

# Ausblick 2016

# Internationale Aktienmärkte mit Fokus Wiener Börse

**Fritz Mostböck, CEFA**  
Head of Group Research

**Christoph Schultes, CIIA**  
Senior Analyst CEE Equity Research

Wien, Dezember 2015

# Internationales Umfeld

# Trends Global

## Aktien haben Nase vorn

### Asset Class Performances

Main Indices, in EUR:



Source: Datastream, Erste Group Research

# Frage ans Publikum

**Glauben Sie, dass die Krise - oder die Nachwirkungen der Krise - vorbei sind?**

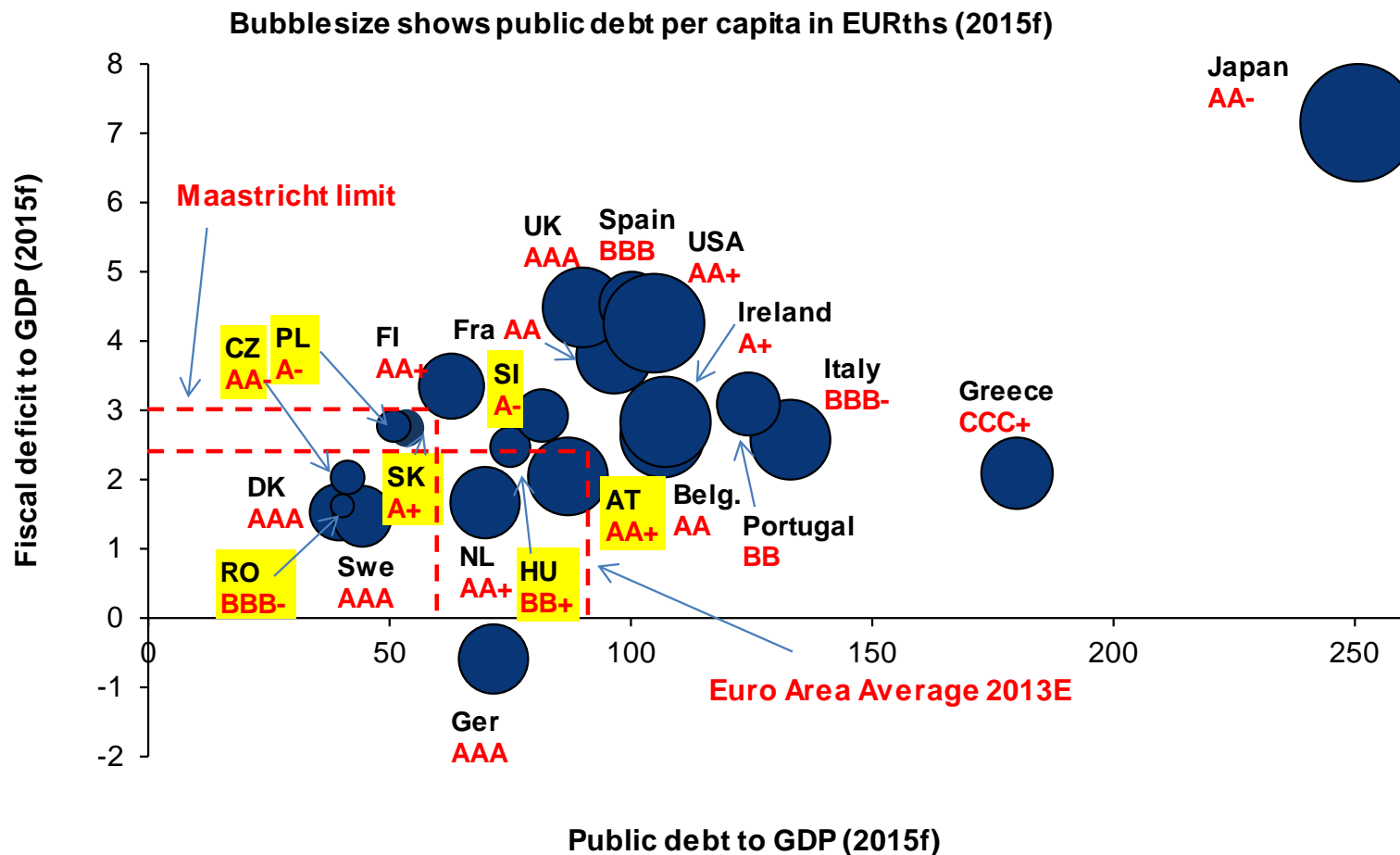
Manche denken - vor allem in Folge verschiedener Indikatoren: **Ja.**  
(das hängt natürlich auch von der Definition einer Krise ab.)

Aber diese Fakten stimmen nachdenklich:

- **Wirtschaftliches Wachstum** wird wenn dann nur auf **geringem Niveau** generiert,
- **das Wachstum ist weder robust noch nachhaltig.**

# Die Schuldenkrise ist global und ungelöst

## Staatsverschuldung und Budgetdefizit pro Kopf (Tsd. EUR)

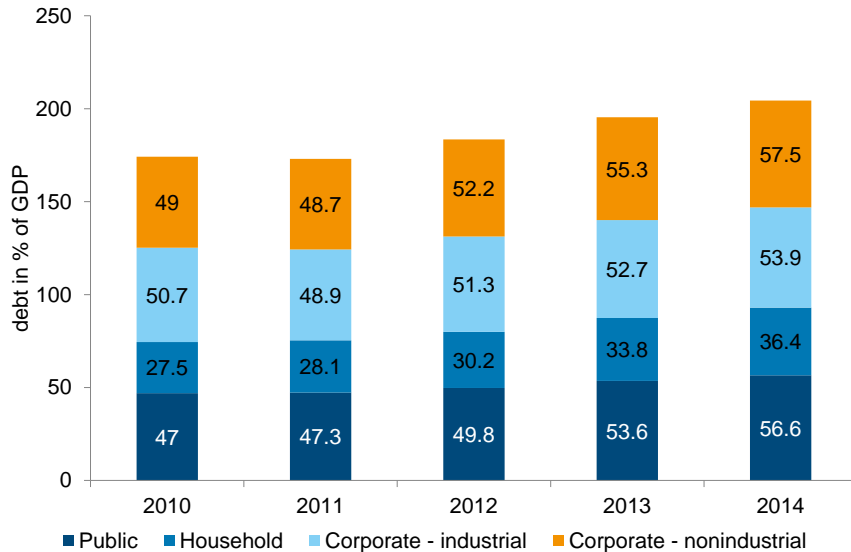


Quelle: Erste Group Research, European Commission, S&P

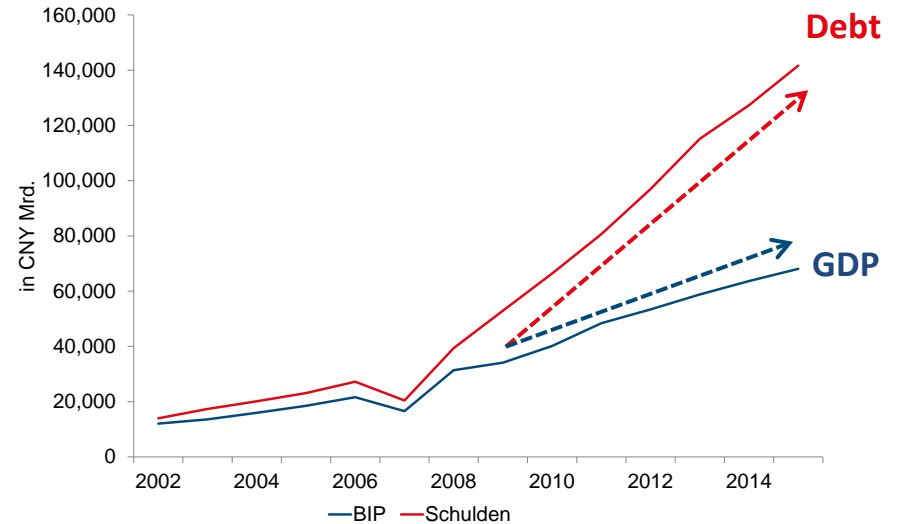
# China

## Gesamtverschuldung zu BIP liegt mit 3Q 2015 bei 208%

China's overall debt (in % of GDP)



Debt development vs. GDP since 2002



- Über die letzten Jahre erreichte die **Verschuldung Chinas** die Höhe **entwickelter westlicher Industrienationen**,
- Besonders **Unternehmen** sind **hoch verschuldet** (Ihs),
- Seit 2009 ist die **Gesamtverschuldung** **deutlich stärker als das BIP** gewachsen. In 2015 (1-3Q) ein weiterer Anstieg von 200% auf 208% des BIP.

Source: IMF, Bloomberg, Erste Group Research

# Update: QE ECB

## Purchases overall further on schedule

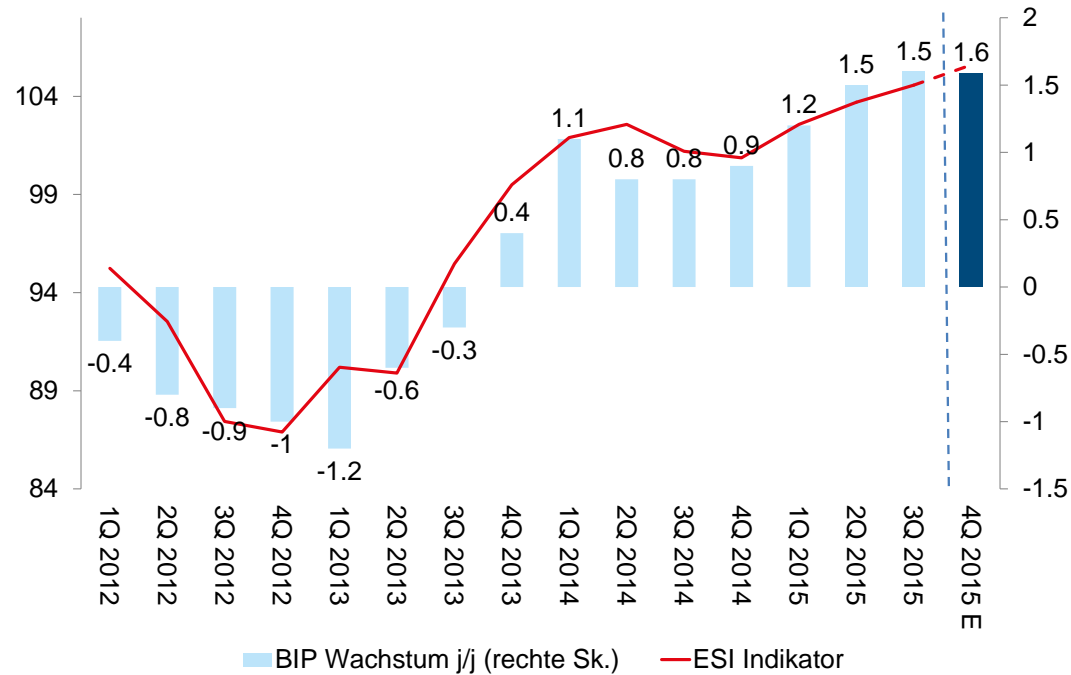
		Mar.	Apr.	May	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Oct.	Nov.	Dec.
in bn. €	28.Feb.15	31 Mar. 2015	01.May 15	29.May 15	26.Jun.15	31.Jul.15	28.Aug.15	30.Sep.15	30.Okt.15	27.Nov.15	11.Dez.15
Covered bond purchase pro	51,209	63,606	75,07	85,108	94,567	104	111,1	122,8	131,1	137,8	141,8
Asset-backed securities pu	3,5	4.646*	5,785	7,212	8,601	9,7	11,1	13,2	14,6	15,2	15,4
Public sector purchase prog.		47,356	95,056	146,679	193,9	248,9	289,5	346,3	393,6	445,5	475,5
<b>Total</b>		<b>115,608</b>	<b>175,911</b>	<b>238,999</b>	<b>297,068</b>	<b>362,600</b>	<b>411,700</b>	<b>482,268</b>	<b>539,36</b>	<b>598,5</b>	<b>632,8</b>
<u>additional purchases</u>	28.Feb.15	31 Mar. 2015	01.May 15	29.May 15	26.Jun.15	31.Jul.15	28.Aug.15	30.Sep.15	30.Okt.15	27.Nov.15	11.Dez.15
Covered bond purchase prog. 3		12,397	2,458	2,303	2,454	2,3	1,9	2,5	3,0	2,1	1,9
Asset-backed securities purchase prog.		4.646*	0,028	0,982	0,309	0,2	-0,1	0,4	-0,1	0,2	0,1
Public sector purchase prog.		47,356	10,047	12,455	11,681	11,000	9,700	8,436	10,5	13,7	13,6
<b>Total</b>		<b>64,399</b>	<b>12,533</b>	<b>15,740</b>	<b>14,444</b>	<b>13,500</b>	<b>11,500</b>	<b>11,369</b>	<b>13,458</b>	<b>16,107</b>	<b>15,593</b>
rate to reference value (€60bn.)		107,33%	100,51%	105,15%	96,78%	109,22%	81,83%	117,61%	95,15%	98,53%	57,15%



Source: Erste Group Research

# Regression (ESI) lässt BIP-Wachstum von 1,6% j/j für Q4 2015 erwarten - für das Gesamtjahr 2015 erwarten wir 1,5%

Eurozone Sentiment Indikator (ESI) - Indikator vs. Eurozone BIP



Quelle: EC, Erste Group Research

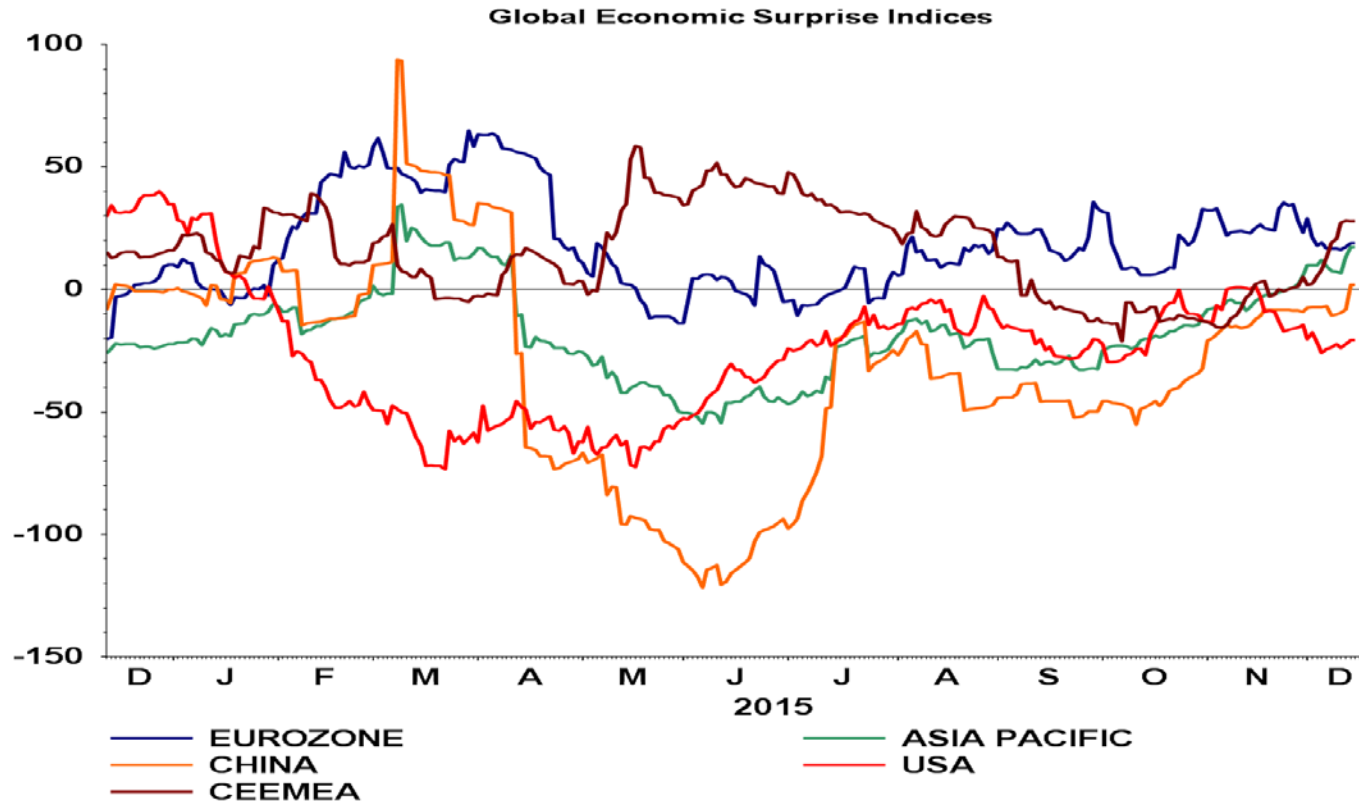


# Internationale Finanzmärkte

# Trends Global

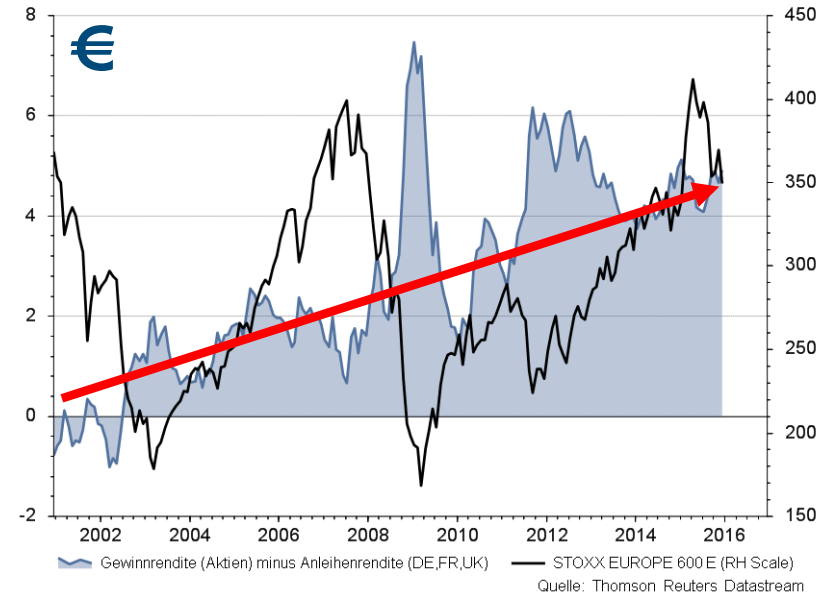
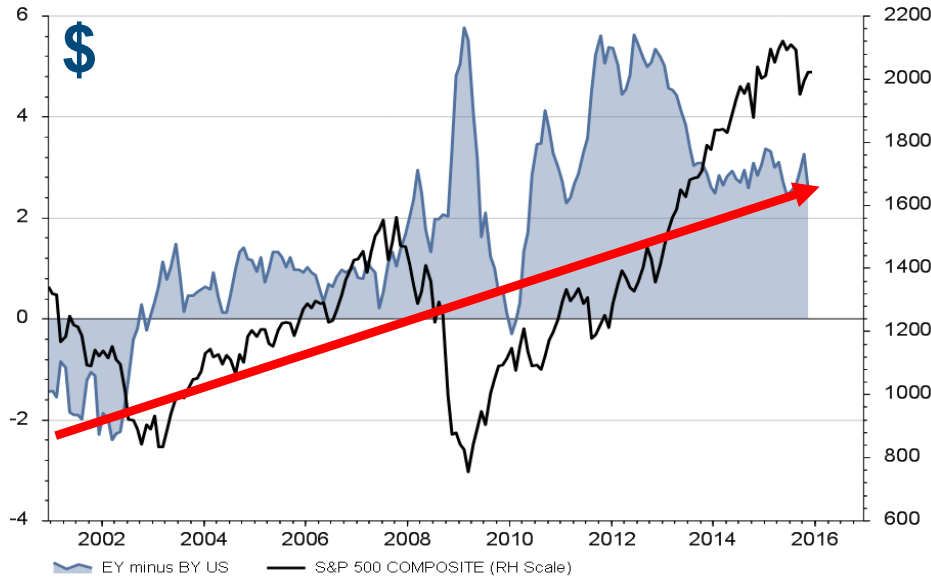
## Eurozone, CEE positiv, China zuletzt verbessert

### Regionale Economic Surprise Indices



Source: Datastream, Erste Group Research

# Gewinn- vs. Bondrendite

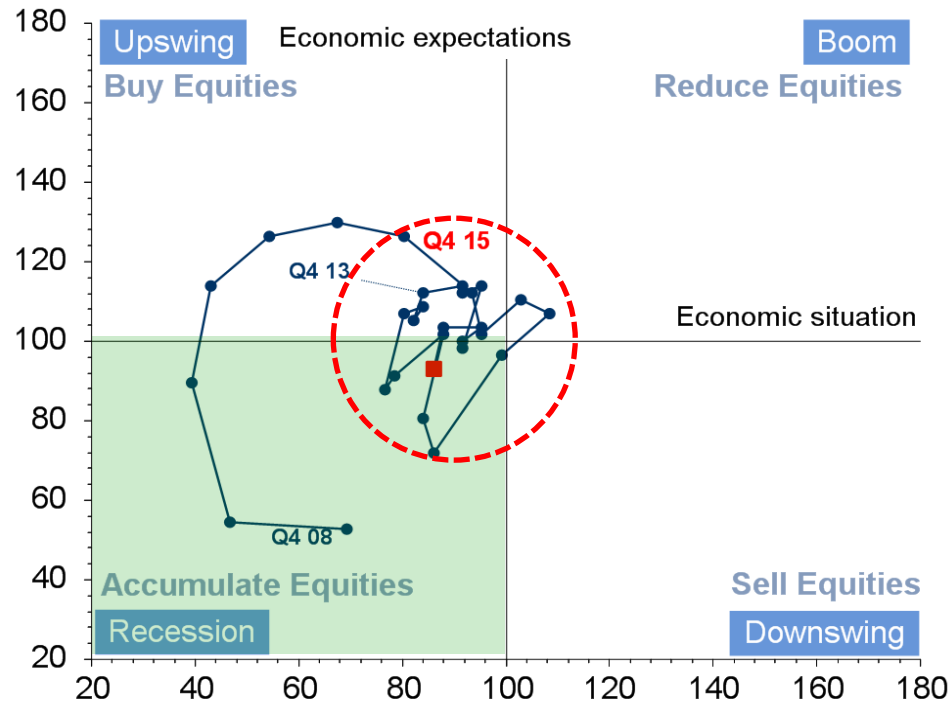


- **USA: 259 BP-Spread zugunsten von Aktien ([links](#)),**
- **Europa: 492 BP-Spread zugunsten von Aktien ([rechts](#)),**
- **Aktien sind gegenüber 10Y-Renten (vor allem in Europa) unter Renditegesichtspunkten weiterhin deutlich attraktiver.**

# Globale Konjunktur

## Zyklus favorisiert Aktien

### Global Economy Clock: IFO Index



- Punkte stellen Quartale dar,
- Zuletzt hat sich Situation weiter zunehmend im Kern der Graphik verfestigt,
- Aktuelle wirtschaftliche Situation schwach und Erwartungen relativ niedrig.

Source: Datastream, Erste Group Research

# Globale Aktien

## Fazit & Ausblick

- (1) Frühindikatoren uneinheitlich. Zuletzt in China verbessert, positiv in der Eurozone und in CEE.
- (2) QE-Maßnahmen der EZB und der BOJ haben positive Auswirkung auf die Marktentwicklung.
- (3) Gewinnschätzungen global leicht positiv, nur in wenigen Sektoren rückläufig.
- (4) Global sind Gesundheits-, Technologie- und Konsumaktien besonders attraktiv.

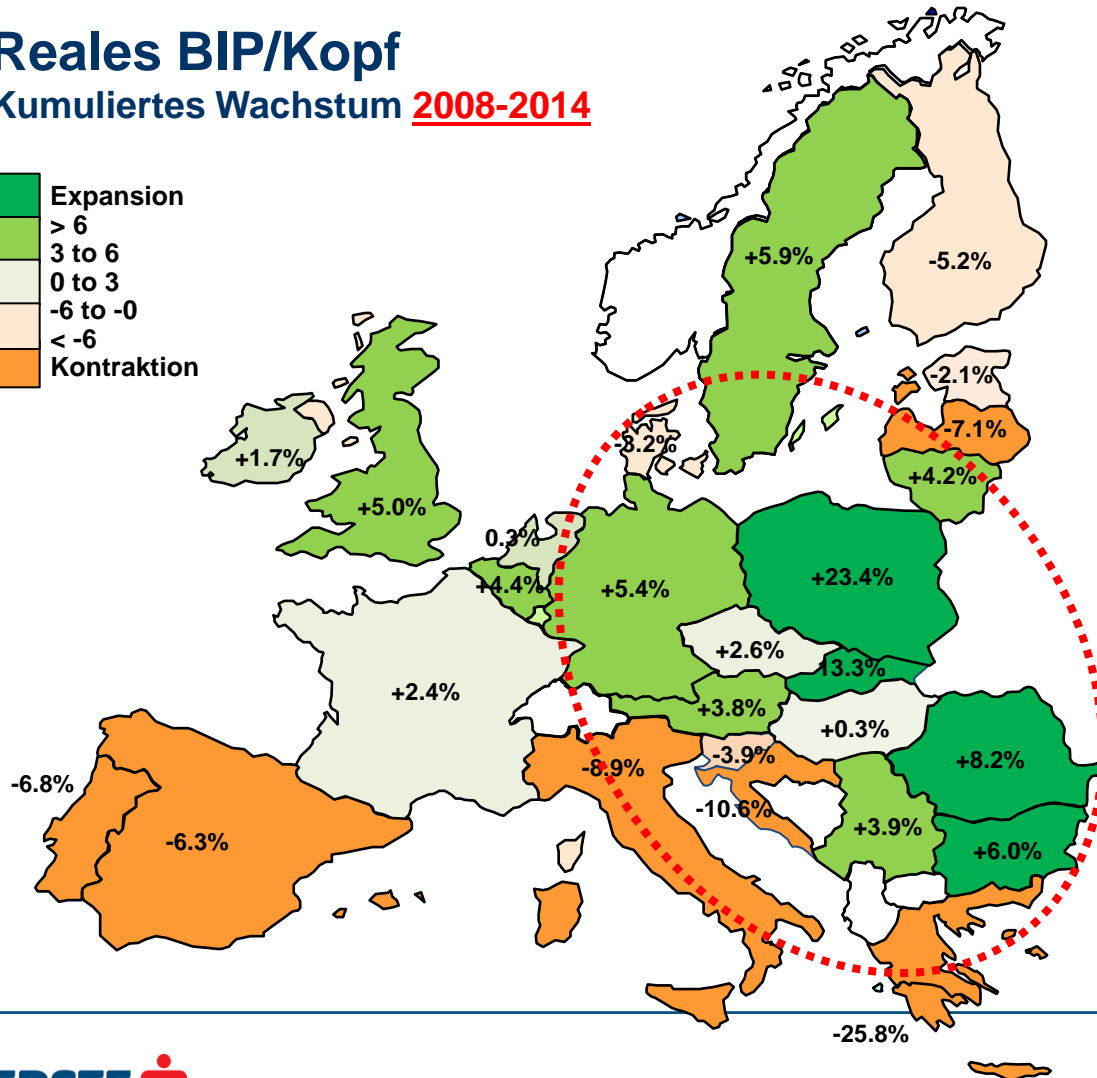
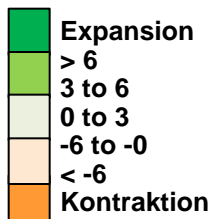
**Forecast 2016e/ FTSE World:** Gewinnwachstum plus 8,6% erwartet.

# Zentral- und Osteuropa

# CEE wuchs während der Krise stärker als die Eurozone, die Region profitiert von **soliden Fundamentalfaktoren**

## Reales BIP/Kopf

Kumuliertes Wachstum **2008-2014**



CEE wird die Wettbewerbsfähigkeit weiter verbessern und Investitionen anziehen:

- Wettbewerbsfähiges Lohnniveau
- Erhöhte Produktivität
- Vernünftige Steuersysteme
- Günstige Lage
- Niedrige Verschuldung

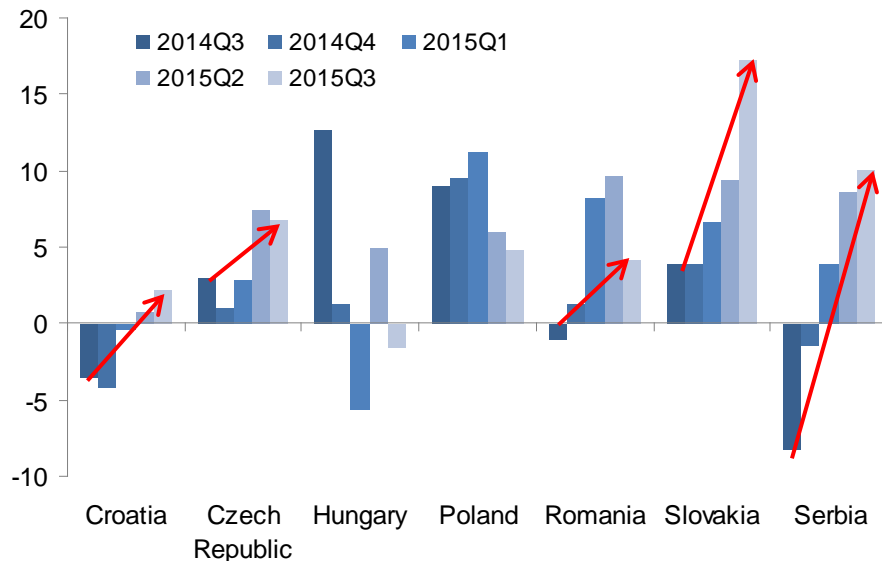
**CEE8: +11.0%**  
(gewichtet nach Wirtschaftsgröße)

CEE8: CZ, HR, HU, PL, RO, SR, SK, SL

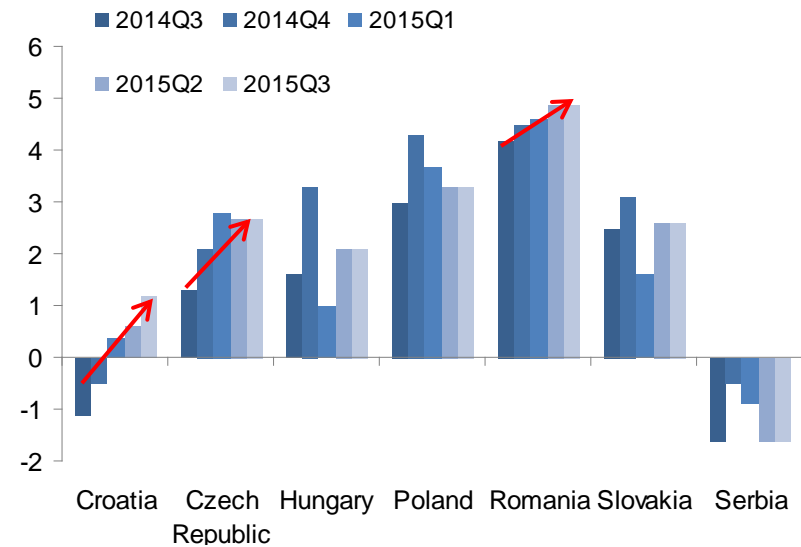
Quellen: Erste Group Research, Eurostat

# Binnen-Nachfrage unterstützte das Wachstum in 3Q15

## Investitionen (j/j)



## Konsum der privaten Haushalte (j/j)

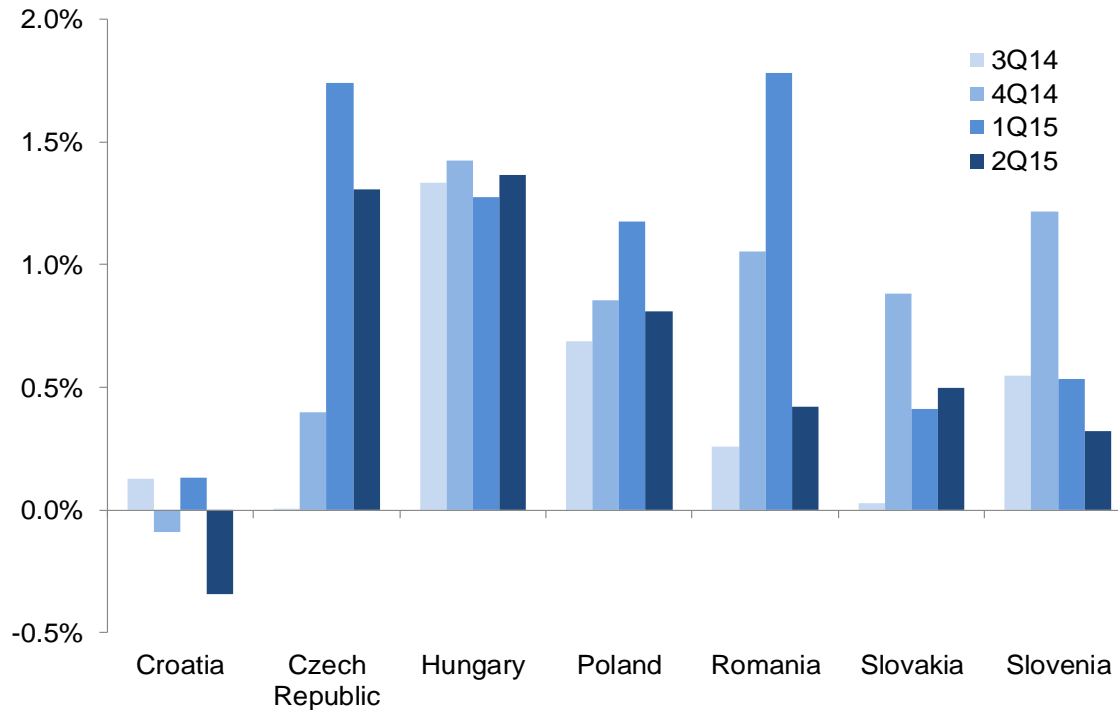


Quellen: Erste Group Research, Eurostat



# Investitionen werden durch den Zufluss von EU-Fördermitteln stark unterstützt

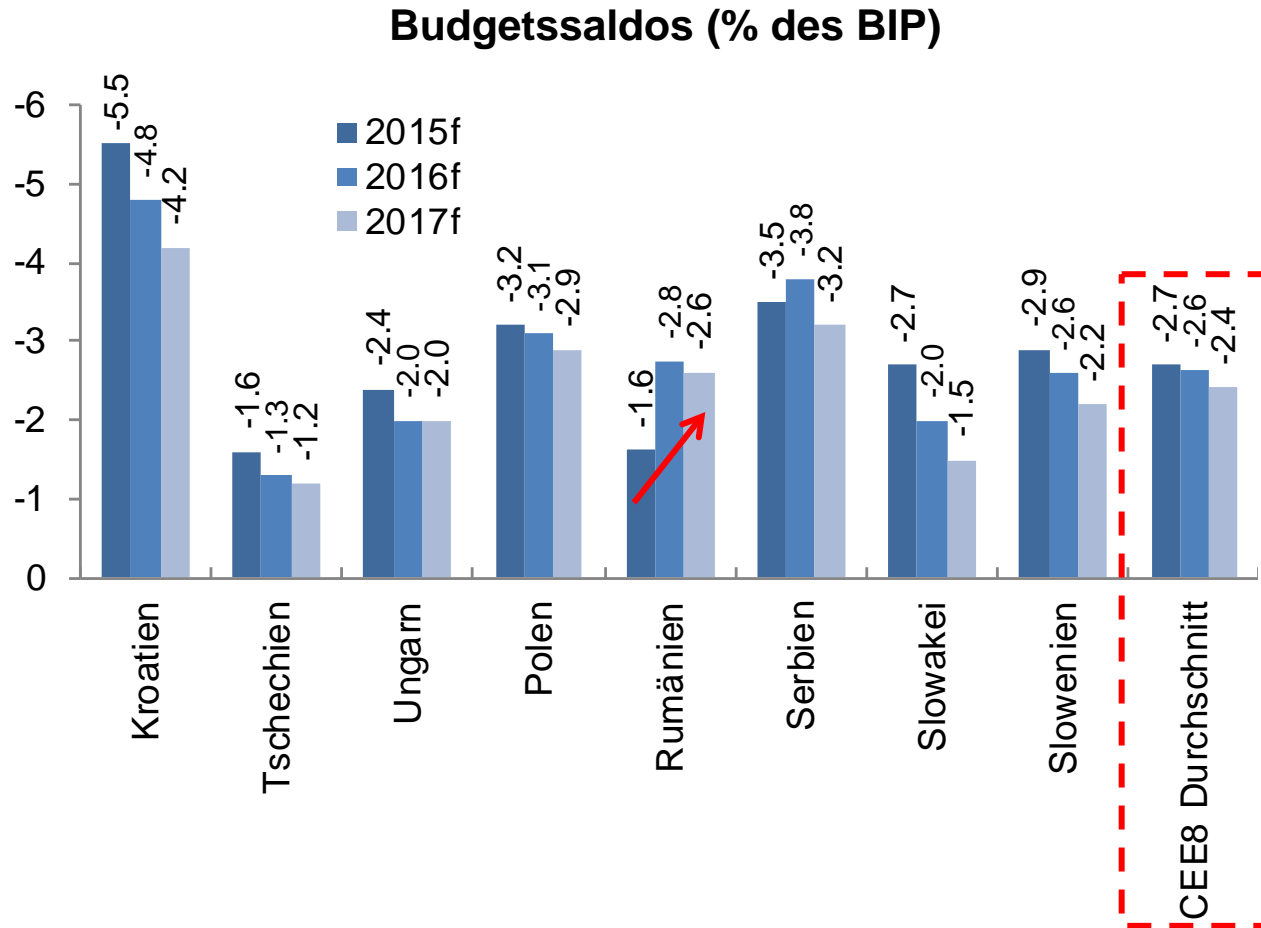
Nettozufluss von EU-Fördermittel (% des BIP)



- **Annualisierter Zufluss in Tschechien und Ungarn hat in der ersten Jahreshälfte ungefähr 6% des BIP erreicht**
- **Wir rechnen mit einem Rückgang der Zuflüsse in 2016**
- **Für CEE sind für den Zeitraum 2014-2020 circa 180 Mrd. Euro an Förderungen vorgesehen**

Quellen: Erste Group Research, Eurostat

# Die weitere Konsolidierung von Haushaltsdefiziten setzt sich fort



Quelle: Eurostat, Erste Group Research

# Ein Blick auf die Prognosen 2016 & 2017

## Reales BIP-Wachstum

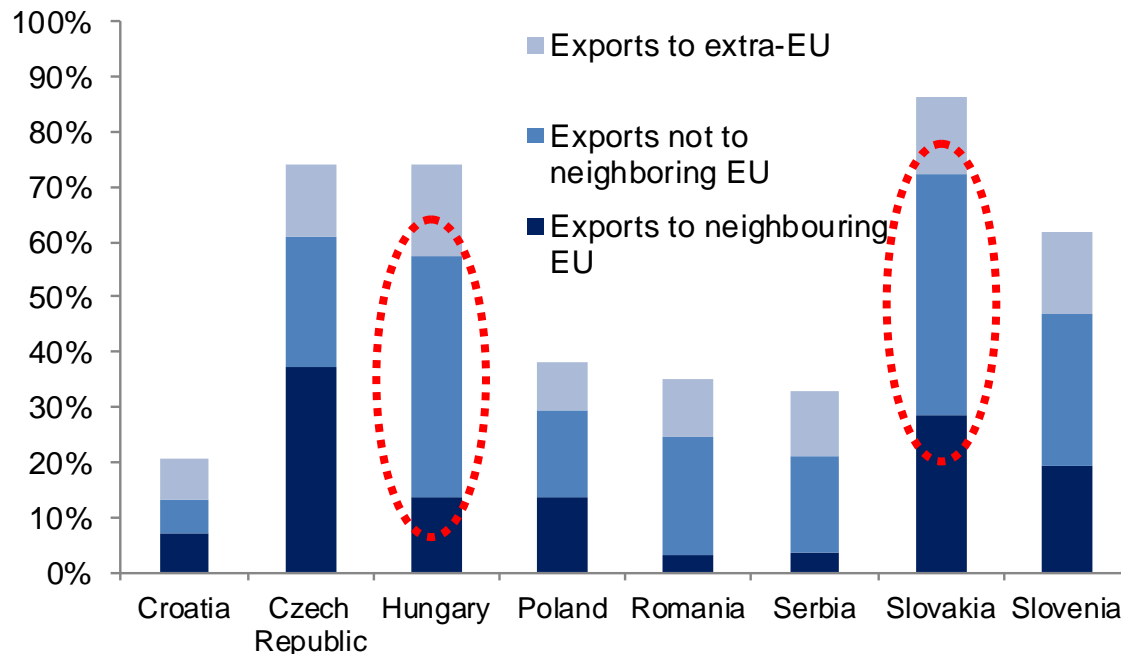
Real GDP growth (%)	2014	2015f	2016f	2017f
Croatia	-0.4	1.0	1.2	1.5
Czech Republic	2.0	4.3	2.5	2.7
Hungary	3.6	2.7	2.2	2.3
Poland	3.4	3.5	3.3	3.5
Romania	2.8	3.6	3.8	4.1
Serbia	-1.8	0.7	1.5	2.1
Slovakia	2.5	3.4	3.5	3.5
Slovenia	3.0	2.5	1.9	2.4
<b>CEE8 average</b>	<b>2.7</b>	<b>3.3</b>	<b>3.0</b>	<b>3.2</b>
<b>Eurozone</b>	<b>0.9</b>	<b>1.5</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>

- Die CEE-Region wächst nicht einheitlich.
  - CZ und HU schafften es 2014 aus der Rezession der Jahre 2012-13 herauszukommen.
  - HR und RS kämpfen noch mit fiskalischen Problemen und notwendigen Strukturreformen, erste Anzeichen von Wachstum sind aber ersichtlich.
  - Slowenien hat es nach anfänglichen Problemen geschafft, nach 2013, wieder ein Wachstum zu erzielen.
- Wichtig ist, dass die gewichtete durchschnittliche Wachstumsrate der CEE8-Länder aus heutiger Sicht robuster ist und in 2016 und 2017 signifikant besser als der Durchschnitt der Eurozone abschneiden sollte (2016e: **+3.0%** vs. +1.8%, 2017e: **+3.2%** vs. +1.9%).

Sources: Erste Group Research, Eurostat

# Mögliche Auswirkungen der Flüchtlingskrise: Fragmentierung des Schengen-Raums

**Außenhandelsstruktur (% des BIP)**



- Es ist von lebenswichtigem Interesse, die Fragmentierung des Schengen-Raums zu vermeiden
- Tschechien, die Slowakei und Ungarn sind die offensten Volkswirtschaften der EU (Exporte/BIP liegt bei +/- 80%)
- Eine Rückkehr zu internen Grenzkontrollen könnte Ungarn und Slowakei am schwersten treffen - rund 75% der Exporte gehen über mindestens 2 Grenzen in der EU

Quelle: Erste Group Research, Eurostat

# Wiener Börse

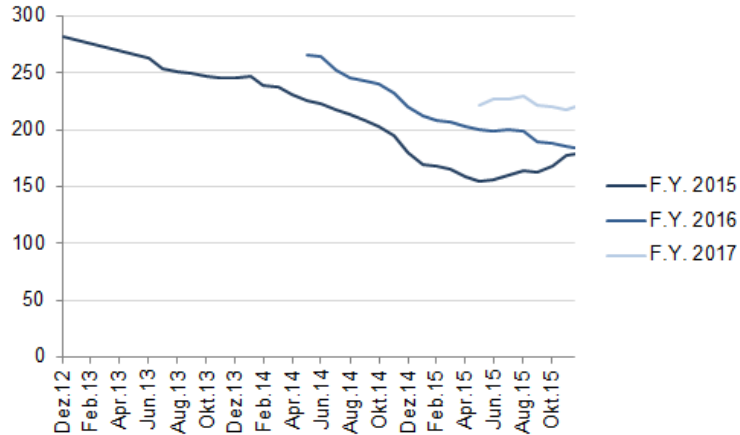
## Bewertung und Top Picks

# Was spricht derzeit für Aktien

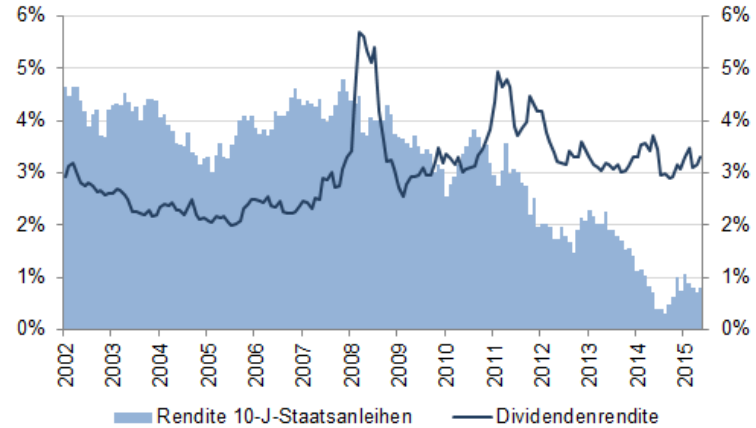
1. **Niedrige Zinsen:** begünstigen viele Sektoren (Real Estate) und verschuldete Unternehmen
2. **Wachstumsprognosen:** BIP Wachstum von 1,6% für Ö in 2016 prognostiziert, CEE Wachstum (2016e: Polen 3,5%, Rumänien 3,8%) von großer Bedeutung für österreichische Unternehmen
3. **Vorlaufindikatoren:** z.B. PMI (Purchasing Manager Index) mit positivem Trend
4. **Rohstoffpreise:** belastet einige Sektoren (z.B. Öl & Gas), generell aber positiv für Unternehmen
5. **Währungen:** schwacher Euro bzw. starker USD hilft exportorientierten Unternehmen
6. **Gewinnentwicklung:** zuletzt positive Gewinnrevisionen für 2015, Gewinnanstiege für 2016 und 2017 erwartet
7. **Dividendenrenditen:** fehlende Alternativen anderer Asset-Klassen
8. **Saisonalität:** Monate Jänner bis April im langjährigen Durchschnitt starke Monate
9. **Bewertung:** FED-Modell zeigt moderate Unterbewertung
10. **Technik:** langfristige Kaufsignale

# Was spricht derzeit für Aktien

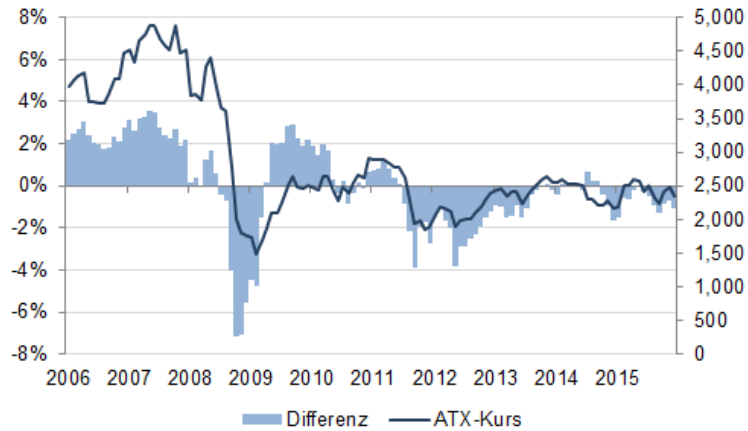
ATX Konsensus-Gewinnschätzungen



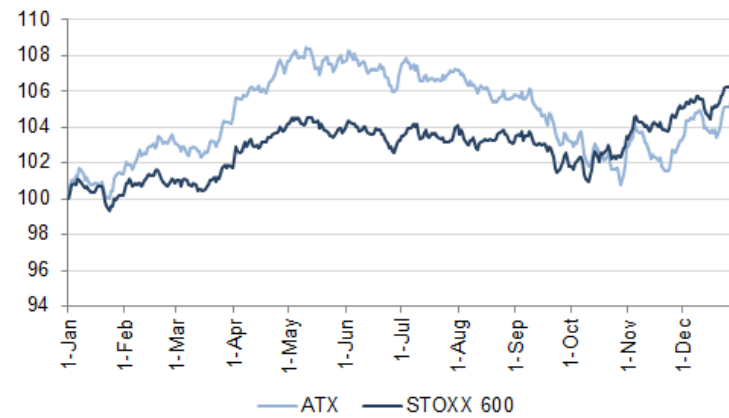
ATX Dividendenrendite



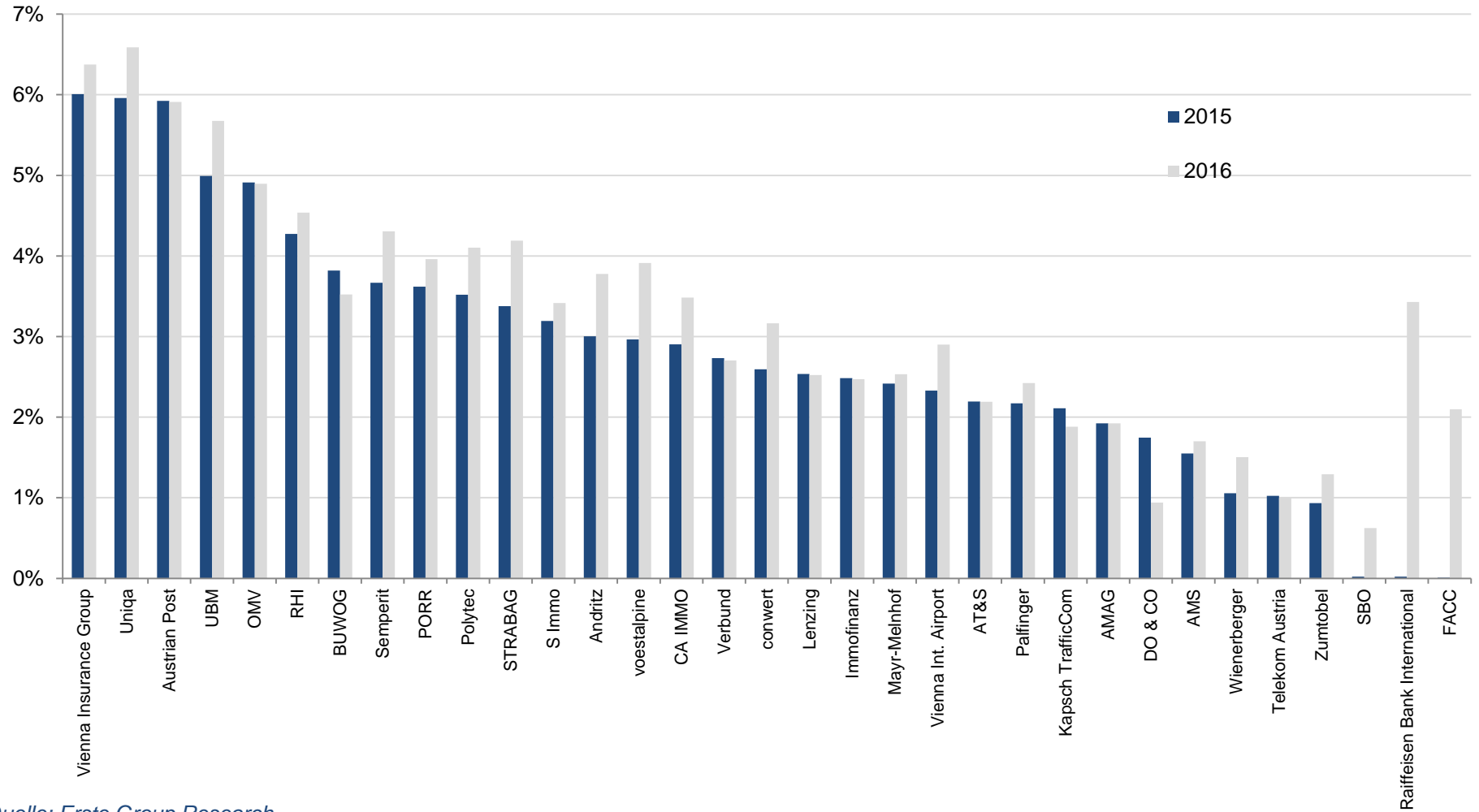
Fed-Modell: Entwicklung der Risikoprämien



Saisonalität: Stoxx 600 vs. ATX 1995-2014



# Dividendenrendite



Quelle: Erste Group Research



# ATX Top-Picks aus Fundamentalsicht

## Fokus auf Immobilien, Technologie und Dividenden

### 1. Immoaktien:

- Historisch niedriges Zinsniveau bietet Immobiliengesellschaften günstiges Umfeld
- Renditen sind 2015 weiter gefallen, weitere Aufwertungen werden erwartet
- Refinanzierung wird billiger -> steigende FFOs in 2016
- **Top Picks:** **S Immo** (Kursziel EUR 9,20), **CA IMMO** (Kursziel EUR 19,8), **UBM** (Kursziel EUR 49)

### 2. IT- und Industriewerte:

- **AT&S** Newsflow bezüglich Zertifizierung von Chongqing erwartet
- Mix aus Niedrigzinsumfeld, niedrigen Rohstoffpreise und schwachem Euro begünstigt zahlreiche Industriewerte
- **FACC** (Kursziel EUR 9,4), **Palfinger** (Kursziel 31,6) und **Porrr** (Kursziel 34,6) aktuell auf unserer Empfehlungsliste

### 3. Dividendenwerte:

- **Österreichische Post** (Kursziel EUR 38) bleibt trotz DHL-Einstieg in Österreichischen Paket-Markt höchst attraktiv
- **VIG** (Kursziel EUR 40) und **UNIQA** (Kursziel 9,8) aufgrund der aktuell niedrigen Bewertung (und trotz des schwierigen Marktumfelds) attraktiv

# Empfehlungsliste Österreich

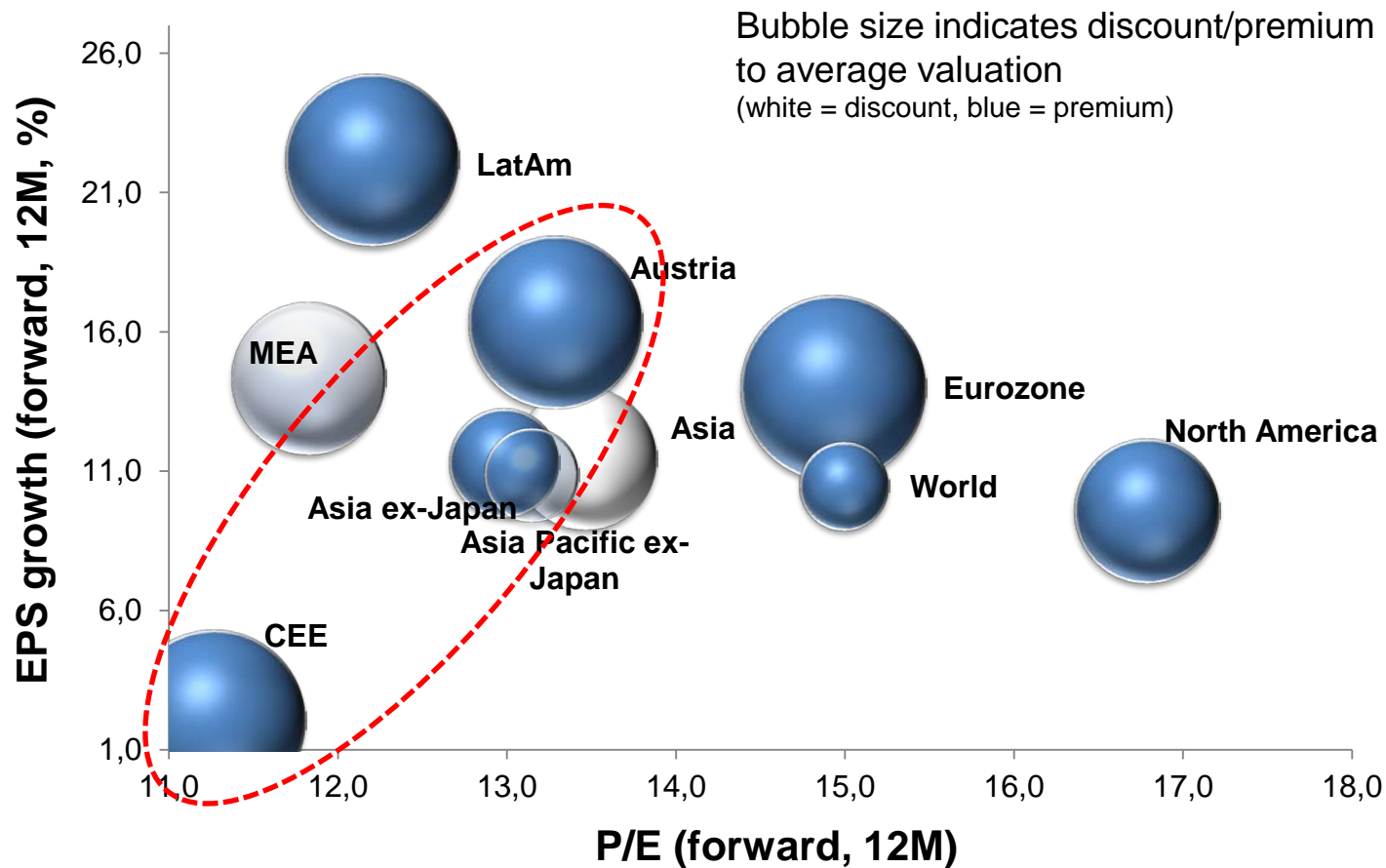
	Empfehlung	Kursziel	Aktueller Kurs	Kurspotenzial*	Dividendenrendite**	KGV**
AMAG	Halten	32.5	31.2	4.2%	1.9%	28.0x
Andritz	Akkumulieren	61.7	45.0	37.1%	3.0%	16.1x
AT&S	Kaufen	19.8	14.6	35.6%	2.2%	8.2x
BUWOG	Akkumulieren	21.5	19.6	9.8%	3.8%	45.3x
CA Immo	Kaufen	19.8	17.2	14.8%	2.9%	12.8x
conwert	Akkumulieren	13.5	13.8	-2.3%	2.6%	13.4x
DO & CO	Halten	80.0	95.8	-16.5%	1.7%	19.1x
FACC	Kaufen	9.4	7.2	31.5%	0.0%	nm
Flughafen Wien	Halten	88.0	86.2	2.0%	2.3%	20.7x
Immofinanz	Akkumulieren	2.6	2.0	26.1%	2.5%	nm
Kapsch TrafficCom	Akkumulieren	37.5	37.2	0.8%	2.1%	85.4x
Lenzing	Akkumulieren	u.r.	69.4		2.5%	14.9x
Mayr-Melnhof	Akkumulieren	120.0	114.5	4.8%	2.4%	16.7x
Österreichische Post	Kaufen	38.0	33.0	15.2%	5.9%	15.5x
OMV	Reduzieren	22.0	25.5	-13.9%	4.9%	84.5x
Palfinger	Kaufen	31.6	26.0	21.5%	2.2%	15.0x
Polytec	Kaufen	9.5	7.7	24.2%	3.5%	8.6x
PORR	Kaufen	34.6	27.8	24.5%	3.6%	12.3x
Raiffeisen Bank International	Kaufen	19.0	13.8	37.5%	0.0%	nm
RHI	Kaufen	23.5	17.6	33.3%	4.3%	8.2x
S IMMO	Kaufen	9.2	8.2	12.2%	3.2%	10.9x
Schoeller-Bleckmann	Halten	52.1	48.1	8.5%	0.0%	nm
Semperit	Akkumulieren	34.0	30.2	12.6%	3.6%	14.8x
Strabag	Akkumulieren	24.4	23.9	2.2%	3.4%	12.7x
Telekom Austria	Halten	5.6	5.0	11.7%	1.0%	11.3x
UBM	Kaufen	49.0	35.2	39.0%	5.0%	8.6x
UNIQA	Akkumulieren	9.8	7.6	29.1%	5.9%	7.4x
Verbund	Reduzieren	13.3	12.2	9.0%	2.7%	16.7x
Vienna Insurance Group	Kaufen	40.0	25.1	59.4%	6.0%	8.6x
voestalpine	Akkumulieren	40.0	26.8	49.1%	2.9%	11.0x
Wienerberger	Halten	15.5	16.6	-6.8%	1.0%	53.5x
Zumtobel	Akkumulieren	25.8	23.2	11.1%	0.9%	86.2x

Quelle: Erste Group Research

# Wiener Börse

## Fazit

# Bewertungs-/ Gewinnwachstums-Vergleich



- Österreich & CEE im Vergleich günstig, Österreich mit höherem Gewinn-Wachstum.

Source: Factset, own calculations

# Performance vs. Volumen

Index	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 to date
Performance p.a.							
Dow Jones	+19%	+11%	+6%	+8%	+27%	+7,5%	-3,9%
DAX 30	+24%	+16%	-16%	+29%	+26%	+2,7%	+8,2%
CAC 40	+22%	-2%	-21%	+15%	+18%	-0,5%	+7,9%
AEX	+36%	+6%	-14%	+10%	+17%	+5,6%	+2,0%
SMI	+18%	-2%	-9%	+16%	+20%	+9,5%	-4,2%
<b>ATX</b>	<b>+43%</b>	<b>+16%</b>	<b>-36%</b>	<b>+25%</b>	<b>+6%</b>	<b>-15,2%</b>	<b>+8,5%</b>

## Average turnover/day, Wr. Börse

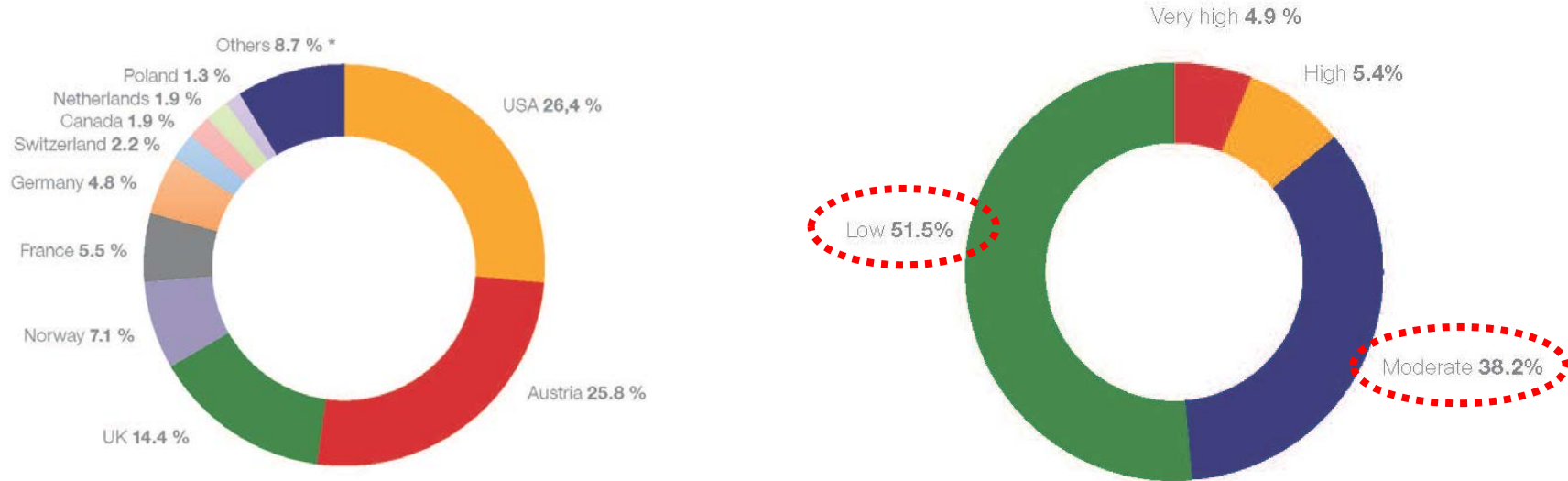
	in EUR mn	Change in %
2004	152.0	+ 98.7%
2005	301.8	+ 98.6%
2006	510.9	+ 69.3%
2007	714.1	+ 39.8%
2008	562.9	- 21.2%
2009	289.5	- 48.6%
2010	294.4	+ 1.7%
2011	241.0	-18.1%
2012	145.2	-32.2%
2013	155.3	+7.0%
2014	191.4	+23.3%
2015 bis dato	235.7	+23.2%

2015: bessere Performance in Europa, ATX Outperformer Ytd vs. 2014 und 2013.

Seit Ausbruch der Krise 2008 Umsätze in 2014 und 2015 wieder signifikant gestiegen.

Stand: 21. Dezember 2015

# Investorenstruktur Wiener Börse



\* Among others, Belgium, China, Denmark, Sweden, Ireland  
Source: Ipreo, June 2015

Base: ATX prime  
Source: Ipreo, June 2015

Source: Wiener Börse, Ipreo

## Ausländische Institutionelle bleiben aktiv:

- 74,2% sind ausländische institutionelle Investoren,
- US- und UK-Investoren machen 40,8% aus (per Juni 2015, Vorjahr 38%),
- Österreichische Institutionelle erhöhen Anteil (von 17 auf 25,8%),
- Anteile von Frankreich, Norwegen und Deutschland bleiben mit etwa 17% gleich,
- Portfolio-Turnover (rechte Graphik) nach wie vor sehr stabil (Low und Moderate zusammen 89,7%).

# Bewertung Aktienmärkte und ATX

	KGV			Gewinnwachstum in %		
	2014	2015e	2016e	2014	2015e	2016e
Österreich	24,7	13,4	12,4	-51,4%	144,6%	7,7%
USA	21,2	18,4	16,8	8,3%	1,3%	11,9%
Europa	17,2	16,0	14,9	3,6%	-1,3%	6,9%
Deutschland	18,2	14,7	13,9	7,2%	9,4%	6,3%
Frankreich	25,6	15,9	14,9	5,4%	6,8%	6,9%
Holland	24,0	15,7	14,6	12,2%	20,6%	7,6%
Schweiz	18,4	15,4	14,3	3,2%	-6,4%	7,0%

- Auch infolge Outperformance 2015 nach wie vor relativ attraktiv bewertet.

*Quelle: Bloomberg, Datastream*

# ATX - Indexprognosen

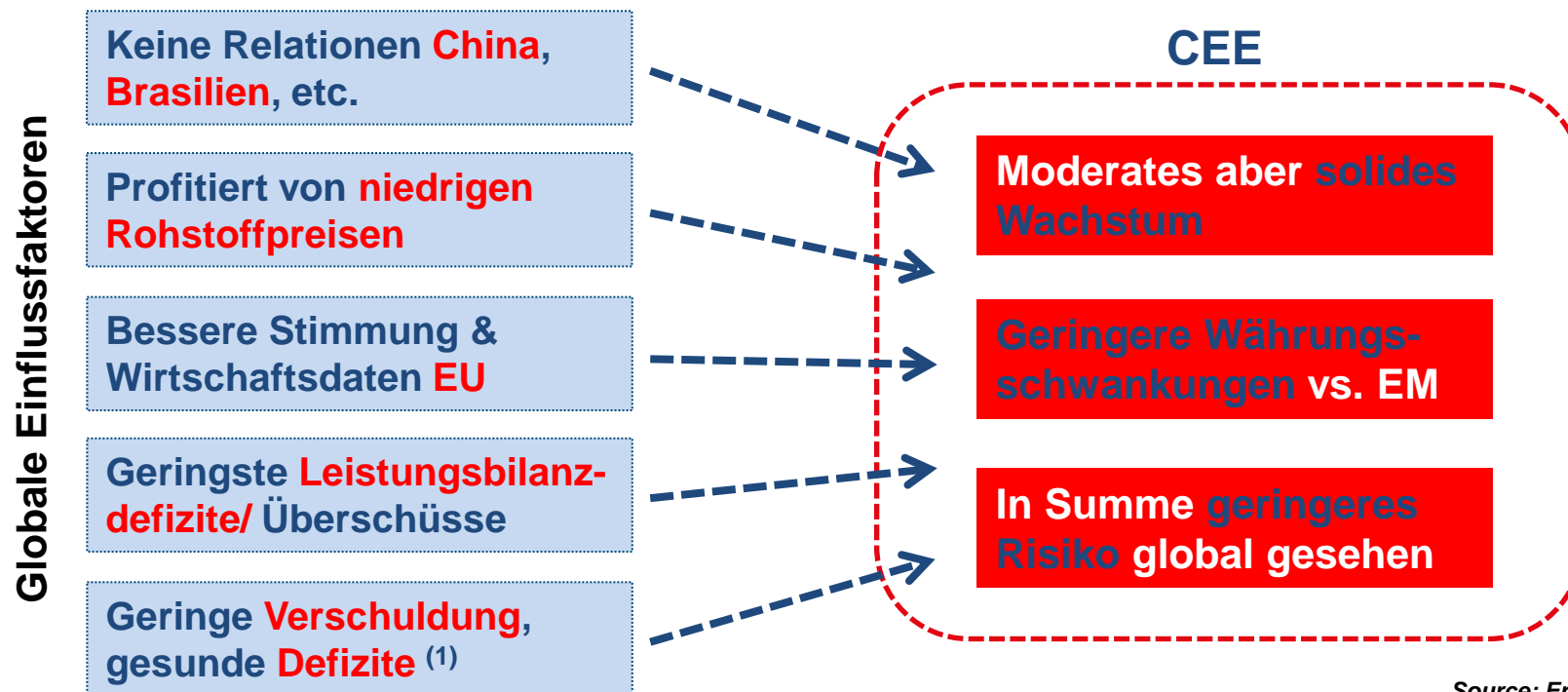
Horizont	Trading Range	Zielwert
3M	2.300 - 2.500	2.500
6M	2.200 - 2.400	2.400
12M	2.300 - 2.650	2.550

- **Bewertungsrelationen attraktiv, Volatilitäten können während des Jahres 2016 immer wieder auftreten (Syrien, China, Russland, etc.),**
- **Q1 2016:** Sentiment sollte vergleichsweise gut bleiben, prinzipiell infolge Bewertungen weiteres Aufholpotential, Umfeld CEE begünstigt,
- **Q2 bis Sommer 2016:** volatilere Phase könnte Konsolidierung bis Korrektur bewirken, Liquidität geht üblicher Weise zurück,
- **Auf 12M** gegen Jahresende 2016 hin wieder bessere Performance erwartet, attraktive Bewertungen vor allem auch 2017 sollten durchschlagen.



# CEE

## Mix des globalen Umfelds favorisiert Cocktail in CEE



Source: Erste Group Research

- Global gesehen sind im Wesentlichen **große Schwellenländer** in **Schwierigkeiten**,
- CEE **weniger exponiert** zu diesen Ländern, stärker abhängig von westeuropäischer EU,
- CEE ist - im EM Segment - **in besserer Position** zu **China/Asien, Lateinamerika** und **arabische Staaten** (stärker von Rohstoffpreisen abhängig),
- Verschuldungsgrade & Defizite machen Region gegenüber **Kapitalabflüssen widerstandsfähiger**.

# Wiener Börse

## Fazit 2016

1. **Ankaufsprogramm** der **EZB** gibt für Aktien Impulse,
2. **Stabiles**, vergleichsweise besseres **Sentiment** für **CEE**, **geringere Verschuldung**, **Eurozone** auf moderatem **Wachstumspfad** begriffen,
3. **Positives Wachstumsdifferential** von **CEE/ Eurozone**; 2015e: **+3,3%** (vs. 1,5%), 2016e: **+3,0%** (vs. +1,8%) und 2017e: **+3,2%** (vs. 1,9%),
4. **Bewertung** im relativen Vergleich **attraktiv** (PE 2015e: 13,4x; PE 2016e: 12,4x),
5. **Anziehendes** zweistelliges **Gewinnwachstum** (2015e: +145%; 2016e: +8%), **attraktive Dividendenrendite** (2015e: 2,8%, 2016e: 3,5%)
6. **Aktien** gegenüber 10-jährigen Staatsanleihen **attraktiver** bewertet (PE 15e/16e: 680 BP Spread),
7. Deutlich **gestiegenes Handelsvolumen** und **stabiles Interesse ausländischer institutioneller Investoren**.

# Thanks for your attention!

Visit page [www.erstegroup.com](http://www.erstegroup.com) or type on Bloomberg [ESTE <GO>](#).

## Erste Group Research (Vienna)

---

Fritz Mostböck, CEFA  
Head of Group Research  
+43 5 0100 11902  
[friedrich.mostboeck@erstegroup.com](mailto:friedrich.mostboeck@erstegroup.com)

Juraj Kotian  
Head of CEE Macro/ FI Research  
+43 5 0100 17357  
[juraj.kotian@erstegroup.com](mailto:juraj.kotian@erstegroup.com)

Henning Eßkuchen  
Head of CEE Equity Research  
+43 5 0100 19634  
[henning.esskuchen@erstegroup.com](mailto:henning.esskuchen@erstegroup.com)

Zoltán Arokszállasi  
Senior Economist CEE Macro/ FI Research  
+43 5 0100 18781  
[zoltan.arokszallasi@erstegroup.com](mailto:zoltan.arokszallasi@erstegroup.com)

Gudrun Egger, CEFA  
Head of Major Markets & Credit Research  
+43 5 0100 11909  
[gudrun.egger@erstegroup.com](mailto:gudrun.egger@erstegroup.com)

## Local Research Offices

---

**Bratislava**  
Slovenska Sporitelna  
Head: Maria Valachyova  
+421 (2) 4862 4166  
[valachyova.maria@slsp.sk](mailto:valachyova.maria@slsp.sk)  
Coverage: Slovakia

**Budapest**  
Erste Bank Hungary  
Head: Jozsef Miro  
+36 (1) 235 5131  
[Jozsef.Miro@erstebroker.hu](mailto:Jozsef.Miro@erstebroker.hu)  
Coverage: Hungary

**Bucharest**  
Banca Comerciala Romana (BCR)  
Head: R. Craciun  
+40 373 510 424  
[radu.craciun@bcr.ro](mailto:radu.craciun@bcr.ro)  
Coverage: Romania

**Istanbul**  
Erste Securities Istanbul  
Umut Ozturk  
+90 212 371 2540  
[Umut.Ozturk@erstegroup.com](mailto:Umut.Ozturk@erstegroup.com)  
Coverage: Turkey

**Prague**  
Ceska Sporitelna  
Head: David Navratil  
+420 224 995 439  
[DNavratil@csas.cz](mailto:DNavratil@csas.cz)  
Coverage: Czech Republic, Poland

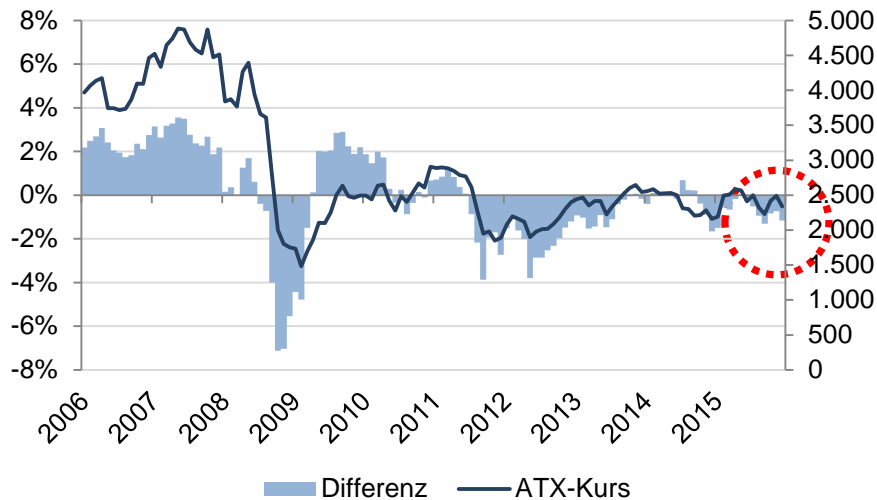
**Warsaw**  
Erste Securities Polska  
Head: Magdalena Komaracka  
+48 22 330 6253  
[Magdalena.Komaracka@erstegroup.com](mailto:Magdalena.Komaracka@erstegroup.com)  
Coverage: Poland

**Zagreb/ Belgrade**  
Erste Bank  
Heads: Alen Kovac, Mladen Dodig  
+385 62 37 1383, +381 112200 866  
[akovac2@erstebank.com](mailto:akovac2@erstebank.com)  
[Mladen.Dodig@erstebank.rs](mailto:Mladen.Dodig@erstebank.rs)  
Coverage: Croatia, Serbia

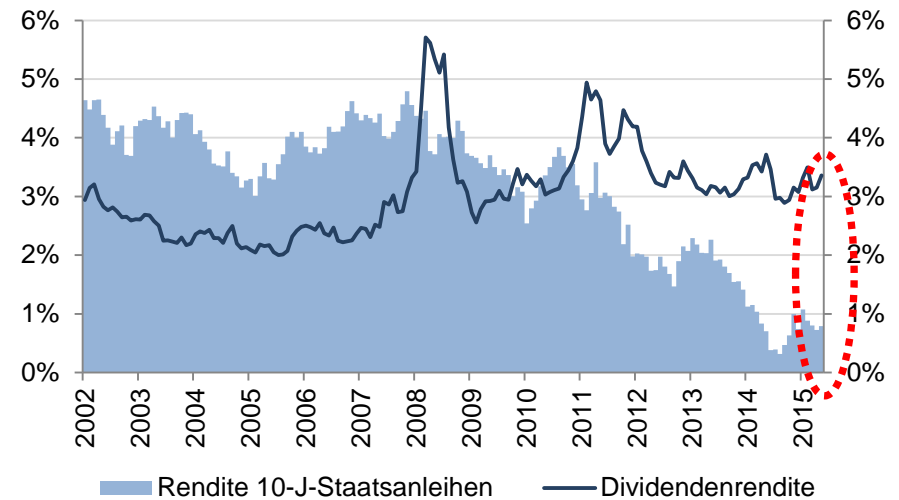
# Appendix

# Gewinne und Dividenden sprechen für Aktien

Fed-Modell: Über-/Unterbewertung ATX



Dividenden- vs. Anleihenrendite



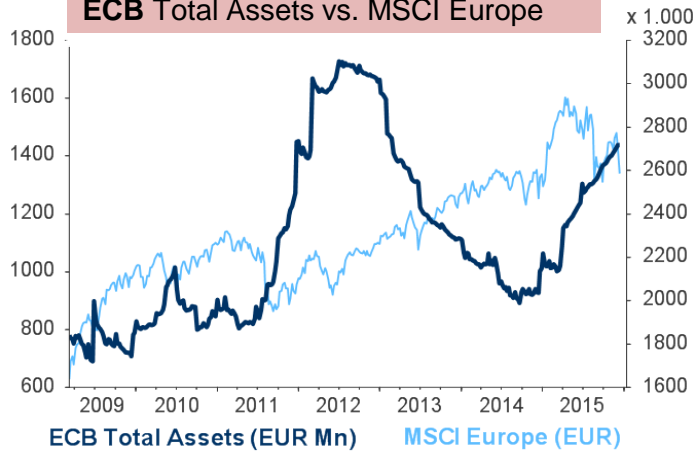
- **Spread zwischen ATX Gewinnrendite (7.9%) und 10-jähriger Staatsanleihe (0.8%) auf hohem Niveau, Risikoprämie liegt über historischem Durchschnitt**
- **Dividendenrendite liegt aktuell bei 3,4% und damit ebenfalls deutlich über der Rendite für Anleihen**

Source: Factset, Erste Group Research

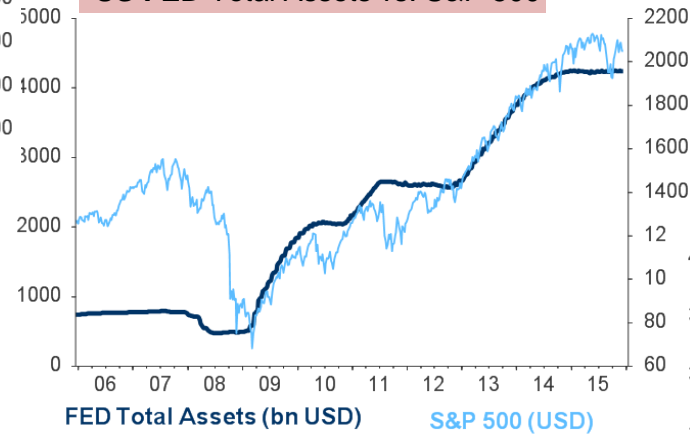
# Global Trends

## Zentralbank-Bilanzen: Ausweitung

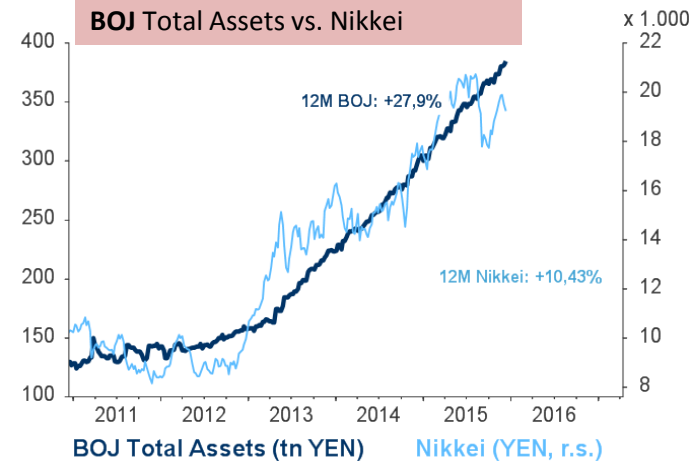
ECB Total Assets vs. MSCI Europe



US FED Total Assets vs. S&P 500

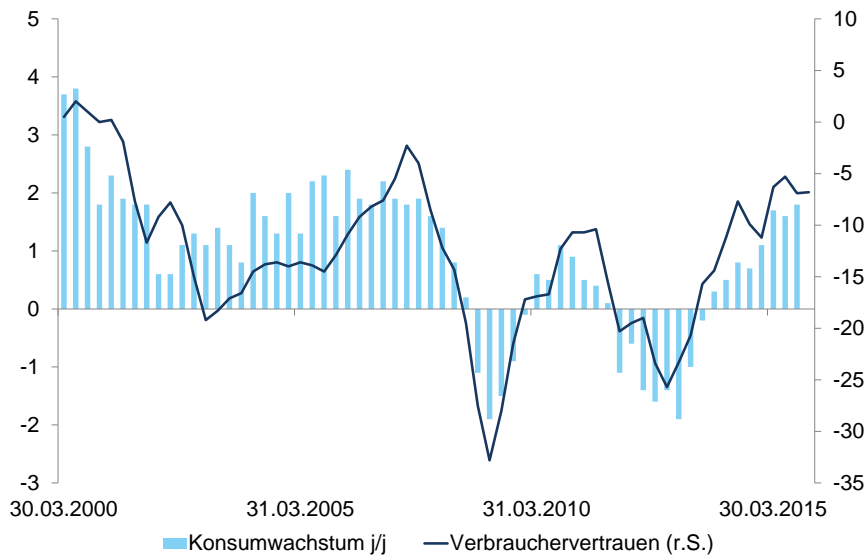


BOJ Total Assets vs. Nikkei

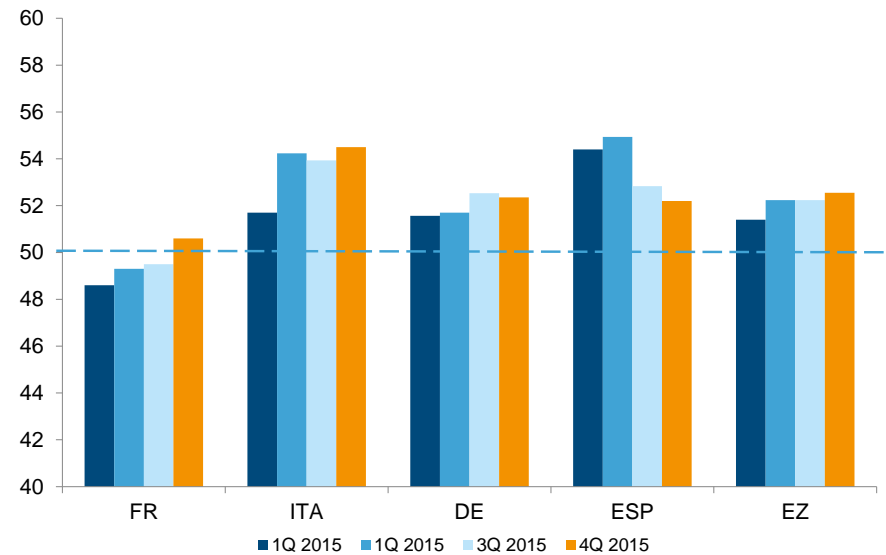


# Verbrauchervertrauen und Geschäftsklima steigen wieder und lassen zumindest stabiles Wachstum für Q4 erwarten

**Eurozone Verbrauchervertrauen steigt im Q4 wieder leicht an**



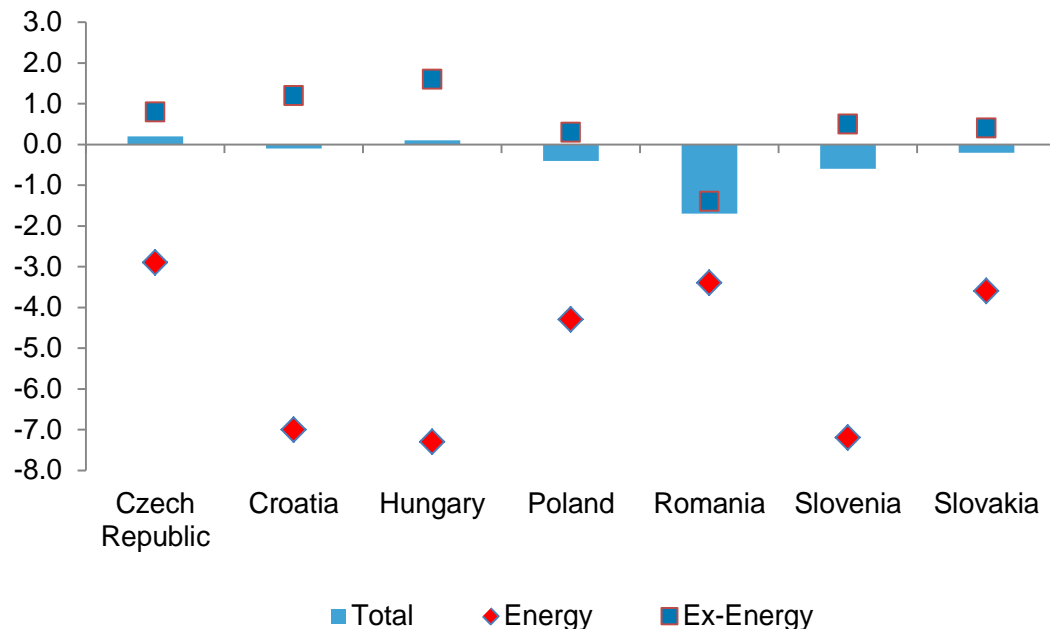
**Industrie PMI: leichter Anstieg im Q4 15**



**Quelle:** Datastream, Bloomberg, Markit, Erste Group Research

# Kerninflation ist niedrig, auch wenn hohe Ölpreise die Basis nicht mehr beeinflussen werden

Inflation (j/j %, Oktober 2015)



- Niedrige Inflation wird auch über Außenhandel importiert
- Mehrwertsteuersenkung hat starken Effekt auf Preise in Rumänien
- Notenbanken in Polen und in Ungarn könnten auf die Situation mit weiteren Lockerungen reagieren
- Trotz steigender Inflation werden Inflationsziele im nächsten Jahr voraussichtlich noch nicht erreicht

Quellen: Erste Group Research, Eurostat