



 **Raiffeisen**  
Research

 **WIRTSCHAFTSBUND**  
BURGENLAND

## Der richtige Umgang mit Zinsen und Krediten

Gunter Deuber, Chefvolkswirt, Bereichsleiter Volkswirtschaft & Finanzmärkte, Raiffeisen Research  
Raiffeisen Bank International AG, Wien





**Lange „zu niedrige“ Inflation im Euroraum, expansive EZB-Geldpolitik an allen Fronten (Zinspolitik & Bilanzpolitik)**



**Inflation: Marathon gerade erst begonnen - Zinsen: Kein schneller Abstieg  
Zinsgipfel und kein rascher Ausstieg restriktive Geldpolitik**

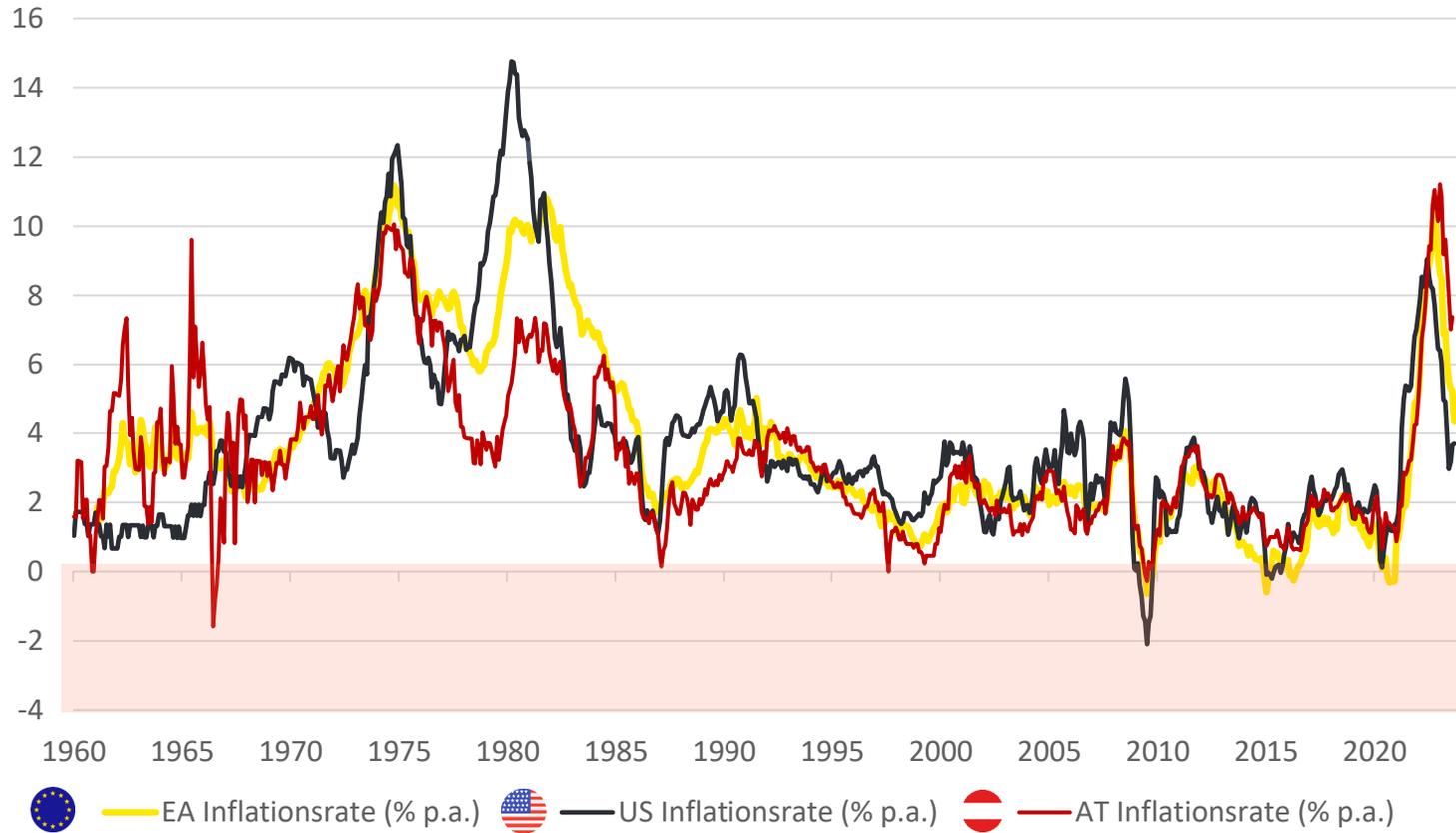


**Normalisierung der Zins- und Veranlagungslandschaft, Verzerrungen der  
Vergangenheit und differenzierte Betrachtung notwendig**

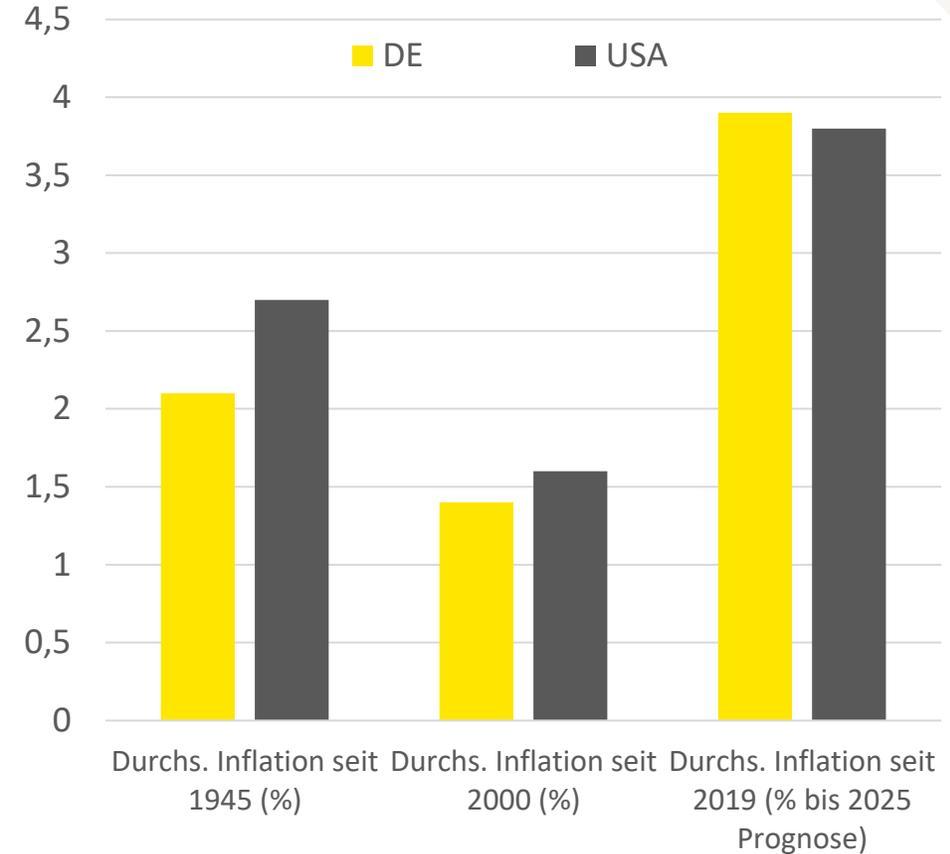


**Diskussion**

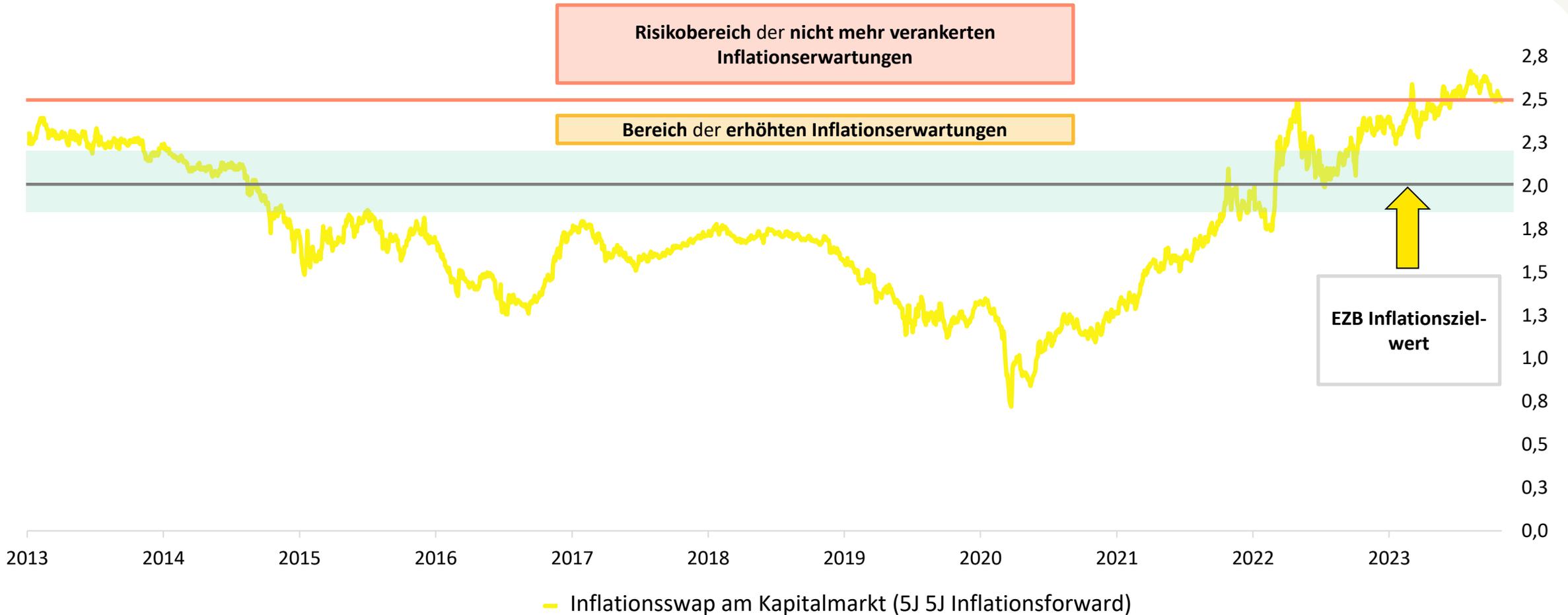
# Inflation: Langer Blick & warum EZB lange kalte Füße auf Deflationsseite hatte



Quelle: Refinitiv, RBI/Raiffeisen Research



- Seit 1990er Jahren Trend zu global niedrigen Inflationsraten ... Erfolg Notenbanken? .... Nicht nur, **Globaltrends**, die sich **teils umkehren**
- Langes **Verfehlen** des **Inflationsziels** bei EZB, bei deflationären Risiken bzw. **Geldpolitik** des „aggressiven“ Anchiebens der Inflation bzw. **Inflationserwartungen**

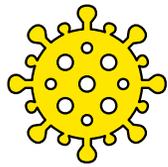


— Inflationsswap am Kapitalmarkt (5J 5J Inflationforward)

Quelle: Refinitiv, RBI/Raiffeisen Research

- **Inflationserwartungen** (am Kapitalmarkt) als zentrale **geldpolitische Größe**, hier EZB lange unter Druck, mit leichten Entspannungssignalen zuletzt

# Eurozone & Österreich Inflation: Ohne und mit Ukraine-Krieg



## Inflationsprognosen (% gg. Vorjahr)



Eurozone



Österreich

2020

2021

2022

2023

2024

2022

2023e

2024f

0,3

2,6

3,6

1,7

1,6

8,4

5,6

3,1

1,4

2,8

3,6

2,6

2,1

8,6

7,6

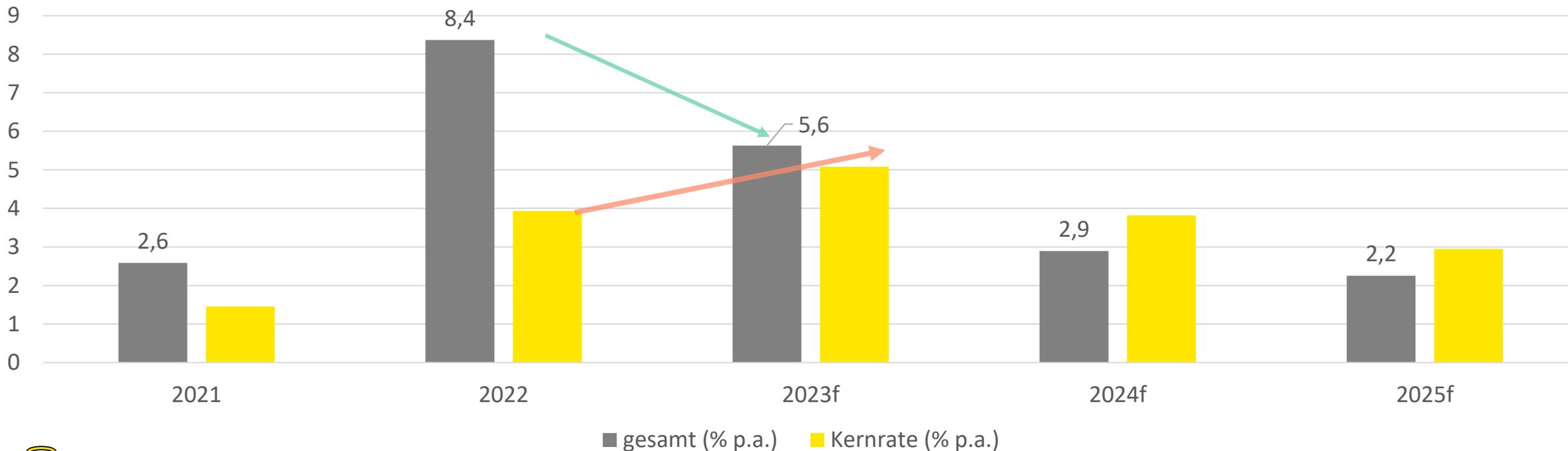
3,8

Quelle: Refinitiv, RBI/Raiffeisen Research

- **COVID-19 Krise** als besonderer **deflationärer Schock** mit darauf folgender **erkennbarer Inflationsdynamik**, teils auch Folge der Krisenbekämpfung, besonders auch in Österreich
- **Moderate Verfehlungen** des **Inflationsziel** bereits absehbar **vor Ukraine-Krieg** (siehe Tabelle, Prognosen vom Jänner 2022) ... **Ukraine-Krieg** als **Komplett-Szenarioänderung** mit Parallelen zu den 1970er Jahren
- **Inflationsausblick aktuell: Verfehlung** des **Inflationsziels bis 2025**, Hochinflationsphasen eher Dauer 3-4 Jahre, **aktuelle geopolitische Entwicklungen** (Naher Osten) mit Verlängerungsrisiken für Stagflationsrezession



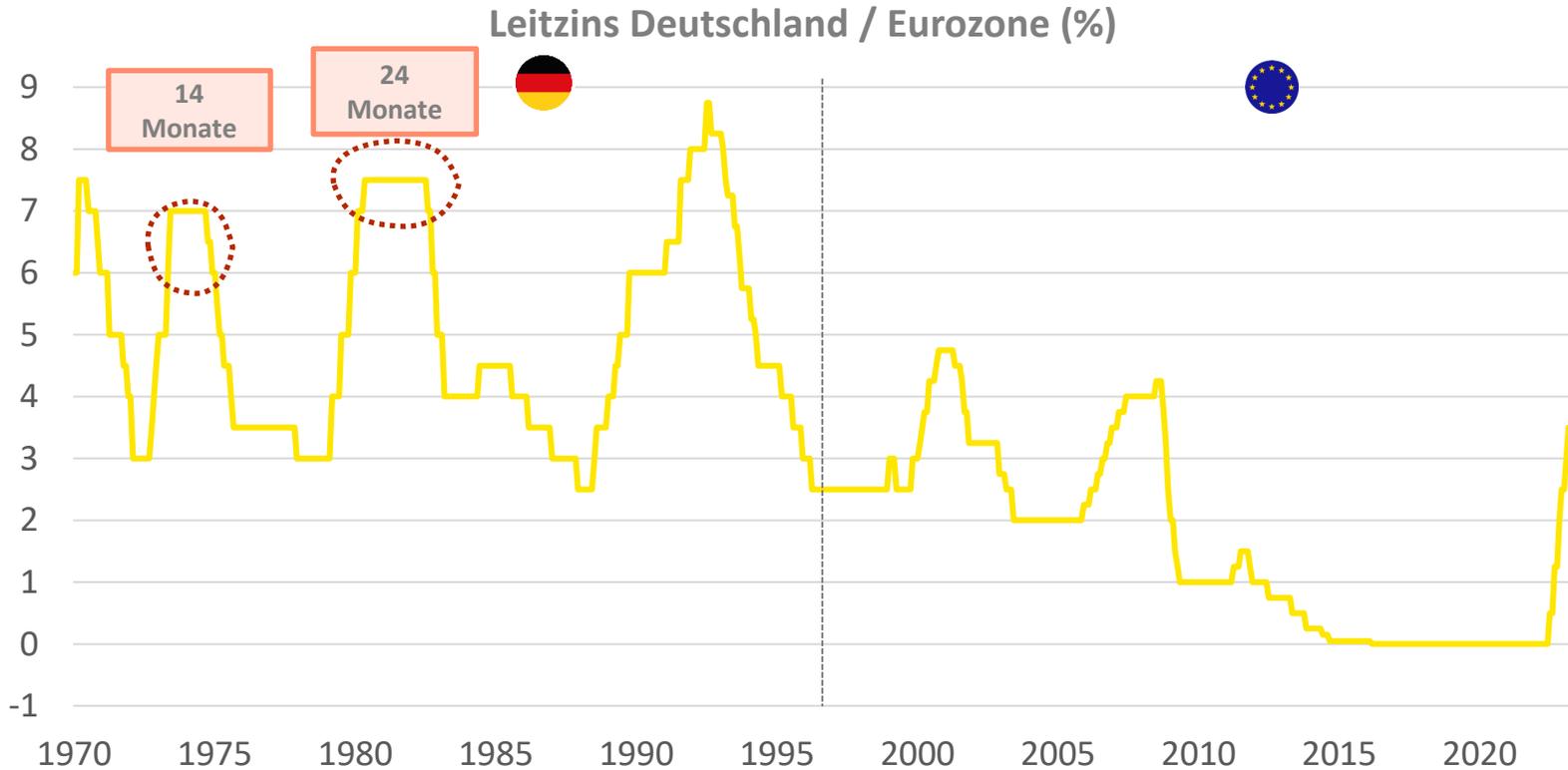
## Eurozone: Inflationsausblick



	2022	2023f	2024f	2025f
<b>Inflation (% gg. Vorjahr)</b>	<b>8,4</b>	<b>5,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>
<b>Österreich (Kernrate)</b>	<b>5,1</b>	<b>7,4</b>	<b>4,9</b>	<b>2,9</b>
<b>Österreich (gesamt)</b>	<b>8,6</b>	<b>7,6</b>	<b>3,8</b>	<b>2,8</b>

Quelle: Refinitiv, RBI/Raiffeisen Research

# EZB wird zur “Deutschen Bundesbank” – wie lange noch?



Quelle: Refinitiv, RBI/Raiffeisen Research; \*Realzins als Leitzins (Deposatz minus Inflation)

**Raiffeisen**  
Research **Zinsprognose**

Leitzinsen (Periodenende)	2023f	2024f	2025f
Leitzins	4,50	4,00	3,50
Einlagesatz (Depo)	4,00	3,50	3,00
Realzins*	-1,6	0,6	0,8

- **EZB 2022/2023** in „Fußstapfen“ der **Deutschen Bundesbank** „robustes Inflationskontrollmandat“
- **Leitzinsen für lange/länger hoch bzw. restriktiv, restriktive Effekte Geldpolitik nehmen erst noch zu**; Realzins, zum ersten mal wieder positiver Realzins Euroraum seit 2012/2013; aktueller **Rückgang Wachstum voll im Notenbankkalkül**



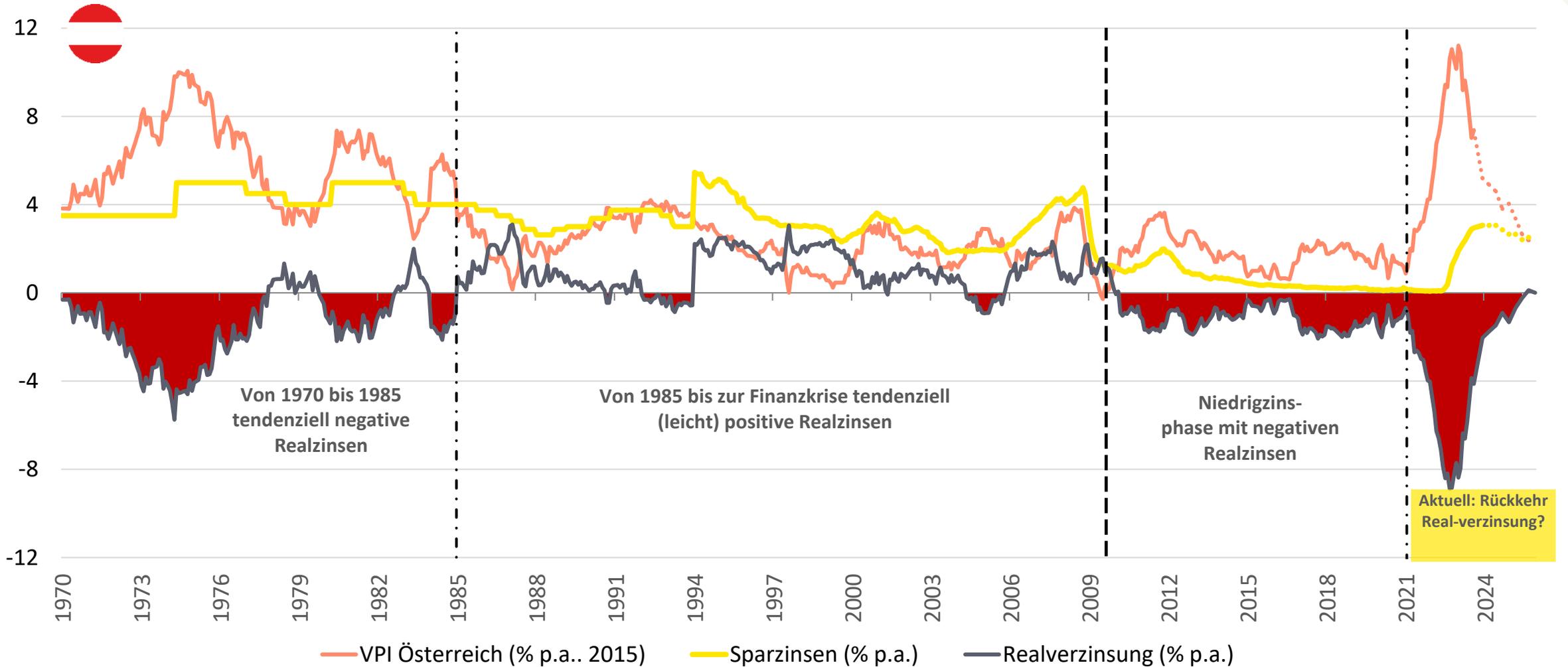
## Zins- und Renditeausblick Eurozone

in %, zu Periodenende	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	Q4'25
<b>Leitzinsen</b>						
Hauptrefinanzierungssatz	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	3.50
<b>Einlagezins</b>	<b>4.00</b>	<b>4.00</b>	<b>4.00</b>	<b>3.75</b>	<b>3.50</b>	<b>3.00</b>
<b>Geldmarkt</b>						
€STR	3.90	3.90	3.90	3.70	3.45	3.00
Euribor 1M	3.85	3.85	3.85	3.70	3.45	3.05
<b>Euribor 3M</b>	<b>3.90</b>	<b>3.90</b>	<b>3.90</b>	<b>3.70</b>	<b>3.50</b>	<b>3.10</b>
Euribor 6M	4.00	3.95	3.85	3.65	3.55	3.15
Euribor 12M	4.10	3.95	3.80	3.65	3.55	3.15
<b>Staatsanleihen</b>						
DE Bund Rendite 2J	3.10	3.00	2.85	2.70	2.60	2.20
DE Bund Rendite 5J	2.70	2.65	2.55	2.45	2.35	2.10
<b>DE Bund Rendite 10J</b>	<b>2.75</b>	<b>2.65</b>	<b>2.45</b>	<b>2.35</b>	<b>2.30</b>	<b>2.15</b>
DE Bund Rendite 30J	2.95	2.85	2.65	2.55	2.50	2.35
<b>Zinsswaps*</b>						
EUR IRS 2J	3.70	3.60	3.40	3.20	3.10	2.60
EUR IRS 5J	3.28	3.20	3.05	2.90	2.80	2.45
EUR IRS 10J	3.30	3.15	2.90	2.75	2.70	2.45

\*gegenüber Euribor 6M

Quelle: Refinitiv, RBI/Raiffeisen Research

# Sparzinsen: Negative Realzinsen nicht erst seit Nullzinspolitik

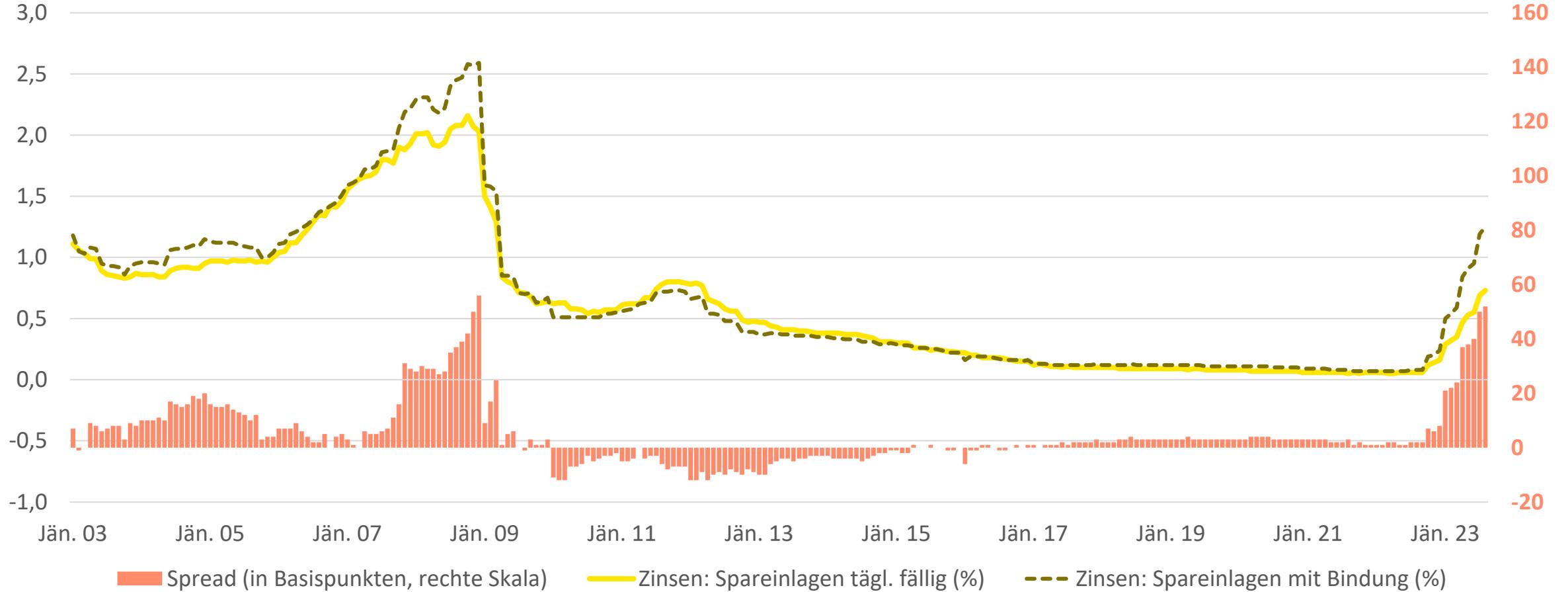


Quelle: Refinitiv, RBI/Raiffeisen Research

Bitte beachten Sie die Risikohinweise und Aufklärungen am Ende des Dokuments

# Sparzinsen: Girokonto KEIN Sparkonto!

 Sparzinsen: Bestandskunden

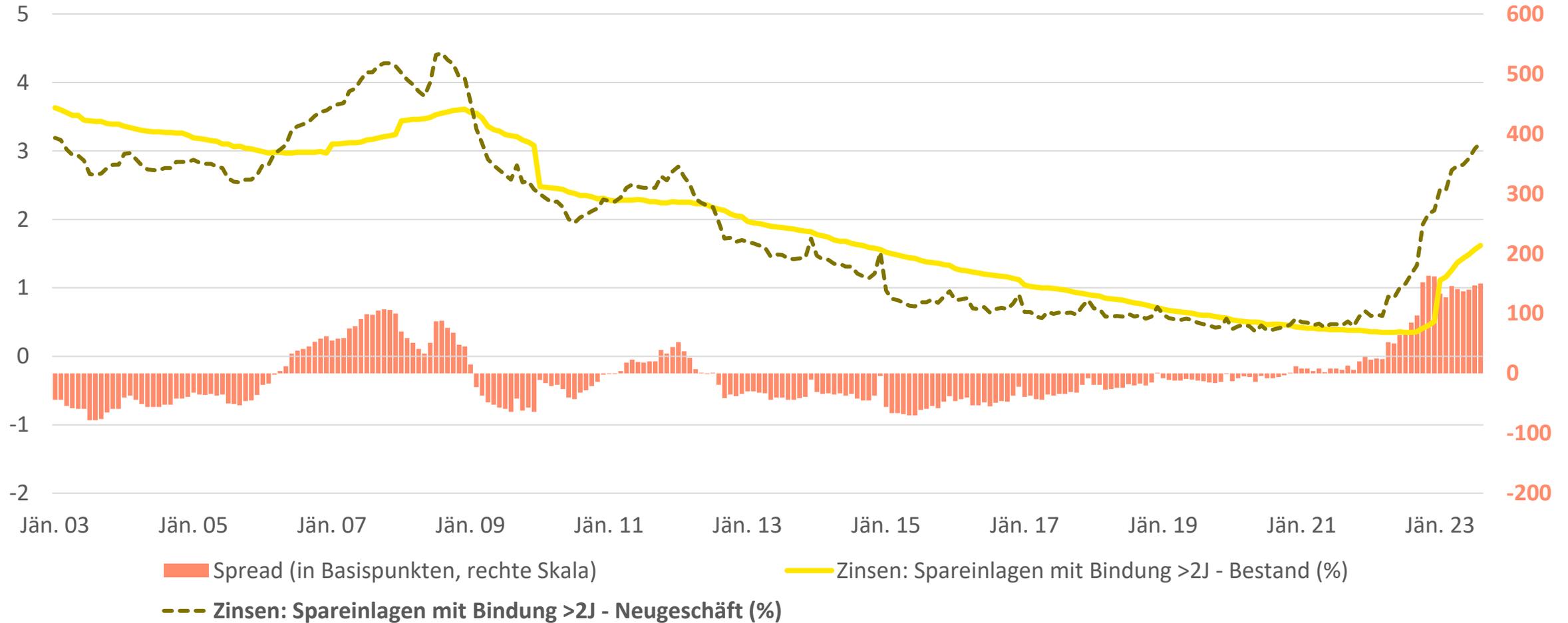


Quelle: OeNB, RBI/Raiffeisen Research

Bitte beachten Sie die Risikohinweise und Aufklärungen am Ende des Dokuments



## Zinsen Spareinlagen: Bestands- vs. Neukunden



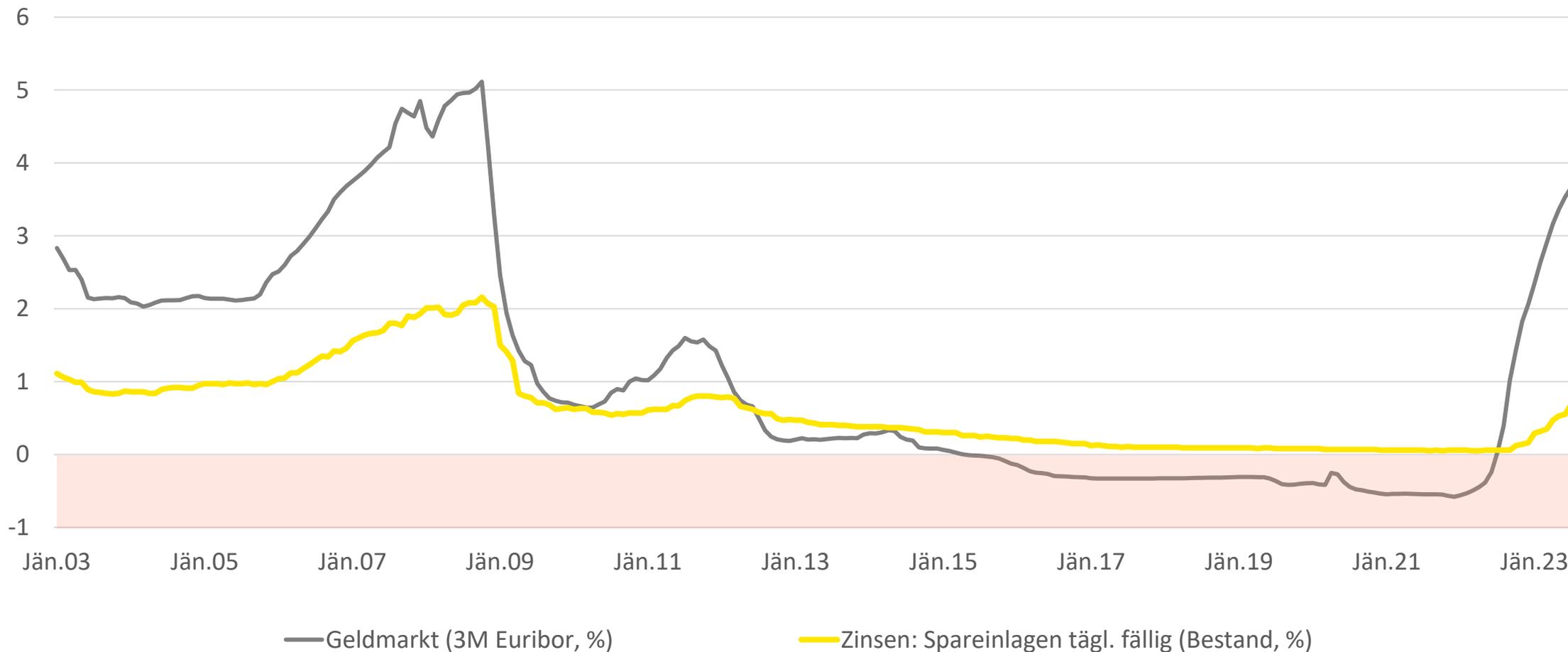
Quelle: OeNB, RBI/Raiffeisen Research

Bitte beachten Sie die Risikohinweise und Aufklärungen am Ende des Dokuments

# Sparzinsen: Weitergabe EZB-Zinserhöhungen auch früher verzögert, Sparer jahrelang von Negativzinsen „abgeschirmt“



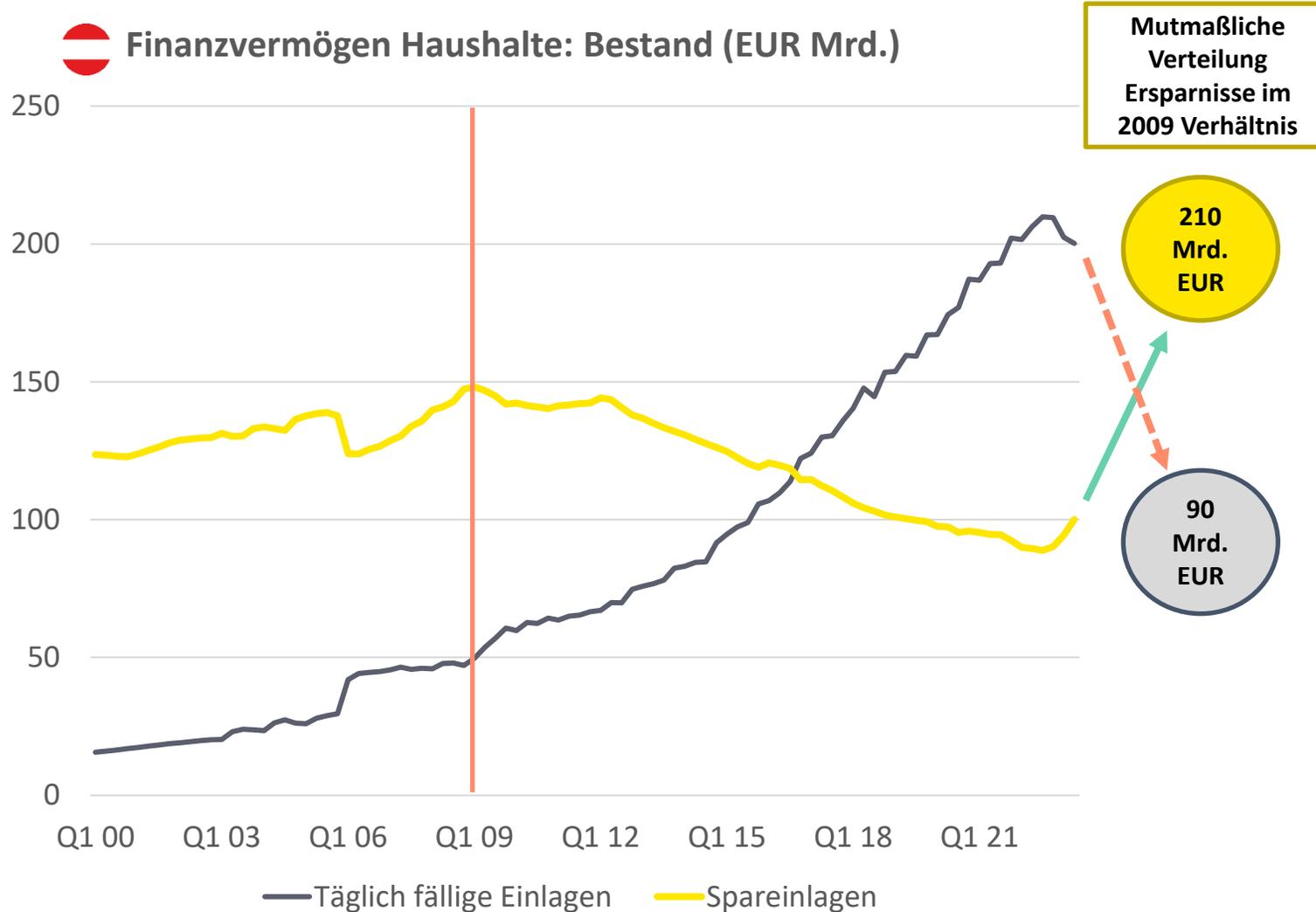
Finanzierungskosten Banken vs. Sparzinsen



Quelle: OeNB, RBI/Raiffeisen Research

Bitte beachten Sie die Risikohinweise und Aufklärungen am Ende des Dokuments

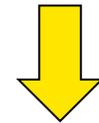
# Sparverhalten 2023: Weniger Girokonto, mehr Spareinlagen



Quelle: OeNB, RBI/Raiffeisen Research

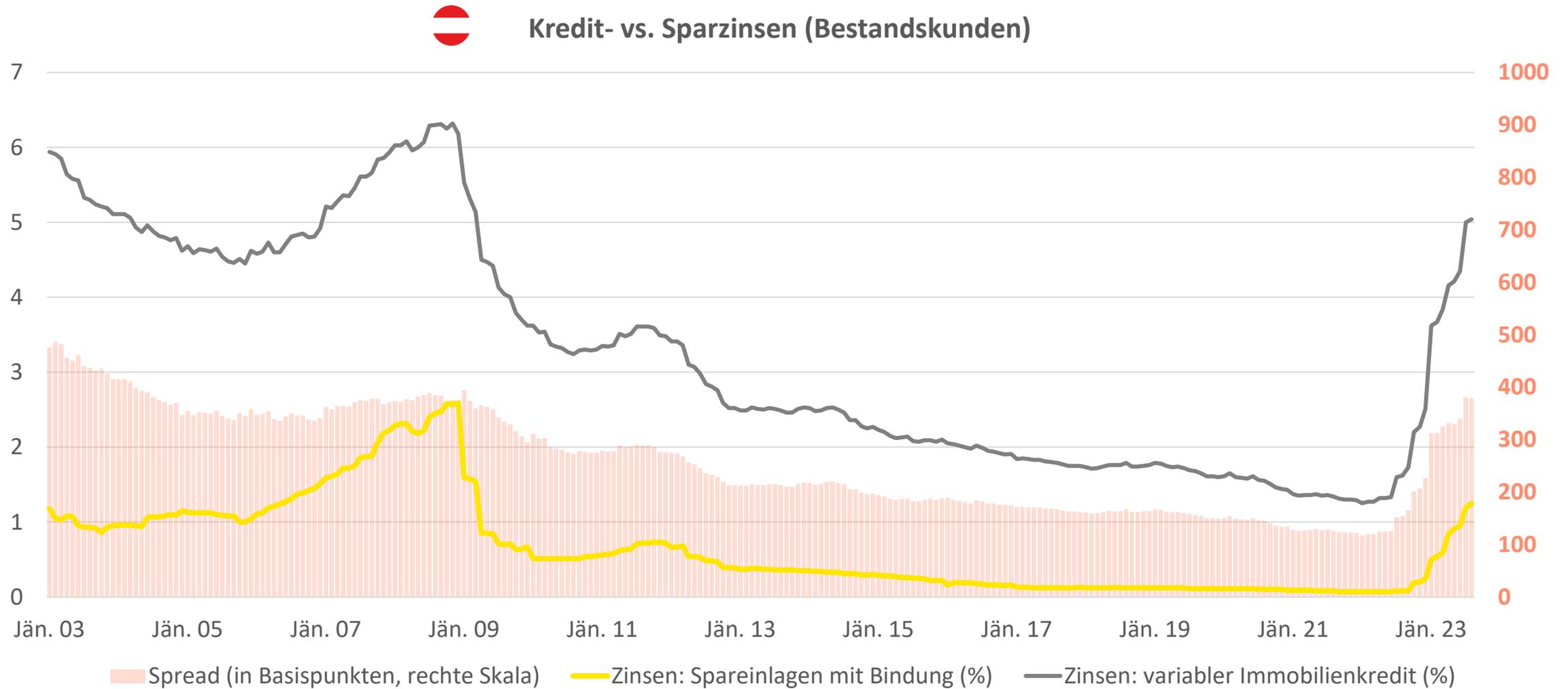
Bitte beachten Sie die Risikohinweise und Aufklärungen am Ende des Dokuments

- **Opportunitätskosten der Nichtverzinsung wieder spürbar**
  - Tägl. fällige Einlagen 0,73 %
  - Zinsen Neugeschäft mit Bindung über 3 %
- **Umschichtungen erkennbar, ABER: Strukturell hohe Bestände in täglich fälligen Einlagen** (weiter über 50 % Einlagebestand vs. knapp 30 % 2009)



% Gesamtbestand	2009	2023
<b>Täglich fällige Einlagen</b>	29,9%	<b>66,7%</b>
<b>Spareinlagen</b>	<b>70,1%</b>	<b>33,3%</b>

# Abstand Kredit- & Spar-/Geldmarkt-Zinsen: Rückkehr zur Normalität (1/2)

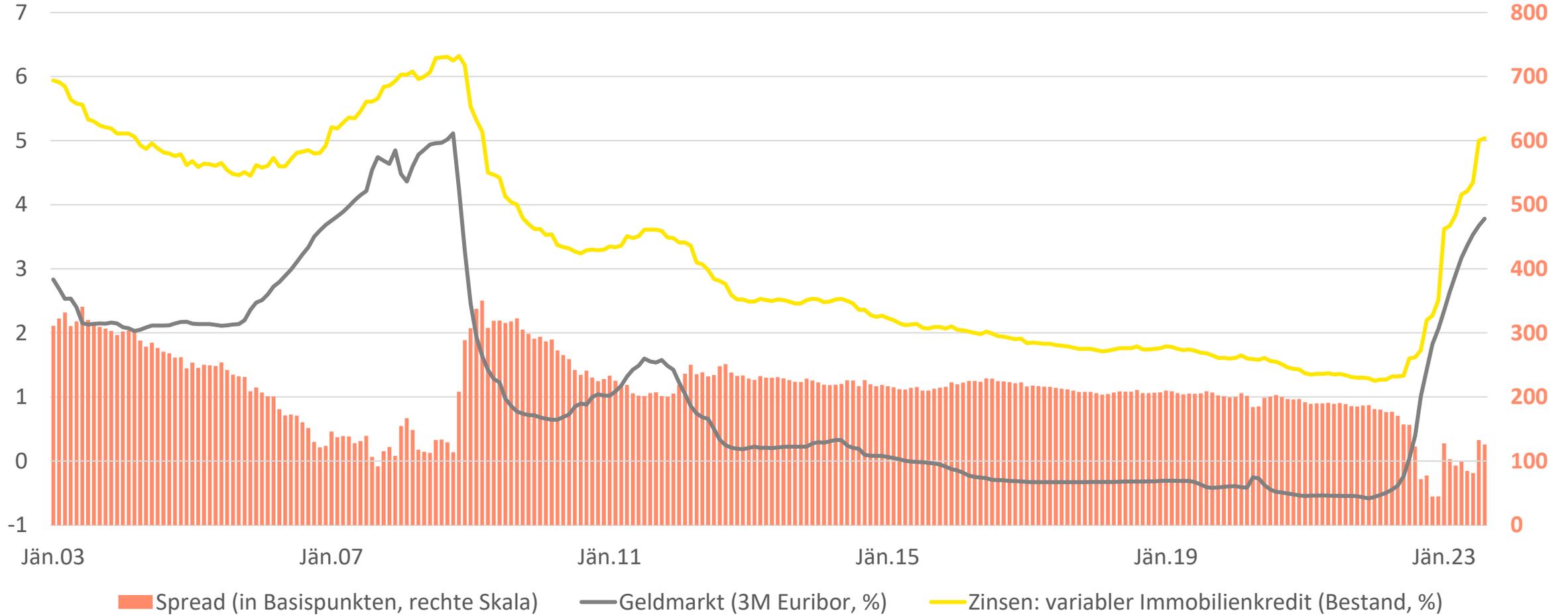


Quelle: OeNB, RBI/Raiffeisen Research

Bitte beachten Sie die Risikohinweise und Aufklärungen am Ende des Dokuments



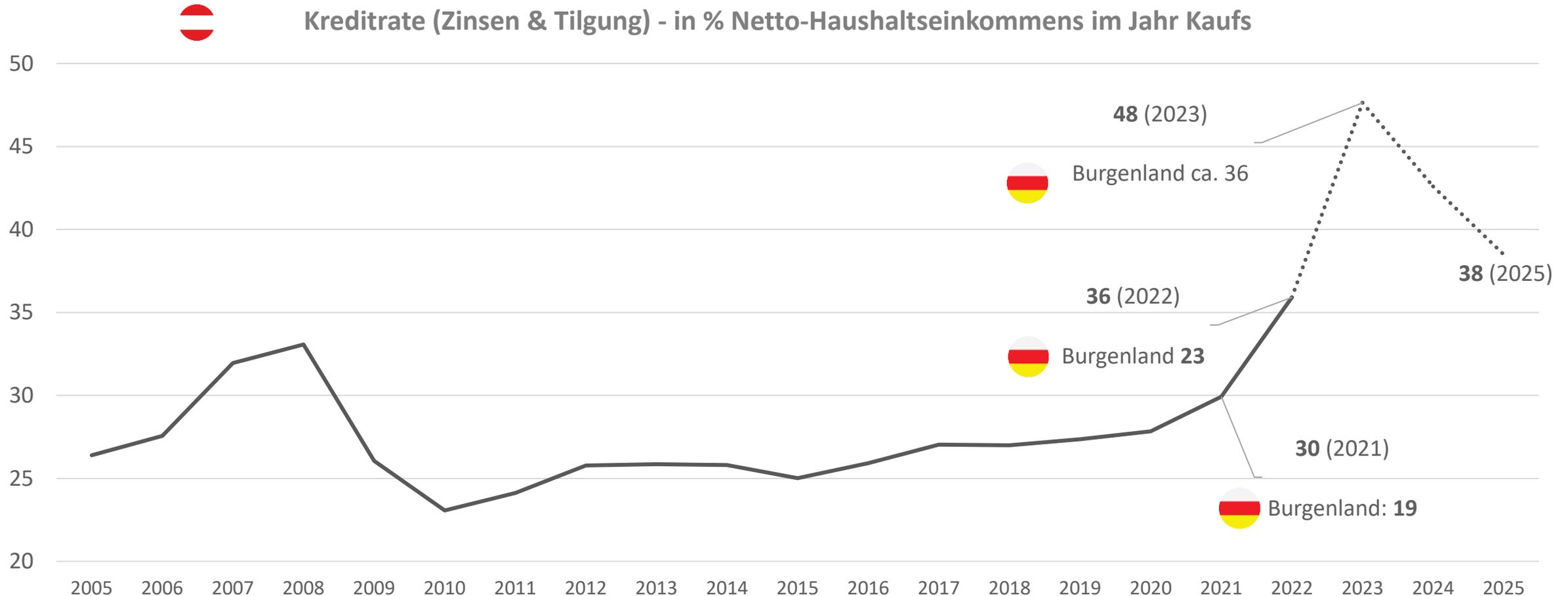
## Finanzierungskosten Banken vs. Kreditzinsen



Quelle: OeNB, RBI/Raiffeisen Research

Bitte beachten Sie die Risikohinweise und Aufklärungen am Ende des Dokuments

# Unleistbarkeit wirtschaftspolitisches Problem ... etwas weniger akut im Burgenland

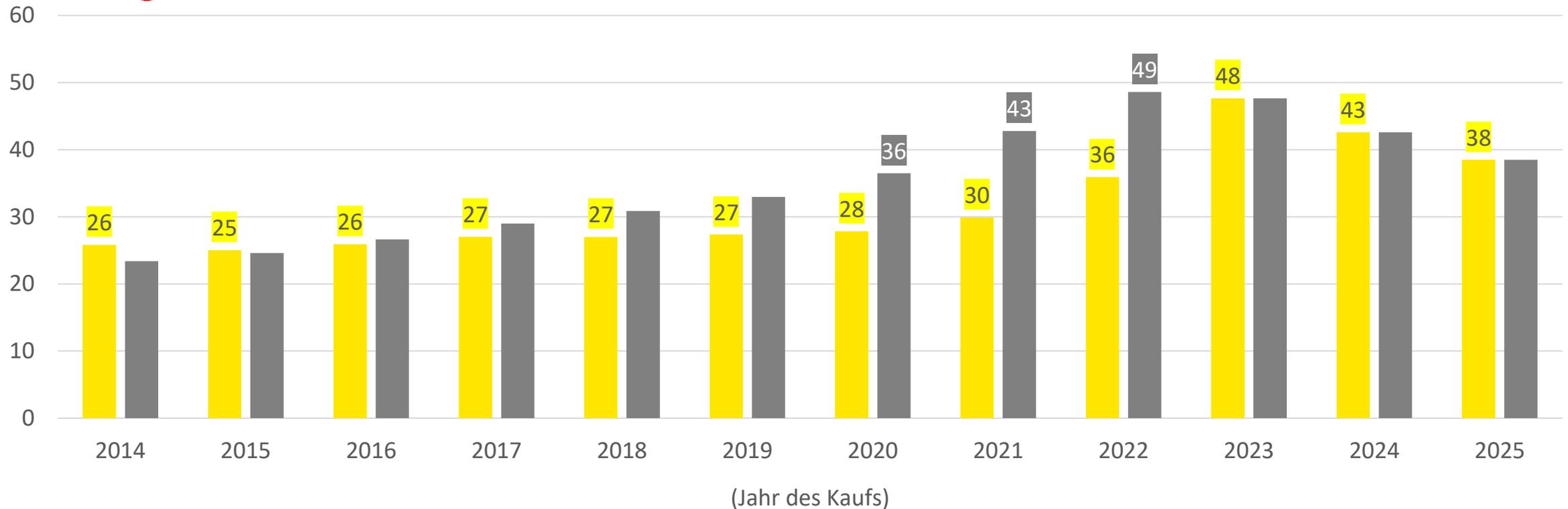


Basis: Kaufpreise Einfamilienhäuser in Österreich (m<sup>2</sup>-Transaktionspreis x durchschnittl. Größe in m<sup>2</sup>); **Netto-Haushaltseinkommen (Median)** der **Immobilienbesitzer** gemäß EU-SILC, finanzielle Belastung im Jahr des Kaufs bei **variabler Kreditfinanzierung** (Beleihungsquote 90 %, 30J Laufzeit); Quelle: OeNB, Refinitiv, Eurostat (EU-SILC), Statistik Austria, RBI/Raiffeisen Research

# Variable Finanzierung – nur ein Problemfall?



Kreditrate (Zinsen & Tilgung) - in % Netto-Haushaltseinkommens im Jahr Kaufs & Zinswende



■ Kreditrate in % des Netto-Haushaltseinkommens - im Jahr des Kaufs

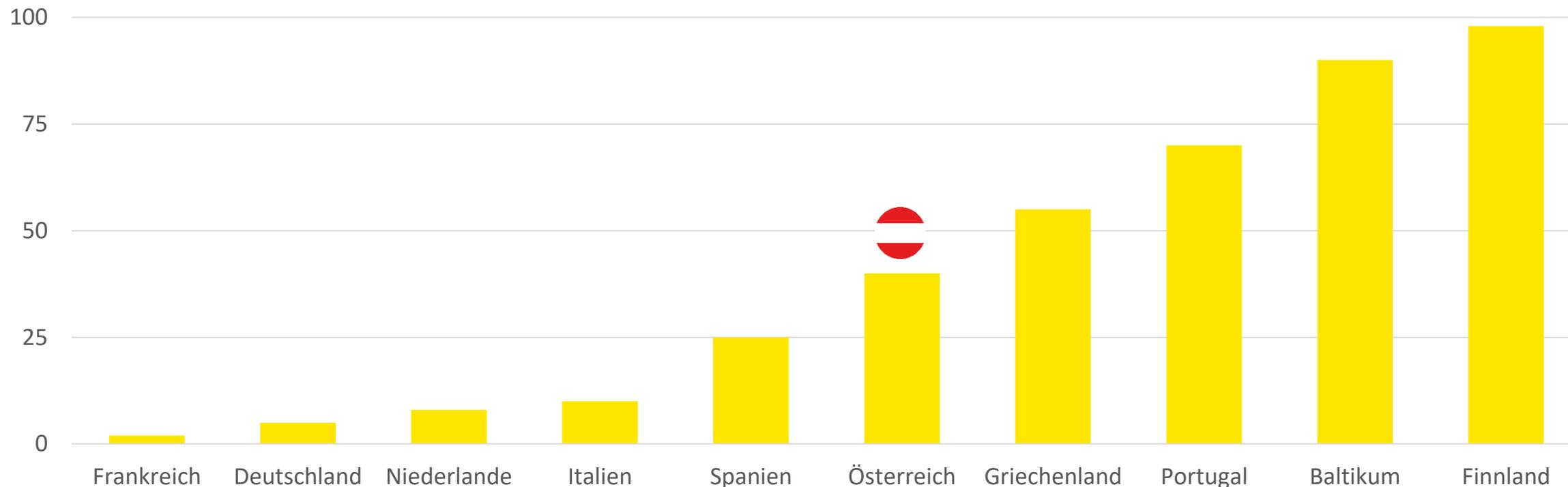
■ Kreditrate in % des Netto-Haushaltseinkommens - Maximalwert im Zeitraum 2022-2025

**gelbe Balken:** monatl. Kreditrate im jeweiligen Jahr des Kaufs (x-Achse) bei variabler Kreditfinanzierung (Beleihungsquote 90 %, 30J Laufzeit) in % des Netto-Haushaltseinkommens (Median) der Immobilienbesitzer (EU-SILC) in Österreich (Einfamilienhaus in Ö durchschnittlicher Größe);

**graue Balken:** Für die Jahre 2022-25 prognostizierter Höchstwert der monatl. Kreditrate (in % des Netto-Haushaltseinkommens) in Abhängigkeit vom Jahr des Kaufs

Quelle: Eurostat (EU-SILC), Statistik Austria, RBI/Raiffeisen Research

Variabel verzinstete Immobilien-Kredite im Neugeschäft (2021, %)

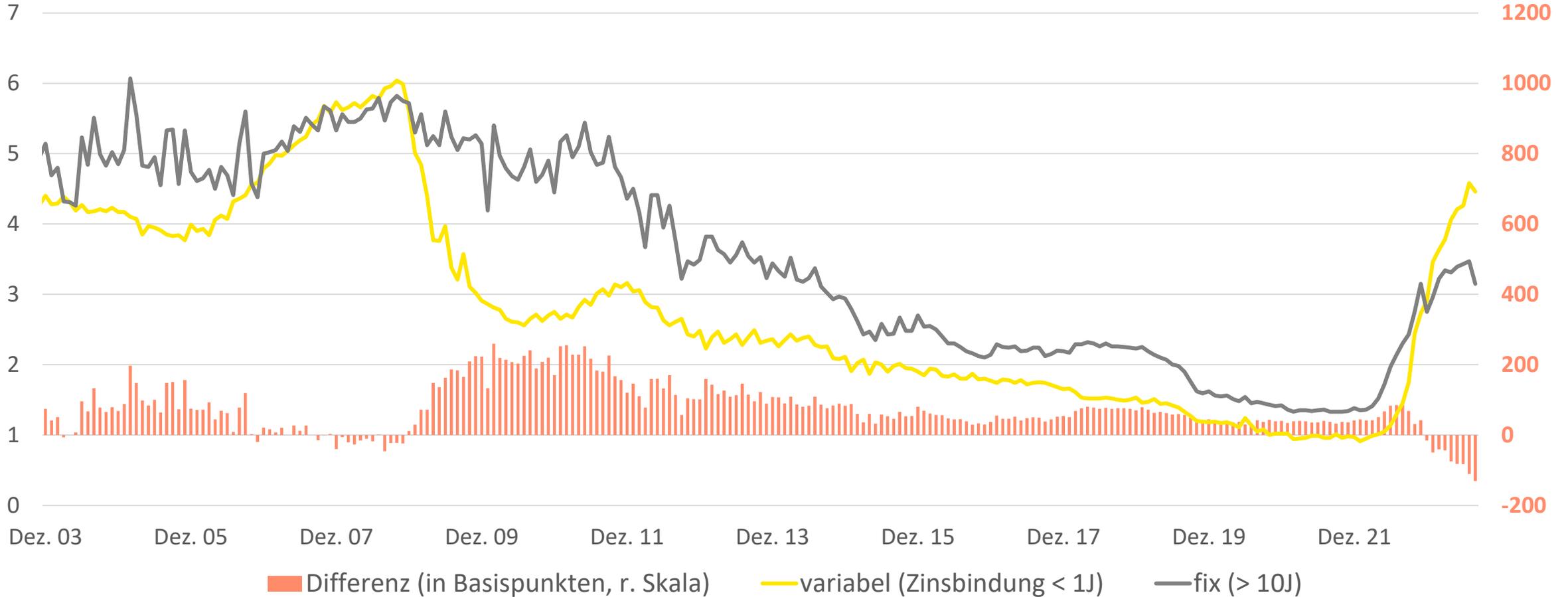


Quelle: Refinitiv, Eurostat, RBI/Raiffeisen Research

- **Variable Immobilienkreditfinanzierung nicht** nur in **Österreich**, derzeit aber **kein europaweites** (politisches) **Problem** bzw. **geldpolitisches Problem** für EZB, **geringer Anteil in großen Euroländern** (DE, FR, NL, teils auch IT, ES)
- **Langfristige (statistische) Vorteile** der **variablen Verzinsung** vs. **spezifische Situation** und Beachtung **Zinsrisiken** plus Risikopuffer

# Variable Kreditzinsen jahrelang (deutlich) niedriger

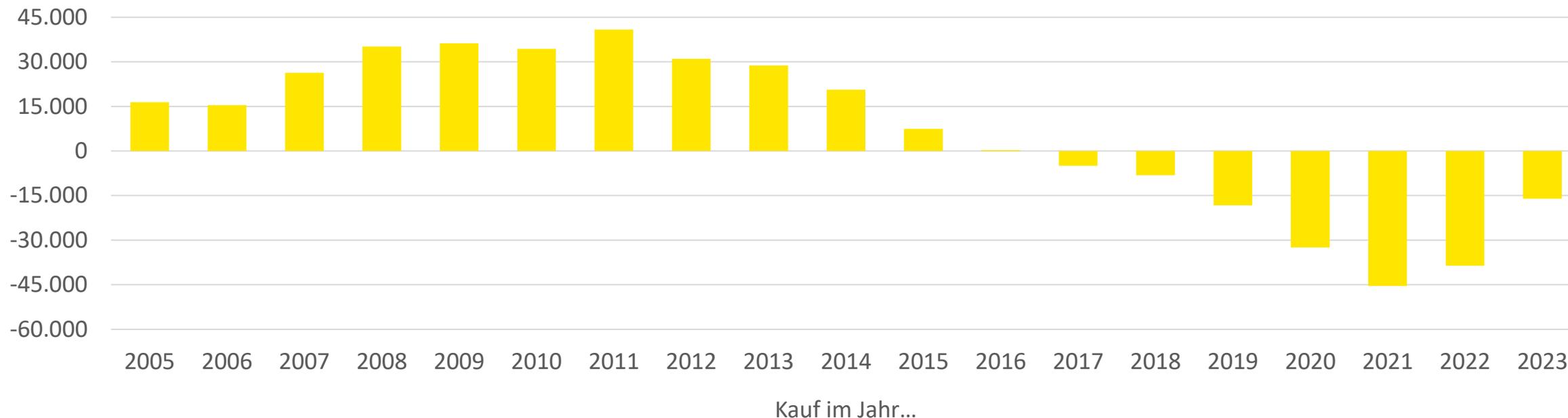
 Hypothekenzinsen (% , Neugeschäft)



Quelle: OeNB, RBI/Raiffeisen Research



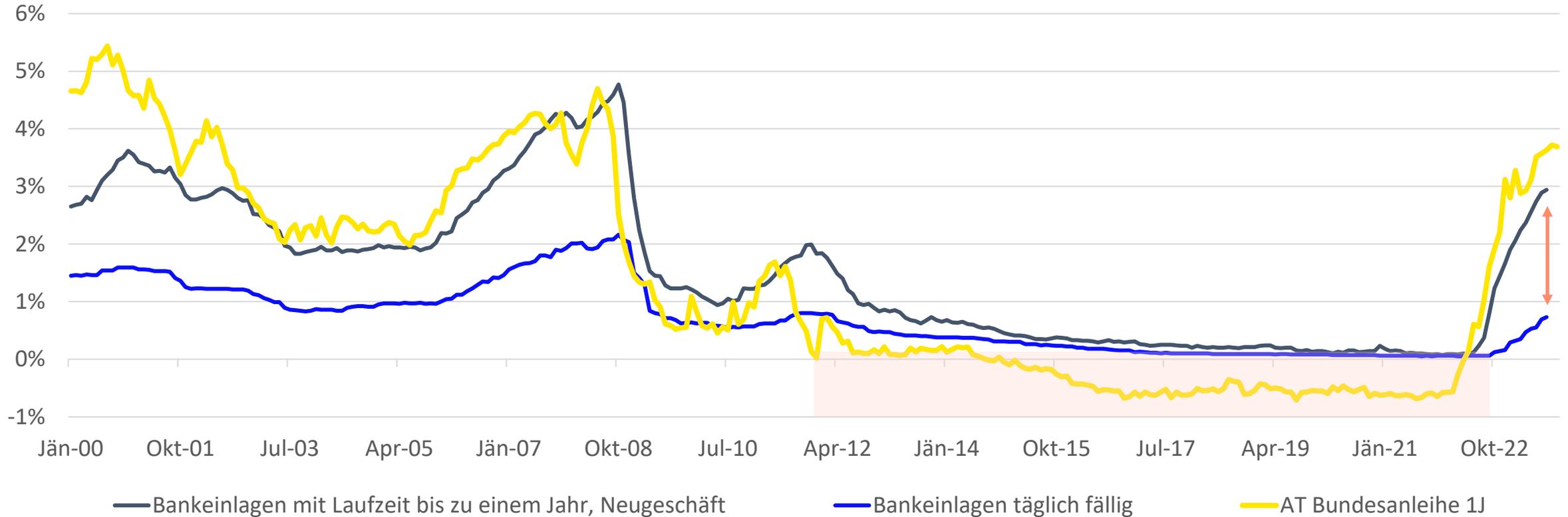
Bis 2030 entstehender kumulierter Gewinn(+)/Verlust(-) eines variablen Kredits in EUR (gegenüber eines Fixzinskredits)\*



\* Kaufpreise: Preis eines durchschnittl. österr. Einfamilienhauses; 90 % Beleihungsquote, 30 Jahre Gesamtlaufzeit, bei Fixzinskrediten davon 10J fix, danach variabel; Annahmen zu variablen Kreditzinsen bis 2030 basieren auf Prognosen zu 3M Euribor plus 125 BP  
Quelle: OeNB, RBI/Raiffeisen Research

- **Zinsvorteil, aber höheres Risiko: Variable Immobilienfinanzierungen** aufgrund niedrigerer Kreditzinsen mit **jahrelanger Zinersparnis** ggü. Fixzinskrediten; **Zinswende „frisst“ Ersparnis der vergangenen Jahre nun auf, für Käufer bis inkl. 2015 dürfte variabler Kredit aber weiterhin die bessere Wahl** gewesen sein (bis 2030 gerechnet)

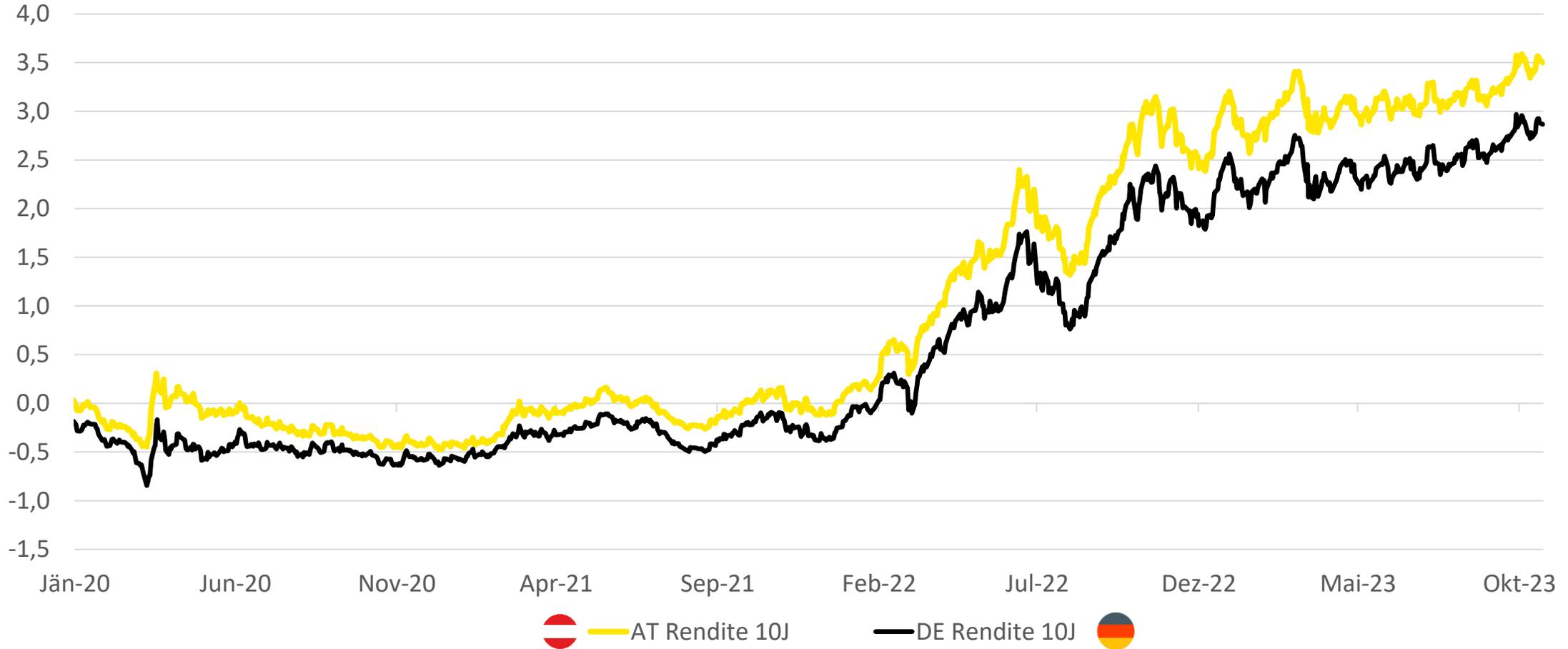
## Österreich: Sparszinsen und Kapitalmarktzinsen wieder im Normalbereich



Quelle: Reuters, RBI/Raiffeisen Research

- **Rückkehr** des **Zinses** am **Geld-** und **Kapitalmarkt**, mittelfristig **Aussicht** auf **positive Realverzinsung**
- Aktuell **Normalisierung Zinslandschaft** für Spar- und Kreditzinsen auf Niveaus wie vor Globaler Finanzkrise - darauf folgende Zeit des **(geldpolitischen) „Ausnahmestandes“** geht zu Ende

## Der Zins ist zurück am Kapitalmarkt

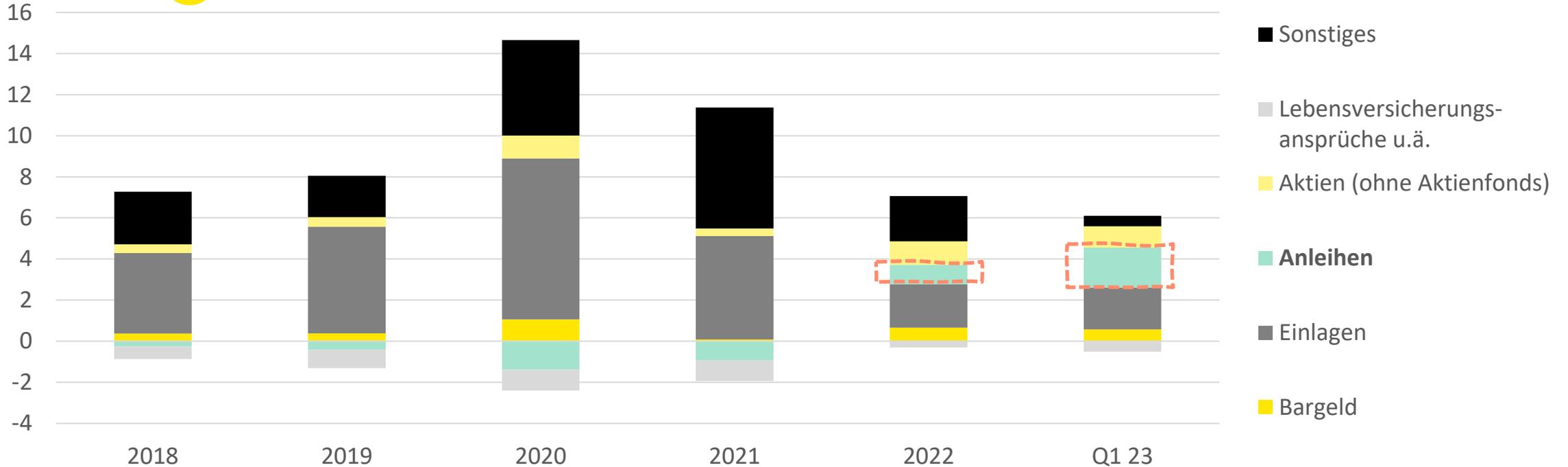


\*3.11.2023

Quelle: Refinitiv, RBI/Raiffeisen Research

Bitte beachten Sie die Risikohinweise und Aufklärungen am Ende des Dokuments

 **Finanzvermögen Haushalte: Neuveranlagung (% Netto-Haushaltseinkommen)**

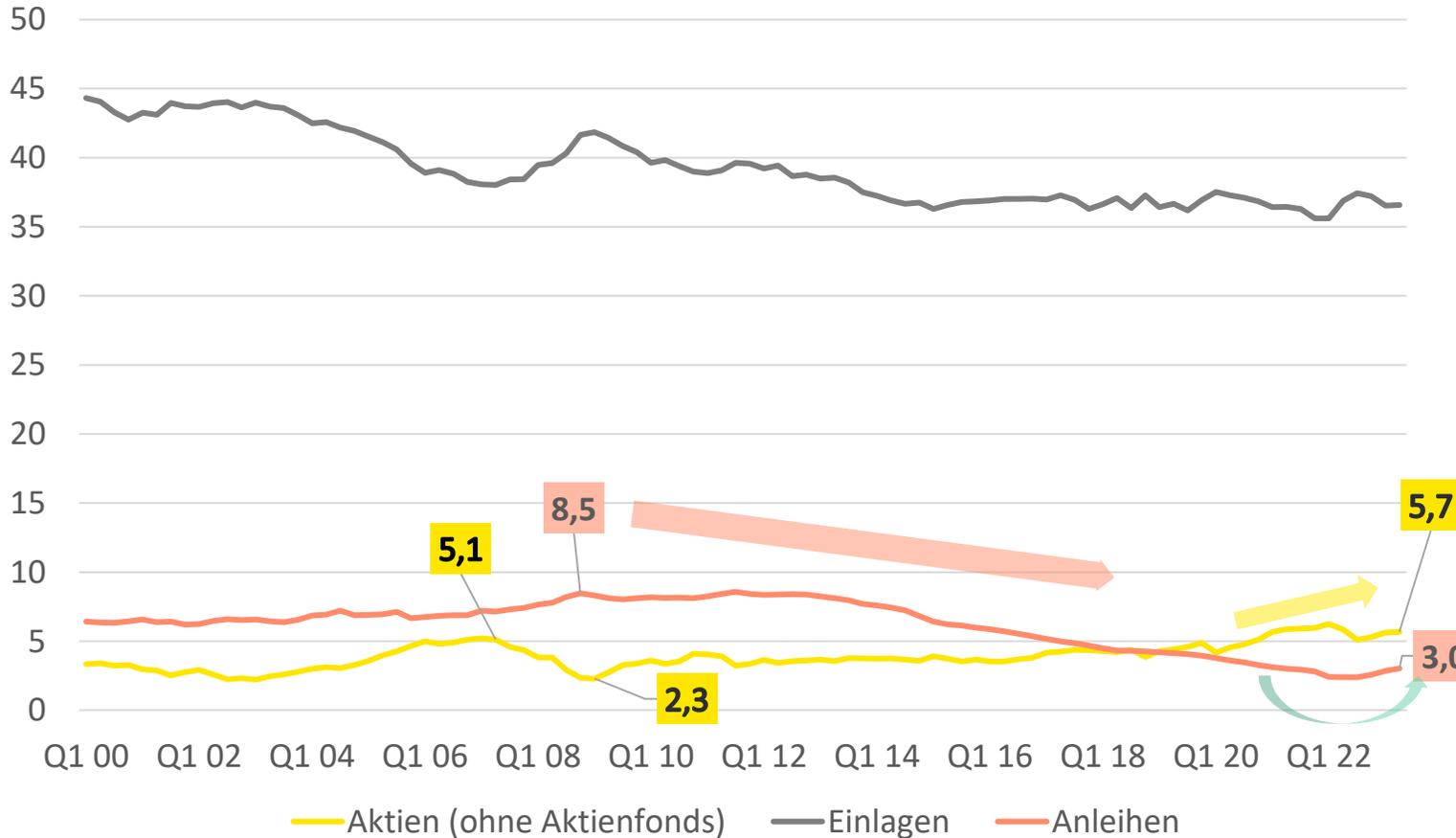


Quelle: OENB, RBI/Raiffeisen Research

- **Festverzinsliche Wertpapiere** zurück; „aktienmarktähnliche“ Renditen auf Sicht kommende Jahre möglich - Bis zu „Normalisierung“ **Anleihebestand im Haushaltsvermögen** noch langer Weg (1995 Anteil Finanzvermögen: 13 %; 2008: 8,5 %, 2022: 2,6 %)
- **Aktienmärkte** nach **jüngster Korrektur** wieder mit **Erholungspotenzial** – gestreute Vermögensbildung wieder möglich ... **mit oder ohne Immobilien** - hier auch aktienähnliche Renditen in den letzten Jahren!

# Österreich: Aufwärtspotenzial bei Aktienquote, weiteres Abwärtspotenzial bei Einlagequote

Finanzvermögen Haushalte: Anteil (%) am Bestand



Quelle: OeNB, RBI/Raiffeisen Research

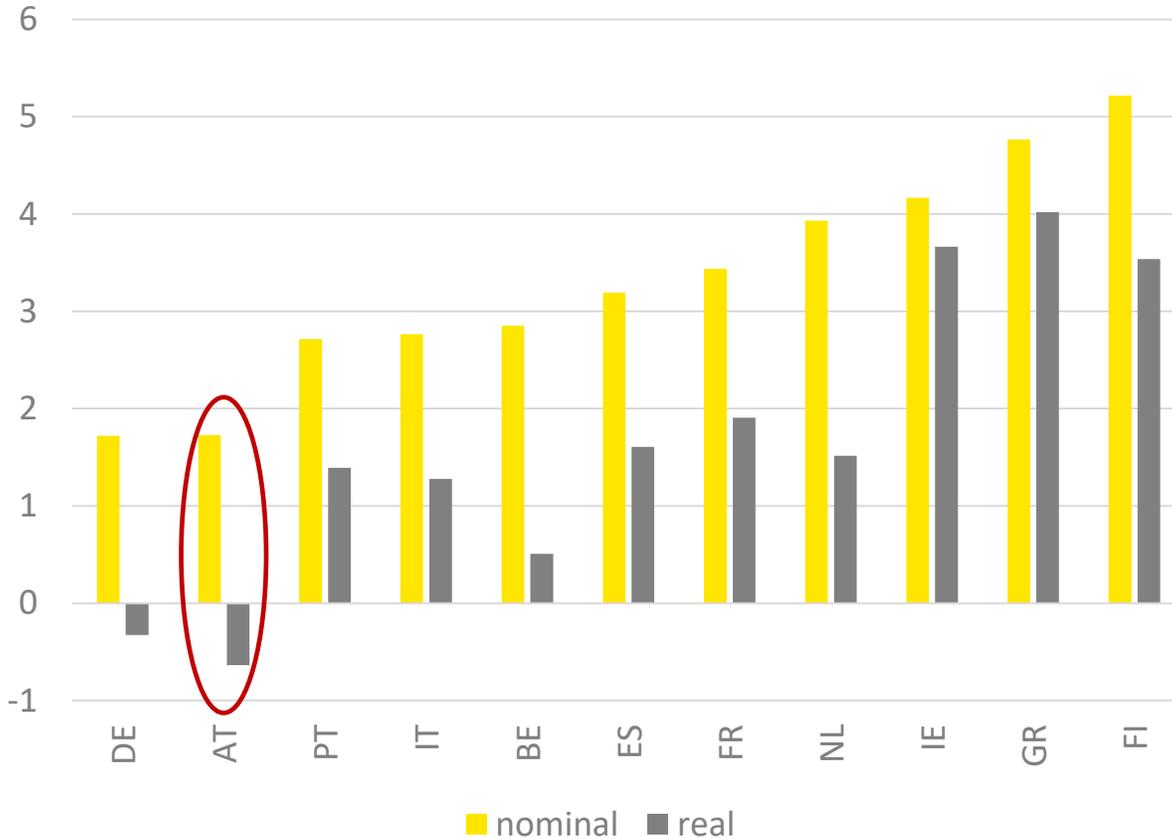
## Warum sich so viele vor Aktien fürchten



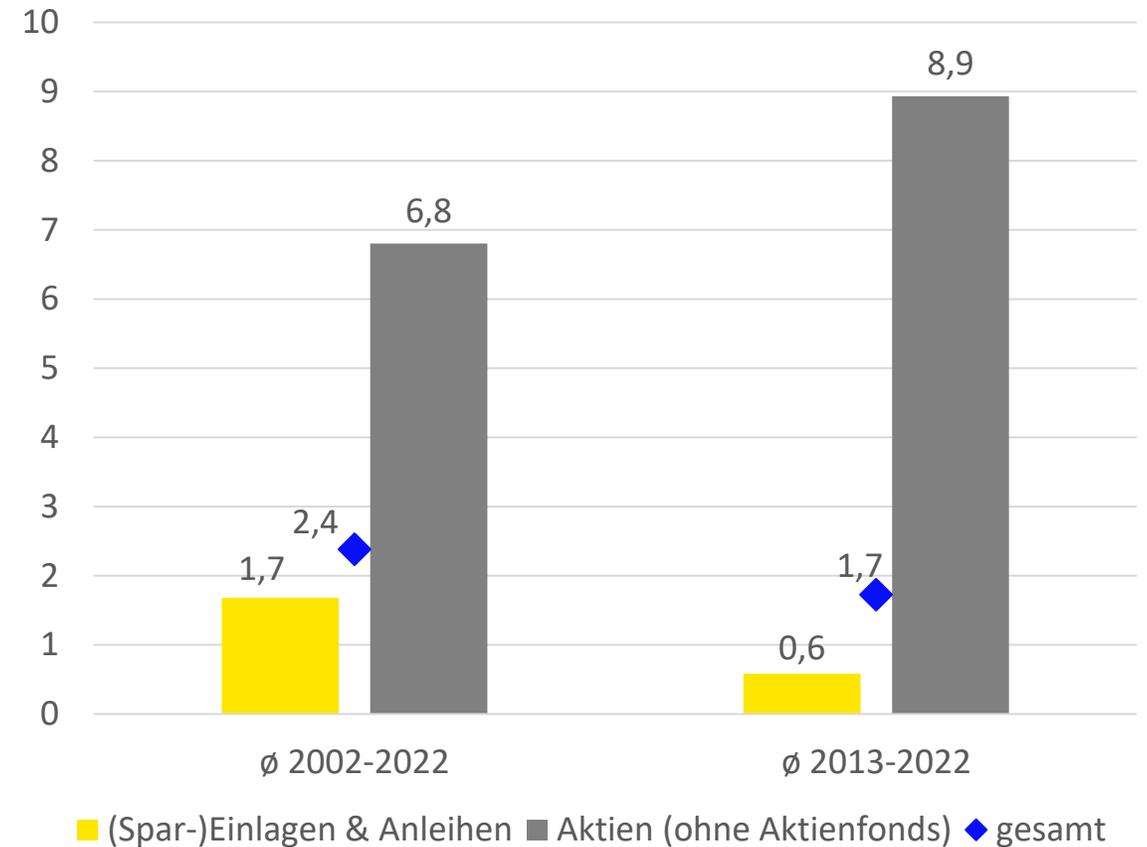
DiePresse, 23.01.2023

- **Veranlagungsergebnisse der österreichischen Haushalte im Schlusslicht-Bereich im Euroraum** (unter 2 % Rendite 2013-2022, keine reale Rendite 2013-2022)
- **Umschichtungen erkennbar**, ABER: Keine Ersetzbarkeit Anleihen und Aktien ... **Problematik der hohen (täglich fälligen) Einlagebestände**

Euro-Länder 2013-22 (Ø % p.a.)



Österreich (Ø % p.a.)

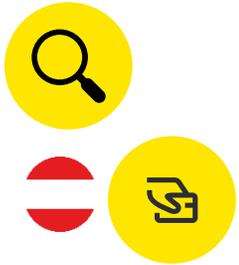


Vermögenswerte priv. Haushalte (inkl. priv. Organisationen ohne Erwerbszweck) gemäß gesamtwirtschaftlicher Finanzierungsrechnung bestehend aus Bargeld, (tägl. fällige/sonstige) Einlagen, verzinslichen Wertpapieren, (börsennotierten u. nicht-börsennotierten) Aktien, Investmentfonds, (Lebens-)Versicherungsansprüchen, kapitalgedeckten Pensionsansprüchen, Ansprüchen ggü. betrieblichen Vorsorgekassen. Zinserträge (sowohl von Einlagen als auch verzinslichen Wertpapieren) gemäß VGR, Dividendenerträge wurden mit Dividendenrenditen der nationalen Aktienindizes (z.B. ATX) bzw. Euro Stoxx 50 (wenn keine Dividendenrenditen nat. Indizes verfügbar) approximiert; Quelle: OeNB, Refinitiv, Eurostat, RBI/Raiffeisen Research

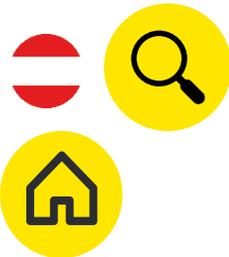
Bitte beachten Sie die Risikohinweise und Aufklärungen am Ende des Dokuments



**Lange „zu niedrige“ Zinsen im Euroraum nun Normalisierung, erhöhte Zinsen wohl bis 2025**



**Aktive Beschäftigung mit Zins- und Veranlagungsthemen gewinnt wieder an Relevanz ... bei viel Nachholbedarf in Österreich**



**Differenzierter Blick bei Themen Einlage-, Spar- und Kreditzinsen sowie bei fixer und variabler Immobilienkreditverzinsung notwendig, hier individuelle Lösungen (in Österreich) gefragt**

## 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.

*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: [www.raiffeisenresearch.com/concept\\_and\\_methods](http://www.raiffeisenresearch.com/concept_and_methods)*

*Detaillierte Information 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)*

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

**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).**

Anlageempfehlung	Spalte A Basis: Alle Empfehlungen aller Finanzinstrumente (vorhergehende 12 Monate)	Spalte B Basis: Empfehlungen von Finanzinstrumenten aller Emittenten, für die in den letzten 12 Monaten „Spezielle Dienstleistungen“ erbracht wurden
Kauf-Empfehlungen	58,1 %	56,8 %
Halten-Empfehlungen	25,6 %	25,0 %
Verkaufs-Empfehlungen	16,3 %	18,2 %

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)

Outright: Empfehlungen zu Finanzinstrumenten oder Emittenten (der dieser Publikation unmittelbar vorausgehenden 12 Monate), die eine Abweichung zu in der dieser Publikation ausgesprochenen Empfehlungen aufweisen mit Empfehlungshorizont von 1-4 Monaten.

Bond		Recommendation	Issuer
10Y Bund DE	28.06.2023	Hold	Germany
10Y Bund DE	02.06.2023	Buy	Germany
10Y Bund DE	26.05.2023	Buy	Germany
10Y Bund DE	31.03.2023	Hold	Germany
10Y Bund DE	21.12.2022	Hold	Germany
10Y Bund DE	21.10.2022	Hold	Germany
10Y Bund DE	06.10.2022	Sell	Germany
10Y Bund DE	09.08.2022	Hold	Germany
10Y Bund DE	30.06.2022	Hold	Germany
2Y Bund DE	28.06.2023	Hold	Germany
2Y Bund DE	02.06.2023	Buy	Germany
2Y Bund DE	26.05.2023	Buy	Germany
2Y Bund DE	31.03.2023	Hold	Germany
2Y Bund DE	21.12.2022	Hold	Germany
2Y Bund DE	21.10.2022	Hold	Germany
2Y Bund DE	06.10.2022	Sell	Germany
2Y Bund DE	09.08.2022	Sell	Germany
2Y Bund DE	30.06.2022	Sell	Germany

Bond		Recommendation	Issuer
10Y US Treasury	26.05.2023	Buy	USA
10Y US Treasury	04.04.2023	Hold	USA
10Y US Treasury	13.10.2022	Hold	USA
10Y US Treasury	07.10.2022	Sell	USA
10Y US Treasury	30.09.2022	Sell	USA
10Y US Treasury	19.08.2022	Sell	USA
10Y US Treasury	01.07.2022	Sell	USA
2Y US Treasury	26.05.2023	Buy	USA
2Y US Treasury	04.04.2023	Hold	USA
2Y US Treasury	13.10.2022	Hold	USA
2Y US Treasury	07.10.2022	Sell	USA
2Y US Treasury	30.09.2022	Sell	USA
2Y US Treasury	19.08.2022	Sell	USA
2Y US Treasury	01.07.2022	Sell	USA

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 ([www.raiffeisenresearch.com/special\\_compensation](http://www.raiffeisenresearch.com/special_compensation)), 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 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. 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 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 (abgekürzt „RBIM“) , einen in den US 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 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, abgekürzt „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.

## 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-Marktmisbrauchs-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.

Informationen gemäß § 5 E-Commerce Gesetz

Raiffeisen Bank International AG

Firmensitz: Am Stadtpark 9, 1030 Wien

Postanschrift: 1010 Wien, Postfach 50; Telefon: +43-1-71707-0; 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. Gunter Deuber (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

**Editor: Gunter Deuber, RBI WIEN;**

**Fertiggestellt: 06.11.2023, 14:00 Uhr MEZ / Erstmalige Weitergabe: 07.11.2023, 17:00 Uhr MEZ**