

Währungsanalyse EURCHF

Als die SNB den Mindestkurs am 15. Jänner aufgehoben hat, hat der Schweizer Franken stark aufgewertet. Obwohl die Analyse fundamentaler Faktoren eine Tendenz zu Abschwächung zeigt, kann sich der Franken im Fall einer Manifestierung von Risiken noch weiter befestigen.



Analyst:
Margarita Grushanina
margarita.grushanina@erstegroup.com

	akt.	Mär.15	Jun.15	Sep.15	Dez.15
EURCHF	1,05	1,07	1,09	1,11	1,13
3M LIBOR	-0,86	Bandbreite von -1,25%		-0,25%	

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

	2013	2014	2015e	2016e
BIP real j/j	1,9	1,8	2,1	2,4
VPI j/j	-0,2	0	-0,1	0,3

Quelle: SECO, SNB, Erste Group Research

Am 15. Januar hat die Schweizer Nationalbank (SNB) unerwartet den Mindestkurs von 1,20 Schweizer Franken zum Euro aufgehoben und hat die Zinsen weiter in den negativen Bereich gesenkt. Gemäß SNB war dieses System der festen Wechselkursanbindung nicht mehr gerechtfertigt, und ein flexibler Kurs werde den Handlungsspielraum erhöhen, um die mittelfristige Preisstabilität zu gewährleisten. Nichtsdestotrotz hat die SNB aufgrund der starken Aufwertung des Franken gegenüber dem Euro kurzfristig erhebliche negative Auswirkungen für die Schweiz in Kauf genommen (z.B. Rezession, höhere Deflationsrisiken). SNB Präsident Thomas Jordan hat die Entscheidung mit den unterschiedlichen geldpolitischen Ausrichtungen und wirtschaftlichen Entwicklungen in den Hauptwährungsräumen gerechtfertigt. Er fügte hinzu, dass die Märkte Zeit brauchen würden, um diese große Überraschung zu verdauen, und betonte die derzeitige extreme Überbewertung des Franken. Er stellte ebenfalls fest, dass – wenn Märkte und Analysten dies erkannt hätten – eine Korrektur (=Abwertung) des Franken einsetzen sollte, unterstützt durch negative Zinssätze.

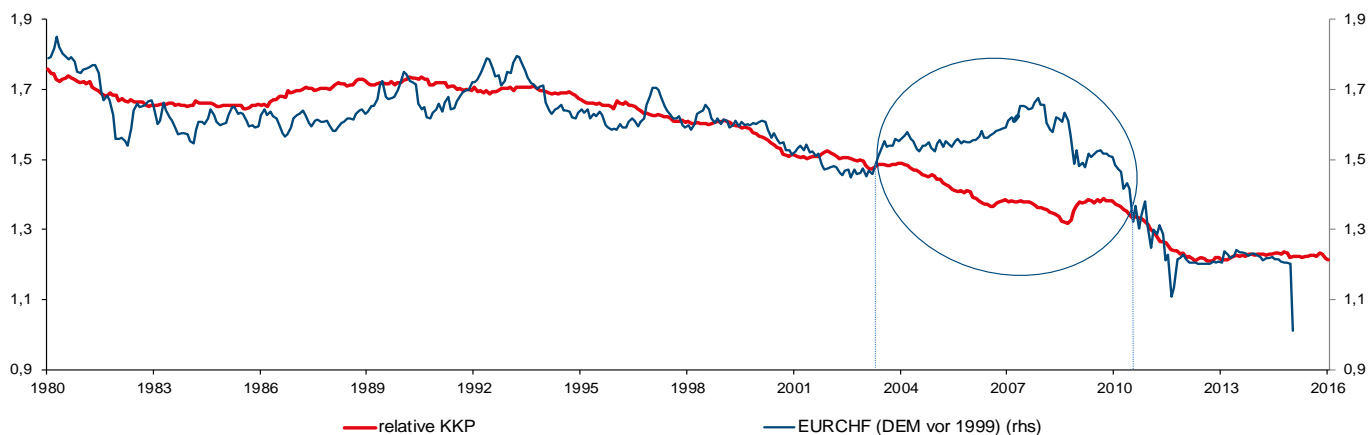
Es gibt für eine Währung nicht wirklich einen „fairen Wert“, aufgrund der Komplexität der Einflussfaktoren und den unterschiedlichen Variablen die in verschiedenen Phasen dominieren. Wenn man zum Beispiel eine erstaunlich stabile langfristige Beziehung betrachtet – die Kaufkraftparität – kann man erkennen dass oft Abweichungen über lange Zeiträume stattfinden. Wir sind daher bescheiden und betrachten mehrere Zusammenhänge genauer, denn es ist wichtig herauszufinden was am besten zu welcher Phase des Geschehens passt, um zu erklären welche Bewertung tatsächlich gerechtfertigt wäre.

Relative KKP – der langfristige Trend als Orientierung

Das Konzept der relativen Kaufkraftparität (KKP) besagt, dass Änderungen im Wechselkurs der Währungen zweier Länder von Änderungen im Preisniveau in diesen Ländern bestimmt werden. Der Wechselkurs der auf Basis dieses Konzepts berechnet werden kann, scheint einen brauchbaren Näherungswert für die langfristige Entwicklung des EURCHF Kurses darzustellen¹.

¹ Um den Datensatz weiter in die Vergangenheit zurückverfolgen zu können als 1999 (Einführung des Euro), wurde die Deutsche Mark als die nächstliegende Entsprechung zum Euro verwendet. Die historische relative KKP wurde auf Basis der Produzentenpreisindizes (PPI) kalkuliert. Die Prognose der relativen KKP für den Zeitraum 2015-2016 wurde kalkuliert auf Basis der Inflationsprognose, d.h. HIVP für den Euroraum und VPI für die Schweiz, was zu leichten Abweichungen von den tatsächlich beobachteten Werten basierend auf dem PPI führen kann.

Historische Entwicklung der relative KKP und des EURCHF Wechselkurses



Quelle: Bloomberg, Datastream, Erste Group Research

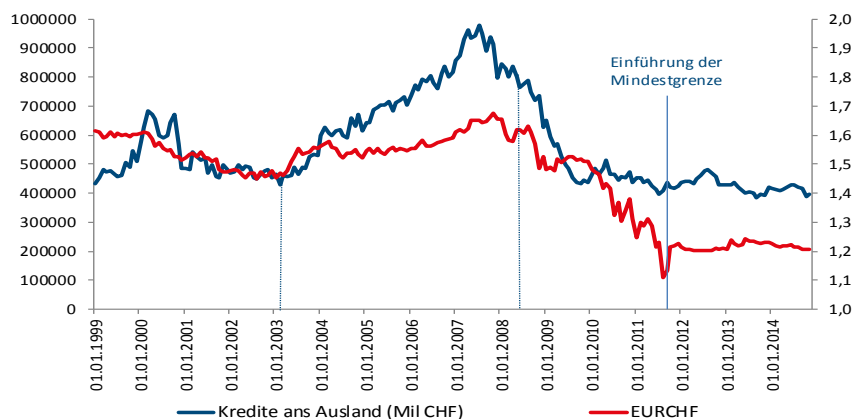
Allerdings können kurzfristig ausgedehnte Phasen der Abweichung vorkommen. Wie man in der obigen Abbildung erkennen kann, ist der EURCHF Wechselkurs seit 1980 mehr oder weniger rund um das Niveau der relativen Kaufkraftparität geschwankt. Eine Ausnahme war der Zeitraum 2003-2010, als andere Faktoren, wie zum Beispiel die Kreditvergabe von Schweizer Banken an ausländische Kunden und die Finanzmarktkrise, ins Spiel kamen. Im nächsten Abschnitt werden wir diese Episode im Detail betrachten. Gemäß der relativen KKP wäre bis Ende 2015 ein Wechselkurs von leicht über 1,20 Franken per Euro gerechtfertigt.

Kredite/Einlagen von Schweizer Banken an ausländische Kunden

Betrachten wir nun den Zeitraum zwischen 2003 und 2010 näher, als die Beziehung zwischen relativer KKP und dem EURCHF Wechselkurs nicht zu funktionieren schien. Zwei Hauptphasen können hier unterschieden werden:

- Frühling 2003 – Sommer 2008, welche von einem konstant wachsenden Volumen von in Schweizer Franken denominierten Krediten geprägt war, die von Schweizer Banken an ausländische Kunden vergeben wurden. Das führte zu Abwertungsdruck auf die Währung, der eine Abweichung vom relativen KKP Niveau verursachte. Die folgenden Abbildungen veranschaulichen diesen Punkt.

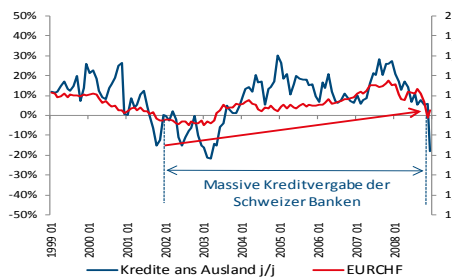
Historische Entwicklung der Kredite ans Ausland und des EURCHF Wechselkurses



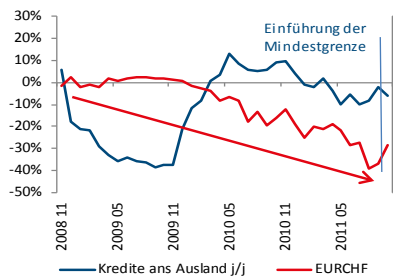
Quelle: Bloomberg, SNB, Erste Group Research

Die nächsten Abbildungen zeigen den Zusammenhang zwischen der Veränderung der Kreditvergabe des Schweizer Bankensektors in drei verschiedenen Zeiträumen zwischen 1999 und 2014 und dem EURCHF Wechselkurs.

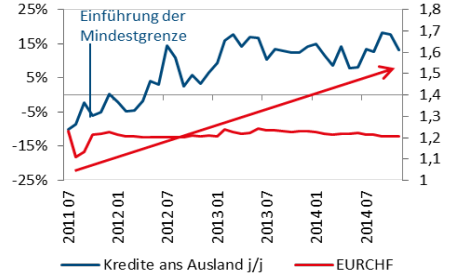
1999-2008



2008-2011



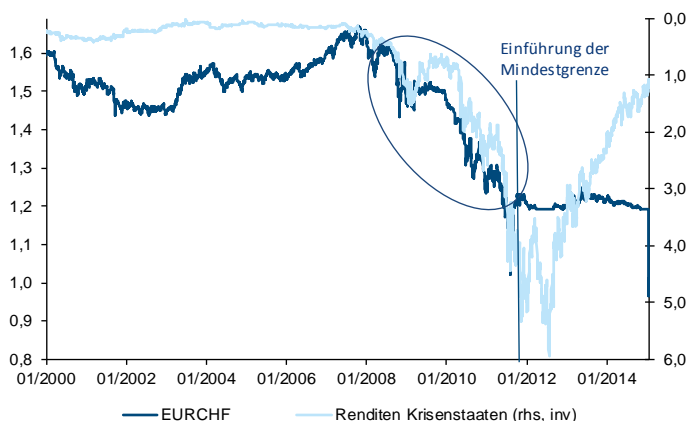
2011-2014



Quelle: Bloomberg, SNB, Erste Group Research

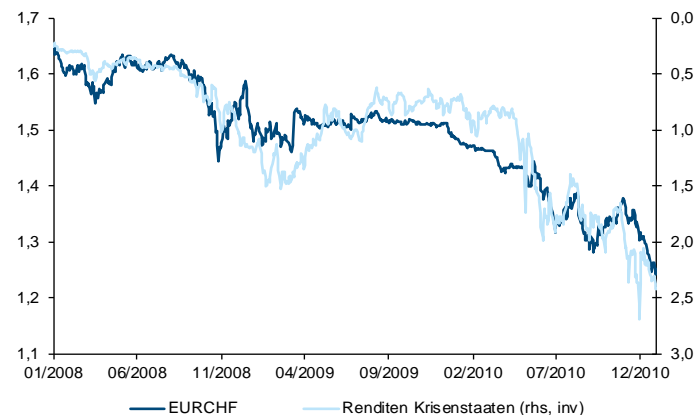
- Ab Herbst 2008-2010 dominierte die Finanzkrise und ihre Nachwirkungen, während der das Volumen von Schweizer Bankkrediten an ausländische Kunden rapide abzunehmen begann. Das wurde von einer Aufwertung des Franken begleitet, bis zum September 2011, als die SNB den Mindestkurs bei 1,20 Franken per Euro fixierte. Der starke Aufwertungsdruck in diesen Jahren resultierte von der instabilen wirtschaftlichen und politischen Situation im Euroraum, intensiviert durch die Staatsschuldenkrise und andauernden Gerüchten, dass der Euroraum möglicherweise zerbrechen könnte. Das führte zu „sicheren Hafen“ Zuflüssen in die Schweiz, und erhöhte die Nachfrage nach ihrer Währung. Die nachfolgenden Abbildungen zeigen die deutliche Abhängigkeit zwischen den BIP-gewichteten Renditen der Anleihen der Krisenländer des Euroraums und dem EURCHF Wechselkurs.

Renditen der peripheren EZ Länder 2000-2015



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

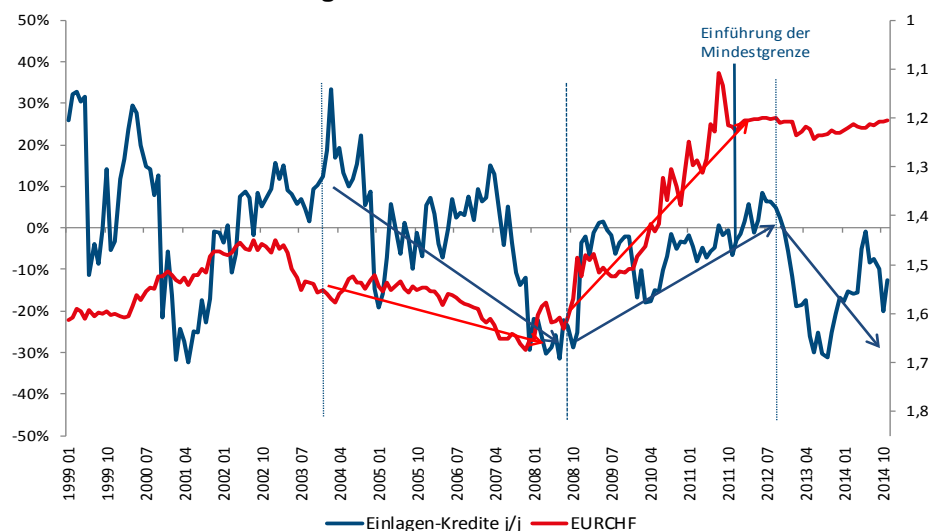
Renditen der peripheren EZ Länder 2008-2010



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Allerdings beeinflussen nicht nur Kredite, sondern auch Einlagen ausländischer Kunden den Wechselkurs. In diesem Sinne ist ein weiterer guter Indikator, um die oben erwähnten Punkte zu illustrieren, die Differenz zwischen Einlagen- und Kreditwachstumsraten während dieser Zeiträume.

Differenz zwischen Einlagen- und Kreditwachstum und EURCHF



Quelle: Bloomberg, SNB, Erste Group Research

Die Daten zeigen eine deutliche Abwärtstendenz in der Differenz zwischen Einlagen- und Kreditwachstum seit dem Sommer 2012, was, wenn man andere Faktoren beiseite lässt, für eine gewisse Abwertung der Schweizer Währung sprechen würde. Da allerdings die Bilanzdaten des Schweizer Bankensektors zurzeit nur bis November 2014 zur Verfügung stehen, ist es schwierig, zu einem Schluss bezüglich sowohl der Richtung als auch des Ausmaßes des aktuellen EURCHF Wechselkurstrends zu kommen.

Zudem haben die politischen Spannungen in Russland und der Ukraine sowie im Mittleren Osten im Jahr 2014 zum Aufwertungsdruck auf den Franken beigetragen.

Inflationsdifferenziale

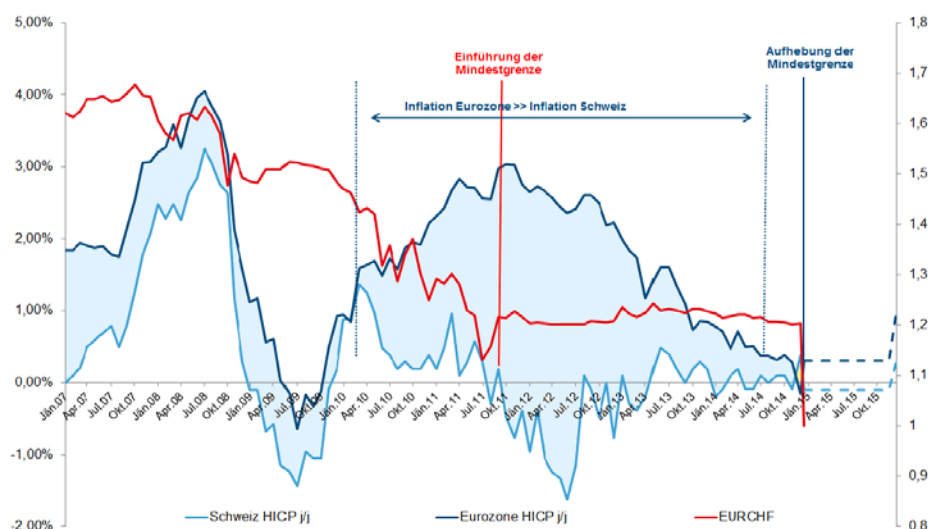
Die Analyse von Inflationsdifferenzialen¹ ist eng verbunden mit der relativen KKP. Gemäß der relativen KKP wird erwartet, dass die Währung eines Landes mit einer höheren Inflationsrate gegenüber der eines Landes mit einer niedrigeren Inflationsrate abwertet. In den Analysen wird die Entwicklung der Inflationsdifferenziale in der Schweiz und in der Eurozone. Die Inflation wird mit zwei unterschiedlichen Methoden gemessen.

¹ Die Inflation kann mittels der Veränderung der Verbraucherpreise gemessen werden (die Standardmethode), oder mittels der Veränderung der Produzentenpreise (was für Wechselkursanalysen oft besser geeignet ist, da Produzentenpreise die Preise handelbarer Güter besser als Verbraucherpreise abbilden, welche die Preise nicht-handelbarer Güter ebenfalls beinhalten). Im Falle der Schweiz kann es allerdings sinnvoll sein die Preise nicht-handelbarer Güter bei Preisindexvergleichen zu inkludieren, da der Dienstleistungssektor eine wichtige Rolle für die Wirtschaft spielt, und einen wesentlichen Teil der Exporte darstellt (Tourismus, Bankdienstleistungen).

Harmonisierter Index der Verbraucherpreise (HIVP²)

Der Maßstab für die Inflationsrate des Euroraums ist der harmonisierte Index der Verbraucherpreise (HIVP), mit 2005 als Basisjahr. Um eine kohärente Schätzung zu gewährleisten, haben wir den entsprechenden Schweizer Index³ verwendet. Für den Zeitraum Januar 2015 bis Januar 2016 haben wir die Inflationsprognosen der SNB (Schweiz) und von Erste Group Research (Eurozone) verwendet.

Inflationsraten (HIVP) in der Schweiz und der Eurozone



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Die Grafik zeigt, dass der Beginn der Zunahme der Differenz zwischen den Inflationsraten des Euroraums und der Schweiz mit der Beschleunigung der Aufwertung des Franken zusammenfällt. Die SNB führte den Mindestkurs zu einer Zeit ein, als die Differenz zwischen den Inflationsraten im August 2011 ein erhebliches Niveau von 2,84% erreicht hatte, nachdem sie seit Anfang 2010 stetig gestiegen war.

Beginnend im Sommer 2012, als die Inflationsdifferenz im Juni ihren Höhepunkt von fast 4% erreicht hatte, haben die Inflationsraten begonnen, sich schrittweise anzunähern, womit sich die Inflationsdifferenz reduzierte, bis sie im Juli 2014 ein stabiles Niveau von ungefähr 0,3% erreicht hat. Sie ist rund um dieses Niveau geschwankt, bis im Dezember die Schweizer Inflationsrate die Inflation im Euroraum zum ersten Mal seit vielen Jahren übertroffen hat. Gemäß der derzeitigen Prognosen sollte das Inflationsdifferential bis Ende 2015 in etwa rund um das Niveau von 0,4% verharren. Die Verringerung der Differenz spricht zusammen mit anderen Faktoren für eine graduelle Abnahme des Aufwertungsdrucks auf den Franken.

Produzentenpreisindex (PPI⁴)

Die nächste Grafik zeigt die Differenz zwischen den Inflationsraten der Schweiz und des Euroraums gemessen an den Produzentenpreisindizes

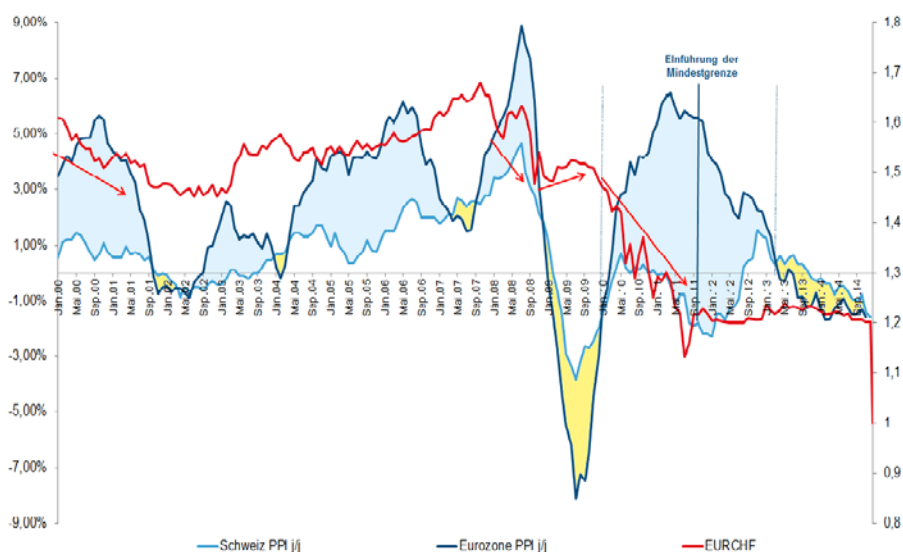
² 2005=100

³ Das bringt allerdings eine Beschränkung der Größe des Datensatzes mit sich, da dieser Index erst seit 2006 verfügbar ist.

⁴ 2010=100

(PPI). Mit 2010 als Basisjahr sind die Daten für den gesamten Zeitraum seit Einführung der Euro Gemeinschaftswährung verfügbar. Man kann erkennen, dass mit Ausnahme des Zeitraums 2004 bis 2007, als die Abwertung des Franken von Kreditwachstum verursacht wurde, die Währung aufwertet, wenn der PPI des Euroraums den PPI der Schweiz beträchtlich übersteigt, und abwertet wenn die Schweizer Produzentenpreise über jene des Euroraums klettern.

Inflationsraten (PPI) in der Schweiz und dem Eurozone



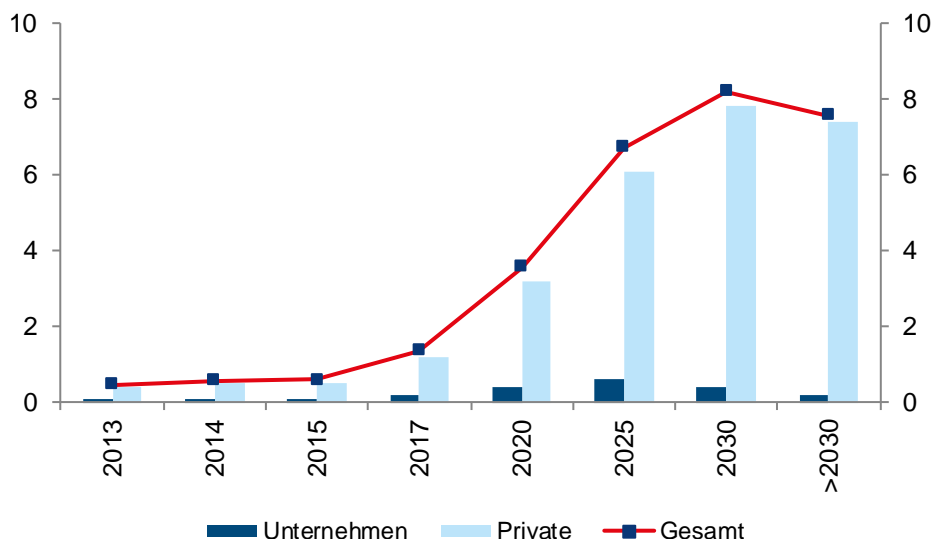
Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Zusammenfassung

Basierend auf unserer Analyse kommen wir zu dem Schluss, dass wir im Moment fundamentale Faktoren erkennen können, die für eine Überbewertung des Franken gegenüber dem Euro sprechen. Es könnte jedoch einige Zeit dauern, bis eine Korrektur einsetzt, unterstützt durch negative Zinssätze. Wir prognostizieren daher, dass bis Ende dieses Jahres eine langsame Abschwächung stattfinden sollte, auf ein Niveau zwischen EURCHF 1,10 bis EURCHF 1,15.

Allerdings existiert kein Mindestkurs mehr. Sollten also Risiken eintreten (z.B. geopolitische Spannungen, oder ein Einbruch in der globalen wirtschaftlichen Erholung), könnten wir wieder eine rasche und starke Aufwertung des Schweizer Franken erleben. Man sollte ebenfalls einen technischen Faktor im Auge behalten, der längerfristig zu einer Befestigung des Schweizer Franken führen könnte. Je mehr Fremdwährungskredite (in Schweizer Franken) in andere Währungen konvertiert werden, desto größer ist der Aufwärtsdruck auf den Franken. Das spricht für eine langfristige Aufwertung des Schweizer Franken.

Fälligkeitsprofil von Fremdwährungskrediten in Österreich (EUR Mrd)⁵



Quelle: OeNB, Erste Group Research

Die Schweizer Nationalbank hat betont, dass sie – wenn nötig – weiterhin an den Devisenmärkten intervenieren wird, um die monetären Rahmenbedingungen zu beeinflussen. Man beachte jedoch, dass es hier kein fixes Niveau gibt auf das man sich verlassen kann. Wir nehmen an, dass es die SNB im derzeitigen Umfeld nicht zulassen wird, dass der EURCHF für einen ausgedehnten Zeitraum deutlich unter Parität fällt, da ein zu langer Zeitraum niedriger (oder negativer) Inflationsraten dazu führen könnte, die mittelfristigen Inflationserwartungen zu beeinflussen (und damit die Preisstabilität). Allerdings können wir das nicht mit Sicherheit sagen, wir lagen auch falsch mit unserer Einschätzung, dass die SNB in solch einem von Unsicherheit geprägten Umfeld den Mindestkurs beibehalten würde.

⁵ Daten von Q1 2013

Erste Group Research

Währungsanalyse | Währungen | Schweizer Franken

2. Februar 2015

Kontakte

Group Research

Head of Group Research

Friedrich Mostböck, CEFA +43 (0)5 0100 11902

Major Markets & Credit Research

Head: Gudrun Egger, CEFA +43 (0)5 0100 11909

Ralf Burchert (Agency Analyst) +43 (0)5 0100 16314

Hans Engel (Senior Analyst International Equities) +43 (0)5 0100 19835

Christian Enger, CFA (Covered Bonds) +43 (0)5 0100 84052

Margarita Grushanina (Economist AT, CHF) +43 (0)5 0100 11957

Alihan Karadagoglu (Senior Analyst Corporate Bonds) +43 (0)5 0100 19633

Peter Kaufmann, CFA (Corporate Bonds) +43 (0)5 0100 11183

Stephan Lingnau (International Equities) +43 (0)5 0100 16574

Carmen Riefler-Kowarsch (Covered Bonds) +43 (0)5 0100 19632

Rainer Singer (Senior Economist Euro, US) +43 (0)5 0100 17331

Elena Stelov, CIAA (Corporate Bonds) +43 (0)5 0100 19641

Gerald Walek, CFA (Economist Euro) +43 (0)5 0100 16360

Katharina Böhm-Klamt (Quantitative Analyst Euro) +43 (0)5 0100 19632

Macro/Fixed Income Research CEE

Head CEE: Juraj Kotian (Macro/FI) +43 (0)5 0100 17357

Zoltan Arokszállasi (Fixed income) +43 (0)5 0100 18781

Katarzyna Rzentarzewska (Fixed income) +43 (0)5 0100 17356

CEE Equity Research

Head: Henning Eßkuchen +43 (0)5 0100 19634

Chief Analyst: Günther Artner, CFA (CEE Equities) +43 (0)5 0100 11523

Günter Hohberger (Banks) +43 (0)5 0100 17354

Franz Hörl, CFA (Basic Resources) +43 (0)5 0100 18506

Daniel Lion, CIAA (Technology, Ind. Goods&Services) +43 (0)5 0100 17420

Thomas Unger, CFA (Insurance, Miscellaneous) +43 (0)5 0100 17344

Vera Sutedja, CFA (Telecom) +43 (0)5 0100 11905

Vladimira Urbankova, MBA (Pharma) +43 (0)5 0100 17343

Martina Valenta, MBA (Real Estate) +43 (0)5 0100 11913

Editor Research CEE

Brett Aarons +420 956 711 014

Deniz Gurgun +90 212 371 2538

Research Croatia/Serbia

Head: Mladen Dodig (Equity) +381 11 22 09 178

Head: Alen Kovac (Fixed income) +385 72 37 1383

Anto Augustinovic (Equity) +385 72 37 2833

Ivana Rogic (Fixed income) +385 72 37 2419

Milan Deskar-Skrbic (Fixed income) +385 72 37 1349

Davor Spoljar, CFA (Equity) +385 72 37 2825

Research Czech Republic

Head: David Navratil (Fixed income) +420 224 995 439

Head: Petr Bartek (Equity) +420 224 995 227

Vaclav Kminek (Media) +420 224 995 289

Jiri Polansky (Fixed income) +420 224 995 192

Dana Hajkova (Fixed income) +420 224 995 172

Martin Krajhanzi (Equity) +420 224 995 434

Lubos Mokras (Fixed income) +420 224 995 456

Jan Sedina (Fixed income) +420 224 995 391

Research Hungary

Head: József Miró (Equity) +361 235 5131

Gergely Ürmössy (Fixed income) +361 373 2830

András Nagy (Equity) +361 235 5132

Vivien Barczel (Fixed income) +361 373 2026

Tamás Pletser, CFA (Oil&Gas) +361 235 5135

Research Poland

Head: Magdalena Komaracka, CFA (Equity) +48 22 330 6256

Marek Czachor (Equity) +48 22 330 6254

Tomasz Duda (Equity) +48 22 330 6253

Adam Rzepecki (Equity) +48 22 330 6252

Ludomir Zalewski (Equity) +48 22 330 6251

Research Romania

Chief Economist, Director: Radu Craciun +40 3735 10424

Head: Mihai Caruntu (Equity) +40 3735 10427

Head: Dumitru Dulgheru (Fixed income) +40 3735 10433

Chief Analyst: Eugen Sinca (Fixed income) +40 3735 10435

Dorina Cobiscan (Fixed Income) +40 3735 10436

Raluca Florea, CFA (Equity) +40 3735 10428

Marina Alexandra Spataru (Equity) +40 3735 10429

Research Turkey

Head: Can Yurtcan +90 212 371 2540

Evrin Dairecioglu (Equity) +90 212 371 2535

M. Görkem Göker (Equity) +90 212 371 2534

Sezai Saklaroglu (Equity) +90 212 371 2533

Nilufer Sezgin (Fixed income) +90 212 371 2536

Ilknur Unsal (Equity) +90 212 371 2531

Research Slovakia

Head: Maria Valachyova, (Fixed income) +421 2 4862 4185

Katarina Muchova (Fixed income) +421 2 4862 4762

Treasury - Erste Bank Vienna

Saving Banks & Sales Retail

Head: Thomas Schaufler +43 (0)5 0100 84225

Equity Retail Sales

Head: Kurt Gerhold +43 (0)5 0100 84232

Fixed Income & Certificate Sales

Head: Uwe Kolar +43 (0)5 0100 83214

Treasury Domestic Sales

Head: Markus Kaller +43 (0)5 0100 84239

Corporate Sales AT

Head: Christian Skopek +43 (0)5 0100 84146

Fixed Income & Credit Institutional Sales

Institutional Sales

Head: Manfred Neuwirth +43 (0)5 0100 84250

Bank and Institutional Sales

Head: Jürgen Niemeier +49 (0)30 8105800 5503

Institutional Sales AT, GER, LUX, CH

Head: Thomas Almen +43 (0)5 0100 84323

Bernd Bollhof +49 (0)30 8105800 5525

Rene Klasen +49 (0)30 8105800 5521

Marc Pichler +43 (0)5 0100 84118

Dirk Seefeld +49 (0)30 8105800 5523

Charles-Henry de Fontenilles +43 (0)50100 84115

Bank and Savingsbanks Sales

Head: Marc Friebertshäuser +49 (0)711 810400 5540

Mathias Gindele +49 (0)711 810400 5562

Andreas Goll +49 (0)711 810400 5561

Ulrich Inhofner +43 (0)50100 85544

Sven Kienzle +49 (0)711 810400 5541

Manfred Meyer +43 (0)5 0100 83213

Jörg Moritzen +49 (0)30 8105800 5581

Michael Schmotz +43 (0)5 0100 85542

Bernd Thaler +43 (0)5 0100 85583

Klaus Vosseler +49 (0)711 810400 5560

Institutional Sales CEE and International

Head: Jaromir Malak +43 (0)50100 84254

Central Bank and International Sales

Head: Margit Hraschek +43 (0)5 0100 84117

Daniel Kihak Na +852 2105 0392

Fiona Chan +852 2105 0396

Christian Kössler +43 (0)5 0100 84116

Institutional Sales PL and CIS

Pawel Kielek +48 22 544 5610

Institutional Sales Slovakia

Head: Peter Kniz +421 2 4862 5624

Sarlota Sipulova +421 2 4862 5629

Institutional Sales Czech Republic

Head: Ondrej Cech +420 2 2499 5577

Milan Bartos +420 2 2499 5562

Radek Chupik +420 2 2499 5565

Pavel Zdichynec +420 2 2499 5590

Institutional Sales Croatia

Head: Antun Buric +385 (0)7237 2439

Natalija Zujic +385 (0)7237 1638

Institutional Sales Hungary

Norbert Siklosi +36 1 2355 842

Attila Hollo +36 1 2355 846

Institutional Sales Romania

Head: Ciprian Mitu +40 373 516 532

Institutional Solutions and PM

Head: Zachary Carvell +43 (0)50100 83308

Brigitte Mayr +43 (0)50100 84781

Mikhail Roshal +43 (0)50100 84787

Christopher Lampe-Traupe +49 (0)30 8105800 5507

Erste Group Research

Währungsanalyse | Währungen | Schweizer Franken

2. Februar 2015

Disclaimer

Erste Group Bank AG

1010 Wien, Börsegasse

Telephone: +43 (0)5 0100- interior

14/DG1

This publication has been prepared by EG Research. This report is for information purposes only. Publications in the United Kingdom are available only to investment professionals, not private customers, as defined by the rules of the Financial Services Authority. Individuals who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on it.

The information contained herein has been obtained from public sources believed by EGB to be reliable, but which may not have been independently justified. No guarantees, representations or warranties are made as to its accuracy, completeness or suitability for any purpose.

This material is not intended as an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or any other action and will not form the basis or a part of any contract.

Neither EGB nor any of its affiliates, its respective directors, officers or employers accepts any liability whatsoever (in negligence or otherwise) for any loss howsoever arising from any use of this document or its contents or otherwise arising in connection therewith. Any opinion, estimate or projection expressed in this publication reflects the current judgement of the author(s) on the date of this report. They do not necessarily reflect the opinions of EGB and are subject to change without notice. EGB has no obligation to update, modify or amend this report or to otherwise notify a reader thereof in the event that any matter stated herein, or any opinion, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate.

The past performance of financial instruments is not indicative of future results. No assurance can be given that any financial instrument or issuer described herein would yield favourable investment results.

EGB, its affiliates, principals or employees may have a long or short position or may transact in the financial instrument(s) referred to herein or may trade in such financial instruments with other customers on a principal basis. EGB may act as a market maker in the financial instruments or companies discussed herein and may also perform or seek to perform investment banking services for those companies. EGB AG may act upon or use the information or conclusion contained in this report before it is distributed to other persons.

This report is subject to the copyright of EGB. No part of this publication may be copied or redistributed to persons or firms other than the authorised recipient without the prior written consent of EGB. By accepting this report, a recipient hereof agrees to be bound by the foregoing limitations.

Copyright: 2015 EGB AG. All rights reserved