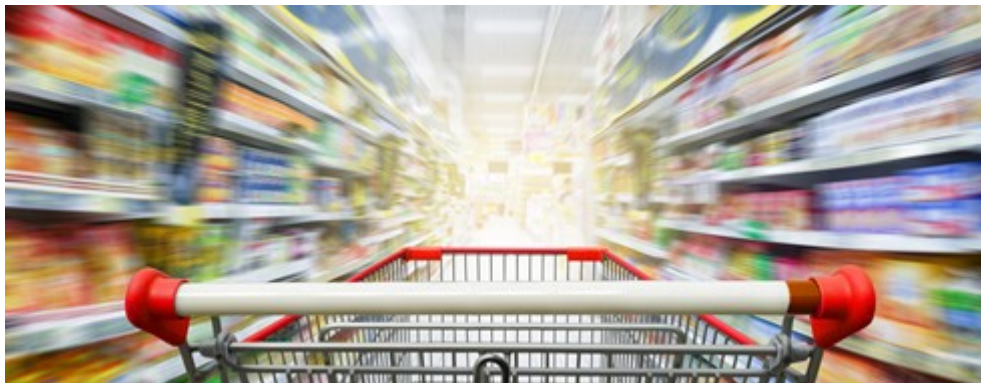


# Wirtschaftsausblick Eurozone: Inflation - der Phoenix aus der Asche?

Die Corona-Pandemie geht Hand in Hand mit Produktions- und Geschäftsrestriktionen, Nachfrageverschiebungen, steuerlichen Maßnahmen sowie einem Einbruch und einer Erholung des Ölpreises. Diese Faktoren beeinflussen die Preisdynamik für Konsumgüter in den Jahren 2020 bis 2022 erheblich. Wir erwarten, dass der disinflationäre Impuls der Corona-Krise in diesem Jahr ausläuft und prognostizieren einen temporären Anstieg der Inflation auf über 2 % p.a. Die Märkte antizipieren einen gewissen Inflationsschub, die Neuausrichtung der Inflationserwartungen dürfte jedoch noch nicht ganz abgeschlossen sein.



<i>Inflation im Euroraum</i>	<b>1</b>
<i>Nahrungsmittel und Energie</i>	<b>2</b>
<i>Kerninflation</i>	<b>3</b>
<i>Einfluss der Corona Krise auf die Preisstatistik</i>	<b>3</b>
<i>Ausblick auf das Jahr 2022</i>	<b>4</b>
<i>Von Inflationsschub zu Anleihekurssturz? Wenig wahrscheinlich!</i>	<b>5</b>
<i>Disclaimer</i>	<b>7</b>
<i>Analyst</i>	<b>10</b>

## Inflation im Euroraum

Jahresschnitt in %	2019	2020	2021f
Verbraucherpreisindex (HVPI), gesamt	1,2	0,3	1,6
Nahrungsmittel, Alkohol & Tabak	1,8	2,3	1,2
Energie	1,2	-6,8	4,2
HVPI ex Nahrungsmittel, Energie, Alk. & Tab. (Kernrate)	1,0	0,7	1,4
Güter	0,3	0,2	1,5
Dienstleistungen	1,5	1,0	1,3

Macrobond, RBI/Raiffeisen Research

Seit dem Beginn der Pandemie (März 2020) ist die **Verbraucherinflation** im Euroraum **volatiler als in der Vergangenheit**. In den letzten fünf Jahren (2014-2019) bewegte sich die Gesamtinflation zwar in einer recht großen Spannweite zwischen -0,6 % und +2,3 % p.a. Die Kerninflation verharrte jedoch in einer engen Bandbreite um den Durchschnittswert von 0,96 % p.a. und Ökonomen wunderten sich über eine derart stabile Entwicklung. Die COVID-19 Krise und die damit einhergehenden Lockdown-Maßnahmen veränderten dieses Muster und führten auch bei der Kerninflation zu einer hohen Volatilität. In dieser Ausarbeitung beantworten wir die folgenden zwei Fragen: (1) wie haben die verschiedenen Krisenphänomene die Inflationsrate beeinflusst und, was noch wichtiger ist, (2) was können wir in den Jahren 2021 und 2022 erwarten.

Um die heftigen Ausschläge bei der Kerninflation zu verstehen, muss man ziemlich tief in die Preisstatistik eintauchen. **Starke Preisschwankungen** können **mehrere unterschiedliche Ursachen** haben. Erstens kann die **Nachfrage der Verbraucher** sehr plötzlich größer oder kleiner sein als üblich. Ein Absturz der Nachfrage mag sich aufgrund des Einbruchs des verfügbaren Einkommens ergeben, oder auf einer freiwilligen oder von außen induzierten Begrenzung der Nachfrage beruhen. Ein sehr gutes Beispiel sind Flugtickets. Während des Sommers 2020 war die Nachfrage nach Flugreisen aufgrund von Reiserestriktionen aber auch aus Angst der Verbraucher vor eine Corona Infektion

**Juraj VALACHY**

*Analyst*  
juraj\_valachy@tatrabanka.sk

**Gottfried STEINDL**

*Analyst Editor*  
+43 1 71707-1523  
gottfried.steindl@rbinternational.com

sehr schwach. Infolgedessen folgten die Preise für Flugtickets einem anderen saisonalen Muster als im Sommer 2019.

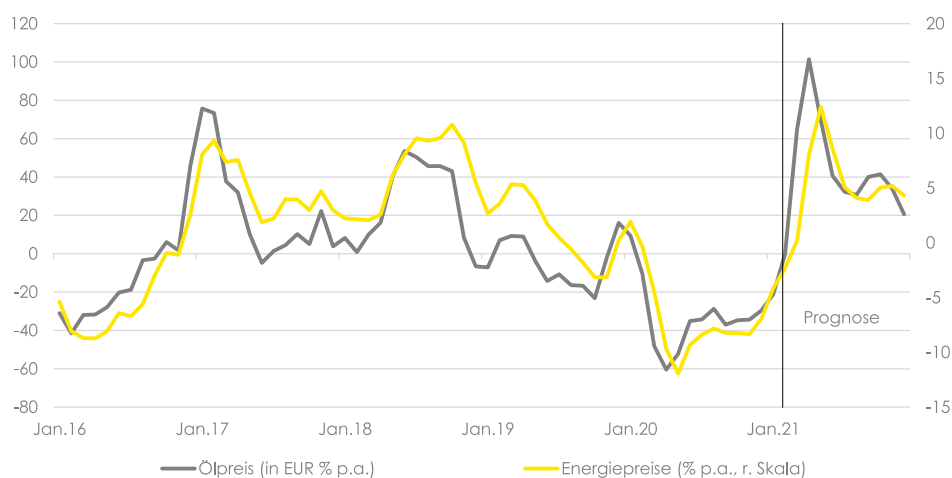
Ein weiterer Grund für das Aus und Ab in der Kerninflation sind **Lockdowns**. Immer wenn Geschäfte geschlossen sind, kann die Statistik den Preis einiger Produkte nicht ermitteln. In diesem Fall wird ein Preis "unterstellt" (Imputation), was oftmals bedeutet, dass der Preis des Vormonats übernommen wird. Dieses Verfahren zerstört übliche saisonale Muster, was große Schwankungen in der Preisveränderungsrate im Vergleich zum Vorjahr verursachen kann. Darüber hinaus können Lockdowns einen saisonalen Abverkauf in einen unüblichen Monat verschieben. Zum Beispiel wurde der Bekleidungsabverkauf im Jahr 2020 von Juni auf Juli und August verschoben. Auch dies führte zu einer sehr volatilen Jahresdynamik. Sobald sich das traditionelle saisonale Muster wiedereinstellt, wird die Inflationsentwicklung erneut beeinflusst.

## Nahrungsmittel und Energie

Die Entwicklung **der Lebensmittelpreise** wurde **durch die Pandemie** oder Lockdowns **nicht in einem klar erkennbaren Ausmaß direkt** beeinflusst. Der Preis für unverarbeitete Lebensmittel spiegelt dabei vor allem die Weltagrarpreise wider. Für das Jahr 2021 sehen wir keinen Impuls in die eine oder andere Richtung. Vielmehr erwarten wir, dass die Inflation bei Nahrungsmitteln (inkl. Alkohol und Tabak) die durchschnittliche Rate von 1,3 % erreichen wird, was aufgrund einiger Basiseffekte etwas niedriger ist als im Jahr 2020 (zwischen April und Juni 2021 dürfte die Inflation bei Nahrungsmitteln vorübergehend unter 1 % liegen).

Die **Energiepreise** (Kraftstoffe und Haushaltsenergie) folgen eng dem Rohölpreis (Brent ausgedrückt in EUR). Der Rohölpreis ging im März 2020 deutlich zurück, als direkte Reaktion auf die Erwartung einer geringeren globalen Nachfrage. Doch seit Mai 2020 klettert der Brent-Preis stetig nach oben und hat sich im Februar 2021 fortgesetzt. Wenn sich der Ölpreis um die aktuellen Werte stabilisiert, wird der Preisunterschied im Vergleich zum Vorjahr im April 2021 das Maximum erreichen. Gegeben unserer Ölpreisprognose (etwas unter aktuellem Niveau) werden die Energiepreise die **Gesamtinflation im Jahr 2021 sichtbar anheben**. Wir erwarten, dass die durchschnittliche Energieinflation im Jahr 2021 4,3 % erreichen und einen Beitrag zur Gesamtinflation von 0,4 Prozentpunkten leisten wird. Dagegen war im Jahr 2020 ein dämpfender Beitrag von -0,67 Prozentpunkten zu beobachten.

### Energiepreise werden Gesamtinflation nach oben drücken



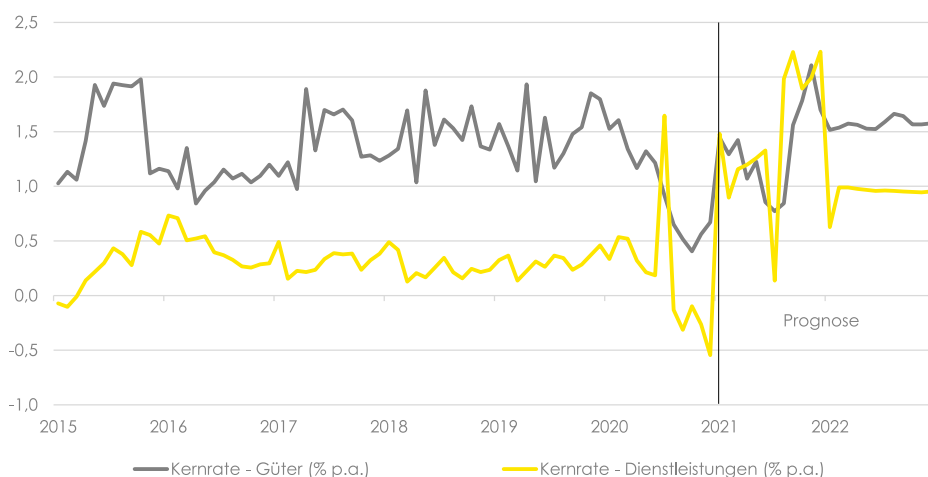
Macrobond, RBI/Raiffeisen Research

## Kerninflation

Die Kerninflation (Gesamtinflation ohne Nahrungsmittel, Alkohol, Tabak und Energie) wurde stark von Veränderungen von Saisonmustern, der Imputation von Preisen, und von Steueränderungen - allem voran der Mehrwertsteuersenkung in Deutschland - beeinflusst. Seit dem 1. Januar 2021 ist die deutsche Mehrwertsteuer wieder auf das vorherige Niveau zurückgekehrt, was die Inflation zu Beginn des Jahres nach oben getrieben hat. Aufgrund von Basiseffekten wird die jährliche Inflationsdynamik im zweiten Halbjahr 2021 einen zusätzlichen Schub erhalten.

Zu gegebenem Zeitpunkt prognostizieren wir **keinen signifikanten Preisdruck bei Kerngütern und -dienstleistungen**. Die meisten Produkte (mit Ausnahme der COVID-beeinflussten Waren und Dienstleistungen - siehe unten) wiesen im gesamten Jahr 2020 und auch im Januar 2021 eine relativ stabile Teuerung aus. Allerdings könnten im Laufe des Jahres 2021 preistreibende Faktoren in dieses "Super"-Kerninflationssegment stärker einfließen. Aufwärtsrisiken verursachen z.B.: höhere Transportkosten (Schiffe oder Botendienste), höhere Preise für IT-Güter aufgrund von Unterbrechungen in Produktionsketten, höhere Preise für Telekommunikationsdienstleistungen. Diese Einflüsse haben wir nicht explizit in unsere Prognose miteinbezogen. Sie stellen jedoch ein Aufwärtsrisiko für unsere Inflationsprognose dar, und wir werden diese Faktoren in den kommenden Monaten genau beobachten.

### Kerninflation in der Eurozone



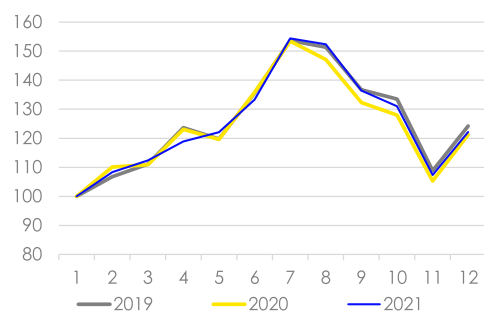
Macrobond, RBI/Raiffeisen Research

### Einfluss der Corona Krise auf die Preisstatistik

Es gibt eine Reihe von Gütern und Dienstleistungen, deren Preise von der Pandemie erheblich beeinflusst werden und gleichzeitig ein relevantes Gewicht im Warenkorb der Verbraucher haben. Obwohl wir diese Preisschwankungen als vorübergehend betrachten, werden sie die Dynamik der Kerninflation im Jahr 2021 stark prägen.

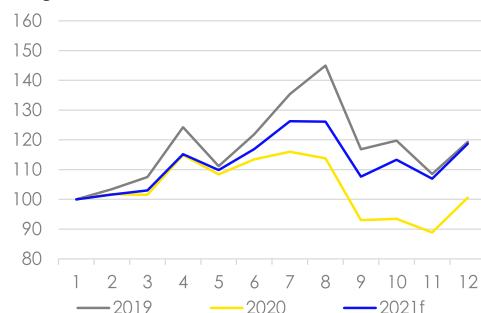
Als Erstes können **reisebezogene Produkte wie Pauschalreisen und Flugtickets** angeführt werden. Das Gewicht dieser beiden Waren lag im Jahr 2020 bei 2,4 %, sank aber im Jahr 2021 auf 0,99 %. Die folgenden Grafiken zeigen das saisonale Muster in 2019 und 2020. Wir erwarten, dass das saisonale Muster im Jahr 2021 dem von 2019 ähnlicher sein wird, aber nicht vollständig. Die Sommerreisesaison sollte dieses Jahr besser ausfallen als 2020, aber wohl immer noch schlechter als 2019. Darüber hinaus dürften die Reise- und Urlaubspreise steigen, sobald die Impfung in Europa einen hohen Abdeckungsgrad erreicht hat (September 2021).

### Pauschalreisen - intern. (Jan.=100)



Macrobond, RBI/Raiffeisen Research

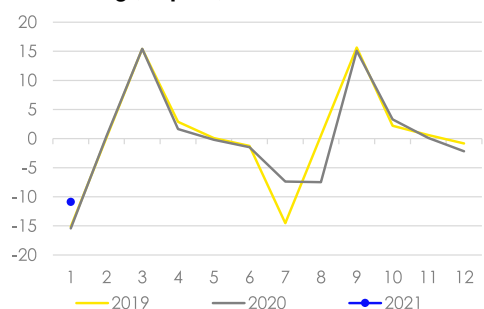
### Flugtickets - intern. (Jan.=100)



Macrobond, RBI/Raiffeisen Research

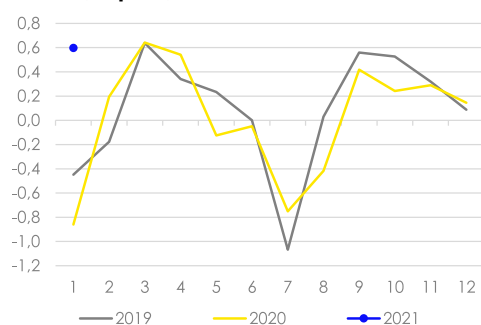
Eine weitere Warengruppe, die von COVID merklich beeinflusst wurde, sind **Kleidung und Schuhe** (Gewicht im Konsumgüterkorb 4,9 %). Bekleidung folgt jedes Jahr einem stabilen saisonalen Muster. Im Jahr 2020 **änderten geschlossene Geschäfte den Zeitpunkt des Abverkaufs**. Normalerweise findet der Sommerschlussverkauf im Juli statt. Im Vorjahr verteilte sich die Preisnachlässe stufenartig auf die zwei Monate Juli und August. Im Rest des Jahres 2020 waren die saisonalen Muster wie üblich. Im Januar 2021 war die Preisrückgänge des traditionellen Nach-Weihnachtsschlussverkaufs geringer und erreichten nur 2/3 des üblichen Ausmaßes (-11 % im Vergleich zum Vormonat in 01/2021 gegenüber -15 % p.m. im Januar-Durchschnitt). Wir erwarten jedoch, dass ein Teil der Preisnachlässe im Februar zu Buche schlagen. Der Sommerschlussverkauf 2021 sollte zur gleichen Zeit wie 2019 stattfinden, d.h. wir erwarten keine Verschiebungen wie 2020.

### Bekleidung (% p.m.)



Macrobond, RBI/Raiffeisen Research

### Möbel (% p.m.)



Macrobond, RBI/Raiffeisen Research

Bei **Möbeln** waren wir von dem hohen Preisanstieg im Januar 2021 etwas überrascht. Da aber in vielen Ländern die Geschäfte geschlossen waren, ist es wohl zu früh, vor den kommenden Monaten eine Schlussfolgerung zu ziehen.

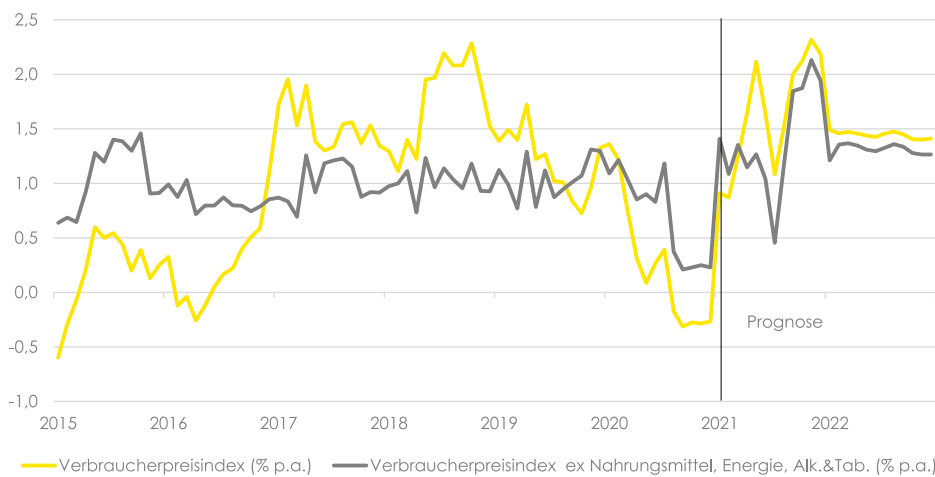
Während der Pandemie haben die **Verbraucher ihr Konsumverhalten geändert**. Die ausgeprägtesten Änderungen waren der Kauf von mehr Lebensmitteln in Supermärkten, weniger Konsum in Restaurants, weniger Flugreisen und weniger Ausgaben für Urlaube. All diese Verschiebungen (obwohl vermutlich temporär) haben zu einer deutlichen **Änderung der Gewichte** im Warenkorb für 2021 geführt. Laut unseren Berechnungen beläuft sich der Effekt dieser Umschichtung der Gewichte auf die Kerninflation im Jahr 2021 auf etwa minus 0,4 Prozentpunkte.

### Ausblick auf das Jahr 2022

Die Entwicklung der Kerninflation bei Waren und Dienstleistungen wird auch zu **Beginn des Jahres 2022 von den Lockdowns im Jahr 2021 beeinflusst** werden. Die oben beschriebenen Faktoren werden jedoch im Laufe des Jahres 2022 ihre Wirkung verlieren. Wir erwarten, dass sich die **Kerninflation im Mai bis Juni 2021 auf ihr mittelfristiges Niveau einpendeln** wird, das wir auf 1,3 % p.a. schätzen. Der Anstieg der gemessenen Inflation im Jahr 2021 ist eher als eine Aufwärtskorrektur von zuvor nach unten gedrückten Preisen von Konsumgütern zu sehen. Nach dem

Abklingen der meisten Corona-Effekte werden einige strukturelle preisdämpfende Elemente (Globalisierung, Produktionslücke, Digitalisierung) wieder in den Vordergrund treten. Allerdings sehen wir die Risiken nach oben gerichtet. Unsere in dieser Analyse vorgestellten Inflationsschätzungen liegen eher an der Untergrenze unserer Erwartungen für die Jahre 2021/22.

### Inflation in der Eurozone

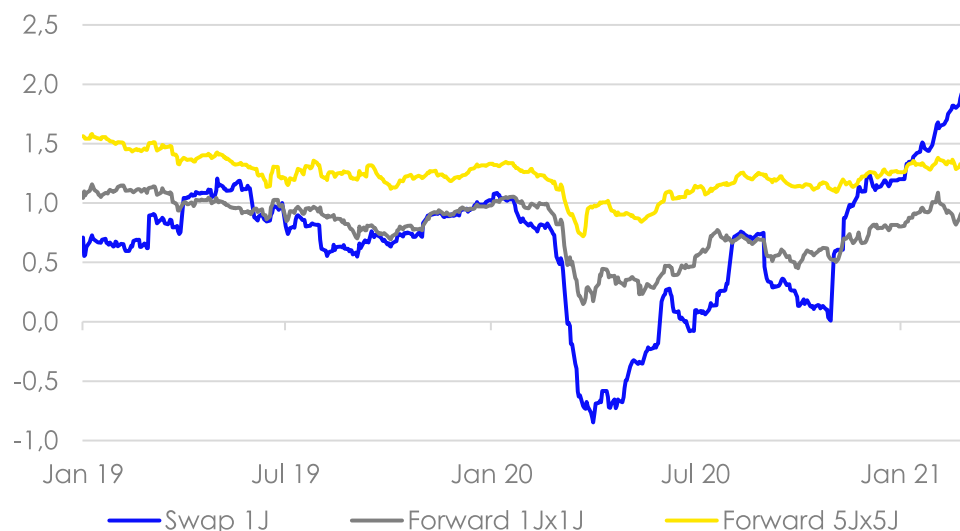


Macrobond, RBI/Raiffeisen Research

### Von Inflationsschub zu Anleihekurssturz? Wenig wahrscheinlich!

Der von uns erwartete Inflationsschub wird sicher für Schlagzeilen sorgen, vor allem in der zweiten Jahreshälfte. Für die **Auswirkung auf die Zinsmärkte** ist relevant, inwieweit der beschriebene **Inflationsverlauf bereits eingepreist** ist und welche Signale der EZB damit verbunden sein werden. Die gepreisten Inflationserwartungen können anhand von Inflationsswaps und der daraus berechneten Forwards abgelesen werden.

### Am Markt gepreiste Inflationserwartungen gemäß Inflation-Swap



Refinitiv, RBI/Raiffeisen Research

Während im Jahr 2019 die Inflationserwartungen für die folgenden zwei Jahre weitgehend gleich waren, führte die Corona Krise zu einem Auseinanderklaffen der kurz- und mittelfristigen Sicht. Relevant ist nun, dass sich der Markt beginnend seit Oktober 2020 zunehmend auf einen Inflationsschub im Jahr 2021 eingestellt hat. Allerdings erachten die Marktteilnehmer diese Entwicklung als nur vorübergehend. Dieses Muster entspricht einerseits dem von uns vorgestellten Inflationsspfad in den nächsten beiden Jahren.

Andererseits fällt laut unserer Prognose der Anstieg bis in den Herbst prononcierter und der Rückfall im Jahr 2022 etwas weniger markant aus. Der **Markt** sollte daher in den kommenden Monaten zwar **nicht am falschen Fuß erwischt** werden. Allerdings ist gegeben unserer Prognose das **Repricing des Inflationsverlaufes noch nicht abgeschlossen**.

Eine **Anpassung** der am Zinsmarkt **gepreisten Inflation** ist **nicht zwingend** mit einem entsprechenden **Anstieg der nominellen Zinsen verbunden** – hier beschrieben als die Bewegung der Rendite für deutsche Staatsanleihen. Die nominale Rendite dt. Staatsanleihen kann bei steigenden Inflationserwartungen unverändert bleiben, wenn gleichzeitig die reale Verzinsung um das gleiche Ausmaß fällt. In der Eurozone gibt es einen mächtigen Player, der mäßigend auf die reale und somit nominelle Verzinsung einwirkt – die Europäische Zentralbank.

Die EZB signalisiert für lange Zeit unveränderte Leitzinsen und hat umfangreiche Anleihekäufe über das Sonderprogramm PEPP bis zumindest März 2022 beschlossen. Der für die Notenbanker im Ausmaß vielleicht etwas überraschende Inflationsschub wird die Entscheidungsträger nicht nervös machen. Im Gegenteil: Die am Markt gepreisten mittel- und langfristigen Inflationserwartungen sind sogar weit unter dem Zielwert der EZB von nahe 2 % p.a. und der Notenbank schon lange ein Dorn im Auge. Somit gilt als sicher, dass die **EZB ihre reflationierende Haltung nicht überdenken** wird. Vielmehr wird sie durch **fortgesetztes nach unten Drücken der realen Zinsen** eine stark expansive Geldpolitik betreiben, die sowohl eine Wirtschaftserholung unterstützt als auch die Inflationserwartungen klettern lässt. Das seit längerem laufende APP wird sehr sicher wohl noch viele Jahre fortgesetzt.

**Zusammengefasst:** Das aus unserer Sicht zusätzlich erforderliche Repricing der Inflationserwartungen kann übers Jahr zu weiterer Volatilität bei deutschen Anleiherenditen führen. In der Endabrechnung dürfte aber aufgrund der ausgesprochen dominanten EZB der Renditeanstieg und die Versteilung der Renditekurve von deutschen Staatsanleihen im historischen Kontext eher moderat ausfallen.



## 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.
- 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).

#### **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 Börsengesetzes 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.

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

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

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.

**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 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 Prospektpflicht gemäß den im jeweiligen Territorium bzw. der jeweiligen Provinz geltenden wertpapierrechtlichen Bestimmungen berechtigt sind, Abschlüsse in Zusammenhang mit den hierin beschriebenen Wertpapieren zu tätigen.

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.

## Contact

### EMIL KALCHEV

📍 Bulgaria

✉ [emil.kalchev@raiffeisen.bg](mailto:emil.kalchev@raiffeisen.bg)

### OLGA ZHEGULO

📍 Belarus

✉ [olga.zhegulo@rbinternational.com](mailto:olga.zhegulo@rbinternational.com)

### IVONA ZAMETICA

📍 Bosnia Herzegovina

✉ [ivona.zametica@raiffeisengroup.ba](mailto:ivona.zametica@raiffeisengroup.ba)

### DOROTA STRAUCH

📍 Poland

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

### ZOLTÁN TÖRÖK

📍 Hungary

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

### GERGELY PALFFY

📍 Hungary

✉ [gergely.palffy@raiffeisen.hu](mailto:gergely.palffy@raiffeisen.hu)

### ANDREAS SCHWABE

📍 Austria

✉ [andreas.schwabe@rbinternational.com](mailto:andreas.schwabe@rbinternational.com)

### ZRINKA ZIVKOVIC-MATIJEVIC

📍 Croatia

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

### VALBONA GJEKA

📍 Albania

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

### GREGORY CHEPKOV

📍 Russia

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

### GREGORY CHEPKOV

📍 Russia

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

### MATTHIAS REITH

📍 Austria

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

### VIT HRADIL

📍 Czech Republic

✉ [vit.hradil@rb.cz](mailto:vit.hradil@rb.cz)

### IONUT DUMITRU

📍 Romania

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

### NICOLAE COVRIG

📍 Romania

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

## Impressum

Completed: 01. März 2021 21:25 MEZ;

First dissemination: 01. März 2021 21:25 MEZ