

# Zinsausblick Eurozone: EZB nimmt Fahrt auf

Der erste Schritt im Leitzinsanhebungszyklus fiel größer aus als zunächst signalisiert. Die EZB bestrebt wohl, rasch ein zumindest neutrales Zinsniveau zu erreichen. Gefangen zwischen Inflations- und Konjunkturängsten dürfte die Volatilität von Kapitalmarktzinsen hoch bleiben.



## Eurozone Germany

<i>EZB strebt rasche Zinsnormalisierung an</i>	<b>1</b>
<i>Erhöhte Volatilität am Zinsmarkt bleibt bestehen</i>	<b>2</b>
<i>Zins- und Renditeausblick - Jahresprofil</i>	<b>5</b>
<i>Disclaimer</i>	<b>7</b>
<i>Analyst</i>	<b>12</b>

### Zins- und Renditeausblick: Quartalsprofil (in %, zu Periodenende)

	9.8.2022	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23
EZB Hauptrefinanzierungssatz	0,50	1,00	2,00	2,50	2,50
EZB Einlagesatz	0,00	0,50	1,50	2,00	2,00
Euribor 3M	0,32	0,75	1,75	2,10	2,10
DE Bund Rendite 2J	0,47	1,00	1,50	2,00	2,00
DE Bund Rendite 10J	0,92	1,40	1,60	1,80	1,80

Quelle: Refinitiv, RBI/Raiffeisen Research

### EZB strebt rasche Zinsnormalisierung an

Mitte Juli war es endlich so weit, die EZB beschloss die heiß ersehnte **erste Leitzinsanhebung seit mehr als einer Dekade**. Dabei erfolgte der Einstieg in den Zinsanhebungszyklus mit einem kleinen Knall. Nicht nur wurden die Leitzinsen mit einem Plus von 50 Basispunkten **etwas stärker erhöht als vorab angekündigt** und die Negativzinspolitik in einem Satz beendet. Die **Kommunikationsstrategie** wurde ebenfalls **geändert**. Seit Jahren war es üblich den Markt via „forward guidance“ den beabsichtigten geldpolitischen Pfad recht eng zu umreißen. Dies führte dazu, dass die EZB im Zweifelsfall an einem signalisierten Weg zunächst festhielt und eher langsam auf sich verändernde Bedingungen reagierte. In Zukunft will die Notenbank rein **datenabhängig entscheiden**. Natürlich werden die zukünftigen Absichten auch weiterhin grob kommuniziert, aber der Zinspfad wird nicht mehr für einen längeren Zeitraum festgezurrert. Wie auf der Juli Sitzung gezeigt, behält sich die EZB vor, sogar kurzfristig die Stellschrauben zu überdenken. Sie wird also **einerseits beweglicher, andererseits weniger berechenbar**. Somit wird die veränderte Kommunikation die Volatilität am Zinsmarkt im Vergleich zu früheren Jahren erhöhen bzw. ähnlich hochhalten wie in den vergangenen Wochen, da der Zinspfad mit jeder wichtigen Wirtschaftszahl in Bezug auf Tempo und Gesamtausmaß neu evaluiert werden muss.

Darüber hinaus interpretieren wir das Ergebnis der Juli Zinssitzung als eine Entscheidung zu einer grundlegenden Absicht: **Frontloading**. Der Einstieg in die Zinsnormalisierung – so nennt es die EZB – mit einen **50 BP Schritt** sehen wir als **Signal für das Tempo der angestrebten Zinsnormalisierung**. Die Notenbank hat sich unserer Interpretation nach von der vorher kommunizierten graduellen Vorgehensweise verabschiedet. Wir

**Gottfried STEINDL**

*Analyst Editor*

+43 1 71707-1523

gottfried.steindl@rbinternational.com

rechnen damit, dass im September die Leitzinsen um zumindest 50 BP angehoben werden und schon bis Ende dieses Jahres das neutrale („normale“) Zinsniveau erreicht werden soll. Letzteres setzen wird bei 1,5 % für den Einlagesatz und 2,0 % für den Hauptrefinanzierungssatz an. In der Praxis ist das neutrale Zinsniveau nicht exakt bestimmbar und die EZB hat bisher explizit vermieden ihre Einschätzung dazu öffentlich zu machen. Da wir angesichts der Abkehr von der „forward guidance“ den Ausführungen von Präsidentin Lagarde nunmehr weniger Gewicht geben, halten wir es für **wahrscheinlich**, dass die EZB das Leitzinsniveau nicht nur normalisieren wird, sondern die **Zinspolitik nächstes Jahr zumindest zeitweise restriktiv gestalten** wird. Immerhin rechnen wir mit höheren Inflationsraten als zuletzt von der EZB prognostiziert und ausgeprägtere Übertragungseffekte der Energiepreisexplosion auf Güter- und Dienstleistungspreise als von der Notenbank unterstellt. Und im Zweifelsfall dürfte die Notenbank aufgrund ihres klaren Mandats die Inflationsbekämpfung über eine Konjunkturstützung stellen.

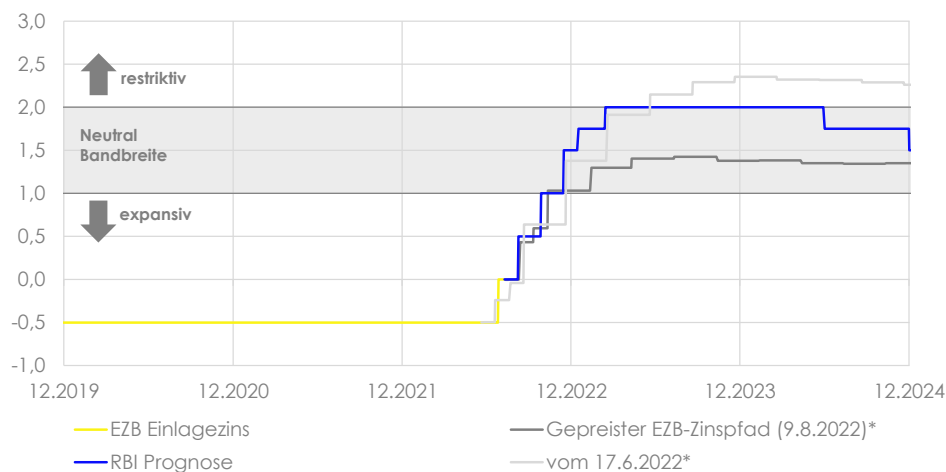
Zusätzlich zu Leitzinsen sind **weitere Instrumente der Geldpolitik** ein wichtiges Thema. Vor allem das neue **Instrument zur Sicherung der Transmission** (Transmission Protection Instrument (TPI)) steht seit Wochen im Fokus der Märkte. Mithilfe dieses Anleihekaufprogramms soll einer ungerechtfertigten und ungeordneten Marktdynamik vorrangig am Staatsanleihenmarkt entgegengewirkt werden. Gegeben gewisser Voraussetzungen zur Aktivierung sollen mittels (im Vorhinein unbeschränkte) Zukäufe von Anleihen von unter Druck stehenden Ländern Spreads auf einem als fair erachteten Niveau gehalten werden, um eine möglichst einheitliche Wirkung der Geldpolitik quer über den Euroraum zu gewährleisten. Die bislang bekannt gegebene Details lassen aber noch viele Fragen offen. Zwar wurden die Aktivierungskriterien beschrieben, die Beurteilungskriterien von „fairem Spreadniveau“ liegen dagegen völlig im Dunkeln (und werden laut Präsidentin Lagarde möglicherweise nicht genau bekannt gemacht). Andere Details sorgen sogar für Verwirrung: Z.B. sollen Zukäufe die Notenbankbilanz nicht erhöhen, was nur durch spiegelbildliche Verkäufe von anderen Staatsanleihen zu erreichen ist. Selbst auf Nachfrage konnte Präsidentin Lagarde bei der Juli Zinssitzung dieses Thema (Sterilisation von Notenbankkäufen) nicht klären. Im Kern ist zu erkennen, dass sich der **EZB Rat bei der Aktivierung, Ziel und wohl auch Mittelumfang die Entscheidungsgewalt sichert**. Dieses Instrument wird also weniger nach vorher bekannten Regeln und stärker auf Basis der Mehrheitsfindung im EZB Rat betrieben. Die Kommunikation lässt zudem einen gewissen Abgleich der Interessen vermuten. Der **Beschluss eines Transmissionssicherungs-Instruments** (TPI) scheint Vertretern einer vorsichtigen Vorgehensweise zu bedienen und im Gegenzug **Platz zu schaffen, für ein rigideres Vorgehen bei den Leitzinsen**. Diese Logik könnte prägend für den anstehenden Leitzinserhöhungszyklus und selbst für den langfristigen Leitzinsausblick sein: Je generöser die Entscheidungen zu den Anleihekaufprogrammen in Zukunft ausfallen (Dauer von Reinvestitionen, Fokus der Ankäufe auf „schwache“ Emittenten, etc.) desto stärker könnten die Schrauben bei den Leitzinsen angezogen werden (weg vom komplementären Einsatz der Instrumente hin zu substitutiv).

### **Erhöhte Volatilität am Zinsmarkt bleibt bestehen**

Am **Zinsmarkt** waren die Bewegungen in den vergangenen Wochen nicht nur beachtlich, sondern aus unserer Sicht auch erstaunlich. Die **Renditen für deutsche Staatsanleihen bzw. Swapsätze** mit einer **Laufzeit von zehn Jahren** haben sich **seit Mitte Juni** um rund 100 Basispunkte (BP) **reduziert**. Dies ging erstens mit einem leichten **Rückgang der längerfristigen Inflationserwartungen** einher. Die Monat für Monat steigenden Inflationsraten machte die Marktteilnehmer zuletzt nicht mehr nervös. Dies könnte der vom Ausmaß unerwartet große Leitzinsanhebung im Juli (50 BP statt 25 BP) geschuldet sein – der Zinsmarkt vertraut also darauf, dass die EZB ausreichend entschieden gegen Inflationsgefahren vorgeht. Allerdings haben sich zweitens in den letzten Wochen die **mittelfristigen Leitzinserwartungen** um mehr als 100 BP **reduziert**. Wurde in der Spitze das Ende des Leitzinszyklus bei rund 2,5 % gepreist (Einlagesatz), so trauen

die Marktakteure der EZB auf Jahressicht nur mehr 1,25 bis 1,50 % zu. Als Erklärung könnte dienen, dass ein früheres, forsches Auftreten der Notenbank mittelfristig weniger Leitzinsanhebungen notwendig macht (frontloading).

### Markt glaubt Vorziehen von Zinsanhebungen bedeutet in Summe weniger



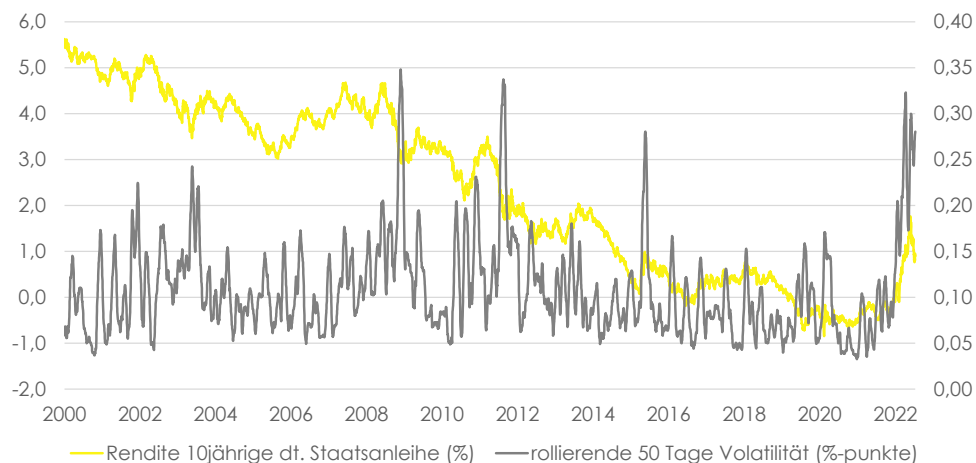
\* basierend auf €STR OIS Forwards zum angegebenen Datum

Quelle: Refinitiv, RBI/Raiffeisen Research

Weiters werden oft **Konjunktursorgen** als Treiber für den Renditerückgang und der verringerten Leitzinserwartungen genannt. Dieser Erklärungsansatz passt aber wohl nicht zu der guten Performance von risky assets (Aktien) in den letzten Wochen. Selbst die Spreads für italienische Anleihen konnten sich trotz eher vager Unterstützung durch die Geldpolitik (viele Details des neues Anleihekaufprogramms TPI fehlen noch) und politischer Krise einengen. Nichtsdestotrotz: Konjunktursorgen erachten wir in weiterer Folge als angebracht. Der aus unserer Sicht anhaltende Engpass von Energiegütern wird die Wirtschaft belasten und wir rechnen bis ins kommende Frühjahr mit einer stagnierenden gesamtwirtschaftlichen Aktivität (inkl. Industrierezession). Gleichzeitig sehen wir die Teuerung für längere Zeit auf einem sehr hohen Niveau. Die seit kurzem vorherrschende Marktannahme, dass die EZB nur auf ein paar rasche Zinsanhebungen aus ist und die Leitzinsen nicht einmal auf ein neutrales Niveau heben wird, erachten wir als mögliches aber nicht sehr wahrscheinliches Szenario. Auf Basis unserer Inflationsschätzung dürfte sich die EZB zu mehr Leitzinsanhebungen gezwungen sehen als nunmehr am Markt gepreist sind. Insofern trauen wir auch dem jüngsten Renditerückgang bei deutschen Staatsanleihen und EUR Swapsätzen nicht über den Weg und rechnen im **weiteren Jahresverlauf mit einer starken Aufwärtsbewegung**.

Zuletzt noch zwei Anmerkungen zur **Marktdynamik** am **Zinsmarkt**. Erstens: Die enormen Ausschläge beim erwarteten Leitzinspfad innerhalb kurzer Zeit und die somit **hohe Volatilität** bei deutschen Staatsanleiherenditen und Swapsätzen entlang der gesamten Laufzeitenkurve begründet sich in der nunmehr fehlenden „forward guidance“ durch die EZB. Diese hat nach mehreren Jahren eingestellt (Juli Sitzung), die Absicht zum weiteren Leitzinspfad explizit zu kommunizieren. Insofern muss auch weiterhin – je nach Datenlage und Marktstimmung – mit einem raschen **Hin und Her der Zinserwartungen** und einer **hohen Schwankungsbreite bei deutschen Staatsanleiherenditen und Swapsätzen gerechnet** werden.

### Historische hohe Schwankungsbreite am Zinsmarkt



Quelle: Refinitiv, RBI/Raiffeisen Research

Zweitens: Am Zinsmarkt treten **Saisonalitäten** auf. Im Sommer kam es in der Vergangenheit oft zu merklichen Rückgängen von Renditen für langfristige deutsche Staatsanleihen. Dieser Faktor dreht sich im Herbst. Vor allem im Oktober weisen statistische Untersuchungen eine signifikante Aufwärtsentwicklung bei langjährigen deutschen Anleiherenditen aus. Da der erste Teil dieses regelmäßigen Musters in diesem Jahr zu beobachten war, erwarten wir, dass sich auch der zweite Teil erfüllen wird.

## Zins- und Renditeausblick - Jahresprofil

in %, zu Periodenende	9.8.2022	Q4'22	Q4'23	Q4'24	Q4'25
<b>Leitzinsen</b>					
Hauptrefinanzierungssatz	0,50	2,00	2,50	2,00	2,00
Einlagezins	0,00	1,50	2,00	1,50	1,50
<b>Geldmarkt</b>					
€STR	-0,09	1,45	1,95	1,45	1,50
Euribor 1M	-0,02	1,50	2,00	1,50	1,60
Euribor 3M	0,32	1,75	2,05	1,60	1,75
Euribor 6M	0,74	1,90	2,10	1,70	1,80
Euribor 12M	1,11	2,10	2,15	1,90	2,00
<b>Staatsanleihen</b>					
DE Bund Rendite 2J	0,47	1,50	1,90	1,70	1,70
DE Bund Rendite 5J	0,70	1,55	1,85	1,80	1,80
DE Bund Rendite 10J	0,92	1,60	1,90	1,90	1,90
DE Bund Rendite 30J	1,14	1,70	2,10	2,10	2,10
<b>Zinsswaps*</b>					
EUR IRS 2J	1,34	2,20	2,40	2,05	2,05
EUR IRS 5J	1,55	2,30	2,30	2,15	2,10
EUR IRS 10J	1,80	2,40	2,30	2,20	2,15
in %, Durchschnittswerte	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Leitzinsen</b>					
Hauptrefinanzierungssatz	0,00	0,75	2,40	2,30	2,00
Einlagezins	-0,50	0,25	1,90	1,80	1,50
<b>Geldmarkt</b>					
€STR	-0,57	0,17	1,85	1,75	1,45
Euribor 1M	-0,56	0,25	1,90	1,80	1,55
Euribor 3M	-0,55	0,40	2,00	1,85	1,65
Euribor 6M	-0,52	0,70	2,10	1,90	1,75
Euribor 12M	-0,49	0,95	2,25	1,95	1,95
<b>Staatsanleihen</b>					
DE Bund Rendite 2J	-0,70	0,65	1,90	1,75	1,70
DE Bund Rendite 5J	-0,62	1,00	1,80	1,80	1,80
DE Bund Rendite 10J	-0,31	1,15	1,80	1,90	1,90
DE Bund Rendite 30J	0,16	1,30	1,90	2,10	2,10
<b>Zinsswaps*</b>					
EUR IRS 2J	-0,45	1,35	2,45	2,20	2,05
EUR IRS 5J	-0,27	1,65	2,40	2,20	2,10
EUR IRS 10J	0,05	1,85	2,40	2,25	2,15

\*gegenüber Euribor 6M

Quelle: Refinitiv, RBI/Raiffeisen Research

### Terminkalender Sitzungen des EZB Rates\*

08.09.2022	Frankfurt	neue Wirtschaftsprognosen
27.10.2022	Frankfurt	
15.12.2022	Frankfurt	neue Wirtschaftsprognosen
02.02.2023	Frankfurt	
16.03.2023	Frankfurt	neue Wirtschaftsprognosen
04.05.2023	Frankfurt	
15.06.2023	Frankfurt	neue Wirtschaftsprognosen
27.07.2023	Frankfurt	
14.09.2023	Frankfurt	neue Wirtschaftsprognosen
26.10.2023	Frankfurt	
14.12.2023	Frankfurt	neue Wirtschaftsprognosen

\*Angeführt sind jene Sitzungen, auf denen geldpolitische Beschlüsse am Programm stehen, welche anschließend in einer Pressekonferenz kommuniziert werden. In der Regel finden Veränderungen in der Geldpolitik (z.B.: Leitzinsänderungen) nur zu diesen Terminen statt.

Quelle: EZB

### Wirtschaftsprognosen Eurozone (% p.a.)

		2022	2023	2024
BIP-Wachstum	EZB*	2,8	2,1	2,1
	RBI	3,0	1,0	2,0
Inflation - gesamt	EZB*	6,8	3,5	2,1
	RBI	7,5	4,0	2,2
Inflation - Kernrate	EZB*	3,3	2,8	2,3
	RBI	3,6	3,5	2,2

\*Basisszenario Juni 2022

Quelle: EZB, RBI/Raiffeisen Research

## Offenlegungen

### 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 Finanzindex oder einer Wertpapierdienstleistung. Dies gilt insbesondere, falls das Finanzinstrument, der Finanzindex oder die Wertpapierdienstleistung seit weniger als 12 Monaten angeboten wird. Insbesondere ist dann dieser besonders kurze Vergleichszeitraum kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.
- Die Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Finanzindex oder einer Wertpapierdienstleistung wird durch Provisionen, Gebühren und andere Entgelte reduziert, die von den individuellen Umständen des Investors abhängen.
- Infolge von Währungsschwankungen kann das Veranlagungsergebnis eines Finanzinstruments sowie einer Finanz- oder Wertpapierdienstleistung steigen oder fallen.
- Prognosen zu zukünftigen Entwicklungen beruhen auf reinen Schätzungen und Annahmen. Die tatsächliche zukünftige Entwicklung kann von der Prognose abweichen. Prognosen sind daher kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse und Entwicklungen eines Finanzinstruments, eines Finanzindex oder einer Wertpapierdienstleistung.

Diese Publikation ist ein kurzfristiger Marktkommentar, der eine Zusammenfassung zu Wirtschaftsdaten und Ereignissen unter anderem in Bezug auf Finanzinstrumente und deren Emittenten enthält, die weder begründet ist, noch eine substantielle Analyse enthält.

Die in dieser Publikation allfällig enthaltenen und als solche bezeichneten Informationen/Empfehlungen von Analysten aus Tochterbanken der RBI werden unter der Verantwortung der RBI unverändert weitergegeben.

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

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

Offenlegung von Umständen und Interessen, die die Objektivität der RBI gefährden könnten: [www.raiffeisenresearch.com/disclosuresobjectivity](http://www.raiffeisenresearch.com/disclosuresobjectivity)

Detaillierte Informationen zu Empfehlungen der dieser Publikation unmittelbar vorausgehenden 12 Monate zu Finanzinstrumenten und Emittenten (gem. Art. 4 (1) i) Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 vom 9. März 2016) sind verfügbar unter: [https://raiffeisenresearch.com/web/rbi-research-portal/recommendation\\_history](https://raiffeisenresearch.com/web/rbi-research-portal/recommendation_history).

#### Government bonds

Outright: Recommendations concerning financial instruments or issuers (disseminated during a period of 12 months prior to this publication), which offer from recommendations made in this publication with a recommendation horizon of 1-4 months

Issuer	Germany		
Maturity segment	2Y Bund DE	5Y Bund DE	10Y Bund DE
09.08.2022	Sell	Sell	Hold
30.06.2022	Sell	Sell	Hold
08.04.2022	Sell		Hold
01.04.2022	Sell		Hold
22.03.2022	Sell	Hold	Hold
18.02.2022	Sell	Sell	Sell
23.12.2021	Sell	Sell	Hold
06.12.2021	Sell	Sell	Hold

<b>01.10.2021</b>	Sell	Sell	Hold
<b>20.09.2021</b>	Sell	Sell	Sell

Quelle: Refinitiv, RBI/Raiffeisen Research

#### Government bonds

Outright: Recommendations concerning financial instruments or issuers (disseminated during a period of 12 months prior to this publication), which offer from recommendations made in this publication with a recommendation horizon of 9-12 months

Issuer	Germany		
	2Y Bund DE	5Y Bund DE	10Y Bund DE
<b>09.08.2022</b>	Sell	Sell	Sell
<b>30.06.2022</b>	Sell	Sell	Sell
<b>08.04.2022</b>	Sell		Sell
<b>01.04.2022</b>	Sell		Sell
<b>22.03.2022</b>	Sell	Sell	Sell
<b>18.02.2022</b>	Sell	Sell	Sell
<b>23.12.2021</b>	Sell	Sell	Sell
<b>06.12.2021</b>	Sell	Sell	Sell
<b>01.10.2021</b>	Sell	Sell	Sell
<b>20.09.2021</b>	Sell	Sell	Sell

Quelle: Refinitiv, RBI/Raiffeisen Research

Verteilung aller Empfehlungen für die dem Erstellungsdatum der Publikation vorhergehenden 12 Monate (Spalte A) sowie die Verteilung der Empfehlungen, in deren Zusammenhang in den letzten 12 Monaten Wertpapierdienstleistungen gemäß Anhang I Abschnitte A (Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten) und B (Nebendienstleistungen) der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates („Spezielle Dienstleistungen“) erbracht wurden (Spalte B).

	Spalte A	Spalte B
Anlageempfehlung	Alle Empfehlungen aller Finanzinstrumente (vorhergehende 12 Monate)	Alle Empfehlungen aller Finanzinstrumente (vorhergehende 12 Monate)
Kauf -Empfehlungen	57.0%	53.7%
Halten -Empfehlungen	23.8%	25.0%
Verkaufs -Empfehlungen	19.3%	21.3%

Verteilung aller Empfehlungen für die dem Erstellungsdatum der Publikation vorhergehenden 3 Monate (Spalte A) sowie die Verteilung der Empfehlungen, in deren Zusammenhang in den letzten 3 Monaten Wertpapierdienstleistungen gemäß Anhang I Abschnitte A (Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten) und B Nebendienstleistungen) der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates („Spezielle Dienstleistungen“) erbracht wurden (Spalte B).

	Spalte A	Spalte B
Anlageempfehlung	Alle Empfehlungen aller Finanzinstrumente (vorhergehende 3 Monate)	Alle Empfehlungen aller Finanzinstrumente (vorhergehende 3 Monate)
Kauf -Empfehlungen	28.6%	40.9%
Halten -Empfehlungen	45.2%	31.8%
Verkaufs -Empfehlungen	26.2%	27.3%

#### Disclaimer

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

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



Raiffeisen RESEARCH ist eine Organisationseinheit der RBI.

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

Dieses Dokument dient zu Informationszwecken und darf nicht ohne Zustimmung der RBI vervielfältigt oder an andere Personen weiterverteilt werden. Dieses Dokument ist eine makroökonomische Analyse, die keine Empfehlungen im Hinblick auf Finanzinstrumente, Finanzindices oder Emittenten von Finanzinstrumenten enthält. Dieses Dokument ist weder ein Angebot, noch eine Einladung zur Angebotsstellung, noch ein Prospekt im Sinne des KMG oder des Börsegesetzes oder eines vergleichbaren ausländischen Gesetzes. Eine Anlageentscheidung hinsichtlich eines Finanzinstruments, eines Finanzproduktes oder einer Veranlagung (alle nachfolgend „Produkt“) hat auf Grundlage eines genehmigten und veröffentlichten Prospektes oder der vollständigen Dokumentation des entsprechenden Produkts zu erfolgen und nicht auf 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 Finanzinstruments, eines Finanzproduktes oder einer Veranlagung dar. Eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung in Bezug auf den Kauf oder Verkauf eines der genannten Produkte kann bei Ihrem Bankberater eingeholt werden.

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 als in Märkten mit einer etablierten Infrastruktur. Die Liquidität von Aktien/Finanzinstrumenten ist unter anderem von der Anzahl der Market Maker beeinflussbar. Beide Umstände können zu einem erhöhten Risiko hinsichtlich der Sicherheit einer unter Berücksichtigung der in diesem Dokument enthaltenen Informationen getätigten Investition führen.

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

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

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

**SONDERREGELN FÜR DAS VEREINIGTE KÖNIGREICH GROSSBRITANNIEN UND NORDIRLAND (UK):** Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot im Sinne des Kapitalmarktgesetzes („KMG“) dar, noch einen Prospekt im Sinne des KMG oder des Börsegesetzes. 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. 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 FCA sind auf Anfrage erhältlich. Diese Veröffentlichung ist nicht für Investoren gedacht, die im Sinne der FCA-Regeln Endkunden sind, und darf daher nicht an sie verteilt werden. Weder die in diesem Dokument enthaltenen Informationen noch die darin geäußerten Meinungen stellen ein Angebot oder eine Aufforderung zu einem Angebot zum Kauf (oder Verkauf) von Anlagen dar und sind nicht derart auszulegen. Die RBI könnte eine Own Account Transaction (Transaktion in eigener Sache) im Sinne der FCA-Regeln in jede hierin erwähnte oder damit verbundene Anlage getätigt haben und als Folge einen Anteil oder eine Beteiligung an besagter Anlage halten. Die RBI könnte als Manager oder Co-Manager eines öffentlichen Angebots jedes in diesem Bericht erwähnten und/oder damit verbundenen Wertpapiers handeln oder gehandelt haben.

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

**SPEZIFISCHE INFORMATIONEN FÜR DIE VEREINIGTEN STAATEN VON AMERIKA UND KANADA:** Dieses Research-Dokument ist ausschließlich für institutionelle Investoren bestimmt und unterliegt nicht allen Unabhängigkeits- und Offenlegungsstandards, die für die Erstellung von Research-Unterlagen für Kleinanleger/Privatanleger anwendbar sind. Dieser Bericht wurde Ihnen durch die RB International Markets (USA) LLC (abgekürzt „RBIM“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer übermittelt, wurde jedoch von unserem nicht-US-amerikanischen Verbundunternehmen Raiffeisen Bank International AG („RBI“) erstellt. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die Gegenstand dieses Berichts sind, muss bei der RBIM platziert werden. Die RBIM ist unter folgender Adresse erreichbar: 1177, Avenue of the Americas, 5th Floor, New York, NY 10036, Telefon +1 (212) 600-2588. Dieses Dokument wurde außerhalb der Vereinigten Staaten von einem oder mehreren Analysten erstellt, für die möglicherweise Vorschriften hinsichtlich der Erstellung von Berichten und der Unabhängigkeit von Forschungsanalysten nicht 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 Berichts. Jene Wertpapiere, die nicht in den Vereinigten Staaten registriert sind, dürfen weder innerhalb der Vereinigten Staaten noch einer US-amerikanischen Person direkt oder indirekt angeboten oder verkauft werden (im Sinne der Regulation S des Securities Act of 1933, abgekürzt „Wertpapiergesetz“), es sei denn, es liegt eine Ausnahme gemäß dem Wertpapiergesetz vor. Dieser Bericht stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers im Sinne von Abschnitt 5 des Wertpapiergesetzes dar, noch bildet dieser Bericht oder irgendeine hierin enthaltene Information die Grundlage eines Vertrages oder einer Verpflichtung irgendeiner Art. Dieser Bericht stellt lediglich allgemeine Informationen zur Verfügung. In Kanada darf er nur an Personen mit Wohnsitz in Kanada verteilt werden, die aufgrund ihrer Befreiung von der 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.

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

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

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

HINWEIS FÜR DAS FÜRSTENTUM LIECHTENSTEIN: Die RICHTLINIE 2003/125/EG DER KOMMISSION vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten wurde im Fürstentum Liechtenstein durch die Finanzanalyse-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 diese, soweit sie von den übrigen Bestimmungen trennbar ist, so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Disclaimers. In keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.


## PETER BREZINSCEK

📍 Austria  ,  
 ✉ [peter.brezinscek@rbinternational.com](mailto:peter.brezinscek@rbinternational.com)


## MATTHIAS REITH

📍 Austria  ,  
 ✉ [matthias.reith@rbinternational.com](mailto:matthias.reith@rbinternational.com)

## FRANZ ZOBL

📍 Austria  ,  
 ✉ [franz.zobl@rbinternational.com](mailto:franz.zobl@rbinternational.com)


## VALBONA GJEKA

📍 Albania  ,  
 ✉ [valbona.gjeka@raiffeisen.al](mailto:valbona.gjeka@raiffeisen.al)


## OLGA ZHEGULO

📍 Belarus  ,  
 ✉ [olga.zhegulo@priorbank.by](mailto:olga.zhegulo@priorbank.by)


## MIRZA ZORNIC

📍 Bosnia Herzegovina  ,  
 ✉ [mirza.zornic@raiffeisengroup.ba](mailto:mirza.zornic@raiffeisengroup.ba)

## HELENA HORSKA

📍 Czech Republic  ,  
 ✉ [Helena.Horska@rb.cz](mailto:Helena.Horska@rb.cz)

## GERGELY PÁLFFY

📍 Hungary  ,  
 ✉ [gergely.palfy@raiffeisen.hu](mailto:gergely.palfy@raiffeisen.hu)


## NICOLAE COVRIG

📍 Romania  ,  
 ✉ [Nicolae.Covrig@raiffeisen.ro](mailto:Nicolae.Covrig@raiffeisen.ro)


## ANASTASIA BAYKOVA

📍 Russia  ,  
 ✉ [ABAIKOVA@raiffeisen.ru](mailto:ABAIKOVA@raiffeisen.ru)


## LJILJANA GRUBIC

📍 Serbia  ,  
 ✉ [ljljana.grubic@raiffeisenbank.rs](mailto:ljljana.grubic@raiffeisenbank.rs)


## OLEKSANDR PECHERYTSYN

📍 Ukraine  ,  
 ✉ [oleksandr.pecherytsyn@raiffeisen.ua](mailto:oleksandr.pecherytsyn@raiffeisen.ua)


## GUNTER DEUBER

📍 Austria  ,  
 ✉ [gunter.deuber@rbinternational.com](mailto:gunter.deuber@rbinternational.com)


## GOTTFRIED STEINDL

📍 Austria  ,  
 ✉ [gottfried.steindl@rbinternational.com](mailto:gottfried.steindl@rbinternational.com)


## PETER ÖHLINGER

📍 Austria  ,  
 ✉ [peter.oehlinger@rbinternational.com](mailto:peter.oehlinger@rbinternational.com)


## FJORENT RRUSHI

📍 Albania  ,  
 ✉ [Fjorent.Rrushi@raiffeisen.al](mailto:Fjorent.Rrushi@raiffeisen.al)


## ASJA GRDJO

📍 Bosnia Herzegovina  ,  
 ✉ [asja.grdjo@raiffeisengroup.ba](mailto:asja.grdjo@raiffeisengroup.ba)


## ANA LESAR

📍 Croatia  ,  
 ✉ [ana.lesar@rba.hr](mailto:ana.lesar@rba.hr)


## DAVID VAGENKNECHT

📍 Czech Republic  ,  
 ✉ [david.vagenknecht@rb.cz](mailto:david.vagenknecht@rb.cz)


## ZOLTÁN TÖRÖK

📍 Hungary  ,  
 ✉ [torok.zoltan@raiffeisen.hu](mailto:torok.zoltan@raiffeisen.hu)


## ANDREEA-ELENA DRAGHIA

📍 Romania  ,  
 ✉ [Andreea-Elena.DRAGHIA@raiffeisen.ro](mailto:Andreea-Elena.DRAGHIA@raiffeisen.ro)

## GREGORY CHEPKOV

📍 Russia  ,  
 ✉ [grigory.chepkov@raiffeisen.ru](mailto:grigory.chepkov@raiffeisen.ru)



## TIBOR LORINCZ

📍 Slovakia  ,  
 ✉ [tibor\\_lorincz@tatrabanka.sk](mailto:tibor_lorincz@tatrabanka.sk)


## CASPER ENGELEN

📍 Austria  ,  
 ✉ [casper.engelen@rbinternational.com](mailto:casper.engelen@rbinternational.com)


## ANNE VALDER

📍 Austria  German,  ,  
 ✉ [anne.valder@rbinternational.com](mailto:anne.valder@rbinternational.com)


## BRISIDA BUZI

📍 Albania  ,  
 ✉ [Brisida.BUZI@raiffeisen.al](mailto:Brisida.BUZI@raiffeisen.al)

## ARISTEA VLLAHU

📍 Albania  ,  
 ✉ [Aristea.Vllahu@raiffeisen.al](mailto:Aristea.Vllahu@raiffeisen.al)


## IVONA ZAMETICA

📍 Bosnia Herzegovina  ,  
 ✉ [ivona.zametica@raiffeisengroup.ba](mailto:ivona.zametica@raiffeisengroup.ba)


## ZRINKA ZIVKOVIC-MATIJEVIC

📍 Croatia  ,  
 ✉ [zrinka.zivkovic-matijevic@rba.hr](mailto:zrinka.zivkovic-matijevic@rba.hr)

## LEVENTE BLAHÓ

📍 Hungary  ,  
 ✉ [levente.blaho@raiffeisen.hu](mailto:levente.blaho@raiffeisen.hu)


## DOROTA STRAUCH

📍 Poland  ,  
 ✉ [dorota.strauch@raiffeisen.pl](mailto:dorota.strauch@raiffeisen.pl)


## IONUT DUMITRU

📍 Romania  ,  
 ✉ [Ionut.Dumitru@raiffeisen.ro](mailto:Ionut.Dumitru@raiffeisen.ro)

## STANISLAV MURASHOV

📍 Russia  ,  
 ✉ [stanislav.murashov@raiffeisen.ru](mailto:stanislav.murashov@raiffeisen.ru)

## SERHII KOLODII

📍 Ukraine  ,  
 ✉ [serhii.kolodii@raiffeisen.ua](mailto:serhii.kolodii@raiffeisen.ua)

## Impressum

Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation: 09.08.2022 16:54 (MESZ);

Zeitpunkt der erstmaligen Weitergabe dieser Publikation: 09.08.2022 16:54 (MESZ)

## Informationen gemäß § 5 E-Commerce Gesetz

**Raiffeisen Bank International AG** Firmensitz: Am Stadtpark 9, 1030 Wien Postanschrift: 1010 Wien, Postfach 50 Telefon: +43-1-71707-1846 Fax: +43-1-71707-1848

Firmenbuchnummer: FN 122119m beim Handelsgericht Wien Umsatzsteuer-Identifikationsnummer: UID ATU 57531200 Österreichisches Datenverarbeitungsregister: Datenverarbeitungsregisternummer (DVR): 4002771 S.W.I.F.T.-Code: RZBA AT WW

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

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

## Angaben nach dem österreichischen Mediengesetz

**Herausgeber und Redaktion dieser Publikation** Raiffeisen Bank International AG Am Stadtpark 9, A-1030 Wien

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

**Vorstand von Raiffeisen RESEARCH – Verein zur Verbreitung von volkswirtschaftlichen Analysen und Finanzmarktanalysen:** Mag. Peter Brezinschek (Obmann), Mag. Helge Rechberger (Obmann-Stv.) Raiffeisen RESEARCH – Verein zur Verbreitung von volkswirtschaftlichen Analysen und Finanzmarktanalysen ist als behördlich registrierter Verein konstituiert. Zweck und Tätigkeit des Vereins ist unter anderem die Verbreitung von Analysen, Daten, Prognosen und Berichten und ähnlichen Publikationen bezogen auf die österreichische und internationale Volkswirtschaft und den Finanzmarkt.

## Grundlegende inhaltliche Richtung dieser Publikation

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

**Hersteller dieser Publikation** Raiffeisen Bank International AG Am Stadtpark 9, A-1030 Wien