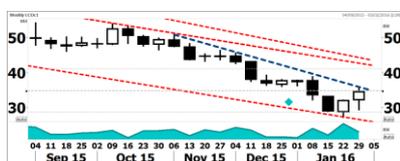


## Preiserholung im zweiten Halbjahr erwartet

### IPE Brent Crude Future



LCOc1, 29.01.2016 09:00 MEZ, 5J-

Hoch: 109,30, 5J-Tief: 42,50

Quelle: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen RESEARCH

### Technische Analyse\*

Zuletzt: 34,69

Position: long

Der Hauptwiderstand 35,00 wurde eben erreicht, dabei ein Hoch bei 35,84 markiert. Seither ist der Kurs ein wenig zurückgefallen, weshalb eine erneute Trendwende nach unten nicht ausgeschlossen werden kann. Daher wurde der Stopp sehr nahe, bei 34,20, platziert, um einem allfälligen Rückfall unter 33,60 in Richtung 29,20 zu begegnen.

(Eine tägliche technische Ölpreisprognose steht zur Verfügung auf [www.raiffeisenresearch.com](http://www.raiffeisenresearch.com) im Bereich Technische Analyse – Aktuelle Charts.)

*\*Die technische Analyse kann aufgrund des unterschiedlichen Ansatzes im Vergleich zur Fundamentalanalyse unterschiedliche Prognoseergebnisse ausweisen*

#### Fundamentalanalyse

Hannes LOACKER, CFA  
[hannes.loacker@rbinternational.com](mailto:hannes.loacker@rbinternational.com)

#### Technische Analyse

Robert SCHITTLER, CEFA  
[robert.schittler@rbinternational.com](mailto:robert.schittler@rbinternational.com)



### Kernaussagen

- OPEC hält vorerst an ihrer Strategie fest - eine Förderkürzung unter der Beteiligung Russlands erscheint wenig wahrscheinlich
- Die OPEC-Länder produzierten im Dezember rund 32,3 Mio. Fass pro Tag (FpT.). Das sind zwar nur rund 550 Tsd. FpT. mehr als der von der Internationalen Energieagentur IEA für 2016 prognostizierte globale Bedarf an OPEC-Öl („call on OPEC“), allerdings sind hier keine zusätzlichen Exportmengen des Iran berücksichtigt.
- Das Angebot der Nicht-OPEC-Staaten sollte 2016 um 0,6 Mio. FpT. zurückgehen. Das wäre zugleich der erste Rückgang seit acht Jahren sowie der größte Rückgang seit 1992.
- Die US-Schieferölproduktion ist bereits seit Mitte des Jahres rückläufig. Für 2016 erwartet die US-Energiebehörde einen Rückgang von mehr als sieben Prozent gegenüber 2015.
- Die IEA erwartet für 2016 im Vergleich zum Vorjahr einen Anstieg der globalen Ölnachfrage um rund 1,3 % – das wäre immer noch der dritthöchste Anstieg in den letzten sechs Jahren.
- Für das Gesamtjahr 2016 rechnen wir mit einem durchschnittlichen Ölpreis von USD 39 pro Fass Brent. Für 2017 und 2018 prognostizieren wir einen Ölpreis von USD 55 bzw. USD 62 pro Fass Brent (aktueller Stand IPE Brent Crude Future am 03. Februar: USD 33,1).

### Ölpreisprognose (USD pro Fass)

#### Quartalschnitt

	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016e	Q2 2016f	Q3 2016f	Q4 2016f
Brent	51,3	44,7	30	34	43	49
WTI	46,5	42,2	30	34	42	47

#### Jahresschnitt

	2013	2014	2015	2016e	2017f	2018f
Brent	108,9	99,2	53,0	39	55	62
WTI	98,0	92,9	48,8	38	54	60

Quelle: Bloomberg, RBI/Raiffeisen RESEARCH

**Scorecard Oil**

2016 Scorecard	Kommentare	Score	Gewichtung
<b>Gesamtbild</b>	Der Ölmarkt bleibt auch in der ersten Jahreshälfte übersorgt, allerdings etwas weniger deutlich als es noch im zweiten Halbjahr 2015 der Fall war. Das Angebot der Nicht-OPEC-Staaten sollte 2016 um 0,6 Mio. FpT. zurückgehen. Das wäre zugleich der erste Rückgang seit acht Jahren. In der zweiten Jahreshälfte sollte die globale Ölnachfrage saisonal bedingt gegenüber dem ersten Halbjahr um rund 1,5 Mio. FpT. (+1,6 %) zunehmen. Dadurch dürfte in diesem Zeitraum der Bedarf an OPEC-Öl höher ausfallen, als die von der OPEC aktuell produzierten Fördermengen. Nimmt man also an, dass die OPEC-Fördermengen aufgrund höherer Ölexporte des Iran um rund 500 Tsd. FpT. zunehmen, würde sich ab der zweiten Jahreshälfte ein annähernd ausgeglichener Ölmarkt ergeben.	<b>1,9</b>	<b>100%</b>
<b>Fundamental</b>		<b>1,9</b>	<b>75%</b>
<b>Nachfrage</b>	Die globale Ölnachfrage sollte 2016 um 1,3 % steigen. Das wäre der dritthöchste prozentuelle Anstieg in den letzten sechs Jahren.	<b>1,9</b>	<b>30%</b>
OECD	Die Ölnachfrage in der OECD dürfte nur geringfügig über dem Niveau von 2015 liegen.	2,0	30%
Nicht-OECD	Der Ölbedarf dürfte um rund 2,5 % und damit annähernd so stark wie im letzten Jahr zunehmen.	1,8	70%
<b>Angebot</b>	Auf der Angebotsseite beginnt sich die OPEC-Strategie nach und nach auszuwirken. Am deutlichsten zeigt sich das bislang bei der US-Schieferölproduktion. Diese Entwicklung dürfte sich 2016 fortsetzen. Das Angebot der Nicht-OPEC-Staaten sollte 2016 um 0,6 Mio. FpT. zurückgehen. Das wäre zugleich der erste Rückgang seit acht Jahren. Der Iran könnte seine Ölexporte ab 2016 um etwa 0,5 Mio. FpT. ausweiten. Eine solche zusätzliche Exportmenge sehen wir allerdings bereits vom Markt als eingepreist an.	<b>1,8</b>	<b>50%</b>
OPEC-Produktion	Die OPEC-Länder produzierten im November rund 32,3 Mio. FpT. Das sind um 0,4 Mio. FpT. mehr als der von der Internationalen Energieagentur (IEA) für 2016 prognostizierte globale Bedarf an OPEC-Öl. Zusätzliche Ölexporte des Iran könnten die OPEC-Produktion in Richtung 33 Mio. FpT. ansteigen lassen.	2,6	20%
Petrodollar	Viele OPEC-Länder benötigen einen Ölpreis von USD 85-90 - Russland sogar um rund USD 100 pro Fass - für ein ausgeglichenes Staatsbudget.	1,7	10%
Nicht-OPEC-Produktion	Die US-Schieferölproduktion zeigt sich nun seit rund sieben Monaten rückläufig. Die US-Energiebehörde rechnet für 2016 mit einem Rückgang der US-Rohölförderung um gut sechs Prozent im Vergleich zum Vorjahr. Das Angebot der Nicht-OPEC-Staaten sollte 2016 um 0,6 Mio. FpT. zurückgehen. Das wäre zugleich der erste Rückgang seit acht Jahren. Zudem erwarten wir einen moderaten Förderrückgang in der Nordsee.	1,2	40%
OPEC-Reservekapazitäten	Die effektiven OPEC-Reservekapazitäten befinden sich mit weniger als 2 Mio. Fass pro Tag auf einem sehr niedrigen Niveau.	1,3	10%
Nordafrika / Naher Osten	Vor allem die Exportmengen aus Libyen und dem Iran könnten 2016 den Ölpreis deutlich beeinflussen.	2,3	20%
<b>Lagerdaten</b>	Die Rohöllager sind sowohl im gesamten OECD-Raum als auch im Speziellen in den USA sehr hoch.	<b>2,5</b>	<b>20%</b>
US-Lager	Die US-Rohöllager befinden sich ca. 36 % über dem 5-Jahresschnitt.	2,5	60%
OECD-Lager	Die OECD-Lager liegen gut 11 % über dem 5-Jahresschnitt.	2,4	40%
<b>Sentiment</b>		<b>2,0</b>	<b>25%</b>
Geopolitische Faktoren	Trotz zahlreicher geopolitischer Konflikte erachten wir die im Ölpreis enthaltene Risikoprämie als äußerst gering an.	1,3	20%
Risikosentiment	Wachstumsängste in China belasten das Sentiment.	2,5	30%
Liquidität	Die Zentralbanken stellen trotz "Tapering" (Rückführung expansiver geldpolitischer Maßnahmen) durch die FED nach wie vor reichlich Liquidität bereit. Dennoch ist "Tapering" per se negativ für die Rohstoffpreise.	2,0	10%
NYMEX Spekul. Longpos.	Die Netto-Long-Positionen bei Brent befinden sich trotz des niedrigen Ölpreisniveaus auf einem relativ hohen Niveau.	2,5	10%
Technische Analyse	Long: Der Hauptwiderstand 35,00 wurde eben erreicht; der Stopp wurde allerdings sehr nahe, bei 34,20, platziert, um einem allfälligen Rückfall unter 33,60 in Richtung 29,20 zu begegnen.	1,5	10%
Raffineriemargen	Die Raffineriemargen sind etwas gefallen, befinden sich aber auf einem relativ hohen Niveau.	1,7	5%
US-Dollar	Wir erwarten, dass der US-Dollar im Vergleich zum Euro bis Jahresende 2016 auf 1,01 aufwerten wird.	2,2	10%
Bloomberg-Konsens	Der Bloomberg-Konsens (Median) erwartet für 2016 einen durchschnittlichen Ölpreis von USD 42,5 pro Fass Brent.	1,8	5%

Scoring-Matrix: 1...bullish 2...neutral 3...bearish  
 Quelle: RBI/Raiffeisen RESEARCH

Mit Beginn des neuen Jahres ging es auch beim Ölpreis nochmals deutlich nach unten. Zeitweise notierte Brent deutlich unter USD 30 pro Fass. Als Auslöser für den erneuten Preisrutsch sehen wir eine Kombination aus Angst vor einer Wachstumsabschwächung in China sowie die Furcht vor einem länger anhaltenden Überangebot. Während der niedrige Ölpreis für die Industrienationen mit wenigen Ausnahmen (z.B. Norwegen) naturgemäß einen Segen darstellt, steigt die Nervosität bei vielen der bedeutenden Ölproduzentenländer immer mehr. Dass diese unterschiedlichen Gefühlswelten auch mittelfristig Bestand haben werden, darf allerdings mehr als angezweifelt werden. Nur die wenigsten sehen im derzeitigen Preis ein nachhaltiges Ölpreisniveau. Viel spannender und entscheidender ist unserer Ansicht nach die Frage, wie lange eine deutliche Ölpreiserholung noch auf sich warten lässt bzw. wie stark ein etwaiger Ölpreisanstieg letztendlich ausfallen dürfte.

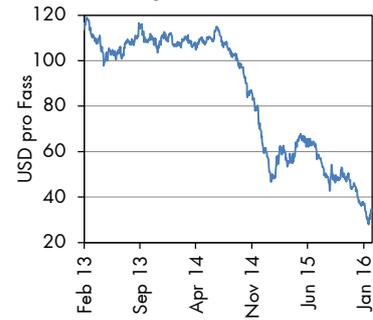
Auch wenn zuletzt die Nachfrageseite mehr Beachtung gefunden hat, bleibt das weltweite **Ölangebot** im Fokus des Interesses. Für 2016 erwartet die Internationale Energieagentur, dass die Ölförderung in den Nicht-OPEC-Staaten um rund 1 Prozent (600 Tsd. FpT.) gegenüber dem Vorjahr zurückgehen wird. Der Löwenanteil davon soll dabei auf die **US-Schieferölproduktion** entfallen. Die US-Energiebehörde prognostiziert bis September sogar einen Rückgang der US-Ölproduktion von aktuell 9,2 Mio. FpT. auf 8,3 Mio. FpT. Wir halten diese Einschätzung für etwas zu prononciert, glauben aber, dass mit einem Rückgang auf 8,5-8,6 Mio. durchaus gerechnet werden muss. Die Unternehmensnachrichten der US-Ölproduzenten bestätigen uns in dieser Annahme. So erwartet z.B. einer der größten Schieferproduzenten von Öl und Gas, Continental Resources, dass sich seine Fördermenge (~60 % Öl, ~40 % Gas) im Jahresverlauf von 210-220 Tsd. FpT. auf 180-190 Tsd. FpT. verringern wird. Die gesamte US-Schieferölproduktion selbst ist bereits seit neun Monaten rückläufig, auch wenn sich dies auf den ersten Blick aus den Daten zur US-Ölproduktion nicht ablesen lässt. Das wiederum ist in erster Linie einer gleichzeitigen Ausweitung der Offshore-Ölproduktion im Golf von Mexiko geschuldet, wodurch es bei der gesamten landesweiten Ölproduktion in den letzten Monaten zu keinem nennenswerten Rückgang gekommen ist. Allerdings ist im weiteren Jahresverlauf mit keinen zusätzlichen nennenswerten Förderausweitungen im Golf von Mexiko zu rechnen und somit ein relativ deutlicher Rückgang der US-Ölproduktion zu erwarten.

Inwieweit andere **Nicht-OPEC-Staaten** bereits in diesem Jahr zu einer Verknappung der globalen Ölförderung beitragen, hängt zu einem nicht unwesentlichen Teil vom Ölpreis selbst ab. Bei einem Preis von USD 30 pro Fass dürften bei so manchem Ölfeld in der Nordsee bzw. auch bei Teilen der Ölsandproduktion in Kanada die operativen Kosten höher sein als die zu erzielenden Einnahmen. Auf den ersten Blick ist daher der Anreiz, diese Produktion aufrechtzuerhalten und zu einem Verlust zu produzieren, naturgemäß mehr als gering. Allerdings gibt es durchaus gute Gründe auf eine Drosselung der Ölförderung zu verzichten. So dürften z.B. die Ölsandproduzenten aufgrund hoher Schließungskosten, möglicher negativer Auswirkungen auf die Lagerstätten sowie eines vielfach integrierten Geschäftsmodells (d.h. die Unternehmen betreiben neben der Ölsandförderung auch eigene Raffinerien, wodurch der niedrige Ölpreis durch relativ attraktive Verarbeitungsmargen abgefedert wird) ihre Ölförderung auch bei einem Ölpreis von unter USD 30 pro Fass aufrecht erhalten. Auch gilt es z.B. in der Nordsee abzuwägen, ob die zu erwartenden Kosten für eine Wiederinbetriebnahme eines Ölfeldes es gar rechtfertigen, auf einen Förderstopp zu verzichten und vorübergehend einen Verlust einzufahren. Ebenso fehlt der Anreiz die Ölproduktion vorübergehend zu drosseln bzw. zu stoppen, sollten Ölunternehmen ihre Ölförderung bereits vor längerer Zeit (zu einem höheren Preis) vorausverkauft haben. Alles in allem könnten in der Nordsee daher wohl bestenfalls 500 Tsd. FpT. vorübergehend aus dem Markt genommen werden. Dafür müsste der Ölpreis aber wohl zumindest einige Monate zwischen USD 25 und USD 30 pro Fass Brent notieren.

Das gesamte Potenzial an Förderkürzungen in den Nicht-OPEC-Staaten könnte von vielen Marktteilnehmern ob der robusten Angebotsentwicklung im letzten Jahr durchaus unterschätzt werden. Allein im Januar haben innerhalb weniger Tage drei (vorwiegend nicht im Schieferölbereich tätige) Ölproduzenten (Husky Energy, Genel und CNOOC) ihren Produktionsausblick für 2016 nach unten genommen.

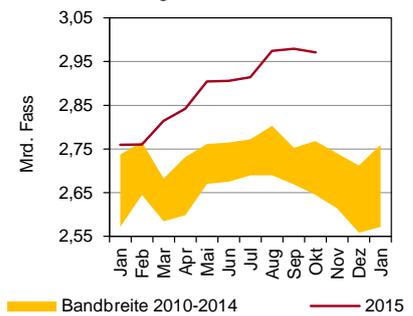
Innerhalb der OPEC hatte neben Saudi Arabien vor allem der **Iran** zuletzt den größten Einfluss auf den Ölpreis. Der Umstand, dass Europa das Ölexportembargo gegen den Iran aufgehoben hat, erlaubt es dem Land nun wieder seine Ölexporte deutlich auszuweiten. Allerdings bleibt hinter den zukünftigen Ölexportmengen des Iran ein

**Preisentwicklung - Brent**



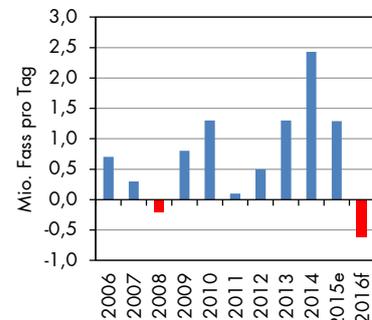
Quelle: Bloomberg

**OECD-Industriellagerbestände\***



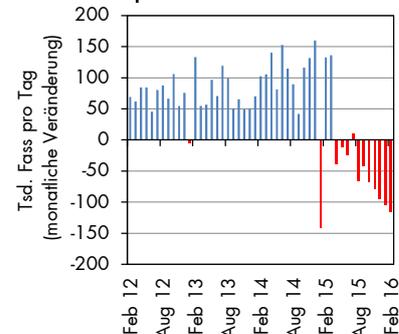
\* Rohöl und Ölprodukte  
Quelle: Internationale Energieagentur (IEA), RBI/Raiffeisen RESEARCH

**Nicht-OPEC-Angebotswachstum**



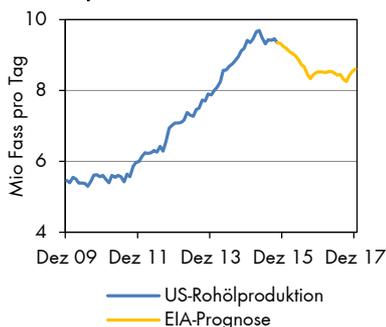
Quelle: Internationale Energieagentur (IEA)

**US-Schieferölproduktion\***



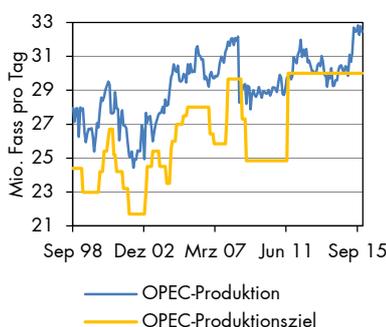
\*Top 7-Schieferölfelder (Permian, Eagle Ford, Bakken, Niobrara, Utica, Haynesville, Marcellus)  
Quelle: Energy Information Administration, RBI/Raiffeisen RESEARCH

**US-Rohölproduktion**



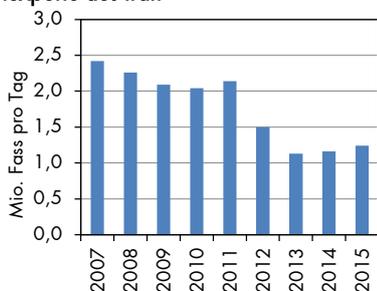
Quelle: Energy Information Administration, Bloomberg, RBI/Raiffeisen RESEARCH

**OPEC-Produktion**



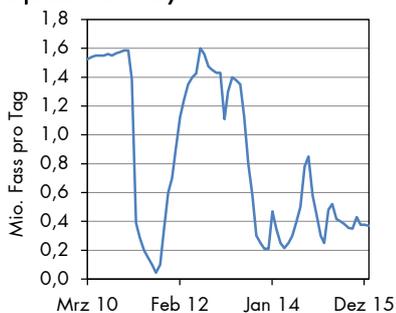
Quelle: Energy Intelligence Group, Bloomberg

**Ölexporte des Iran**



Quelle: IWF, Bloomberg

**Ölproduktion - Libyen**



Quelle: Bloomberg

großes Fragezeichen. Bislang war es dem Land aufgrund der noch in Kraft befindlichen Sanktionen nur möglich, täglich knapp mehr als rund 1 Mio. Fass Rohöl zu exportieren. Glaubt man den Worten des iranischen Ölministers, dann wird der Iran nun binnen kurzer Zeit seine Ölexporte um rund 0,5 Mio. FpT. hochfahren. Spätestens bis Jahresende sollen weitere 0,5 Mio. FpT. folgen. Das käme dann nahezu einer Verdoppelung der aktuellen Exportmengen gleich. Diese Zahlen werden aber von nahezu fast allen Experten angezweifelt. Zum Beispiel erwartet die Internationale Energieagentur IEA, dass der Iran im ersten Halbjahr zusätzlich rund 300 Tsd. Fass exportieren können wird. Bis Jahresende scheint ein Anstieg auf 500-600 Tsd. FpT. ein weit realistischeres Bild zu zeichnen.

**Libyen** könnte ebenfalls im Jahresverlauf das globale Ölangebot am Ölmarkt erhöhen. Aktuell produziert man nur rund ein Viertel der Mengen, die noch zurzeit des Machthabers Gaddafi gefördert wurden. Sollten die Unruhen im Land abnehmen, scheint zumindest eine Verdoppelung der aktuellen Fördermengen (d.h. von aktuell ~370 Tsd. FpT. auf ~750 Tsd. FpT.) möglich. Zuletzt scheiterte jedoch der Versuch zur Bildung einer Einheitsregierung. Das zumindest macht eine deutliche Produktionsausweitung nicht wahrscheinlicher. Gelingt es Libyen doch, dann wäre das für den Ölpreis allerdings als (moderat) negativ zu sehen.

Ein weiteres Fragezeichen steht hinter der weiteren Produktionsentwicklung im **Irak**. 2015 konnte der zweitgrößte OPEC-Produzent seine Ölproduktion um knapp 25 % auf rund 4,3 Mio. FpT. steigern. Damit könnte aber auf Sicht von 2016 und 2017 das Plateau bereits erreicht sein. Zu geringe Investitionen sowie eine unzureichende Infrastruktur lassen Experten für diesen Zeitraum keine nennenswerten Förderanstiege mehr erwarten. Es könnte vorübergehend sogar zu einem moderaten Rückgang der Ölproduktion kommen, sollten Wetterkapriolen die Aktivitäten beim Exportterminal Basra vorübergehend einschränken. Denn gemessen an der aktuellen Produktion sollen die Lagerkapazitäten im Süden des Landes (wo zwischen 85-90 % des landesweiten Öls gefördert werden) gerade einmal für sieben Tage ausreichen.

Russland konnte seine Ölproduktion im letzten Jahr - trotz des schwachen Ölpreises - um ein Prozent auf ein neues Post-Sowjet-Hoch steigern. Dank eines schwachen Rubels, der die Kostenbasis für die Ölproduzenten deutlich lindert, sowie einer geringeren Steuerbelastung (um dem Ölpreisrückgang Rechnung zu tragen), zeigen sich die Fördermengen insgesamt sehr robust. Aus diesen Gründen ist auch für 2016 mit keinem signifikanten Förderrückgang zu rechnen.

Zuletzt gab es vermehrt **Gerüchte und Spekulationen, Russland könnte zusammen mit den OPEC-Staaten die Ölfördermengen zurückfahren**. Aus heutiger Sicht halten wir ein solches Szenario für unwahrscheinlich. Zwar wäre damit eine Grundvoraussetzung von Saudi Arabien, die eine Beteiligung der Nicht-OPEC-Staaten für einen solchen Beschluss verlangt, erfüllt. Gleichzeitig erscheint es jedoch unwahrscheinlich, dass es überhaupt innerhalb der OPEC gelingt, genügend Mitstreiter für eine Förderkürzung zu finden. Der Iran hat schon angekündigt, dafür nicht infrage zu kommen (wenngleich man eine Förderkürzung der anderen Länder klarerweise begrüßen würde). Hinter dem Irak steht - trotz widersprüchlicher Aussagen - ebenso ein großes Fragezeichen. Länder wie Venezuela und Nigeria haben sich bei dieser Art von Beschlüssen in der Vergangenheit mehrfach als wenig verlässlicher Partner entpuppt und trotz vehementer Forderungen nach einer Kürzung in der Folge keine Anstalten gezeigt, ihrer Verpflichtung nachzukommen. Der sich in den letzten Wochen weiter verschärfende Konflikt zwischen Saudi Arabien und dem Iran - als Folge der Hinrichtung eines schiitischen Geistlichen - machen eine konzertierte Aktion nochmals ungleich schwerer vorstellbar. Zu guter Letzt wäre die Umsetzung eines solchen Beschlusses gerade für Russland weit problematischer als für die einzelnen OPEC-Staaten, da die russische Ölproduktion aufgrund der besonderen klimatischen Bedingungen in Sibirien nicht so einfach gestoppt bzw. gedrosselt und in der Folge wieder hochgefahren werden kann. Kommt es wider erwarten dennoch zu einer Einigung und die beteiligten Parteien verständigen sich auf eine Kürzung der aktuellen Fördermengen - im Raum steht eine Angebotsverringern in Höhe von fünf Prozent - hätte das aus unserer Ansicht nach deutliche Auswirkungen auf die weitere Ölpreisentwicklung. Nimmt man an, dass bis zur Umsetzung einige Monate vergehen würden und letztendlich nur drei Prozent der aktuellen Fördermengen der OPEC und Russlands aus dem Markt genommen werden, dann würde sich das weltweite Ölangebot um rund 1,3 Mio. FpT. verringern. Vor dem

Hintergrund einer im zweiten Halbjahr saisonal bedingten deutlich höheren Ölnachfrage gäbe es am Ölmarkt somit schon in der zweiten Jahreshälfte ein deutliches Angebotsdefizit.

Die **globale Ölnachfrage** wiederum zeigt sich angesichts des niedrigen Ölpreisniveaus nach wie vor robust. 2015 dürfte der globale Bedarf an Rohöl um knapp zwei Prozent gegenüber dem Vorjahr zugenommen haben. Für 2016 erwartet die Internationale Energieagentur ein Nachfragewachstum in Höhe von 1,3 %. Dieses würde dann geringfügig über dem Schnitt der letzten zehn Jahre liegen und somit immer noch höher ausfallen als es in drei der letzten fünf Jahre der Fall war. Vor allem in der zweiten Jahreshälfte dürfte die globale Ölnachfrage saisonal bedingt um rund 1,5 Mio. FpT. gegenüber dem ersten Halbjahr ansteigen. An den Finanzmärkten herrscht nach wie vor einiges an Skepsis, ob die Emerging Markets - von dort soll nahezu der gesamte Nachfrageanstieg herkommen - erneut mit einer robusten Ölnachfrage aufwarten können. Innerhalb der Emerging Markets blicken die Finanzmärkte in erster Linie nach Asien, denn diese Region dürfte für knapp zwei Drittel des höheren Ölbedarfs verantwortlich zeichnen. Da kommt es wenig überraschend, dass gerade Ängste vor einer Wirtschaftsabschwächung in China (und deren Auswirkungen auf die Region) immer wieder für Turbulenzen beim Ölpreis - aber auch bei vielen anderen Rohstoffpreisen - sorgen.

## PROGNOSE

### 2016

Der **Ölmarkt** bleibt auch in der **ersten Jahreshälfte übersorgt**, allerdings etwas weniger deutlich als es noch im zweiten Halbjahr 2015 der Fall war. Die Internationale Energieagentur IEA erwartet, dass sich der Bedarf an OPEC-Öl („call on OPEC“) im ersten Halbjahr in einer Größenordnung von 31,2 Mio. FpT. - nach 30,7 Mio. FpT. in H2 2015 - bewegen wird (im ersten Halbjahr 2015 lag der „call on OPEC“ übrigens bei lediglich 29,7 Mio. FpT.) Die OPEC-Produktion (inkl. dem neuen Mitglied Indonesien) betrug im Dezember 2015 rund 32,3 Mio. FpT., durch den Iran könnten noch im ersten Quartal bis zu 300 Tsd. FpT. hinzukommen.

Im zweiten Quartal ist die globale Ölnachfrage saisonal bedingt am schwächsten. Daher erwarten wir auch für diesen Zeitraum einen durchschnittlichen Ölpreis von deutlich unter USD 40 pro Fass. Mit Beginn der ab Juni startenden „Driving Season“ in den USA sollten dann aber die Fundamentaldaten auf der Nachfrageseite einen deutlichen Preisanstieg unterstützen. So dürfte die globale Ölnachfrage saisonal bedingt ab dem dritten Quartal 2016 gegenüber dem ersten Halbjahr 2016 um rund 1,5 Mio. FpT. (+1,6 %) zunehmen. Auf der Angebotsseite dürften sowohl ein Rückgang der US-Schieferölproduktion als auch ein moderater Förderrückgang in der Nordsee preissteigernd wirken.

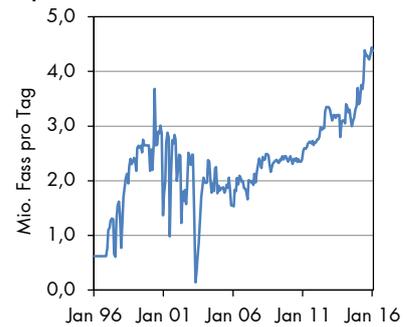
Aufwärtsrisiken für unsere Prognose sehen wir in einem möglicherweise stärker als erwarteten Rückgang der US-Schieferölförderung bzw. einer überraschenden Einigung der OPEC und z.B. Russland ihre Ölförderung zu kürzen. Diese Faktoren könnten letztlich schon im ersten Halbjahr für einen nennenswerten Anstieg beim Ölpreis sorgen. Auf der anderen Seite hätten schwächere Konjunkturdaten in China, ein Ausbleiben eines nennenswerten Rückganges beim Nicht-OPEC-Angebot (< 300 Tsd. FpT.) sowie eine weitere Förderausweitung Saudi Arabiens sehr wahrscheinlich einen weiteren Ölpreisrückgang zur Folge.

Für das Gesamtjahr **2016** erwarten wir einen **durchschnittlichen Ölpreis von USD 39 pro Fass Brent**.

### 2017-2018

Ab 2017, und noch deutlicher ab 2018, sollten sich die von den Ölunternehmen **in den letzten Jahren implementierten bzw. beschlossenen Investitionskürzungen** auch abseits von Schieferöl nennenswert **zu Buche schlagen**. Dadurch erwarten wir, dass es 2017 bestenfalls zu einer geringen Angebotsausweitung in den Nicht-OPEC-Ländern kommen wird. Im Zuge dessen sollten dann auch die Voraussetzungen für einen Abbau der reichlich gefüllten Öllager gegeben sein. Inwieweit auch die US-Schieferölproduktion zu dieser Entwicklung beiträgt, hängt zu einem sehr großen Teil von dem dann vorherrschenden Preisniveau von Rohöl ab. Eine Rückkehr zu dem von uns erwarteten Niveau von mehr als USD 50 pro Fass Brent wäre zweifelsfrei mit einer deutlich steigenden Aktivität der Schieferölproduzenten verbunden. Es wäre in der Folge davon

### Ölproduktion - Irak



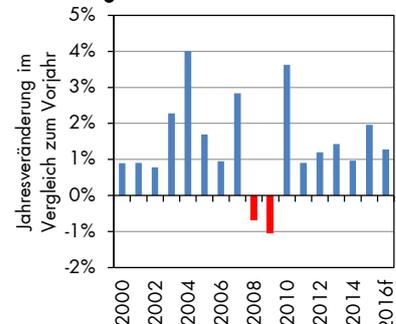
Quelle: Bloomberg

### Ölproduktion - Russland



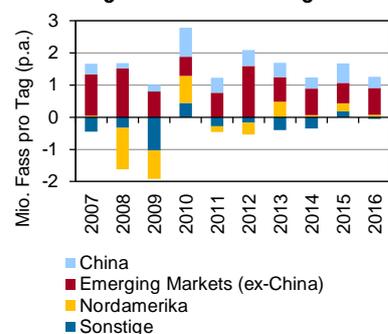
Quelle: Bloomberg

### Ölnachfragewachstum



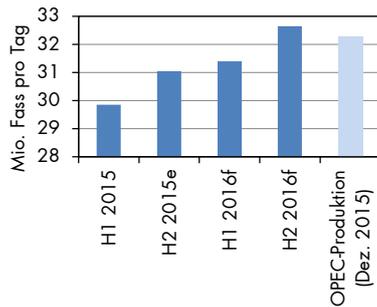
Quelle: Internationale Energieagentur (IEA)

### Ölnachfragewachstum nach Regionen



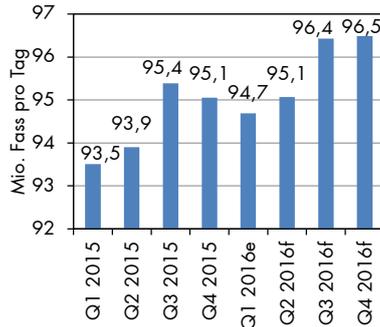
Quelle: IEA, RBI/Raiffeisen RESEARCH

**Bedarf an OPEC-Öl ("call on OPEC")**



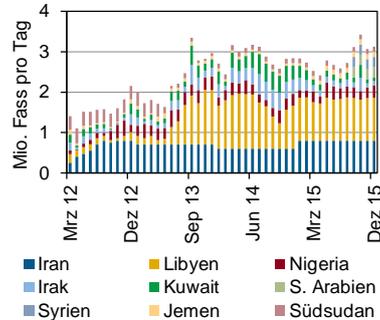
Quelle: International Energieagentur (IEA)

**Globale Ölnachfrage**



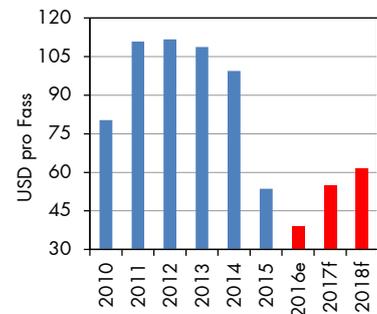
Quelle: International Energy Agency, RBI/Raiffeisen RESEARCH

**Produktionsausfälle**



Quelle: Energy Information Administration

**Ölpreisprognose - Brent**



Quelle: Bloomberg, RBI/Raiffeisen RESEARCH

auszugehen, dass die USA spätestens 2018 wieder einen nennenswerten Anstieg der Schieferölproduktion verzeichnen könnten. Letzteres würde einem weiteren Preisanstieg auf mehr als USD 70 pro Fass vorerst entgegenstehen. Prinzipiell wäre aber ab 2018 wieder Platz für eine steigende US-Schieferölproduktion, da die konventionellen Ölfelder (sowohl Offshore als auch Onshore) der Nicht-OPEC-Staaten den zusätzlichen Nachfragebedarf aus heutiger Sicht nicht zur Gänze befriedigen könnten.

Einen wichtigen Faktor stellen auch die aufgrund diverser geopolitischer Konflikte aktuell **sehr hohen Förderausfälle** dar. Das Ausmaß dieser wird in den nächsten Jahren für das Gleichgewicht am Ölmarkt ebenso von sehr hoher Bedeutung sein. Hierzu jedoch eine Prognose zu treffen ist unserer Ansicht nach kaum möglich. Einzig der Umstand, dass sich die angesprochenen Förderausfälle auf einem sehr hohen Niveau befinden, legt die Annahme nahe, dass ein moderater Rückgang wahrscheinlicher als ein weiterer Anstieg erscheint.

Die **globale Ölnachfrage** wiederum sollte in den nächsten drei Jahren um zumindest einen Prozentpunkt pro Jahr zunehmen. Eine deutliche Wachstumseintrübung - vor allem in den Emerging Markets - hätte aller Voraussicht nach ebenfalls ein niedrigeres als von uns prognostiziertes Ölpreisniveau zur Folge.

Unsere Prognosen sehen für die Jahre **2017** und **2018** einen **durchschnittlichen Brent-Preis von USD 55 bzw. USD 62 pro Fass** vor.

## Risikohinweise und Aufklärungen

### Warnhinweise:

- Die Zahlenangaben zur Wertentwicklung beziehen sich auf die Vergangenheit. Die vergangene Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse und Entwicklungen eines Finanzinstruments, eines Finanzindexes oder einer Wertpapierdienstleistung. Dies gilt insbesondere, falls das Finanzinstrument, der Finanzindex oder die Wertpapierdienstleistung seit weniger als 12 Monaten angeboten werden. Insbesondere ist dann dieser besonders kurze Vergleichszeitraum kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.
- Die Wertentwicklung eines Finanzindexes oder einer Wertpapierdienstleistung wird durch Provisionen, Gebühren und andere Entgelte reduziert, die von den individuellen Umständen des Investors abhängen.
- Infolge von Währungsschwankungen kann das Veranlagungsergebnis eines Finanzinstrumentes, einer Finanz oder Wertpapierdienstleistung steigen oder fallen.
- Prognosen zu zukünftigen Entwicklungen beruhen auf reinen Schätzungen und Annahmen. Die tatsächliche zukünftige Entwicklung kann von der Prognose abweichen. Prognosen sind daher kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse und Entwicklungen eines Finanzinstruments, eines Finanzindexes oder einer Wertpapierdienstleistung.
- Bitte beachten Sie, dass sich die Analysen und Empfehlungen nur auf Finanzinstrumente beziehen, die nicht von Sanktionen gemäß EU-Verordnung Nr. 833/2014 in der geltenden Fassung betroffen sind. Das sind Finanzinstrumente, die vor dem 1. August 2014 begeben wurden. Wir machen Sie darauf aufmerksam, dass der Erwerb von Finanzinstrumenten mit einer Laufzeit von über 30 Tagen, die nach dem 31. Juli 2014 begeben wurden, gemäß EU-Verordnung Nr. 833/2014 in der geltenden Fassung verboten ist. Zu solchen verbotenen Finanzinstrumenten wird nicht Stellung genommen.

Eine Darstellung der Konzepte und Methoden, die bei der Erstellung von Finanzanalysen angewendet werden, ist verfügbar unter: [www.raiffeisenresearch.com/concept\\_and\\_methods](http://www.raiffeisenresearch.com/concept_and_methods).

Detaillierte Informationen zur Sensitivitätsanalyse (Verfahren zur Prüfung der Stabilität der in Zusammenhang mit Finanzanalysen unter Umständen getätigten Annahmen) sind unter folgendem Link zu finden: [www.raiffeisenresearch.com/sensitivity\\_analysis](http://www.raiffeisenresearch.com/sensitivity_analysis).

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

### Methodenhinweis Technische Analyse

- Bei Verwendung der Technischen Analyseverfahren werden zukünftige Entwicklungen von Zeitreihen vorrangig aus deren vergangenem Verlauf abgeleitet, was nicht zwingendermaßen einen Ursache-Wirkungszusammenhang widerspiegelt und Aspekte aus der Fundamentalanalyse nicht mit einbezieht und auch im Widerspruch zu diesen stehen kann.
- Die Einschätzungen der technischen Analyse dieser Publikation sind auf einen Zeithorizont von 3 Monaten bezogen.
- Die zu den einzelnen Abbildungen beigefügte Analyse beinhaltet eine Beschreibung der sogenannten „technischen“ Situation der jeweiligen Zeitreihe. Diese ist als eine rein diskretionäre Interpretation des jeweiligen Analysten aufzufassen, die auf Publikationen aus der Fachliteratur der Technischen Analyse basieren. Dementsprechend wird aus dem Muster der analysierten Zeitreihe als auch aus daraus abgeleiteten technischen Indikatoren auf ein wahrscheinliches Szenario geschlossen. Dieses Szenario ist rein hypothetisch und die Handlungsempfehlung, die durch das Eintreten des Szenarios „ausgelöst“ wird, wird durch die jeweilige Kauf, respektive, Verkauf-Empfehlung ausgedrückt. Kauf und Verkauf-Empfehlungen basieren somit auch auf einer hypothetischen Schlussfolgerung. Das Anführen eines Stopp-Levels indiziert gewissermaßen das Nicht-Eintreten des skizzierten Szenarios und ist daher als Alternativ-Szenario zu verstehen.

### Fundamental Analyse

Finanzinstrument		Datum der Erstveröffentlichung der Empfehlung		
ICE-Brent Crude Oil TRC1		01.01.2002		
Datum	Ticker	Empfehlung (Verteilung der Empfehlungen der letzten 12 Monate)		Finanzinstrument
03.02.2016	LLCC.01	Bullish		ICE-Brent Crude Oil TRC1
15.12.2015	LLCC.01	Bullish		ICE-Brent Crude Oil TRC1
14.08.2015	LLCC.01	Bullish		ICE-Brent Crude Oil TRC1
30.06.2015	LLCC.01	Bullish		ICE-Brent Crude Oil TRC1
13.01.2015	LLCC.01	Bullish		ICE-Brent Crude Oil TRC1

## Technische Analyse

Datum	Ticker	Empfehlung (Verteilung der Empfehlungen der letzten 3 Monate)	Finanzinstrument
29.01.2016	LLCC.01	Bullish	ICE-Brent Crude Oil TRC1
25.01.2016	LLCC.01	Bullish	ICE-Brent Crude Oil TRC1
18.01.2016	LLCC.01	Bearish	ICE-Brent Crude Oil TRC1
11.01.2016	LLCC.01	Bearish	ICE-Brent Crude Oil TRC1
04.01.2016	LLCC.01	Bearish	ICE-Brent Crude Oil TRC1
14.12.2015	LLCC.01	Bearish	ICE-Brent Crude Oil TRC1
07.12.2015	LLCC.01	Bearish	ICE-Brent Crude Oil TRC1
30.11.2015	LLCC.01	Bearish	ICE-Brent Crude Oil TRC1
16.11.2015	LLCC.01	Bearish	ICE-Brent Crude Oil TRC1
09.11.2015	LLCC.01	Bearish	ICE-Brent Crude Oil TRC1

## Verteilung der Empfehlungen (der dieser Publikation unmittelbar vorausgehenden 12 Monate) Datum der Erstveröffentlichung der Empfehlung

Empfehlung	Verteilung (%)
Anlageempfehlung	Basis: alle analysierten Finanzmarktindizes
Bullish	37,6%
Neutral	40,1%
Bearish	22,3%

## Disclaimer Finanzanalyse

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

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

Raiffeisen RESEARCH ist eine Organisationseinheit der RBI.

Zuständige Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht FMA, Otto-Wagner-Platz 5, A-1090 Wien und Österreichische Nationalbank, Otto-Wagner-Platz 3, A-1090 Wien. Darüber hinaus unterliegt die Raiffeisen Bank International AG der behördlichen Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB), die diese innerhalb eines Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism – SSM) wahrnimmt, der aus der EZB und den nationalen zuständigen Behörden besteht (Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates - SSM-Verordnung). Verweise auf gesetzliche Normen beziehen sich auf solche der Republik Österreich, soweit nicht ausdrücklich anders angeführt.

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

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

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

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

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

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

Sofern nicht ausdrücklich anders offengelegt ([http://www.raiffeisenresearch.com/special\\_compensation](http://www.raiffeisenresearch.com/special_compensation)) werden die von der Raiffeisen Bank International AG beschäftigten Analysten nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Die Vergütung des Autors bzw. der Autoren dieses Berichtes basiert (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der RBI, die sich unter anderem aus den Einnahmen aus dem Investmentbanking und sonstigen Geschäften der RBI ergibt. Im Allgemeinen verbietet die RBI ihren Analysten und den Analysten Bericht erstattenden Personen den Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten jeglicher Unternehmen, die vom Analysten abgedeckt werden, sofern der Erwerb nicht von der Compliance-Abteilung der RBI vorab genehmigt wurde.

Die RBI hat folgende organisatorische oder verwaltungstechnische Vereinbarungen – einschließlich Informationsschranken – zur Verhinderung oder Vermeidung von Interessenskonflikten in Zusammenhang mit Empfehlungen getroffen: Die RBI hat grundsätzlich verbindliche Vertraulichkeitsbereiche definiert. Vertraulichkeitsbereiche sind typischerweise solche Einheiten von Kreditinstituten, die von anderen Einheiten durch organisatorische Maßnahmen hinsichtlich des Informationsaustausches abzugrenzen sind, weil dort ständig oder vorübergehend compliance-relevante Informationen anfallen können. Compliance-relevante Informationen dürfen einen Vertraulichkeitsbereich grundsätzlich nicht verlassen und sind im internen Geschäftsverkehr auch gegenüber anderen Einheiten streng vertraulich zu behandeln. Dies gilt nicht für die im üblichen Geschäftsablauf betriebsnotwendige Weitergabe von

Informationen. Diese Weitergabe beschränkt sich jedoch auf das unbedingt Erforderliche (Need-to-know-Prinzip). Werden compliance-relevante Informationen zwischen zwei Vertraulichkeitsbereichen ausgetauscht, darf dies nur unter Einschaltung des Compliance Officers erfolgen.

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

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

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

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

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

Sollte sich eine Bestimmung dieses Disclaimers unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar herausstellen, ist die betreffende Bestimmung, soweit sie von den übrigen Bestimmungen trennbar ist, so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Disclaimers; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

Imprint

**Raiffeisen Bank International AG (Raiffeisen RESEARCH Team)**  
**Global Head of Research: Peter BREZINSCHKE**

Volkswirtschaft, Zinsen, Währungen	Credit / Corporate Bonds	Quant Res. / EM Markets	Aktienmarktanalyse
Valentin HOFSTÄTTER (FA)* Patrick KRIZAN (FA)* Jörg ANGELE (FA)* Gunter DEUBER (FA)* Wolfgang ERNST (FA)* Stephan IMRE (FA)* Lydia KRANNER (FA)* Matthias REITH (FA)* Andreas SCHWABE (FA)* Gintaras SHLIZHYUS (FA)* Gottfried STEINDL (FA)* Martin STELZENEDER (FA)*	Eva-Maria GROSSE Christoph KLAPER (FA)* Michael BALLAUF (FA)* Jörg BAYER (FA)* Martin KUTNY (FA)* Peter ONOFREJ (FA)* Manuel SCHREIBER (FA)* Lubica SIKOVA (FA)* Jürgen WALTER (FA)*  <b>Technische Analyse</b> Robert SCHITTLER (FA)* Stefan MEMMER (FA)*	Veronika LAMMER (FA)* Björn CHYBA Judith GALTER (FA)* Andreas MANNSPARTH Nina NEUBAUER-KUKIC (FA)* Thomas KEIL (FA)* Stefan THEUßL (FA)*  <b>Publikation, Layout</b> Birgit BACHHOFNER Yvonne HOFER-JONKOV Kathrin KORINEK Aleksandra SREJIC	Helge RECHBERGER (FA)* Aaron ALBER (FA)* Connie GAISBAUER (FA)* Christian HINTERWALLNER (FA)* Jörn LANGE (FA)* Hannes LOACKER (FA)* Johannes MATTNER (FA)* Christine NOWAK (FA)* Leopold SALCHER (FA)* Andreas SCHILLER (FA)* Christoph VAHS (FA)*  <b>Top-Down CEE Banking Sector</b> Elena ROMANOVA (FA)*
<b>Research Sales</b> Werner WEINGRABER			

<b>AO Raiffeisenbank (RU)</b> Anastasia BAYKOVA (FA)* Irina ALIZAROVSKAYA (FA)* Natalia KOLUPAEVA (FA)* Fedor KORNACHEV (FA)* Sergey LIBIN (FA)* Andrey POLISCHUK (FA)* Maria POMELNIKOVA (FA)* Denis PORYVAY (FA)* Rita TSOVYAN (FA)* Konstantin YUMINOV (FA)*	<b>RAIFFEISEN BANK S.A. (RO)</b> Catalin DIACONU (FA)* Ionut DUMITRU (FA)* Mariya KEDA (FA)* Silvia ROSCA Gabriel BOBEICA (FA)* Alexandru COMBEI (FA)* Nicolae COVRIG (FA)* Anca JELEA (FA)* Iuliana-Simona MOCANU (FA)*  <b>Raiffeisen Bank Aval (UA)</b> Sergii DROBOT (FA)* Ludmila ZAGORUYKO (FA)*  <b>Raiffeisen Bank Kosovo (KS)</b> Antigona LIMANI Arta KASTRATI  <b>Raiffeisen Bank Sh.A. (AL)</b> Joan CANAJ (FA)* Valbona GJEKA (FA)*	<b>Raiffeisen Bank Zrt. (HU)</b> Gergely PALFFY (FA)* Zoltán TÖRÖK (FA)* Levente BLAHÓ (FA)*  <b>Raiffeisen Bank dd Bosna i Herce-</b> Ivona ZAMETICA (FA)* Srebrenko FATUSIC (FA)*  <b>Raiffeisen POLBANK (PL)</b> Dominik NISZCZ (FA)* Marta PETKA-ZAGAJEWSKA (FA)* Michal BUREK (FA)* Piotr JELONEK (FA)* Tomasz REGULSKI (FA)* Dorota STRAUCH (FA)*  <b>Raiffeisen banka a.d. Beograd (RS)</b> Ljiljana GRUBIC (FA)*	<b>Raiffeisenbank Austria d.d. (HR)</b> Nada HARAMBASIC-NEREAU (FA)* Mate ROSAN (FA)* Jadran SIMIC (FA)* Tomislava UJEVIC (FA)* Zrinka ZIVKOVIC-MATJUEVIC (FA)*  <b>Raiffeisenbank Bulgaria (BG)</b> Emil KALCHEV (FA)*  <b>Raiffeisenbank a.s. (CZ)</b> Helena HORSKA (FA)* Daniela MILUCKA (FA)* Michal BROZKA (FA)* Lenka KALIVODOVA (FA)*  <b>Tatra banka, a.s. (SK)</b> Robert PREGA (FA)* Boris FOJTIK (FA)* Juraj VALACHY (FA)*
---	---	--	---

\*(FA) = Finanzanalyst