

Perspektiven: 20 Jahre EU & Zentraleuropa, Fort- & Rückschritte plus Wendungen

Die EU-Osterweiterung nach Mitteleuropa (CE, 2004) ist makroökonomisch ein Erfolg. Das gilt trotz einiger Wendungen und Neuausrichtungen. Der boomende Handel und substanzielle Direktinvestitionen (ADI) haben einen anhaltenden Aufholprozess gegenüber Westeuropa begünstigt. Im Bankensektor sind die Aufholrends vielschichtiger. DIE "Konvergenzgewinner" sind in Summe (makroökonomisch, Bankensektor) vermutlich Tschechien und die Slowakei. Interessanterweise verfolgten beide Länder sehr unterschiedliche Strategien, bei basaler Ähnlichkeit. Heimische Banken sind in CE eine dominierende Kraft (Marktanteil 25 %). In Zukunft könnte die CE-Region von erzielten Erfolgen und aktuellen geo-ökonomischen Trends profitieren – wenn es gelingt, sich nicht in eine eigene Ecke zu stellen.



Mitteleuropa: In 20 Jahren von weniger als Niederlande zu ähnlichem Niveau wie Italien

Seit 2000 und 2004 (EU-Beitrittsdatum) haben **alle** damals neuen **mitteleuropäischen EU-Mitglieder** eine **bemerkenswerte makroökonomische und einkommensmäßige Konvergenz** verbuchen können. In dieser Zeit ist ihr **Anteil am gesamten EU-BIP** (in nominalen Werten) von nur **4-5 %** auf **8,6-9,2 %** gestiegen, der BIP-Anteil in der EU hat sich fast verdoppelt. Insgesamt verlief die wirtschaftliche Aufholjagd gegenüber Westeuropa in den letzten zwei Dekaden recht reibungslos, wenn auch mit einer **Verlangsamung** von **2009 bis 2014** und teilweise bis **2016**. Darauf folgte in den letzten fünf bis sieben Jahren eine weitere starke und **solide zweite Konvergenzphase**, die sich jedoch in ausgewählten Ländern während der jüngsten Krisen (Energiekrise, COVID-19) wieder verlangsamte, vor allem in **Tschechien**. Die skizzierte regionale makroökonomische Verlangsamung des Aufholprozesses im Vergleich zu Westeuropa ist ein Hinweis darauf, dass es in ausgewählten CE-Ländern gewisse **Wendungen** und **Neuausrichtungen** gab.

Dennoch war die **EU-Osterweiterung** nach CE eine **wirtschaftliche Erfolgsgeschichte**. Im direkten **Vergleich mit größeren** einzelnen **westlichen EU-Ländern** bedeutet dies, dass die **CE-5 Länder** (Polen, Ungarn, Slowakei, Slowenien, Tschechien) bzw. die CE-8 Staaten (CE-5 plus Baltikum) in Summe ihr **relatives BIP-Gewicht** von etwa **28-30 %** des **italienischen BIP** (2000) auf fast **80 %** des BIP Italiens (2024) gesteigert haben. Im Vergleich zu den **Niederlanden** bedeutet dies, dass das aggregierte BIP der **CE-Region** nominal nun **deutlich größer** ist als das der **fünftgrößten EU-Wirtschaft**. Heute liegt die Wirtschaftskraft (BIP) der CE-Länder bei **145-160 %** der **niederländischen Wirtschaft** (nur 77-80 % im Jahr 2000).

Mitteleuropa: In 20 Jahren von weniger als Niederlande zu ähnlichem Niveau wie Italien **1**

CE: EU-Beitritt und Außenhandelsentwicklung - Anstieg des intraregionalen Handel **2**

CE: EU-Beitritt und Hotspot für ausländische Direktinvestitionen **4**

Ausweitung von Handel und FDI - nur ein Goldlöckchen-Szenario? **4**

Einseitige Konvergenz bei der Wirtschaftskraft - nicht im Bankwesen **5**

Finanzielle Vertiefung - wie viel Konvergenzpotenzial ist noch vorhanden, wo liegen die neu entstehenden Geschäftsmöglichkeiten? **6**

CZ & SK: Die solidesten Konvergenzerzählungen - gleich, und doch anders **10**

Aufgepasst: Österreichische Banken stärken ihre Führungsrolle! **11**

Disclaimer **14**

Analyst **18**

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Marketingmitteilung.

Gunter DEUBER

Analyst Editor

+43 1 71707-5707

gunter.deuber@rbinternational.com

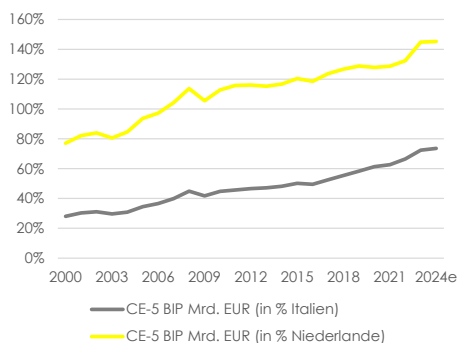
Dorota STRAUCH

Analyst Editor

+48 609 920 663

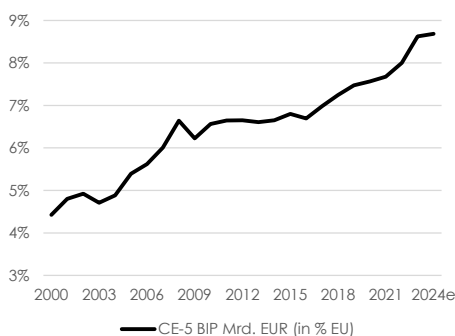
dorota.strauch@raiffeisen.pl

Aufholen CE-5 vs IT & NL



Quelle: Eurostat, IWF, RBI/Raiffeisen Research

Aufholen CE-5 vs EU

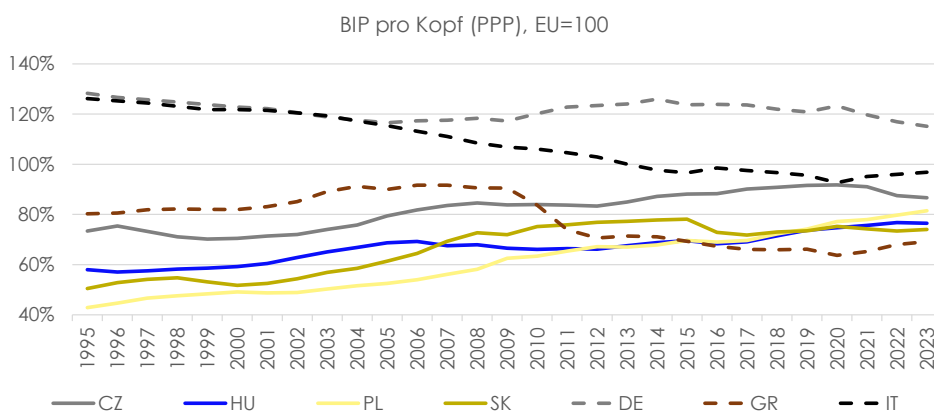


Quelle: Eurostat, IWF, RBI/Raiffeisen Research

Der Vergleich des **Pro-Kopf-BIP** (auf Basis der Kaufkraftparität, KKP) zeigt ebenfalls einen **kontinuierlichen** und **raschen Anstieg** (insbesondere im ersten Jahrzehnt) in Richtung der EU-Durchschnittswerte. Den größten Sprung machte **Polen**, das 2004 am weitesten zurücklag und dessen Pro-Kopf-BIP von 43 % des EU-Schnitts im Jahr 2004 auf 81 % anstieg. Im Falle **Tschechiens** war es (damals wie heute) am höchsten: 76 % im Jahr 2004 und 87 % im Jahr 2023 (**Ungarn** und die **Slowakei** weisen hier Werte von 76 % bzw. 74 % auf). Das teils recht hohe Einkommensniveau im Vergleich zum EU-Schnitt bedeutet jedoch: Der **Spielraum** für eine **weitere "einfache" wirtschaftliche Konvergenz** von nun an wird sehr viel kleiner. Die letzten 10 Prozentpunkte der Einkommenslücke zum EU-Durchschnitt sind sehr viel schwieriger aufzuholen, oder nur mit komplexeren Investitionen und Reformen.

In den letzten 20 Jahren setzte sich die wirtschaftliche Konvergenz trotz Störungen und Krisen wie der globalen Finanzkrise (GFC), der Euro-Staatsschuldenkrise, der Energiekrise oder der Pandemie fort. Zumindest war trotz eines teilweisen Stillstands der wirtschaftlichen Konvergenz **kein säkularer Rückgang** oder eine **Umkehrung der Konvergenz**, wie in **anderen Teilen der EU**, zu erkennen. Damit gilt: Die CE-Länder haben erwartbare Vorteile der EU-Mitgliedschaft voll genossen, auch wenn dies in einigen Aspekten (übermäßige Abhängigkeit von billigen Arbeitskräften als Wettbewerbsvorteil, geringe Diversifizierung der Industrie bei einem hohen Anteil der Automobilindustrie u.a.) zu gewissen Pfadabhängigkeiten geführt hat.

(Fast) Ununterbrochene Konvergenz in CE



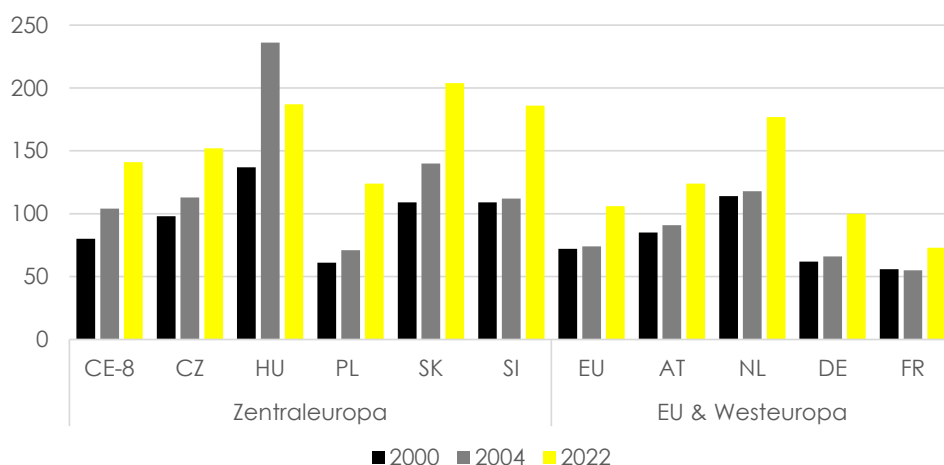
Quelle: IWF, RBI/Raiffeisen Research

CE: EU-Beitritt und Außenhandelsentwicklung - Anstieg des intraregionalen Handel

Der EU-Beitritt der CE-Länder, einschließlich der Dynamiken vor dem Beitritt, war ein Katalysator für tiefgreifende Veränderungen. Nach der raschen Umgestaltung der 1990er Jahre erleichterte der EU-Eintritt den Zugang zu **neuen Märkten** und **Investoren** und führte zu geringeren Transaktionskosten, was eine weitere rasche Entwicklung

begünstigte. Dies lässt sich am besten an den **Handelsströmen** ablesen, die in den **ersten Jahren** der **EU-Mitgliedschaft rapide zunahmen**, wobei dieser Trend vorübergehend durch die Weltwirtschaftskrise 2008/09 und die Staatsschuldenkrise im Euroraum unterbrochen wurden. Dennoch stiegen die **Exporte** zwischen 2004 und 2023 in **Ungarn** um das **3,9-fache** und in **Polen** sogar um das **7,4-fache**. Die entsprechenden Kennzahlen liegen bei **5,5** im Falle **Tschechiens** und **5,6** für die **Slowakei**. Darüber hinaus intensivierten sich die Exporte nicht nur mit den EU-Ländern, sondern die EU-Mitgliedschaft unterstützten auch die Expansion in neue Märkte außerhalb der EU. Zudem begünstigte die Binnenmarktmemberschaft auch einen **verstärkten intraregionalen Handel** (innerhalb von CE oder auch mit Südosteuropa, SEE) – ein Trend, der sich in den letzten Jahren beschleunigte. Gegenwärtig (Daten von 2022) liegt der aggregierte intraregionale Handel von CE (plus SEE) fast auf dem Niveau des Außenhandels mit der Wirtschaftsmacht Deutschland (**26 % mit CE/SEE vs. 28 % mit Deutschlandhandel** bei den Exporten, im Vergleich zu **20 % bzw. 30 %** im Jahr 2005). Die skizzierten Relationen zeigen einen tendenziellen Rückgang des Anteils Deutschlands als dominierender Außenhandelspartner und einen Anstieg von CE/SEE zwischen 2005 und 2022. Nicht zu vergessen ist, dass sich die hohen Leistungsbilanzdefizite der CE-Länder mit der deutschen Wirtschaft seit dem EU-Beitritt (teilweise) korrigiert haben.

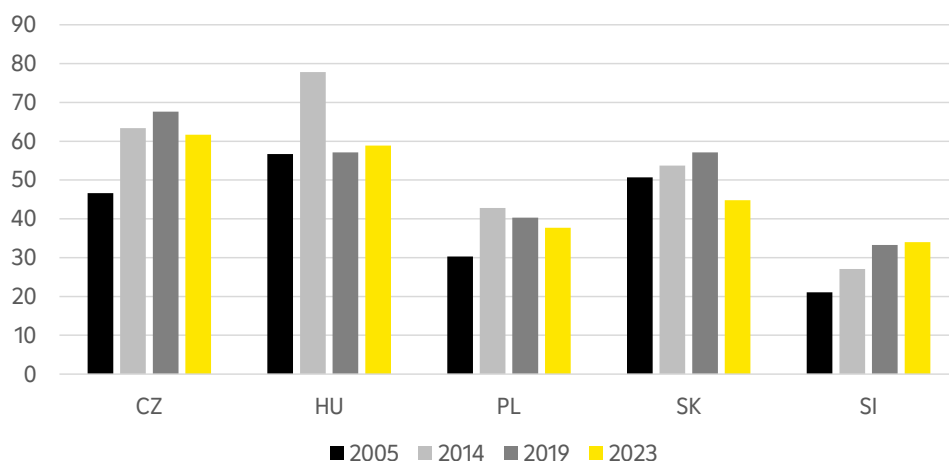
Außenhandelsöffnung (Außenhandel, % des BIP)



Quelle: Weltbank, RBI/Raiffeisen Research

Die starke Außenhandelsleistung führte zu einem **säkularen Anstieg** der **Handelsöffnung** in den CE-Ländern. Im Durchschnitt betrug der Außenhandel vor etwa zwanzig Jahren (2000) etwa **80 % des BIP**. Bis zum EU-Eintritt stieg diese Quote auf 104 % und pendelte sich zuletzt bei **141 %** ein. Spitzenwerte der Außenhandelsöffnung weisen **Ungarn** und die **Slowakei** mit **190–200 %** des BIP auf. Selbst die größere polnische Volkswirtschaft ist für den Außenhandel genauso offen wie Österreich. Daher ist die CE-Region viel **stärker** vom Außenhandel **abhängig** als andere gut etablierte kleine und handelsoffene EU-Volkswirtschaften, wie etwa die **Niederlande** oder **Österreich**. Hier liegen die Außenhandelsquoten bei 120-170 % des BIP. Der hohe Grad an Handelsöffnung spiegelt die solide internationale Wettbewerbsposition der Region wider. Der hohe Grad der Handelsöffnung in CE erhöht jedoch die **direkte und indirekte Anfälligkeit** für **weltwirtschaftliche Rückschläge** oder Schock, was einen Risikofaktor darstellt. Das gilt insbesondere im Hinblick auf geopolitische Risiken. Nicht zu vergessen ist, dass die nach wie vor starke Verflechtung mit dem Wirtschaftspartner Deutschland dazu führt, dass die CE-Länder konjunkturellen und weltwirtschaftlichen Risiken (vor allem im Industriesektor) besonders ausgesetzt sind.

CE-5: Bestand Ausländische Direktinvestitionen (ADI, % des BIP)



Quelle: Eurostat, IWF, RBI/Raiffeisen Research

CE: EU-Beitritt und Hotspot für ausländische Direktinvestitionen

Mit relativ **niedrigeren Arbeitskosten** im Vergleich zu Westeuropa, Reformen und Vorschriften, die durch die **EU-Mitgliedschaft gefördert** wurden, sowie einer immer besseren **infrastrukturellen Anbindung** an Westeuropa (auch auf Grundlage von EU-Mitteln) wurden die CE-Länder zu einem äußerst attraktiveren Markt für Ausländische Direktinvestitionen (ADI), was zu einem säkularen **Anstieg** der ADI seit **2004** um über **130 %** im Falle **Tschechiens** und fast **300 %** in **Polen** führte (auf 62 % des BIP in Tschechien und 38 % des BIP in Polen im Jahr 2022, was den Unterschied in der Größe der Volkswirtschaften widerspiegelt). Die Dynamik zwischen 2004 und 2021/2022 betrug in den anderen Ländern der Region **146 %** in **Ungarn** und **226 %** in der **Slowakei**. Aus einer breiteren europäischen und EU-Perspektive ist die Region CE durch hohe inländische ADI-Bestände (eingehende ADI) gekennzeichnet.

Ausweitung von Handel und FDI - nur ein Goldlöffchen-Szenario?

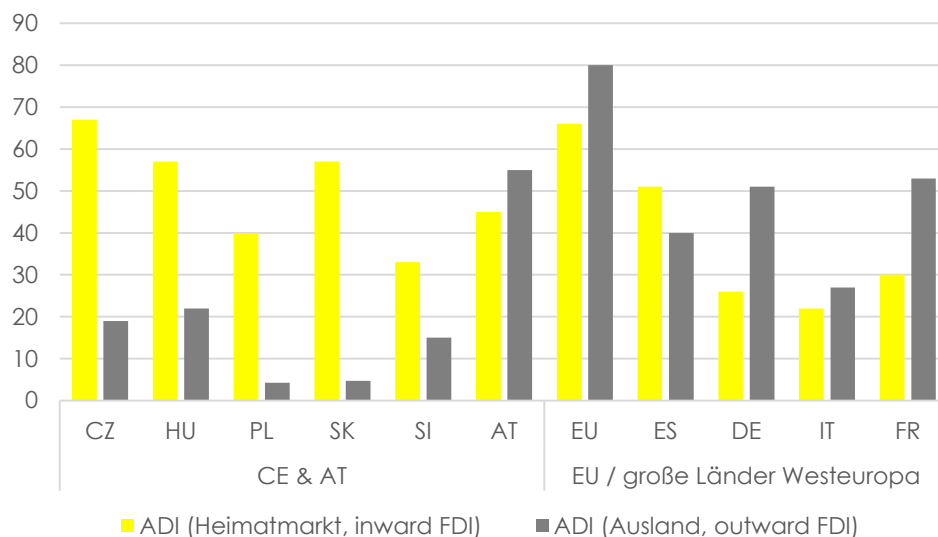
Insgesamt sprechen die Offenheit für den Handel plus die hohe Durchdringung mit eingehenden ADI-Beständen für die **Wettbewerbsfähigkeit** der **Region CE**. Dabei geht es um die preisliche Wettbewerbsfähigkeit sowie weitere qualitative Wettbewerbsfaktoren (z.B. Zugang zu EU-Märkten und EU-Mitteln, Qualifikation der Arbeitskräfte, digitale Reife). Es ist daher nicht verwunderlich, dass sich hier auch **Vorteile** aus der **aktuellen geopolitischen Neukonfiguration** der Weltwirtschaft in **Wirtschaftsblöcke**, einschließlich der EU, ergeben könnten. Die CE-Region kann als attraktives Sprungbrett in die EU gesehen werden, was sich teilweise in Produktionsverlagerungen westlicher Unternehmen in die Region und in chinesischen ADI-Aktivitäten ("Nearshoring", "Friendshoring") niederschlägt. Angesichts der Vorlaufzeiten für neue Standorte und des sich nur langsam abzeichnenden Bedarfs an echten Neuinvestitionen oder Kapazitäten bei vielen internationalen Großunternehmen könnten hier die größten Effekte noch vor uns liegen.

Der im Vergleich zu anderen EU-Ländern **hohe Abhängigkeit** von ADI sowie die sehr hohe **Außenhandelsöffnung** haben in den letzten Jahren auch Anlass zu einigen **kritischeren lokalen Debatten** über eine übermäßige Abhängigkeit vom Ausland gegeben. Dies gilt insbesondere für (vermeintlich) hohe Dividendenabflüsse oder zu geringe lokale Reinvestitionen als Folge von ADI-Engagements. Dies hat zum Teil zu **Verstaatlichungen** oder **Verstaatlichungstendenzen** geführt, wie in Ungarn und zum Teil in Polen (vor allem im Bankensektor).

Nationale und lokale Bestrebungen, sogenannte "Local Champions" mit regionalen oder EU-weiten Expansionsbestrebungen zu fördern, sind in gewissem Maße sinnvoll gegeben die skizzierten Trends. Schließlich führt eine übermäßige Abhängigkeit von ausländischen

Unternehmen und Kapitalzuflüssen nicht immer zu optimalen Ergebnissen. Die teils **asymmetrische Einbindung** der CE-Region in die Wertschöpfung Europas zeigt sich auch an den großen Unterschieden zwischen den **eingehenden** und den **ausgehenden ADI** (d. h. den geringen ADI-Beständen im Ausland). Allerdings haben insbesondere ADI aus Deutschland und Österreich vor Ort in der Regel hohe positive lokale und soziale Effekte, da hier meist eine hohe Re-Investitionstätigkeit stattfindet (eine relevante wiiw-Studie finden Sie hier: [Economic and Social Impacts of FDI in Central, East and Southeast Europe](#)).

Penetration Ausländische Direktinvestitionen (% des BIP, 2022)



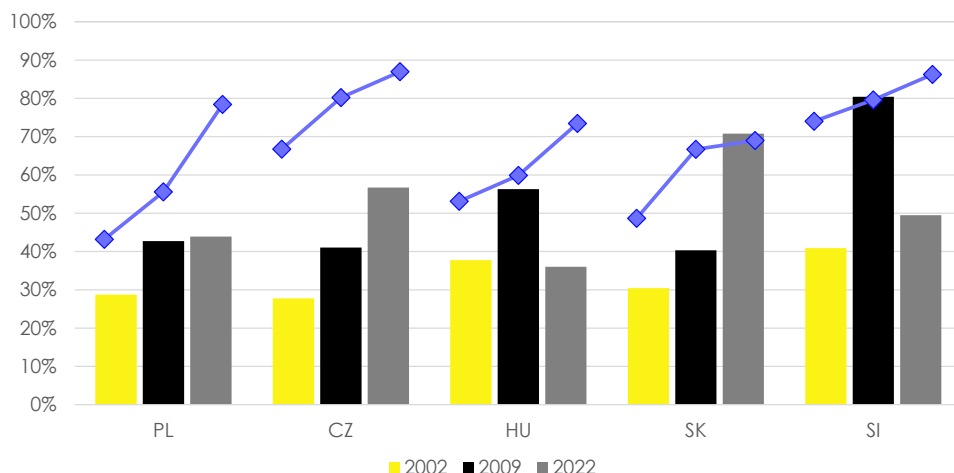
Quelle: OECD, RBI/Raiffeisen Research

([Gunter Deuber](#), [Dorota Strauch](#))

Einseitige Konvergenz bei der Wirtschaftskraft - nicht im Bankwesen

Im Vergleich zur **wirtschaftlichen Konvergenz** ist das **Bild alles andere als homogen**, wenn es um die **CE-Bankensektoren** und das **Tempo** der (aufholenden) **finanziellen Vertiefung** geht (financial deepening). Interessanterweise erwies sich die Konvergenz der Einkommensniveaus in Richtung des Euroraum-Durchschnitts zwar als mehr oder weniger ununterbrochen, der Grad der Finanzintermediation (Kredite in Relation zum BIP) konnte hingegen nicht jederzeit und kontinuierlich zulegen. Es gab sogar teils drastische Umkehrungen. In Bezug auf die Finanzsektorentwicklung stechen **Tschechien** und die **Slowakei** positiv hervor, während in **Ungarn** und **Slowenien** die Finanzintermediationsquote im Vergleich zum Euroraum nach wie vor viel niedriger ist als 2009 bzw. sogar 2002; im Falle **Polens** ist der Aufholprozess des Finanzsektors seit 2009 zum Stillstand gekommen – im Gegensatz zum wirtschaftlichen Aufholprozess insgesamt.

Bankkredite/BIP (Balken) vs. Pro-Kopf-BIP zu KKP (Linie) % des Durchschnitts der Eurozone



Quelle: Zentralbanken, Weltbank, EZB, Eurostat, RBI/Raiffeisen Research

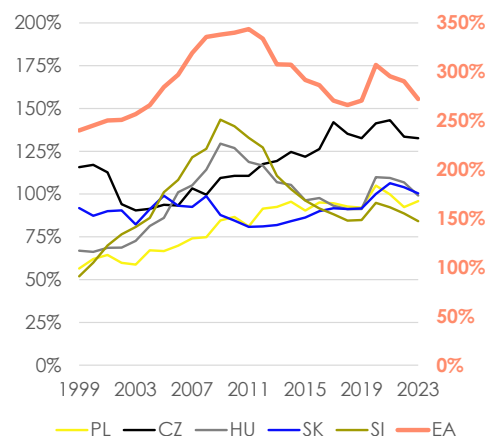
Finanzielle Vertiefung - wie viel Konvergenzpotenzial ist noch vorhanden, wo liegen die neu entstehenden Geschäftsmöglichkeiten?

Ebenso wie bei der wirtschaftlichen Integration hatte die **Aussicht** auf den **EU-Beitritt** in Polen, Tschechien, Ungarn, der Slowakei und Slowenien (kurz CE-5) lange vor dem EU-Beitritt Optimismus hinsichtlich der **Expansion** der **Bankenmärkte** geweckt. Betrachtet man das Verhältnis der Gesamtaktiva des Sektors zum BIP (das zentrale Maß für den Entwicklungsgrad eines Bankensektors), so lässt sich bereits seit **Anfang** der **2000er Jahre** ein **Anstieg** des **Grads** der **Finanzintermediation** feststellen. Dieser Trend hielt bis 2009 ungebrochen an, was nicht zuletzt durch das **aktive Engagement ausländischer (auch österreichischer) Bankengruppen** unterstützt wurde. Diese Akteure hatten seit Anfang der 1990er Jahre auf die Region gesetzt, während die europäische Industrie (und die deutschen Unternehmen) ebenfalls in die CE-Region drängten, wie die starken ADI-Zuflüsse schon lange vor dem EU-Beitritt zeigten. Fairerweise sollte man aber auch den **europäischen "Super-Kredit-Zyklus"** von 1999/2000 (Gründung Eurozone) bis 2008/2009 (GFC) im Auge behalten. In fast allen Bankenmärkten in Europa und insbesondere in Ländern mit noch geringerer Marktdurchdringung konnte damals die Verschuldung zulegen bzw. die Relation Kredite-zum-BIP. Dies gilt für die Eurozone insgesamt, besonders für die sogenannten "Peripherieländer" des Euroraums, aber auch für andere mittel- oder südosteuropäische Länder, die nicht in der ersten EU-Osterweiterungsrunde waren (z. B. Rumänien und Bulgarien, Kroatien). In dieser Hinsicht waren die globalen, europäischen und regionalen Wirtschafts- und Kapitalmarkttrends zu dieser Zeit eng miteinander verflochten.

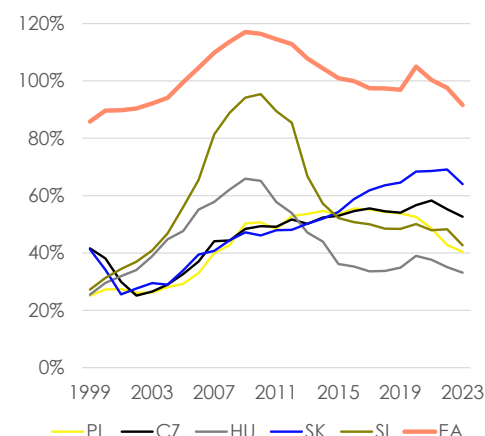
Nachdem die **CE-5-Bankenmärkte** ihre erste Expansionsphase nahezu parallel vollzogen hatten, gerieten sie im **Zeitraum 2010–2015** in ein komplexeres **Fahrwasser**, das **anfängliche einheitliche Wachstumsmuster** endete. Ein ausgedehnter Kreditabschwung im Euroraum im Anschluss an die GFC belastete die osteuropäischen Bankenmärkte, während einzelne CE-Märkte auch mit **länder- und/oder bankensektorspezifischen Risiken** konfrontiert waren, die während der anfänglichen aktiven Wachstumsphase akkumuliert wurden. Dies gilt insbesondere für **Ungarn** und **Slowenien**, wo der Grad der finanziellen Durchdringung möglicherweise über ein fundamental solides Niveau hinausgegangen war oder die Geschwindigkeit der Kreditexpansion möglicherweise zu extrem war. Im Falle Ungarns verursachte zudem die **umfangreiche Vergabe von Fremdwährungskrediten** an Privatkunden erhebliche Auswirkungen auf den Bankensektor, während Slowenien aufgrund des frühen Beitritts zum Euroraum (im europäischen "Super-Kredit-Zyklus") unter einem überbordenden extern finanzierten Verschuldungszyklus litt. Die letzten acht Jahre bis 2023 waren im CE-Bankensektor in Summe nur von einer moderaten Steigerung des Grads der

Finanzintermediation gekennzeichnet, abgesehen von einem kurzen Aufflackern der antizyklischen Kreditvergabe während COVID-19 Krise. Die eher verhaltene Entwicklung der letzten Jahre zementierte eher die relative Position der CE-5-Länder in Bezug auf ihren finanziellen Reifegrad, wobei **Tschechien** und die **Slowakei** auf der einen Seite und dann **Slowenien** plus **Ungarn** auf der anderen Seite jeweils die **Ober-** bzw. **Untergrenze** der **Finanzintermediationsraten** in der Region definieren.

Aktiva Banken (% des BIP)



Bankdarlehen (% des BIP)



Quelle: Zentralbanken, EZB, RBI/Raiffeisen Research

* ohne Kredite an MFIs und den Staat

Quelle: Zentralbanken, EZB, RBI/Raiffeisen Research

Eine rückblickende Betrachtung kann Aufschluss darüber geben, warum sich einige CE-Länder in ihrem Konvergenzprozess im Bankensektor als standhafter erwiesen haben. Wenn man 25 Jahre zurückblickt, wiesen alle CE-5-Bankenmärkte zur Jahrtausendwende ein Verhältnis Gesamtaktiva-zum-BIP von weniger als 50 % des Durchschnitts des Euroraums auf, während die Bilanzen noch immer die Hinterlassenschaften des Übergangs nach dem Kommunismus enthielten. **Tschechien** und die **Slowakei** gingen von einem nominell höheren Niveau der Finanzintermediation aus (Gesamtaktiva/BIP von über 90 % im Jahr 1999), aber sie durchliefen nach der Transformation von 1998/99 auch eine **umfangreiche Bereinigung** ihrer **(Unternehmens-)Kreditportfolios**, die parallel zur **Privatisierung** der **Großbanken** an **strategische ausländische Investoren** durchgeführt wurde. Man könnte argumentieren, dass die daraus resultierende Dominanz westeuropäischer Banken den Sektoren Stabilität verlieh und im Falle der Slowakei auch zu einer reibungslosen späteren Einführung des Euro beitrug. Nur diese beiden CE-Länder (Slowakei & Tschechien) konnten einen **stetigen Anstieg** der **Bankkredite** im **Verhältnis** zum **BIP** von etwa **25 %** in den Jahren **2001/2002** auf **50-70 %** im Jahr **2023** verbuchen, einschließlich eines **markanten Wachstums** des **gesellschaftlich wichtigen** und **lokal bedeutsamen Marktes** für **Wohnungsbaukredite**. In Ungarn, Polen und Slowenien (Gesamtaktiva/BIP von 50 bis 70 % im Jahr 1999) gewannen ausländische Banken ebenfalls an Marktgewicht (in Slowenien in geringerem Umfang). Zu Beginn der 2000er Jahre befanden sich die größten Akteure jedoch noch in staatlicher Hand (mehrheitlich oder über eine "goldene Aktie"). Obwohl eine aktivere Rolle des Staates auf diesen Märkten bis Ende 2009 kein Hindernis für eine deutliche Kreditexpansion darstellte, fehlte es nach der GFC und der anschließenden Staatsschuldenkrise im Euroraum möglicherweise an einer breiteren Unterstützung durch externe Anteilseigner. So hat beispielsweise die europäische Doppelrezession der Jahre 2009-2012 in Slowenien mit einer anschließenden Kreditklemme einen großen Teil der finanziellen Vertiefung zunichtegemacht, die das Land im ersten Abschnitt der Konvergenz erreicht hatte. Die strukturell notwendige Entschuldung in Ungarn bedeutete ebenso einen deutlichen Rückgang des Grades der Finanzintermediation. Es muss jedoch betont werden, dass **ausländische Banken** auch eine wichtige Rolle dabei spielten, die **CE-5-Länder** im Rahmen der **"Wiener Initiative" (1.0)** vor **weitreichenden** und **negativen Auswirkungen** der GFC auf den regionalen Bankensektor zu **bewahren**.

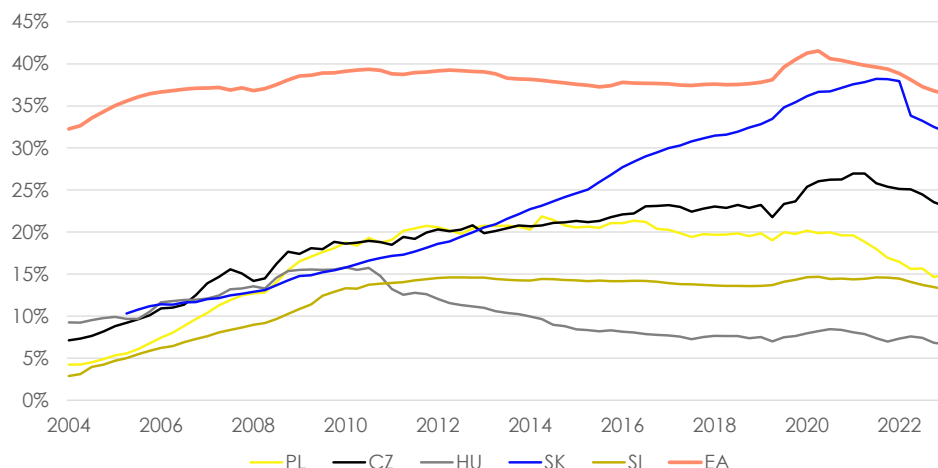
Letztere erwies sich als innovatives und erfolgreiches Format zur Koordinierung zwischen privaten Akteuren und dem öffentlichen Sektor (für eine Bewertung, zu der wir beigetragen haben, siehe hier: [EIB, Ten years of the Vienna Initiative 2009-2019](#)).

Nicht nur in Slowenien (oder in Teilen der sogenannten "Peripherie" des Euroraums) hat das Zusammenspiel zwischen GFC und der europäischen (Staats-)Schuldenkrise einen **"ungesunden" Teil der Kreditvergabe-Euphorie** vor der **globalen Finanzkrise** korrigiert. In diesem Zusammenhang ist die Welle von Fremdwährungskrediten an Privatkunden in Polen und Ungarn zu erwähnen (die in einigen Fällen nicht durch inländische Einlagen, sondern durch Auslandskredite der Banken finanziert wurden). Während diese Kreditform für exportierende Firmen geeignet gewesen sein mag, wirkte sich die kühne Ausweitung der Fremdwährungskredite an private Haushalte angesichts der unterschätzten Wechselkursrisiken für EU-Neulinge letztlich stark nachteilig auf die Banken aus, was im Falle der CHF-Hypothekenkredite polnischer Banken bis heute zu spüren ist. Möglicherweise haben auch **zu optimistische Beitritts- und Konvergenzerwartungen** in Bezug auf die Euromitgliedschaft in CE die Fremdwährungskreditvergabe in der Region unterstützt.

Andererseits erwies sich die **EU-Mitgliedschaft**, in der Slowakei in Verbindung mit der Euro-Mitgliedschaft, als entscheidend für die Freisetzung eines beträchtlichen Potenzials des **Wohnimmobilienkreditmarktes**. Hier ist die **Slowakei** das "Aushängeschild", wo in Bezug auf die Immobilienkreditpenetration in den letzten zwanzig Jahren das **Durchdringungsniveau** wohlhabenderer **westlicher Volkswirtschaften** erreicht wurde (Wohnungsbaudarlehen/BIP >30 %). Neben Verbesserungen des institutionellen und rechtlichen Rahmens spielte hier der Zugang zu langfristigem Kapital bzw. die Möglichkeit der Emission gedeckter Schuldverschreibungen (Covered Bonds) eine gewichtige Rolle. So war der Zugang zu einem breiten, auf dem **Euro basierenden Anlegerpool** möglich. Dank der Vereinheitlichung der grundlegenden Vorschriften für gedeckte Schuldverschreibungen (Covered Bonds) im Jahr 2022 ist dies nun auch für Nicht-EUR-EU-Länder denkbar. Solche Instrumente bieten Banken stabile langfristige Refinanzierungsmöglichkeiten, ein Eckpfeiler der strukturellen Entwicklung des Hypothekenmarktes.

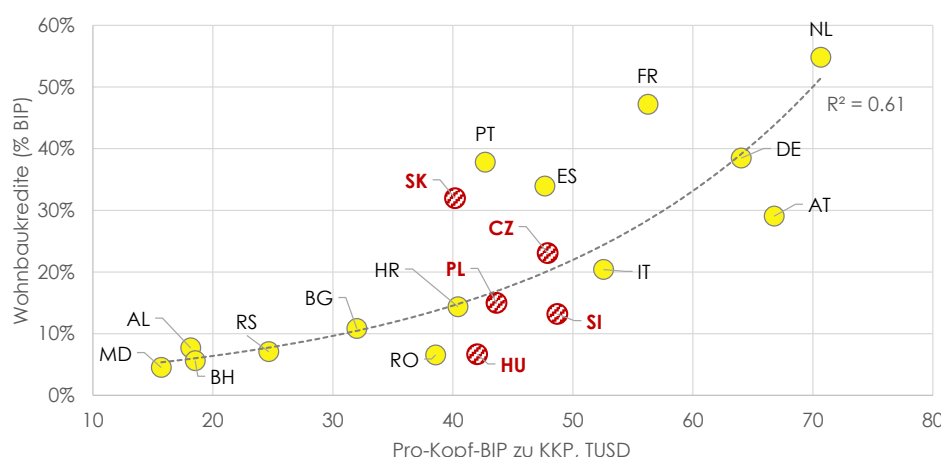
Auch polnische Banken haben eine (begrenzte) Präsenz auf dem europäischen Markt für gedeckte Schuldverschreibungen (Covered Bonds) etabliert, während es sich in Tschechien und Ungarn nach wie vor eher um einen inländischen Markt handelt, der durch große bankübergreifende Bestände gekennzeichnet ist, jedoch die Aussicht auf eine breitere Öffnung für ausländische Investoren bietet. Die slowenischen Banken verfügen zwar über die gesetzliche Grundlage für gedeckte Schuldverschreibungen, müssen sich diese Finanzierungsquelle am Markt aber erst noch erschließen. Infolgedessen steht das **kräftige Wachstum** des **Wohnimmobilienkreditmarktes** in der **Slowakei** im Zeitraum 2004-2022 in **krassem Gegensatz** zu **Polen, Slowenien** und vor allem **Ungarn**, wo die Dynamik der Wohnungsbaukredite im Verhältnis zum BIP nach der GFC deutlich nachließ. Im Falle **Ungarns** fiel die Marktdurchdringung mit Wohnimmobilienkrediten bis 2023 auf unter 10 % des BIP. Damit hat Ungarn hier die "Rote Laterne" übernommen bzw. weist die **unterste Position** unter **Ländern mit ähnlichem Wohlstandsniveau** auf – europäische Länder mit einem Pro-Kopf-BIP (KKP) von 40-50 000 USD, zu denen auch alle CE-5-Märkte gehören. Positiv zu vermerken ist, dass aber hier nun ein Aufholpotenzial besteht, das teils durch staatliche Initiativen unterstützt wird. Die schon erfolgten deutlichen geldpolitischen Lockerungen in Nicht-EUR-CE-Länder im aktuellen geldpolitischen Zyklus in Verbindung mit gezielten staatlichen Programmen sorgt dafür, dass sie im Jahr 2024 einen Vorsprung bei der Erholung der Hypothekarkredite haben im Vergleich zu Westeuropa.

Ausstehende Wohnbaukredite (% des BIP)



Quelle: EZB, RBI/Raiffeisen Research

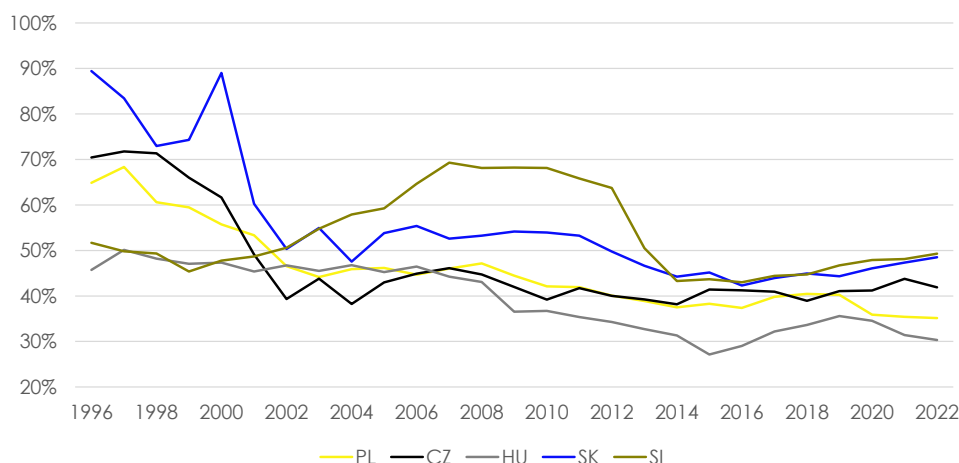
Reifegrad der Märkte für Wohnbaukredite (2023)



Quelle: Zentralbanken, EZB, IWF, RBI/Raiffeisen Research

Was das **Unternehmenssegment** anbelangt, so haben die turbulenten Zeiten von 2010-2015 gezeigt, dass **lokale Bankkredite** für Unternehmen eine **immer geringere Rolle** spielen, da sie sich verstärkt alternativen (grenzüberschreitenden) Finanzierungsmöglichkeiten zuwenden. Dies kann zum Teil auf ADI-Verflechtungen und die entsprechende Finanzierung durch Muttergesellschaften zurückgeführt werden, bis zu einem gewissen Grad kann jedoch auch von einer erhöhten Neigung zur Kreditaufnahme bei ausländischen Finanzinstituten ausgegangen werden. In der Tat weisen die CE-5-Länder **2022/2023** den **historisch niedrigsten Anteil lokaler Bankkredite** an der gesamten **Fremdfinanzierung der Unternehmen** (Kredite und ausstehende Schuldverschreibungen) auf, der unter 50 % liegt. Ebenso ist die Region in den letzten Jahren größtenteils auf der Stelle getreten, wenn wir den Anteil der Unternehmenskredite der CE-Banken am BIP (~20 % oder weniger) dem Durchschnitt der Eurozone (35-40 %) gegenüberstellen. Angesichts der aktuellen wirtschaftlichen Trends in der Region und der geoökonomischen Entwicklungen (z.B. zunehmende wirtschaftliche Integration zwischen den CE-5-Ländern oder mit SEE, Wiederentdeckung der CE-Länder im Prozess der globalen Near- und Friendshoring-Reallokation) sehen wir nun auf diesem niedrigeren Niveau der Finanzintermediation im Firmenkreditbereich ein Wachstumspotenzial.

Anteil Bankdarlehen Fremdkapitalfinanzierung Firmen (NFC)*



* Kredite lokaler Banken an gebietsansässige NFCs in % der gesamten ausstehenden Kredite und Schuldverschreibungen der NFCs (konsolidierte jährliche Sektorkonten)

NFC - Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (Non-Financial Corporates)

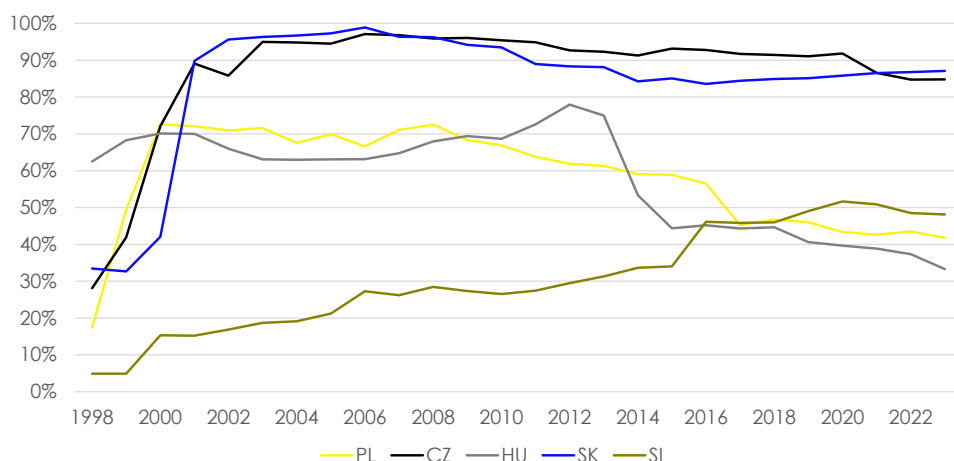
Quelle: Zentralbanken, Eurostat, RBI/Raiffeisen Research

CZ & SK: Die solidesten Konvergenzerzählungen - gleich, und doch anders

Insgesamt kann man in **Tschechien**, der **Slowakei** und in **geringerem Maße** in **Polen** von einer **reibungsloseren finanziellen Vertiefung** und **wirtschaftlichen Konvergenz** in Richtung des Niveaus der Bankenintermediation in der EU bzw. im Euroraum sprechen, während **Ungarn** und **Slowenien** einige schmerzhaft "Boom-and-Bust"-Episoden prägten. Dies ist zum Teil auf zu aggressive Marktwachstumsstrategien zurückzuführen, während makro- und mikroprudenzielle Regulierungen, die nicht immer zielgerichtet waren, oder ein Mangel an Instrumenten und Verständnis zu jener Zeit ebenfalls eine Rolle spielten. Die Neupositionierung großer in der Gesamtregion CEE tätiger pan-europäischer ausländischer Banken sowie der zunehmende Wettbewerb durch nationale Champions, die in den letzten Jahren ebenfalls starke Wachstumsambitionen an den Tag legten, trugen zu den divergierenden Entwicklungen der Bankenmärkte in Mittel- und Osteuropa bei. So sehen wir, dass **westliche Bankengruppen** ihre **tschechischen** und **slowakischen Portfolios** kontinuierlich **aufstocken**, während sie in den anderen CE-5-Märkten weniger aktiv sind. Gegenwärtig wird die Neupositionierung westlicher Banken in der Region offensichtlich auch von geopolitischen Fragen und/oder Fragen im Zusammenhang mit der EU-Integration bestimmt. Westliche Banken tendieren derzeit dazu, in die stabileren und berechenbareren CE-Märkte zurückzukehren. Der **relative Anteil** der **CE-Region** an den Gesamtengagements westlicher Banken in der CEE-Region ist fast wieder auf dem **Niveau** von **2004** bei **70 %** aller CEE-Aktiva, (nur noch ca. 56 % 2008), während der Anteil der osteuropäischen Länder (Russland, Ukraine, Belarus) langfristig und strukturell gesunken ist.

Im Hinblick auf die makroökonomische und bankwirtschaftliche Konvergenz können **Tschechien** und die **Slowakei** als die langfristig **erfolgreichsten EU-Beitrittsländer** aus CE angesehen werden. Interessanterweise haben beide Länder **sehr unterschiedliche Entwicklungsstrategien** und **-wege** verfolgt. Insbesondere im Bankensektor haben beide Länder aber einen stetigen, wohlfördernden Prozess der finanziellen Vertiefung durchlaufen; der für die Bevölkerung unmittelbar spürbare Anstieg der nachhaltigen Durchdringung mit Wohnimmobilienkrediten ist hier am höchsten. Der **hohe Anteil ausländischer Eigentümer** in beiden Bankensektoren, der **zwischen 85 und 90 %** liegt, hat dieser Entwicklung offensichtlich nicht im Wege gestanden (einschließlich einer starken Marktanteilsposition österreichischer Banken mit rund 25 % im Falle Tschechiens und fast 40 % in der Slowakei).

Marktanteil Auslandsbanken (% Gesamtaktiva)



Quelle: Zentralbanken, EZB, RBI/Raiffeisen Research

Letztlich haben sich beide Länder **tief** in die **wirtschaftlichen Strukturen** der **EU integriert**. In Tschechien geschah dies auf der Grundlage einer **glaubwürdigen geld- und währungspolitischen Autonomie**, auch auf der Grundlage einer **stabilitätsorientierten Wirtschaftspolitik**. Im Falle der **Slowakei** führte der **stabilitätsorientierte Ansatz** zu einem recht **schnellen Beitritt** zum **Euro** (2009), ohne sich überbordend extern zu verschulden. Der Euroeintritt hat mutmaßlich die reale wirtschaftliche Konvergenz in der Slowakei etwas abgeschwächt. Allerdings hat der Beitritt zum Euroraum die Konvergenz des Bankensektors und die Integration in den Eurokapitalmarkt massiv beschleunigt. Letzteres hat auch die starke Zunahme der Konvergenz im Bereich der Wohnimmobilienkredite gefördert, die auf langfristiger Refinanzierung und Euro-Zinskonvergenz beruht. In dieser Hinsicht werden in **Tschechien** derzeit auch **teilweise** die **Euro-Möglichkeiten neu bewertet**. Zumal hier die faktische Euroisierung in vielen Bereichen zunimmt, während die makroökonomische Entwicklung der letzten Jahre nicht mehr per se auf signifikante Vorteile der geld- und währungspolitischen Flexibilität/Autonomie schließen lässt.

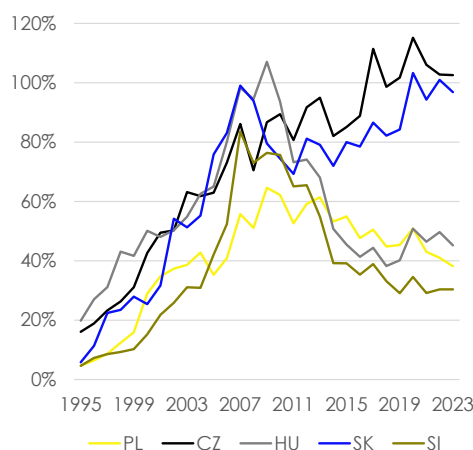
Trotz der wirtschaftlichen Erfolge gab und gibt es – in unterschiedlichem Ausmaß – in beiden Beispiel-Ländern und "Musterschülern" für wirtschaftlichen Erfolg auch **populistische Politik**, manchmal gepaart mit EU-Skepsis. Dies deutet darauf hin, dass es tiefer **liegende Faktoren** bzw. Populismustreiber geben muss, die die **wirtschaftliche Tangente überschatten**.

Aufgepasst: Österreichische Banken stärken ihre Führungsrolle!

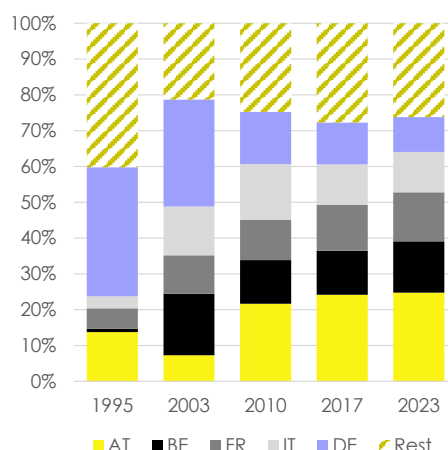
Was jedoch stabil bleibt, ist die **führende Rolle** der **österreichischen Banken** in der Region, die sie seit ihren Anfängen Mitte der 1980er Jahre beibehalten haben. Wir schätzen, dass **österreichische Banken** im Jahr **2023 25 %** aller **Engagements westlicher Banken** in den **CE-5-Ländern** auf sich vereinen und damit weit vor den belgischen (14 %), französischen (14 %), italienischen (11 %) und deutschen (10 %) Kreditinstituten liegen. Dieses aktive Engagement von Auslandsbanken hat insbesondere zur Koordinierung der grenzüberschreitenden Bankgeschäfte in der Region beigetragen. So hat beispielsweise die Wiener Initiative, die erstmals auf dem Höhepunkt der GFC ins Leben gerufen wurde, dazu beigetragen, eine effizientere Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden der Herkunfts- und Vor-Ort-Staaten zu etablieren und auch die Unterstützung der Internationalen Finanzinstitutionen (IFIs) für die Region zu fördern (z. B. Garantien, KMU-Kreditprogramme). In gewisser Weise diente das Forum als Vorläufer für umfassendere EU-Initiativen nach der Finanzkrise zur Verbesserung der Finanzstabilität und der regulatorischen Integration, während es für die CEE-Bankenakteure nach wie vor eine wichtige Plattform (Wiener Initiative 2.0) darstellt (z. B. zur Koordinierung dringender Themen der lokalen Bankensektorentwicklung in Bezug

auf regulatorische und/oder Marktrefinanzierungsfragen, z. B. MREL-Finanzierung). In diesem Sinne war die **Harmonisierung der aufsichtsrechtlichen Vorschriften** in den **mittel- und osteuropäischen Ländern** ein wichtiger Schritt in Richtung einer tiefgreifenden und vielschichtigen EU-Integration, die man über die rein quantitativen Konvergenzindikatoren hinaus betrachten sollte. Die Einführung des **einheitlichen Regelwerks** (Eigenkapitalvorschriften, Einlagensicherungssysteme, Abwicklungsfragen) und der Aufbau der **Bankenunion** sind wichtige Meilensteine auf dem Weg zu gleichen und stabilen Wettbewerbsbedingungen für Banken in der EU und in CE, auch wenn es noch gewisse nationale Diskrepanzen gibt (z.B. bei der MREL-Kalibrierung) und dies im Allgemeinen noch ein laufender Prozess ist. Die tiefe Einbindung in die internationale und EU-weite Bankenaufsichtspraxis stellt auch sicher, dass **moderne makro- und mikroprudenzielle Regulierungsmaßnahmen** zielgerichtet umgesetzt werden können und dass die CE-Bankenmärkte und relevante lokale Akteure regelmäßig an EU-weiten Stresstests und dergleichen beteiligt sind. Darüber hinaus haben auch die strengeren Verbraucherschutzrechte für Privatkunden einen Einfluss. Dieses **Zusammenspiel von EU-Rahmen und lokaler Regulierung** sowie **Gesetzgebung** kann heute zu einer größeren Widerstandsfähigkeit der lokalen Bankenmärkte beitragen.

Forderungen westlicher Banken CE-Länder (% BIP)



Forderungen westlicher Banken CE-Länder (%)



Quelle: BIZ, Eurostat, RBI/Raiffeisen Research

Quelle: BIZ, Eurostat, RBI/Raiffeisen Research

Betrachtet man die 20-jährige Geschichte der EU-Mitgliedschaft der CE-5-Bankenmärkte, so hat sich gezeigt, dass einige Wachstums-/Konvergenzwetten die anfänglichen Erwartungen nicht erfüllt haben. In dieser Hinsicht haben die letzten 20 Jahre auch gezeigt, dass eine **nachhaltige Konvergenzentwicklung**, selbst im **EU-Kontext** – zum Beispiel im Bankensektor – **weder** eine **selbstverständliche Entwicklung** noch eine **Einbahnstraße** ist. Naive und zu optimistische Marktansätze sind zu vermeiden. Dennoch sehen wir die **Aussichten der Region als integraler Bestandteil des europäischen Bankenmarktes** nach wie vor **konstruktiv**. In diesem Zusammenhang sehen wir ein großes Potenzial für regionale (grenzüberschreitende) Banken, um die **zunehmende lokale Verflechtung** innerhalb der Region (d.h. den intraregionalen Handel innerhalb der CE-5-Region und mit den südosteuropäischen Ländern) zu unterstützen und die **internationalen Ambitionen der wachsenden lokalen Vorzeigeunternehmen** zu fördern. Darüber hinaus können gut etablierte **grenzüberschreitende Banken** bei der **Neukalibrierung der globalen Wertschöpfungsketten** helfen, bei der die CE-5-Länder mehr und mehr Aufmerksamkeit von internationalen Investoren erhalten. Dies könnte dazu beitragen, dass die **Kreditvergabe an Unternehmen** wieder in Schwung kommt. Die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen (NFC) ist in der CE-Region nach wie vor (nur) halb so hoch wie im Durchschnitt des Euroraums, wobei Polen sogar noch weiter zurückfällt (etwa 33 % des Durchschnitts im Euroraum). Mittelfristig rechnen wir zusätzlich mit dem reichlichen **Zufluss von EU-Mitteln**, der auf **makroökonomischer Ebene** und bei der

Kreditvergabe an **Unternehmen** durch einen finanziellen Multiplikator für zusätzliches Wachstum sorgen dürfte. Darüber hinaus könnte die weitere Entwicklung der lokalen Kapitalmärkte und die Integration in die EU-Kapitalmärkte endlich das **verbleibende Potenzial** bei **Hypothekarkrediten** in bestimmten CE-Märkten freisetzen, vor allem in den Ländern wie Polen, Ungarn, und Slowenien. (Gunter Deuber, Ruslan Gadeev)

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.

Eine Darstellung der Konzepte und Methoden, die bei der Erstellung von Finanzanalysen angewendet werden, ist verfügbar unter: 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.

Offenlegung von Umständen und Interessen, die die Objektivität der RBI gefährden könnten: 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.

WICHTIGE RECHTLICHE HINWEISE

Mit dem Aufruf und/oder der Nutzung der Informationen, Dienste, Linkverknüpfungen, Funktionen, Anwendungen oder Programme (im Folgenden zusammen "Inhalte") dieser Webseite unterwirft sich der Benutzer den nachstehenden Bedingungen:

Urheberrecht

Die Inhalte dieser Webseite und ihrer Subseiten (im Folgenden zusammen "RBI Research-Webseite") sind urheberrechtlich geschützt. Das Herunterladen oder die Speicherung der auf der RBI Research-Webseite enthaltenen Anwendungen oder Programme, sowie die (vollständige oder teilweise) Reproduktion, Übermittlung, Modifikation oder Verknüpfung der Inhalte der RBI Research-Webseite ist nur mit ausdrücklicher und schriftlicher Zustimmung von Raiffeisen Bank International AG ("RBI") gestattet.

Informationsinhalte, Aktualität

Die Inhalte der RBI Research-Webseite dienen ausschließlich zur Information und stellen weder eine Anlageberatung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten im Sinne von Artikel 5 Absatz 1 Ziffer 15 der EU-Richtlinie 2014/65 ("MiFID II") in einer oder mehreren Rechtsordnungen dar (und dürfen in keiner Weise als Angebot oder Verkauf in Bezug auf Wertpapiere oder andere Finanzinstrumente angesehen werden). Insbesondere wurden und werden keine Wertpapiere gemäß dem United States Securities Act von 1933 in der jeweils gültigen Fassung (der "Securities Act") registriert und keine solchen Wertpapiere dürfen in den Vereinigten Staaten von Amerika angeboten oder verkauft werden, wenn sie nicht gemäß dem Securities Act registriert oder von der Registrierungspflicht befreit sind.

Die RBI ist bei der Recherche der auf der RBI Research-Webseite publizierten oder zur Verfügung gestellten Informationen, wie auch bei der Auswahl der von ihr verwendeten Informationsquellen um größtmögliche Sorgfalt bemüht. Trotzdem kann die RBI keinerlei Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität oder dauernde Verfügbarkeit der auf der RBI Research-Webseite zur Verfügung gestellten Informationen bzw. Informationsquellen übernehmen.

Die auf der RBI Research-Webseite publizierten Informationen oder Prognosen basieren auf dem Wissenstand und der Markteinschätzung zum entsprechenden, im jeweiligen Dokument angegebenen Zeitpunkt. Bestimmte Informationen auf der RBI Research-Webseite stellen zukunftsgerichtete Aussagen dar. Jegliche Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder für den Eintritt der erstellten Prognosen wird ausdrücklich ausgeschlossen. Solche Aussagen sind keine Garantie für zukünftige Performance und beinhalten eine Reihe von Risiken, Ungewissheiten und Annahmen. Bestimmte Finanzdaten (wie z.B. Börsenkurse) dürfen unter Umständen erst nach Ablauf einer gewissen, vom jeweiligen Informationsdiensteanbieter vorgeschriebenen Zeitscheibe (in der Regel ca. 15 Minuten oder Vortagesschlusskurse) veröffentlicht werden. Beachten Sie bitte weiters, dass viele Zeitangaben in Greenwich Mean Time (GMT) erfolgen.

Sie erklären sich damit einverstanden und erkennen an, dass die Informationen und Aussagen, die in den Dokumenten, auf die Sie auf der RBI Research-Website zugreifen, enthalten sind, nur zum Datum des jeweiligen Dokuments gelten und dass diese Informationen und Aussagen danach ungenau, veraltet und/oder überholt sein können. Diese Dokumente sollten zu keinem Zeitpunkt als Grundlage für eine Anlageentscheidung herangezogen werden. Die RBI übernimmt keine Verantwortung für die Aufrechterhaltung der auf der RBI Research-Website zur Verfügung gestellten Dokumente oder für deren Aktualisierung. Die Nutzer der RBI Research-Website nehmen daher zur Kenntnis, dass der Inhalt der auf der RBI Research-Website verfügbaren Dokumente möglicherweise nicht die aktuellsten Szenarien, Analysen oder Schlussfolgerungen wiedergibt.

Zugangsbeschränkungen aufgrund lokaler Vorschriften

Nutzer der RBI Research-Website können auf einige Dokumente und Informationen ohne Registrierungserfordernis und ohne weitere Schranken zugreifen (der entsprechende Bereich auf der RBI Research-Website wird im Folgenden als "uneingeschränkter Bereich" bezeichnet). Mit dem Zugriff auf den uneingeschränkten Bereich erklären Sie sich damit einverstanden und erkennen an, dass die Dokumente auf der RBI Research-Website in Übereinstimmung mit den Gesetzen des Landes, in dem Sie sich befinden, rechtmäßig zur Verfügung gestellt werden dürfen.

Andere Dokumente sind nur für Personen zugänglich, die sich entsprechend dem erforderlichen Verfahren registriert haben. Jener Teil der RBI-Research-Website, der nur über eine Registrierung zugänglich ist, wird im Folgenden als "eingeschränkter Bereich" bezeichnet.

Aufgrund der in einigen Staaten geltenden Vorschriften oder von deren Kapitalmarkt- bzw. Börsenaufsichtsbehörden erlassenen Auflagen sind einige der auf der RBI Research-Webseite publizierten Informationen (wie z.B. Aktienanalysen) nicht für Privatpersonen bestimmt. Um die Einhaltung derartiger lokaler Zugangsbeschränkungen sicherzustellen, behält sich die RBI ihr geeignet erscheinende (technische) Maßnahmen in Bezug auf jene Teile bzw. Informationen ihrer Webseite, die solchen Beschränkungen unterliegen, vor. Die Weitergabe von auf der RBI Research-Webseite enthaltenen Informationen, die solchen lokalen Zugangsbeschränkungen eines Staates unterliegen, an von diesen Beschränkungen betroffenen Personen, kann eine Verletzung der Wertpapiervorschriften oder anderer Gesetze dieses Staates darstellen.

Die Verteilung oder Weitergabe von auf der RBI Research-Webseite publizierten Informationen sowie der Erwerb oder das Angebot der diesbezüglichen Produkte können in bestimmten Ländern Beschränkungen oder Auflagen unterliegen. Leser/Personen, welche solche Informationen von der RBI Research-Webseite aufrufen oder sonst in den Besitz dieser Informationen gelangen, sind angehalten, sich selbst über derartige Beschränkungen zu informieren und diese zu berücksichtigen. Insbesondere dürfen im Regelfall die Produkte, auf welche sich solche auf der RBI Research-Webseite publizierten Informationen beziehen, von US-Personen (das sind juristische/natürliche Personen mit Sitz/Wohnsitz in den U.S.A. oder andere in Regulation S des Securities Act von 1933 in seiner geltenden Fassung definierte Personen) nicht erworben oder gehalten werden.

Nutzer des uneingeschränkten Bereichs sollten sich darüber im Klaren sein, dass die auf diesem Teil der RBI Research-Website zur Verfügung gestellten Dokumente nicht auf der Grundlage zur Verfügung gestellt werden, dass eine Kundenbeziehung zwischen der RBI und dem Nutzer allein auf der Grundlage des Zugangs des Nutzers zu den jeweiligen Dokumenten begründet wird. Die

im uneingeschränkten Bereich verfügbaren Dokumente sind für Nutzer im Europäischen Wirtschaftsraum und im Vereinigten Königreich bestimmt.

Linkverknüpfungen mit Webseiten bzw. URLs anderer Betreiber

Mit Ausnahme der im § 17 des österreichischen E-Commerce-Gesetzes geregelten Fälle übernimmt die RBI keinerlei Haftung für die Inhalte der mit der RBI Research-Webseite verknüpften Webseiten oder URL's anderer Betreiber. Ebenso wenig haftet die RBI für eine ständige Verfügbarkeit oder volle Funktionalität von Linkverknüpfungen zu Webseiten oder URL's anderer Betreiber.

Haftungsausschluss

Die RBI haftet in keinem Fall für Verluste oder Schäden gleich welcher Art (einschließlich Folge- oder indirekter Schäden oder entgangenem Gewinn), die durch oder im Zusammenhang mit dem Zugriff auf die RBI Research-Webseite, dem Aufruf, der Nutzung oder der Abfrage ihrer Inhalte oder mit den auf der RBI Research-Webseite eingerichteten Verknüpfungen mit Webseiten oder URLs anderer Betreiber entstehen könnten. Dies gilt auch dann, wenn die RBI auf die Möglichkeit der Entstehung derartiger Schäden hingewiesen wurde.

Weiters haftet die RBI nicht für technische Störungen wie z.B. Server-Ausfälle, Störung oder Ausfall der Telekommunikationsverbindungen udgl., die zu einer (temporären) Nichtverfügbarkeit der RBI Research-Webseite insgesamt oder einzelner ihrer Teilbereiche führen.

Speicherung von Registrierungsdaten

Der eingeschränkte Bereich der RBI Research-Webseite steht nur registrierten Benutzern zur Verfügung. Mit Absendung des von ihm/ihr ausgefüllten Online-Registrierungsformulars bestätigt der Benutzer/die Benutzerin, dass die von ihm/ihr angegebenen Daten vollständig und richtig sind bzw. er/sie die im Formular gestellten Fragen wahrheitsgemäß beantwortet hat. Weiters erklärt sich der Benutzer/die Benutzerin durch die Absendung des von ihm/ihr ausgefüllten online-Formulars ausdrücklich damit einverstanden, dass seine/ihre Registrierungsdaten von der RBI automationsunterstützt verarbeitet und sowohl in der internen Bankorganisation als auch an Kreditinstitute der Raiffeisen-Bankengruppe weitergegeben und von diesen jeweils gleichermaßen verarbeitet, weitergegeben und benützt werden können.

Änderungen der RBI Research-Webseite

Die RBI behält sich vor, jederzeit (falls notwendig auch ohne vorherige Ankündigung) die RBI Research-Webseite zu ändern, d.h. insbesondere bestehende Inhalte (ganz oder teilweise) zu ändern oder zu entfernen oder neue Inhalte hinzuzufügen.

Allgemeine Geschäftsbedingungen

Für (autorisierte) Benutzer, welche die auf der RBI Research-Webseite zur Verfügung gestellten Dienstleistungen der RBI in Anspruch nehmen, gelten ergänzend zu den hier angeführten Bestimmungen die Allgemeinen Geschäftsbedingungen der RBI in der jeweils gültigen Fassung.

Bitte beachten Sie auch die allgemeinen Hinweise nach § 5 des E-Commerce-Gesetzes!

Thomas Sternbach Legal Services Raiffeisen Bank International AG Am Stadtpark 9, 1030 Wien Tel: +43-1-71707-1541 Fax: +43-1-71707-761541 thomas.sternbach@rbinternational.com

WENN SIE DIES NICHT BESTÄTIGEN KÖNNEN, MÜSSEN SIE AUF DIE SCHALTFLÄCHE "ICH LEHNE AB" KLICKEN ODER DIESE WEBSITE ANDERWEITIG VERLASSEN.

DURCH DEN ZUGRIFF AUF DIE MATERIALIEN AUF DIESER WEBSITE WIRD DAVON AUSGEGANGEN, DASS SIE DIE OBEN GENANNTE ERKLÄRUNGEN ABGEGEBEN UND DER ZUSTELLUNG DURCH ELEKTRONISCHE ÜBERTRAGUNG ZUGESTIMMT HABEN.

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Marketingmitteilung.

BENEDIKT-LUKA ANTIC

📍 Austria 
✉ benedikt-luka.antic@rbinternational.com

GUNTER DEUBER

📍 Austria 
✉ gunter.deuber@rbinternational.com

AMADEA HIESS

📍 Austria 
✉ amadea.hiess@rbinternational.com

FABIAN LAMINGER

📍 Austria 
✉ fabian.laminger@rbinternational.com

MATTHIAS REITH

📍 Austria 
✉ matthias.reith@rbinternational.com

MARKUS TSCHAEPECK

📍 Austria 
✉ markus.tschaepeck@rbinternational.com

FRANZ ZOBL

📍 Austria 
✉ franz.zobl@rbinternational.com

FJORENT RRUSHI

📍 Albania 
✉ Fjorent.Rrushi@raiffeisen.al

ASJA GRDJO

📍 Bosnia Herzegovina 
✉ asja.grdjo@raiffeisengroup.ba

ELIZABETA SABOLEK-RESANOVIC

📍 Croatia 
✉ elizabetha.sabolek-resanovic@rba.hr

LEVENTE BLAHÓ

📍 Hungary 
✉ levente.blaho@raiffeisen.hu

DOROTA STRAUCH

📍 Poland 
✉ dorota.strauch@raiffeisen.pl

IONUT DUMITRU

📍 Romania 
✉ Ionut.Dumitru@raiffeisen.ro

JÖRG BAYER

📍 Austria 
✉ joerg.bayer@rbinternational.com

CASPER ENGELEN

📍 Austria 
✉ casper.engelen@rbinternational.com

STEPHAN IMRE

📍 Austria 
✉ stephan.imre@rbinternational.com

THOMAS LEIRER

📍 Austria 
✉ thomas.leirer@rbinternational.com

WERNER SCHMITZER

📍 Austria 
✉ werner.schmitzer@rbinternational.com

JÜRGEN WALTER

📍 Austria 
✉ juergen.walter@rbinternational.com

BRISIDA BUZI

📍 Albania 
✉ Brisida.BUZI@raiffeisen.al

ARISTEA VLLAHU

📍 Albania 
✉ Aristea.Vllahu@raiffeisen.al

IVONA ZAMETICA

📍 Bosnia Herzegovina 
✉ ivona.zametica@raiffeisengroup.ba

ZRINKA ZIVKOVIC-MATIJEVIC

📍 Croatia 
✉ zrinka.zivkovic-matijevic@rba.hr

GERGELY PÁLFFY

📍 Hungary 
✉ gergely.palfy@raiffeisen.hu

NICOLAE COVRIG

📍 Romania 
✉ Nicolae.Covrig@raiffeisen.ro

ANASTASIA BAYKOVA

📍 Russia 
✉ ABAIKOVA@raiffeisen.ru

FABIAN BLASCH

📍 Austria 
✉ fabian.blasch@rbinternational.com

RUSLAN GADEEV

📍 Austria 
✉ ruslan.gadeev@rbinternational.com

MARTIN KUTNY

📍 Austria 
✉ martin.kutny@rbinternational.com

OLIVER MARX

📍 Austria 
✉ oliver.marx@rbinternational.com

GOTTFRIED STEINDL

📍 Austria 
✉ gottfried.steindl@rbinternational.com

GEORG ZACCARIA

📍 Austria 
✉ georg.zaccaria@rbinternational.com

VALBONA GJEKA

📍 Albania 
✉ valbona.gjeka@raiffeisen.al

OLGA ZHEGULO

📍 Belarus 
✉ olga.zhegulo@priorbank.by

MIRZA ZORNIC

📍 Bosnia Herzegovina 
✉ mirza.zornic@raiffeisengroup.ba

HELENA HORSKA

📍 Czech Republic 
✉ Helena.Horska@rb.cz

ZOLTÁN TÖRÖK

📍 Hungary 
✉ torok.zoltan@raiffeisen.hu

ANDREEA-ELENA DRAGHIA

📍 Romania 
✉ Andreea-Elena.DRAGHIA@raiffeisen.ro

GREGORY CHEPKOV

📍 Russia 
✉ grigory.chepkov@raiffeisen.ru

STANISLAV MURASHOV

📍 Russia 📧 ,
✉ stanislav.murashov@raiffeisen.ru

LJILJANA GRUBIC

📍 Serbia 📧 ,
✉ ljiljana.grubic@raiffeisenbank.rs

TIBOR LORINCZ

📍 Slovakia 📧 ,
✉ tibor_lorincz@tatrabanka.sk

SERHII KOLODII

📍 Ukraine 📧 ,
✉ serhii.kolodii@raiffeisen.ua

OLEKSANDR PECHERYTSYN

📍 Ukraine 📧 ,
✉ oleksandr.pecherytsyn@raiffeisen.ua

Impressum

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 Österreichischen 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

Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation: 29.04.2024 11:24 (MESZ);

Zeitpunkt der erstmaligen Weitergabe dieser Publikation: 29.04.2024 11:24 (MESZ)