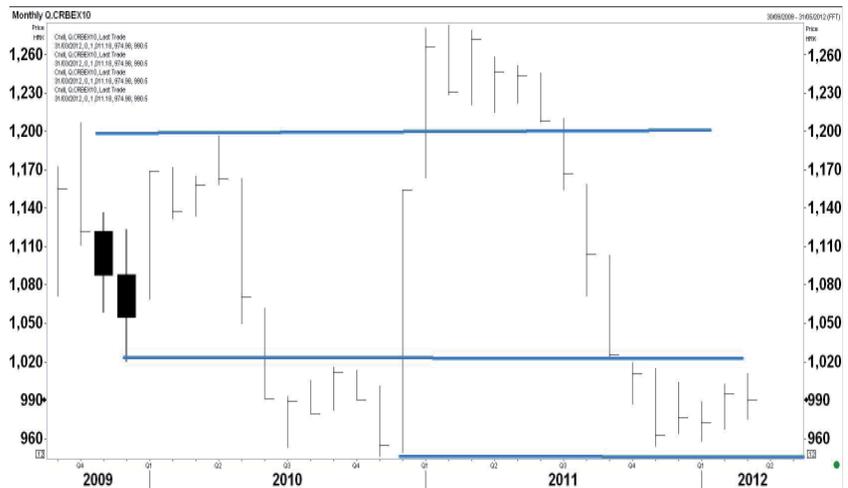
Notierung: 990,50

Position: neutral

Wie schon Mitte bis Ende 2010, befindet sich der CROBEX innert der Spanne 945 – 1.021. Ob wie ehemals ein Kaufsignal bei 1.040 -> 1.100 – 1.150 folgen kann, lässt sich nicht mit Sicherheit prognostizieren, ein bearishes Signal wäre ab 934 -> 910 - 845 gegeben.

29.03.2012, 14:40 MEZ

CROBEX



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

MICEX

Letzte Notierung: 1.506

Verkauf 1.480

Indeziel: 1.445 – 1.365

Das Dezember-Kaufsignal bei 1.452 -> 1.520 hat funktioniert, aber der Trend konnte bei 1.610 nicht fortgesetzt werden. Aktuell ist daher mit einem Test der Aufwärtstrendlinie, grün bei 1.445, zu rechnen. Eine bearische Fortsetzung nach Art von 1.420 -> 1.365 – 1.325 kann nicht ausgeschlossen, aber mit einem Kaufsignal bei 1.550 -> 1.625 – 1.685 gerechnet werden.

29.03.2012, 15:05 MEZ

MICEX



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

WIG 20

Notierung: 2.279

Kauf 2.390

Indeziel: 2.630

Die Unterstützung 2.200 hält schon seit geraumer Zeit, also seit Anfang 2010. Das aktuell sich ausbildende Symmetrische Dreieck könnte im Zusammenhang mit dem vorherigen Rückgang gesehen bearischer Natur, sein und 2.000 -> 1.850 - 1.770 folgen. Hielte aber aktuell das Fibos bei 2.240, wäre eine Trendwende bestätigt und ein Kaufsignal bei 2.390 -> 2.630 die mögliche Folge.

29.03.2012, 15:20 MEZ

WIG 20

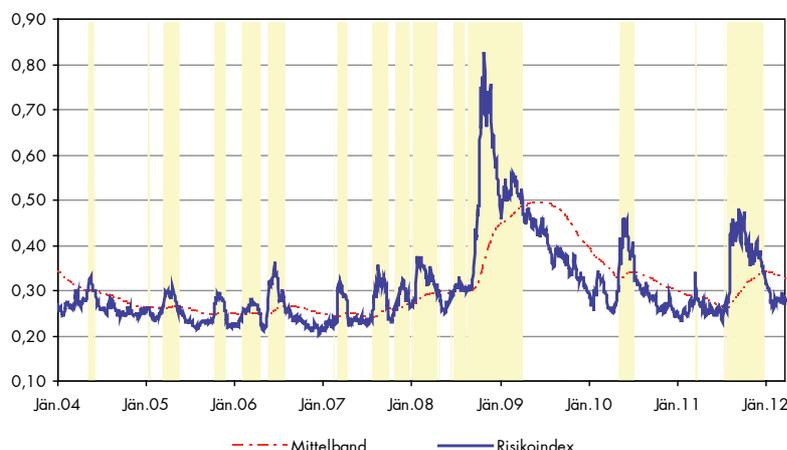


Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Robert Schittler

Risikofaktoren und Sentiment

RBI EmEurope Risiko Index



Stand: 21.12.2011
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

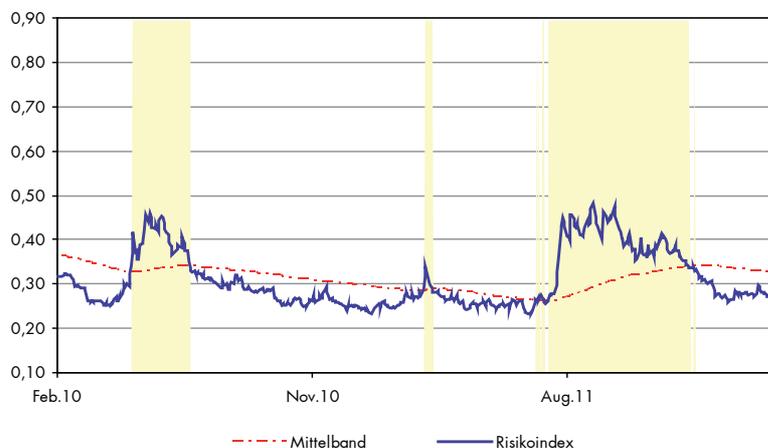
RBI EmEurope Risiko Index

Die **RBI-Risikoindizes** sind quantitative Indikatoren, die vor allem als kurzfristige Entscheidungshilfe für risikoreiche Veranlagungen dienen sollen.

Die Timing-Regel lautet: Wenn der Index das Mittelband 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-Risikoindexwerte eine sehr geringe Risikobereitschaft und hohe Risikoprämien.

RBI EmEurope Risiko Index



Stand: 21.12.2011
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: Misst die Sensitivität des Aktienindex auf positive Ausschläge des Faktors (MSCI World bzw. MSCI EM). Werte >1: Aktienindex steigt stärker als der Faktor in positiven Phasen.

Down-Beta: Misst die Sensitivität des Aktienindex auf negative Ausschläge des Faktors (MSCI World bzw. MSCI EM).

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

Beta to MSCI World

	Beta	Up-Beta	Down-Beta	Up-Down
EM Europa	1,10	1,12	1,07	0,04
Tschechien	0,65	0,69	0,79	-0,10
Polen	1,00	1,07	1,17	-0,10
Russland	1,20	1,23	1,09	0,14
Ungarn	1,04	0,95	0,90	0,05

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	1,21	1,21	1,49	-0,28
Tschechien	0,61	0,72	0,70	0,02
Polen	1,08	1,16	1,40	-0,24
Russland	1,36	1,32	1,63	-0,32
Ungarn	0,99	1,15	0,99	0,16

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

Global Raiffeisen RESEARCH Team: Peter Brezinschek (Leitung)

Wien

Aaron Alber
Jörg Angelé
Mario Annau
Eva Bauer
Gunter Deuber
Wolfgang Ernst
Christian Hinterwallner
Valentin Hofstätter
Stephan Imre
Christoph Klaper
Igor Kovacic
Lydia Kranner
Nina Kukic
Martin Kutny
Veronika Lammer
Jörn Lange
Hannes Loacker
Richard Malzer
Johannes Matner
Stefan Memmer
Albert Moik
Julia Neudorfer
Christine Nowak
Peter Onofrej
Helge Rechberger
Matthias Reith
Leopold Salcher
Andreas Schiller
Robert Schittler

Andreas Schwabe
Connie Schümann
Manuel Schuster
Gintaras Shlizhyus
Gleb Shpilevoy
Alexander Sklemin
Gottfried Steindl
Martin Stelzeneder
Jürgen Walter
Magdalena Szczepanski

Albanien

Joan Canaj
Valbona Gjeka

Belarus

Oleg Leontev
Vasily Pirogovsky
Natalya Chernogorova

Bosnien & Herzegowina

Ivona Kristic
Srebrenko Fatusic

Bulgarien

Kaloyan Ganev
Hristiana Vidinova

Kroatien

Anton Starcevic
Zrinka Zivkovic Matijevic
Ivana Juric
Nada Harambasic
Ana Franin
Marijana Cigic

Tschechien

Pavel Mertlik
Vaclav France
Michal Brozka
Ales Michl
Jindrich Svatek

Ungarn

Zoltán Török
Adám Keszeg
Levente Blahó

Polen

Jacek Wisniewski
Dorota Strauch
Tomasz Regulski
Marcin Borsuk

Rumänien

Ionut Dumitru
Nicolae Covrig
Gabriel Bobeica
Romulus Mircea
Ion Gheorghe Guta
Bogdan Campianu
Ionut Gutis
Alexandru Combei
Iuliana Mocanu
Ghenghiz Curtali

Russland

Anastasia Baykova
Denis Poryvay
Anton Pletenev
Maria Pomelnikova
Pavel Papin
Irina Alizarovskaya
Konstantin Yuminov
Sergey Libin

Serbien

Ljiljana Grubic

Slowakei

Robert Prega
Juraj Valachy
Boris Fojtik

Slowenien

Primoz Kovacic

Ukraine

Dmytro Sologub
Ludmila Zagoruyko
Olga Nikolaieva

Company Research

Birgit Kuras (Leitung)

Stefan Maxian (Leitung)

Österreich & CEE)
Daniel Damaska
Oleg Galbur
Natalia Frey
Robert Keller
Jakub Krawczyk
Bartłomiej Kubicki
Bernd Maurer
Dominik Niszcz
Markus Remis
Teresa Schinwald
Bernhard Selinger
Jovan Sikimic
Arno Supper
Christoph Thurnberger
Iryna Trygub-Kainz

Datenschluss: 28. März 2011

Redaktionsschluss: 4. April 2011

Impressum:

Redaktion: Raiffeisen RESEARCH GmbH
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: Holzer Druck, 1100 Wien, Buchengasse 79
Coverfoto: wjarek/panthermedia

Design: Kathrin Korinek, Birgit Bachhofner

Unternehmen:	Offenlegung:
Immofinanz	3
AMAG	3, 4, 5

Offenlegung gemäß § 25 Mediengesetz (Angaben per 1.1.2012)

Medieninhaber: Raiffeisen RESEARCH GmbH, Sitz: 1030 Wien, Am Stadtpark 9
Geschäftsleitung: Mag. Peter Brezinschek, Mag. Helge Rechberger, Mag. Kurt Kotzegger
Raiffeisen Bank International AG. Unternehmensgegenstand: Kreditunternehmen, Sitz: 1030 Wien, Am Stadtpark 9.

Geschäftsleitung: Dr. Herbert Stepic (Vorstandsvorsitzender), Dr. Karl Sevelda (stellvertretender Vorstandsvorsitzender), Aris Bogdaneris, M.A., Patrick Butler, M.A., Mag. Martin Grill, Mag. Peter Lennkh, Dr. Johann Strobl.

Aufsichtsrat: Dr. Walter Rothensteiner (Vorsitzender), Stewart Gager, Dr. Kurt Geiger, Mag. Erwin Hameseder, Mag. Markus Mair, Mag. Dr. Ludwig Scharinger, Dr. Hannes Schmid, Dr. Johannes Schuster, Dr. Friedrich Sommer, Mag. Christian Teuffl.

Vom Betriebsrat entsandt: Martin Prater (Betriebsratsvorsitzender), Mag. Rudolf Korten Hof (1. stv. Betriebsratsvorsitzender), Mag. Peter Anzeletti-Reikl (2. stv. Betriebsratsvorsitzender), Dr. Susanne Unger, Mag. Helge Rechberger.

Gesellschafter mit einer Beteiligung von über 25 Prozent

Raiffeisen Zentralbank Österreich AG (78,5 %); Unternehmensgegenstand: Steuerungsholding, Erwerb und Verwaltung von Beteiligungen, insbesondere der Raiffeisen Bank International.
Geschäftsleitung: Dr. Walter Rothensteiner, Dr. Johannes Schuster, Dr. Johann Strobl.
Grundlegende Richtung: Information und Prognosen über Geld- und Kapitalmärkte in Zentral- und Ost-europa und Österreich

Bogdanka	-
Cyfrowy Polsat	-
MTS	-

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>.

Abkürzungsverzeichnis

Länder und Währungen

ALL	Albanischer Lek
BAM	Bosnische Mark
BGN	Bulgarischer Lev
BYR	Weißrussischer Rubel
CNY	Chinesischer Yuan
CZK	Tschechische Krone
EKK	Estrische 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
LSK	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
EA	Empfehlung ausgesetzt
IR	in Revision

CE	Mitteleuropäische Länder - Polen, Ungarn, Tschechien, Slowakei, Slowenien
SEE	Südosteuropäische Länder - Albanien, Bosnien und Herzegowina, Bulgarien, Kroatien, Rumänien, Serbien
CIS	Europäische GUS (Gemeinschaft unabhängiger Staaten) Länder - Russland, Ukraine, Belarus
CEE	Mittel- und Osteuropa (CE + SEE + CIS)

Die in dieser Broschüre enthaltenen Angaben, Analysen und Prognosen dienen, trotz sorgfältiger Recherchen, lediglich der unverbindlichen Information unserer Kunden und basieren auf dem Wissenstand der Markteinschätzung der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss.

Diese Broschüre kann die Beratung für den An- oder Verkauf von Wertpapieren oder für Veranlagungen nicht ersetzen. Wenden Sie sich diesbezüglich bitte an Ihren Berater in der Raiffeisenbank.

Haftungsausschluss:

Jegliche Haftung im Zusammenhang mit der Erstellung dieser Broschüre, insbesondere für die Richtigkeit und Vollständigkeit ihres Inhaltes oder für das Eintreten der darin erstellten Prognosen, ist ausgeschlossen. Ausführlicher Disclaimer sowie Offenlegung gemäß § 48f Börsengesetz: <http://www.raiffeisenresearch.at> -> "Disclaimer".

Raiffeisen Bank International AG

Investmentbanken

Raiffeisen Bank International AG, Wien

Global Markets

Leitung: Nicolaus Hagleitner Tel: +43 1 71707 1467
Leitung International Sales: Luca Scalzini Tel: +43 1 71707 3981
Leitung FX-MM Sales: Wolfgang Kalinka Tel: +43 1 71707 3959
Leitung Solution Sales: Harald Schönauer Tel: +43 1 71707 1148

Belgrad: Raiffeisenbank a.d. Serbia

Kontakt: Zoran Petrovic Tel: +381 11 2207006

Pressburg: Tatra banka, a.s.

Kontakt: Henrieta Hudecova Tel: +421 2 59191334

Bukarest: Raiffeisen Capital & Investment S.A.

Kontakt: James Stewart Tel: +40 21 302 0082

Budapest: Raiffeisen Bank Zrt.

Kontakt: Lázló Volosinovský Tel: +36 1 484 4639

Kiew: Raiffeisen Bank Aval

Kontakt: Oksana Volchko Tel: +38 044 230 0348

Marburg: Raiffeisen Banka d.d.

Kontakt: Gvido Jemensek Tel: +386 2 229 3111

Minsk: Priorkbank JSC

Kontakt: Andrey Filazafovich Tel: +375 17 289 9213

Moskau: ZAO Raiffeisenbank Austria

Kontakt: Sergei Monin Tel: +7 495 721 9922

Tirana: Raiffeisen Bank Sh.a.

Kontakt: Christian Canacaris Tel: +355 4 253 646

Prag: Raiffeisenbank a.s.

Kontakt: Jan Pudil Tel: +420 234 401 863

Sarajevo: Raiffeisen BANK d.d. Bosnia and Herzegovina

Kontakt: Sanja Korene Tel: +387 33 287 122

Sofia: Raiffeisenbank (Bulgaria) EAD

Kontakt: Evelina Miltenova Tel: +359 2 91985 451

Warschau: Raiffeisen Bank Polska S.A.

Kontakt: Krystof Lubkiewicz Tel: +48 691 335 510

Zagreb: Raiffeisenbank Austria d.d.

Kontakt: 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

Raiffeisen Investment AG, Wien

Kontakt: Wolfgang Putschek Tel: +43 1 710 54 00-153
Martin Schwedler Tel: +43 1 710 54 00-155

Kommerzbanken

Raiffeisen Bank International AG, Wien

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

RBI London Branch

Kontakt: Wladimir Ledochowski Tel: +44 20 7933 8002
Mark Bowles Tel: +44 20 7933 8001

Raiffeisen Malta Bank plc., Sliema

Kontakt: Anthony Schembri Tel: +356 21 320 942

RB International Finance USA, New York

Kontakt: Dieter Beintrexler Tel: +1 212 845 4100
Stefan Gabriele Tel: +1 212 835 2328

RBI Beijing Branch

Kontakt: Andreas Werner Tel: +86 10 653 233 88

RBI Singapore Branch

Kontakt: Stefan Mandl Tel: +65 6305 6100

International Desk

Wien: Raiffeisen Bank International AG

Kontakt: Rudolf Lercher Tel: +43 1 71707 3537

Belgrad: Raiffeisen banka a.d.

Kontakt: Sofija Davidovic Tel: +381 11 220 7807

Pressburg: Tatra banka, a.s.

Kontakt: Oswald Brandstetter Tel: +421 2 5919 1849

Bukarest: Raiffeisen Bank S.A.

Kontakt: Reinhard Zeittelberger Tel: +40 21 306 1564

Budapest: Raiffeisen Bank Zrt.

Kontakt: Petra Reök Tel: +36 1 484 4684

Kiew: Raiffeisen Bank Aval

Kontakt: Johannes Riepl Tel: +38 044 230 99 81

Marburg: Raiffeisen Banka d.d.

Kontakt: Simon Jug Tel.: +386 2 2293 276

Minsk: Priorkbank JSC

Kontakt: Julia Shigaeva Tel: +375 17 289 92 09

Moskau: ZAO Raiffeisenbank Austria

Kontakt: Maria Maevskaya Tel: +7 495 775 5230

Prag: Raiffeisenbank a.s.

Kontakt: Roman Lagler Tel: +420 234 40 1728

Pristina: Raiffeisen Bank Kosovo J.S.C.

Kontakt: Valbona Recica Tel: +381 38 22 22 22 116

Sofia: Raiffeisenbank (Bulgaria) EAD

Kontakt: Irena Krentcheva Tel.: +3592 9198 5826

Sarajewo: Raiffeisen Bank d.d. Bosnia i Hercegovina

Kontakt: Vildana Sijamhodzic Tel: +387 33 287 283

Tirana: Raiffeisen Bank Sh.a.

Kontakt: Jorida Zaimi Tel.: +355 4 2381 445 2865

Warschau: Raiffeisen Bank Polska S.A.

Kontakt: Tomasz Kwiecien Tel: +48 22 585 2375

Zagreb: Raiffeisenbank Austria d.d.

Kontakt: Wolfgang Wöhry Tel: +385 1 4566 462