



# Wirtschafts- und Finanzmarktausblick 2025

**29. November 2024, Investorentag Marienbad**  
Franz Zobl, Senior Ökonom, Raiffeisen Research  
Raiffeisen Bank International AG, Wien





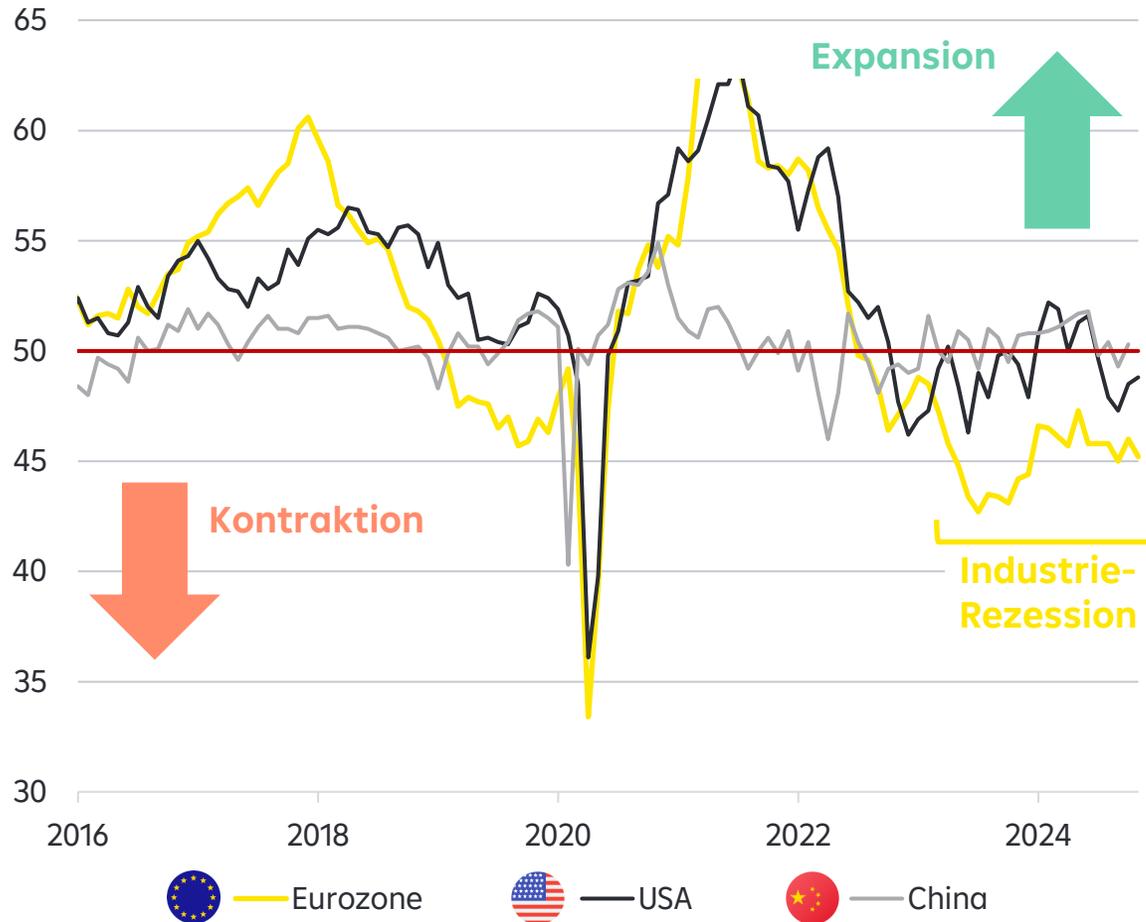
## **Wirtschaft und Zinsen**



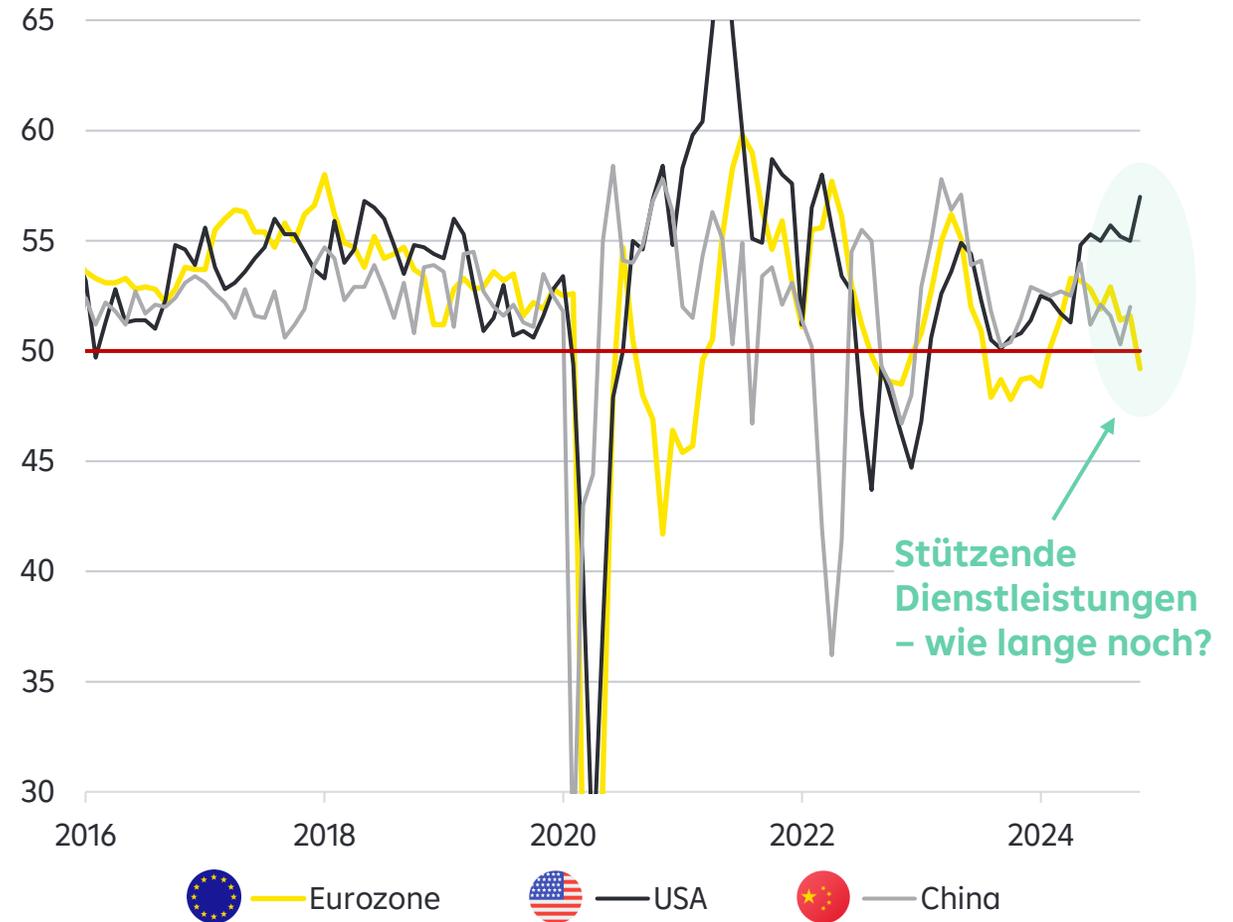
## **Aktien- und Anleihemarkt**

# Die Konjunktur-Stimmung war schon einmal besser!

PMI-Umfrage\* - Industrie



PMI-Umfrage\* - Dienstleistungen



\* PMIs=Einkaufsmanagerindizes; 50=neutral Marke; Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research

Bitte beachten Sie die Risikohinweise und Aufklärungen am Ende des Dokuments

- **Erhebliche Wachstumsdivergenzen Euroraum:**
  - Wachstumserwartungen Eurozonen-Peripherie (insbesondere Spanien) deutlich optimistischer als Deutschland / Österreich
- **Chinesische Wirtschaft** profitiert zunächst von Stimulierungsmaßnahmen und erreicht laut allg. Einschätzung Wachstumsziel; **strukturelle Probleme & US-Politik** bleiben mittelfristig Abwärtsrisiko (Häusermarkt, Export-Abhängigkeit)
- **US-Wirtschaft resilient** und auf solidem Wachstumskurs; Konsum bleibt Motor der anhaltenden Stärke, USA klarer Spitzenreiter unter den globalen entwickelten Volkswirtschaften

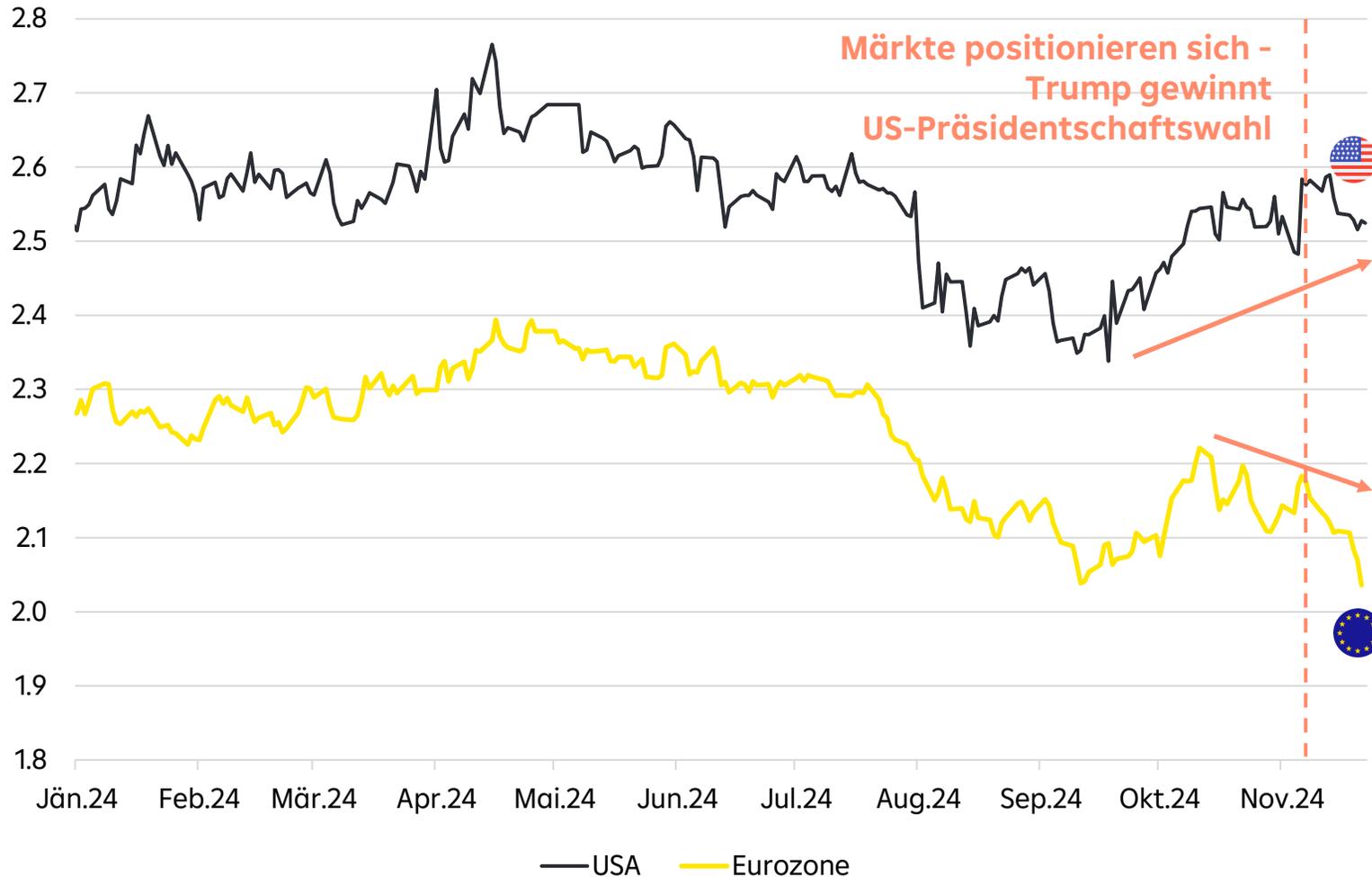
**Performance US-Wirtschaft trotz (Rekord-) Zinserhöhungen DIE (positive) Überraschung ...**  
 auch für **Finanzmarktsektiment**

Treiber **weniger Kreditabhängigkeit & Wohlstandseffekte ... Trump mit kurzfristigen Aufwärtsrisiken Wachstum 2025 & Inflation 2025 ... Bremsspuren wenn dann erst später**

Reales BIP (% gg. Vj.)	2022	2023	2024e	2025f
Deutschland <sup>†</sup> 	1,4	-0,3	0,0	0,8
Frankreich* 	2,6	1,1	1,1	1,1
Italien* 	4,8	0,8	0,8	1,0
Spanien* 	6,2	2,7	2,7	2,1
<b>Eurozone</b> 	<b>3,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>
Österreich 	5,3	-1,0	-0,5	0,9
China* 	3,0	5,2	4,8	4,5
USA 	2022	2023	2024e	2025f
<b>BIP-Wachstum*</b> (% gg. Vj.)	2,5	2,9	2,6	1,8 (2,0-2,5)
<b>Inflation (%)*</b>	4,1	2,9	2,3	2,4 (3-4)

Quelle: \*Focus Economics Konsensus Prognose November 2024, RBI/Raiffeisen Research; **Fett und in (Klammer) Indikationen US-Wirtschaft & Trumponomics**

## Langfristige Inflationserwartungen (ILS 5JF5J) divergieren



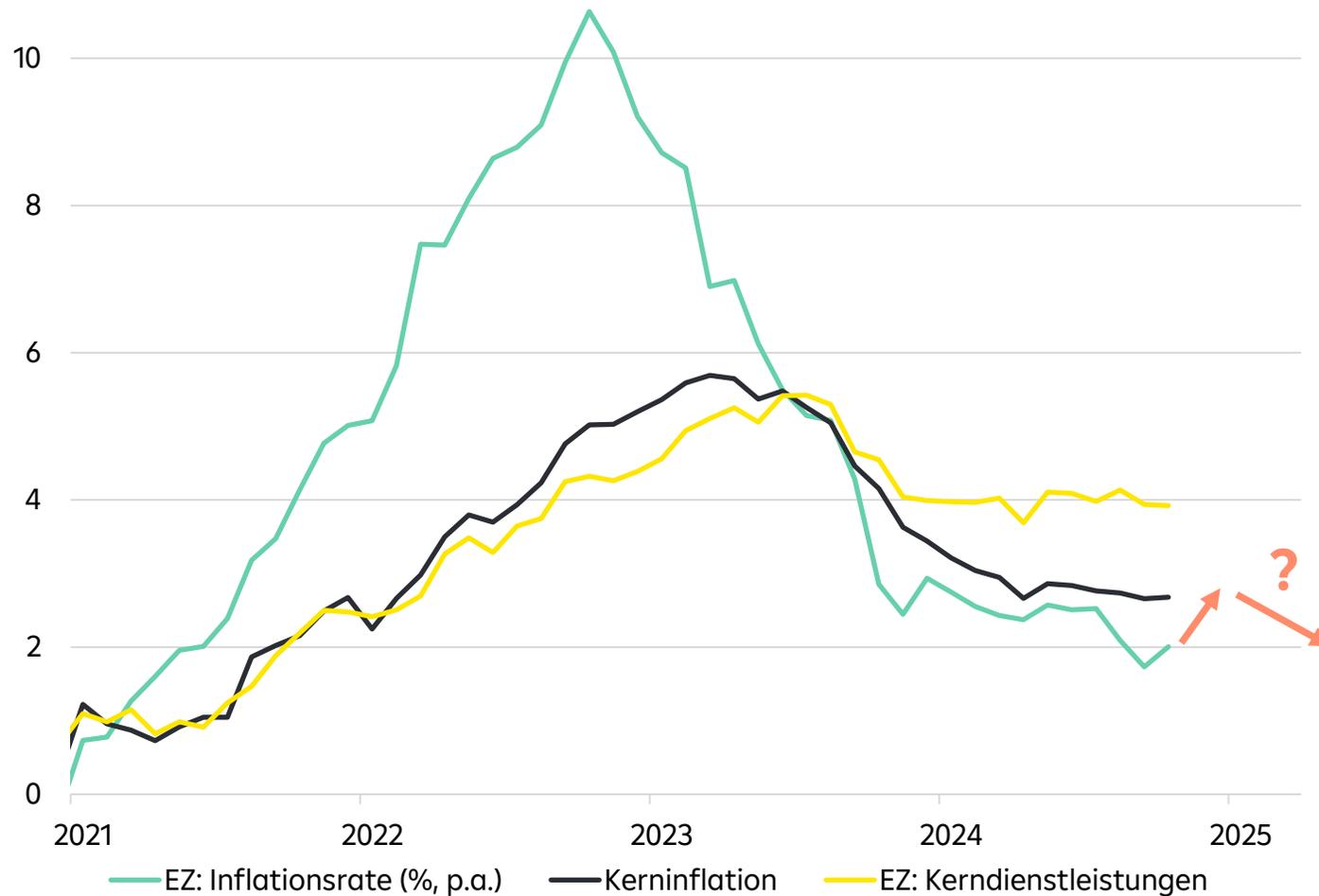
Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research

- **Trump Politikmix** bringt signifikanten Einfluss **Inflation & Inflationserwartungen**
- **USA: Zölle** (Einmaleffekt), Eindämmung **Zuzug** (Lohndruck Niedriglohnsegment) und expansive **Fiskalpolitik** (Nachfrage, Inflationserwartungen) sind allesamt **inflationär**
- Wir teilen die Meinung des Marktes, der **gestiegene Inflationsrisiken** preist
- **Europa: Schwacher Euro** (Rohstoffpreise) und etwaige **Gegenzölle** erhöhen Teuerung – **verringertes Wachstum** (US-Exporte, Investitionen) wirkt disinflationär
- Während Markt inflationsdämpfende Elemente in Vordergrund rückt, könnten sich **Effekte gegenseitig aufheben** (viele Details noch unklar!)

# EZ Disinflationstrend flacht vorerst ab – 2025 mit Unsicherheit behaftet



## Inflationsentwicklung Eurozone



Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research

- **Inflationsrate** im Oktober wieder auf 2 % gestiegen. Neuerlicher Anstieg bis Dezember auf 2,5 % zu erwarten. **Kerninflation** stabil bei 2,7 %, könnte aber ebenso bis Jahresende zulegen.
- **Zugrundeliegender Inflationsdruck** nimmt jedoch leicht ab – wenn auch Schwankungen unterlegen. Kerngüterpreise stagnieren. Preisdynamik bei Kerndienstleistungen nach wie vor erhöht.

### Inflations-Prognosen: RBI vs. EZB (%)

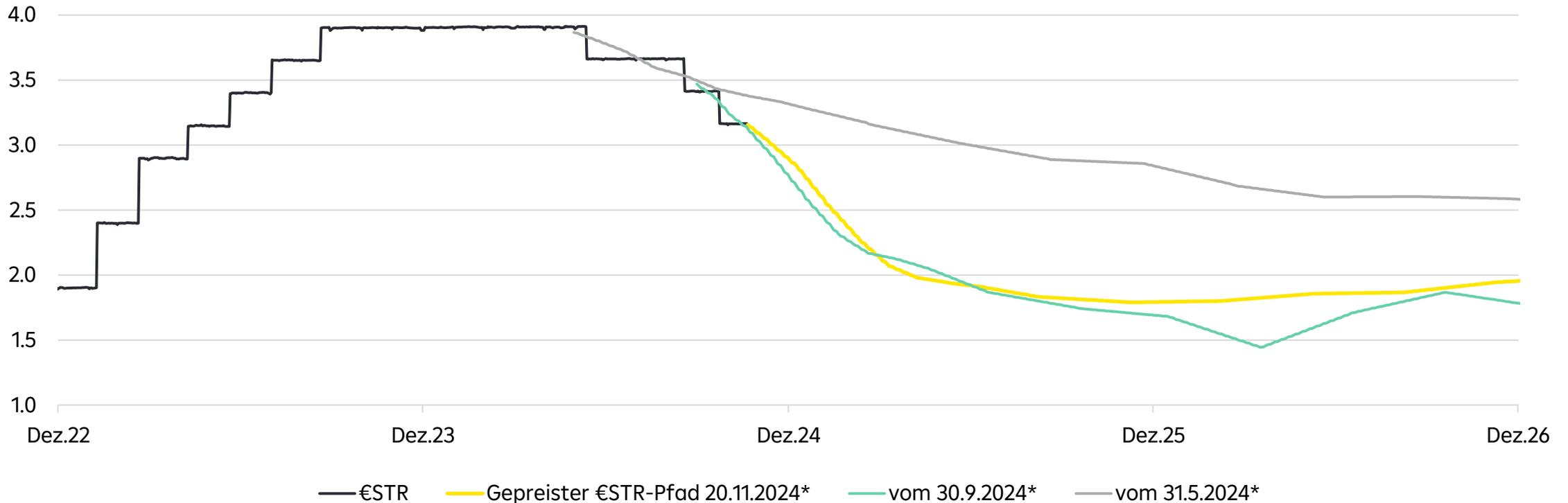
	RBI		EZB	
	Inflation	Kern	Inflation	Kern
<b>2024</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	2,5	2,9
<b>2025</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	2,2	2,3
<b>2026</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	1,9	2,0

\*Inflationsrate ex Energie und Nahrungsmittel  
Quelle: EZB, RBI/Raiffeisen Research



- EZB-Rat gespalten zwischen Vertretern, welche schwächelnde Konjunktur betonen, und Vertretern, welche vor einer verfrühten Inflations-Zuversicht warnen. **Zinssenkungszyklus setzt sich auf jeden Fall fort!** Die Frage ist nur in welchem Tempo.
- **Markt preist dovishes Vorgehen** - Einlagesatz bei 2 % zu Jahresmitte: -25 oder -50BP im Dezember und Zinssenkungen von 25BP auf jeder Zinssitzung in H1'25

### Entwicklung Markterwartungen gegenüber EZB-Leitzinsen

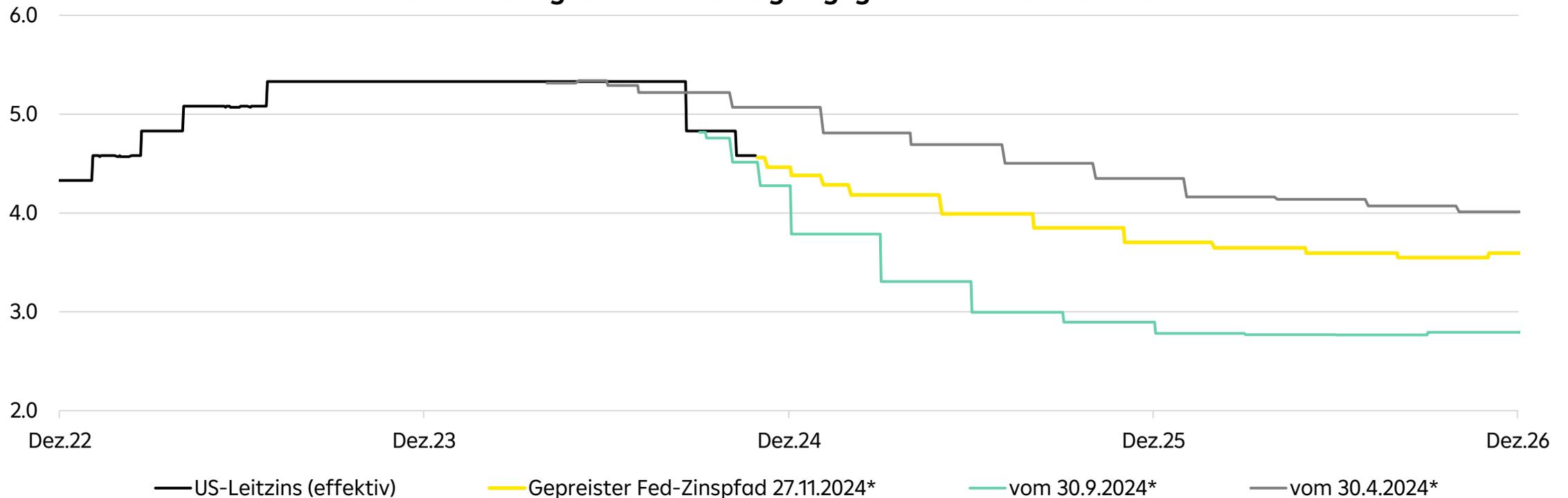


\* kurzfristige Forwards der €STR OIS Kurve  
Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research



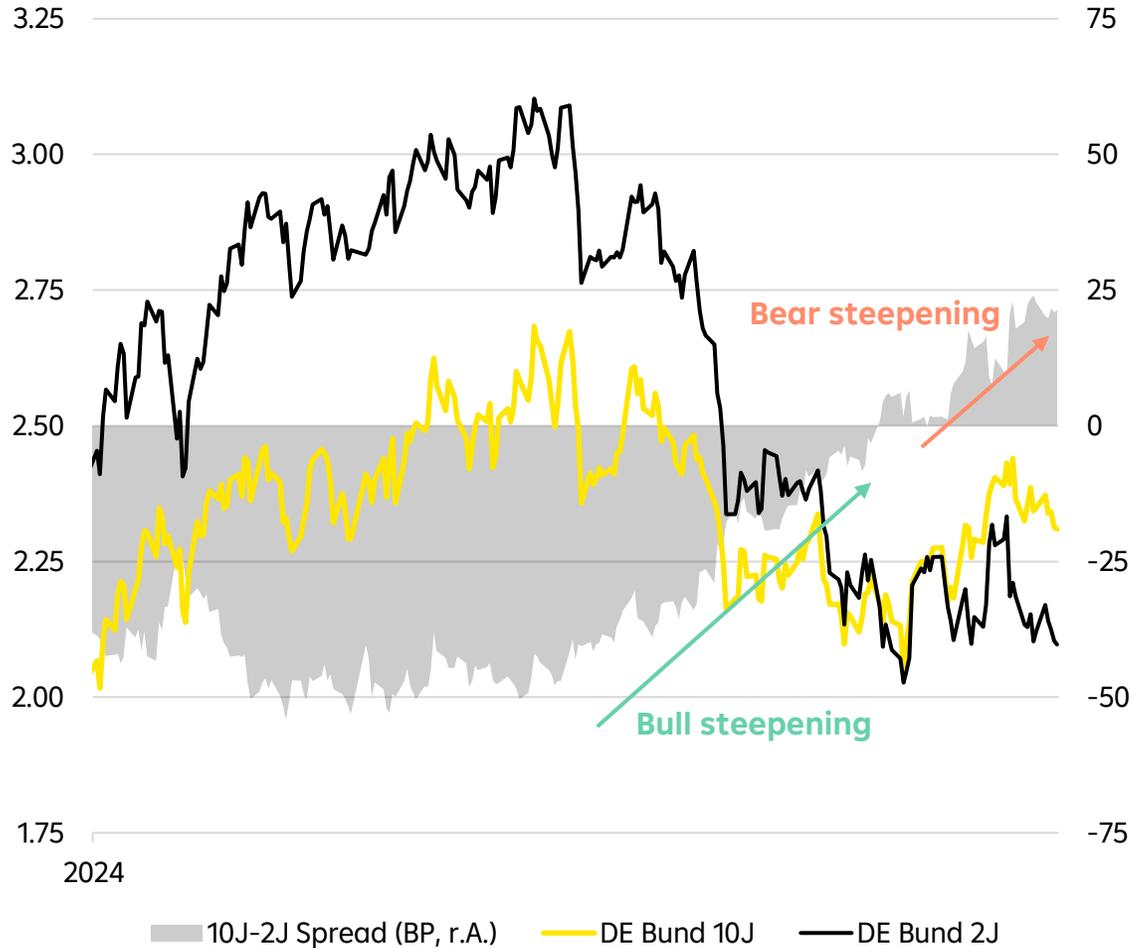
- **Fed-Pricing** entwickelte sich in entgegengesetzte Richtung zu EZB: **weniger Zinssenkungen; Pausen sind denkbar; neutrales Niveau näher bei 4 % als 3 %.**
- **Gründe:** jüngste Inflationsdaten sprachen gegen eine rasch voranschreitende Disinflation; Trump wird mit Inflationsrisiken assoziiert; Arbeitsmarkt und Konjunktur hält sich solide.

**Entwicklung Markterwartungen gegenüber Fed-Leitzinsen**



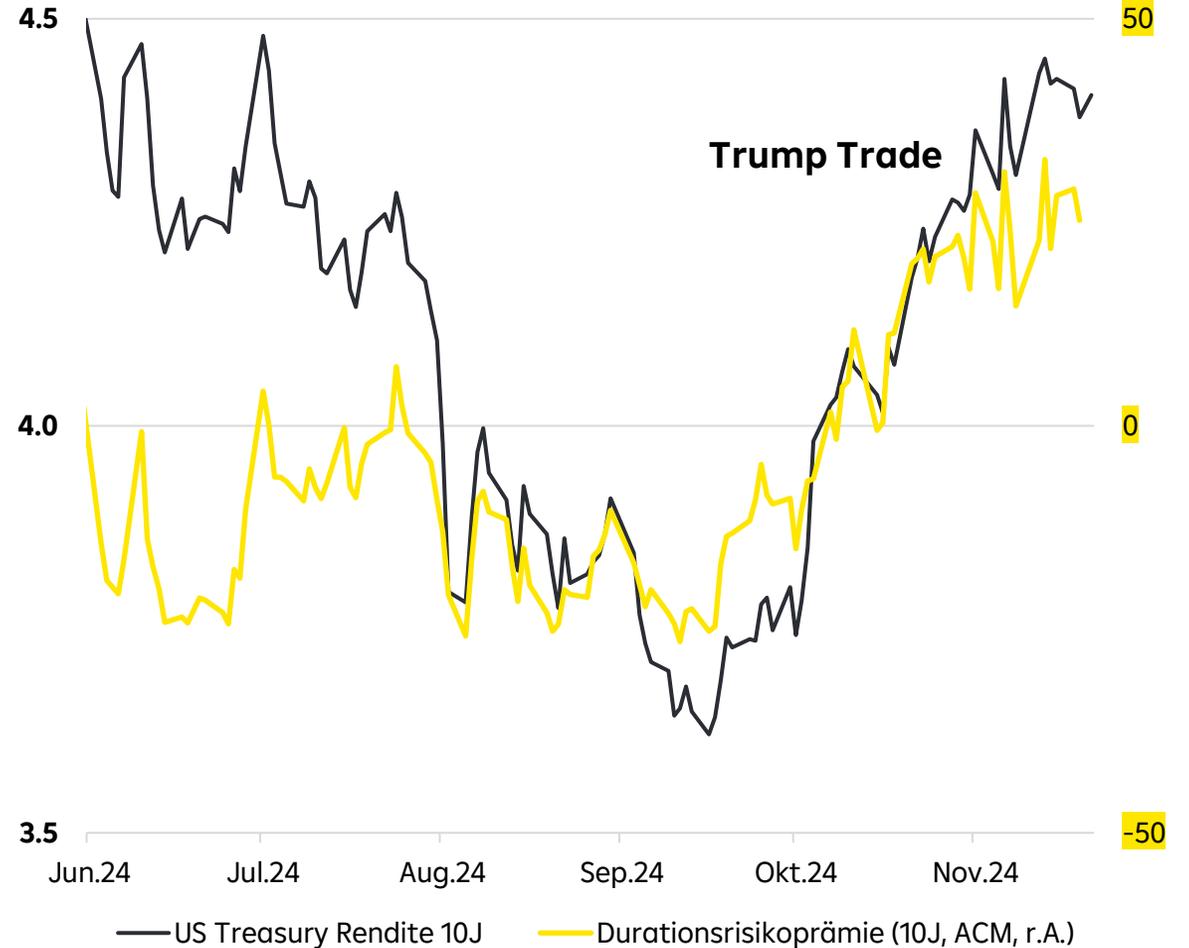
\* kurzfristige Forwards der EFFR OIS Kurve  
Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research

 **Renditekurven werden steiler, aber steiler ≠ steiler**

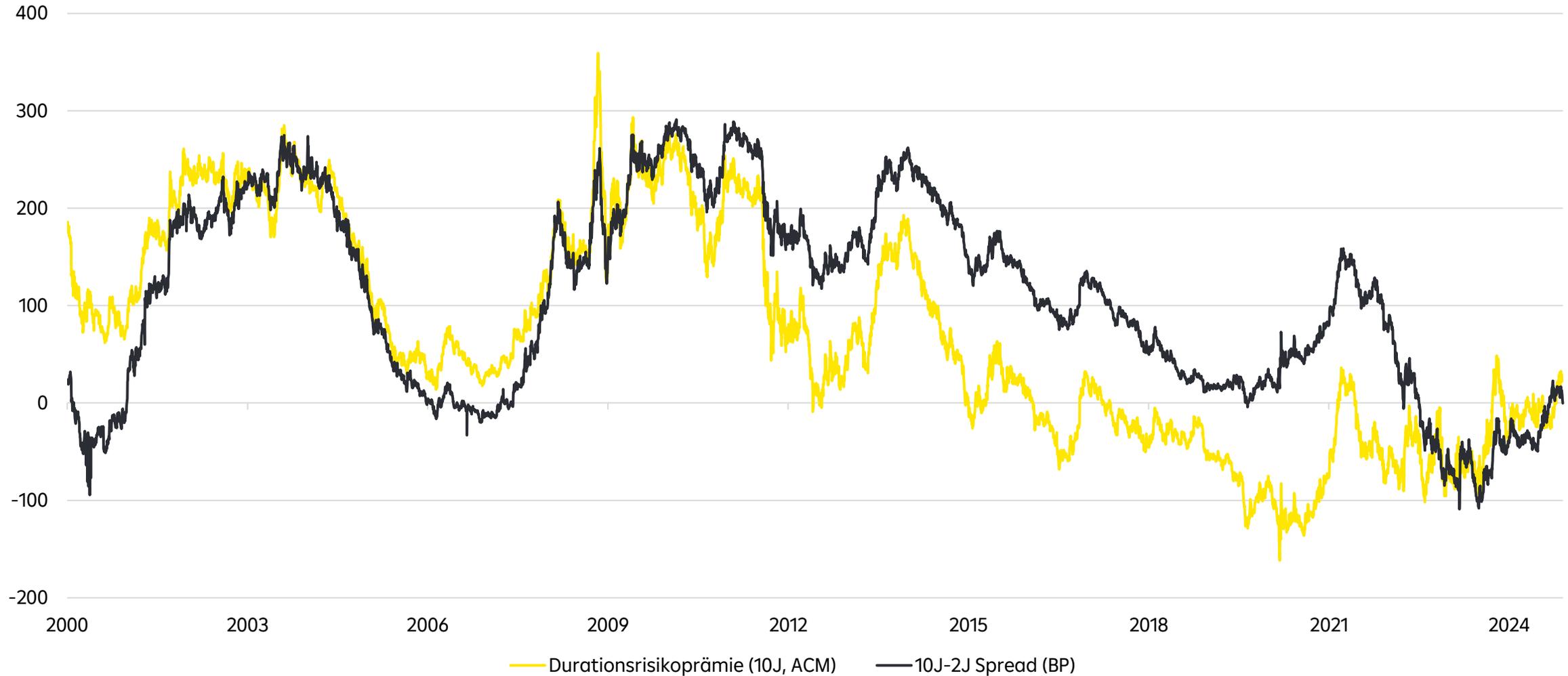


Quelle: LSEG, EZB, RBI/Raiffeisen Research

 **Durationsrisikoprämien steigen: USA gibt Tempo vor**



# USA Durationsprämie langfristig – Derzeit gar nicht so hoch

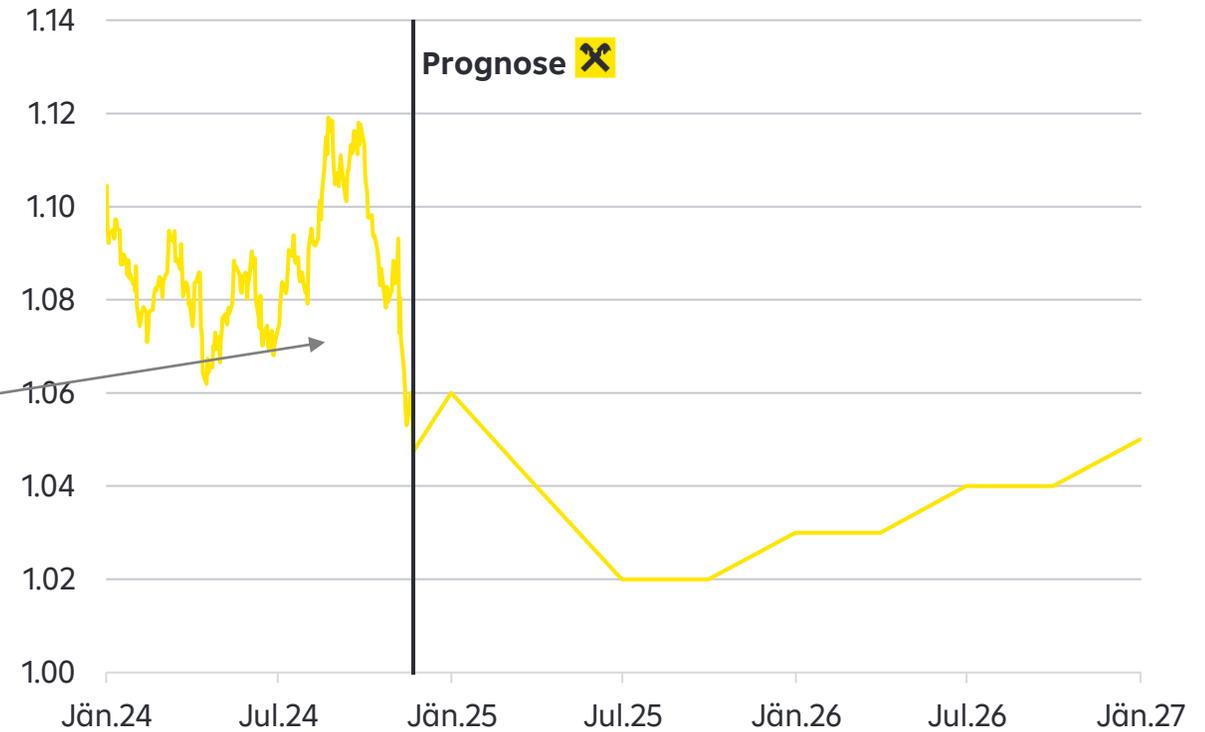
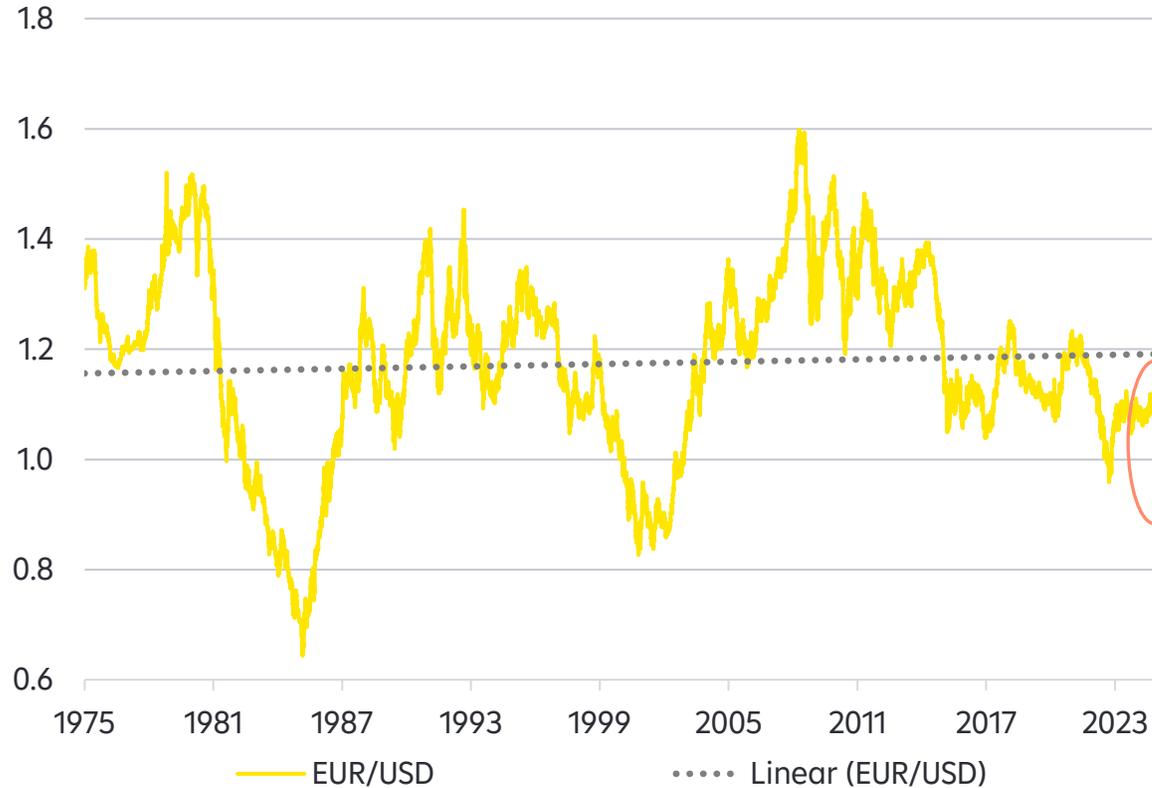


10J-2J Spread bezieht sich auf die US-Treasury Renditekurve

Quelle: LSEG, EZB, RBI/Raiffeisen Research

Bitte beachten Sie die Risikohinweise und Aufklärungen am Ende des Dokuments

# EUR/USD: Euro unter Trump 2.0 schwächer erwartet



Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research



- **Striktes Zollregime, US-Inflationsrisiken** und **Kapitalströme** sollten Abwärtsdruck auf EUR/USD ausüben
- Aufflammen **geopolitischer Risiken** (Ukraine, Naher Osten) kann USD zusätzlich stützen + **generelle geopolitische Prämie vs. langfristige Inflationsdifferenziale?!**

## Zins- & Renditeausblick (% Periodenende)

### Eurozone



	22.11.2024	Q4'24	Q1'25	Q2'25	Q3'25	2025	2026
EZB Hauptrefinanzierungssatz	3.40	3.15	2.90	2.65	2.40	2.15	1.90
EZB Einlagesatz	3.25	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75
EURIBOR 3M	3.02	2.90	2.75	2.50	2.30	2.05	1.90
Bund Rendite 2J	2.01	2.20	2.10	2.00	1.95	1.90	1.80
Bund Rendite 10J	2.25	2.25	2.20	2.15	2.10	2.10	2.05
EUR/USD	1.04	1.06	1.04	1.02	1.02	1.03	1.05

### Vereinigte Staaten



Federal Funds Rate	4.75	4.50	4.00	3.75	3.75	3.75	3.25
SOFR	4.57	4.35	3.85	3.60	3.60	3.60	3.10
Treasury Rendite 2J	4.38	4.00	3.90	4.00	3.85	3.80	3.30
Treasury Rendite 10J	4.42	4.20	4.30	4.50	4.30	4.30	4.00

Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research



- **Revisionen zuletzt für US-Zinsen:** Fed **endet Zinssenkungszyklus nun früher** als gedacht, Zinsmärkte reflektieren höhere (Durations-)Risikoprämien, was zu steileren Renditekurven führt. Erhöhte Zinsvolatilität bis zumindest Mitte 2025
- **EZ-Zinsprognosen vorerst unverändert:** auch hier Risiko für steilere Kurve aufgrund von transatlantischen Spillovers am langen Ende und dovishen EZB-Risiken am kurzen Ende → **Übertragungseffekte Fed auf EZB?!**

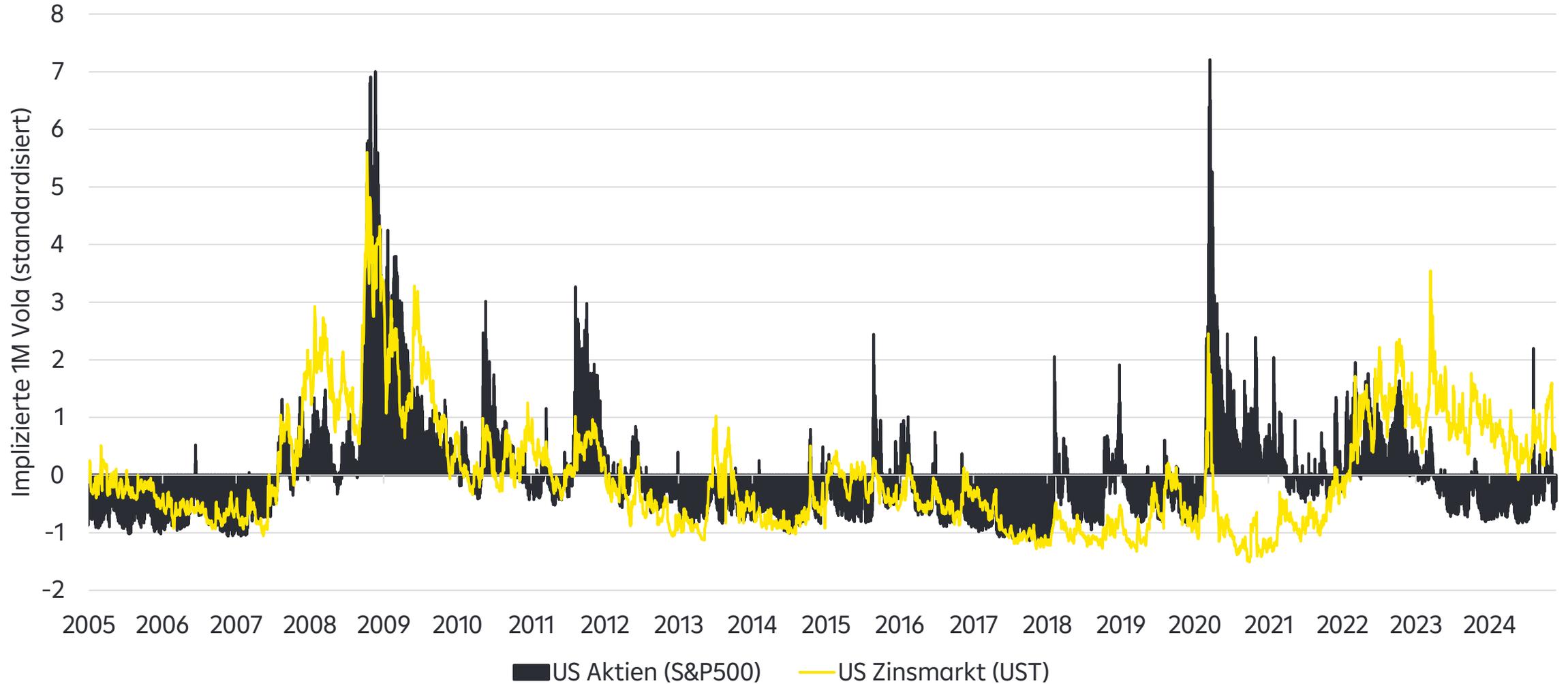


## Wirtschaft und Zinsen



## Aktien- und Anleihemarkt

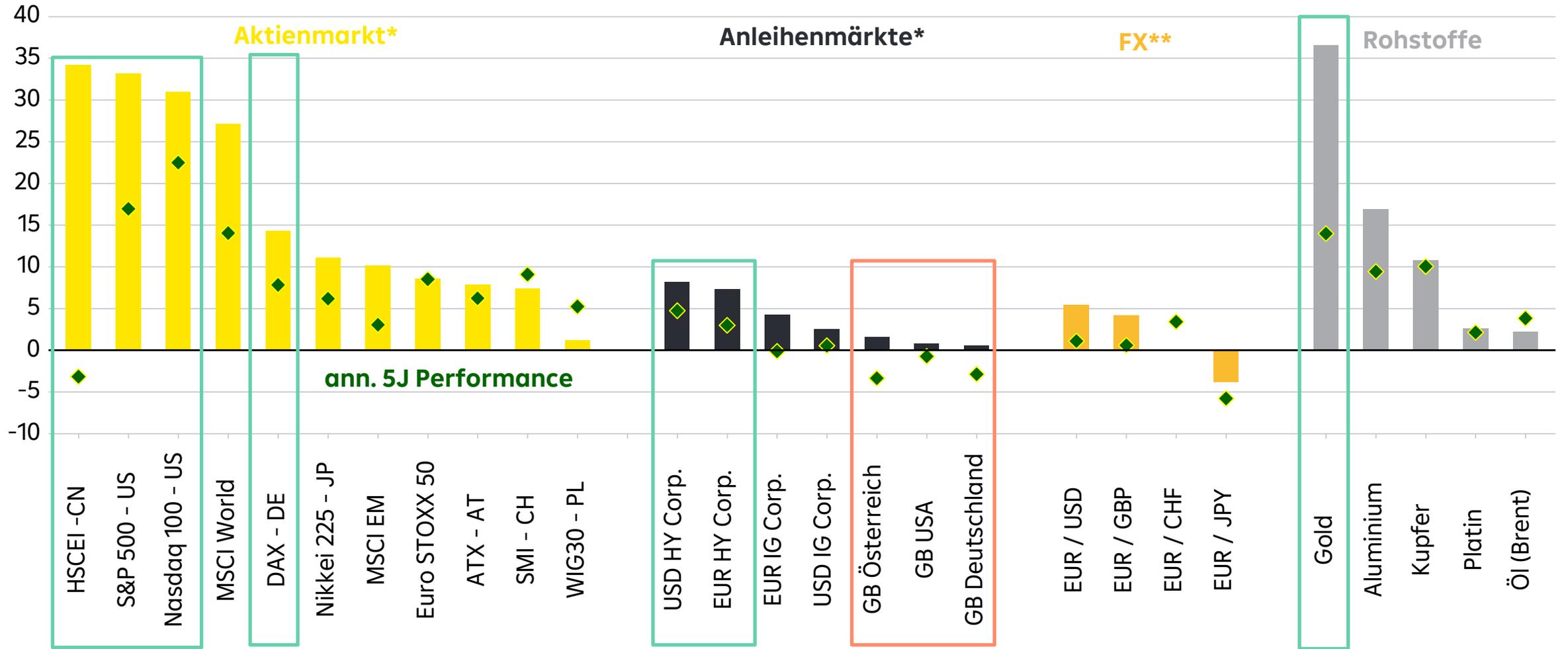
# Marktvolatilität verkehrt? Aktien- vs. Zinsmarktvolatilität



Quelle: LSEG, EZB, RBI/Raiffeisen Research

Bitte beachten Sie die Risikohinweise und Aufklärungen am Ende des Dokuments

# Performanceübersicht diverse Assetklassen

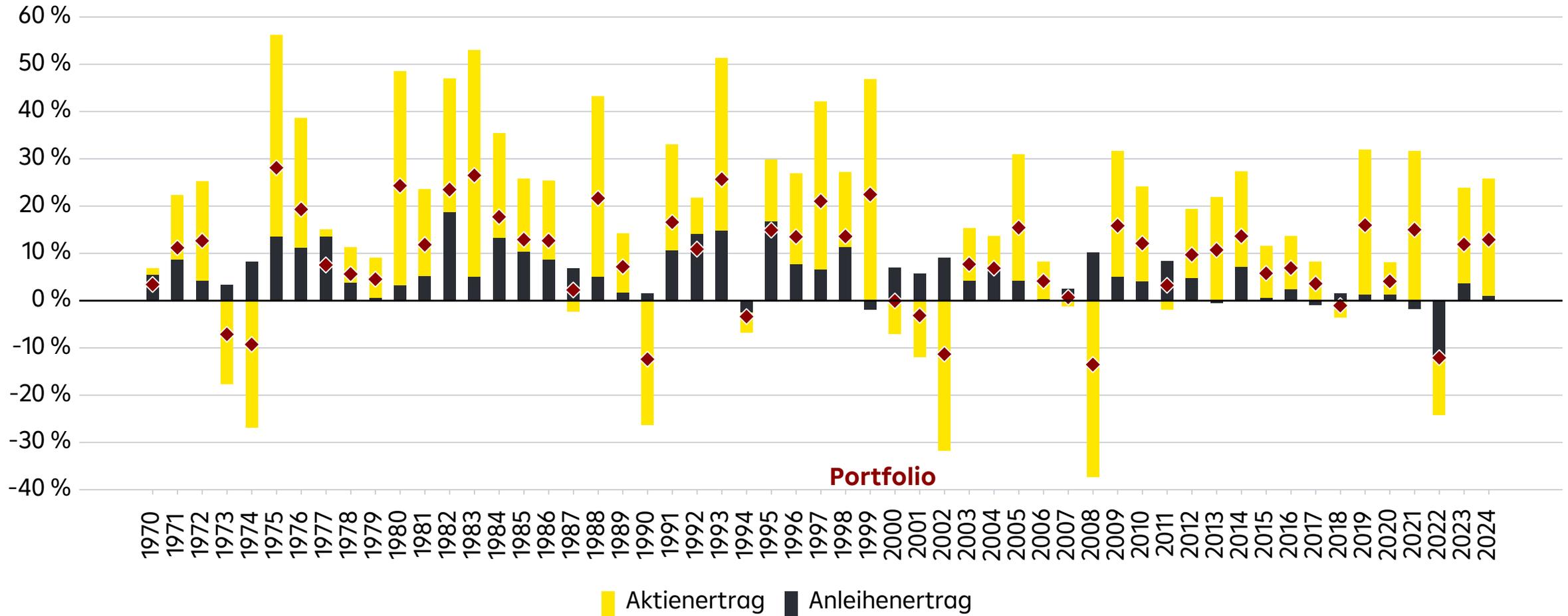


Periode: 31.12.2023 - 20.11.2024; \* auf Total Return-Basis, in EUR; \*\* EUR-Performance im Vergleich zu den anderen Währungen; Die Rohstoffpreisentwicklung bezieht sich auf Kassapreise; die Performance der Rentenindizes basiert auf den Indizes von Barclays

Quelle: Bloomberg, RBI/Raiffeisen Research; letztes Update: 22.11.2024 um 11:09:29

Bitte beachten Sie die Risikohinweise und Aufklärungen am Ende des Dokuments

# Performance pro Kalenderjahr: Aktien und Anleihen



Zeitraum: 31.12.1969 - 17.11.2024. Berechnungen basieren auf Total Return-Basis sowie in EUR. Für Aktien wird der MSCI World und für Anleihen der deutsche Rentenindex (REX) verwendet. Bei 'Portfolio' handelt es sich um ein jährlich rebalanciertes Portfolio, das die durchschnittliche Performance beider Assetklassen im Verhältnis 50:50 darstellt.

Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research; letztes Update: 18.11.2024 um 12:11:53

Bitte beachten Sie die Risikohinweise und Aufklärungen am Ende des Dokuments

 OAS in bp	22.11.2024	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25
IG Non-Financials	103	95	100	105	105	105
High-Yield	342	330	360	385	405	405
Financials Senior	101	95	100	105	105	110
Financials Subordinated	150	140	155	160	160	170



Sektor	Europa	USA	Treiber
Automotive	↘	↗	Zölle / Handel
E-Mobilität	↘	→	Zölle / Handel, Regulatorik
Banken	→	↗	Regulatorik, Zinsen
Commercial Real Estate	→	↘	Zinsen
Öl & Gas	↘	↗	Weltwirtschaft / Regulatorik
Renewables	→	→	Regulatorik, Zinsen
Stahl	↘	↗	Zölle / Handel



## EUR IG > US IG

- Fundamental solide Unternehmen
- (Extrem) niedrige Spreadlevels auf beiden Seiten des Atlantiks
- **Zinssenkungspfad** spricht aus unserer Sicht hier mehr für **EUR Emittenten**
- Europäische Exporteure fürs erste nur marginal von Zöllen betroffen (Dollarstärke wirkt abschwächend)



## US HY > EUR HY

- **US HY pur "US-Player"** in den meisten Fällen überwiegt hier der Fakt "America First" und Zinssenkungen
- Produktionsstandortverlagerung (EU zu US) könnte dauern, solange klar im Vorteil
- **Refinanzierungsumfeld** für **EUR HY könnte schwierig werden**, auch dank zunehmender Insolvenzen in Europa

**Zölle:**  
USA als #2 größter Handelspartner für europäischen Stahl  
& #1 Handelspartner für die deutsche Automobilindustrie

**Chinesische EV Hersteller**  
Fokussieren

**Erneuerbare Energien**  
Trump Einfluss überschaubar

**EVs in US**  
Eher mit Gegenwind

**Zölle auf Chinesische EVs**  
Derzeit bereits bei 100%

## Erneuerbare Energien



- Billige Energieform und Energiesouveränität
- Langfristige Naturell der Projekte



## Automobil Sektor

- Deutsche OEMs im Fadenkreuz US/EU-Zölle
- Wechselwirkung von Exporten in die EU und Importen aus den USA



## Elektro Fahrzeuge

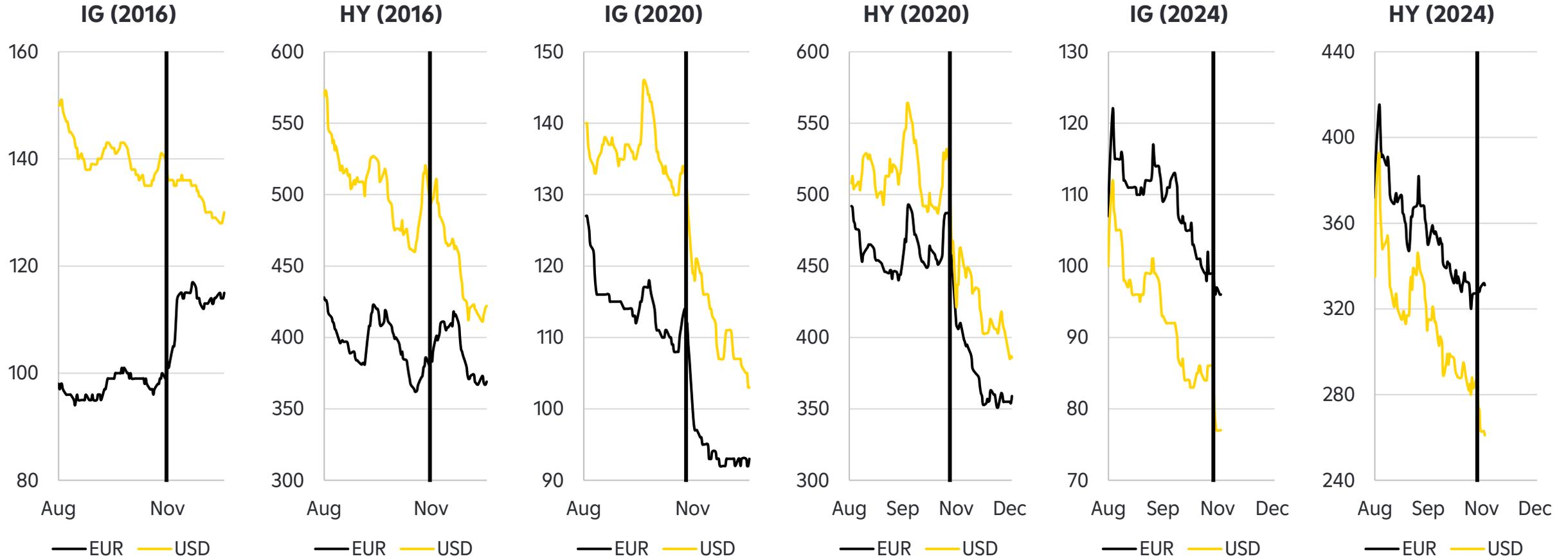
- Markteinführung von Elektrofahrzeugen in den USA durch weniger Subventionen und Investitionen (IRA) gebremst
- US-amerikanische Erstausrüster profitieren
- EU als Automobilzentrum geschwächt (z. B. Abkommen über kritische Rohstoffe?!)
- USA nur kleiner Markt für Elektrofahrzeuge (11 % Weltmarktanteil)
- Auswirkungen auf die Batterie-Lieferkette, Rohstoffe (Kupfer, Aluminium, Lithium) begrenzt
- China bleibt wichtiger Impulsgeber und wird sich angesichts der Haltung der USA wahrscheinlich noch stärker auf die EU konzentrieren



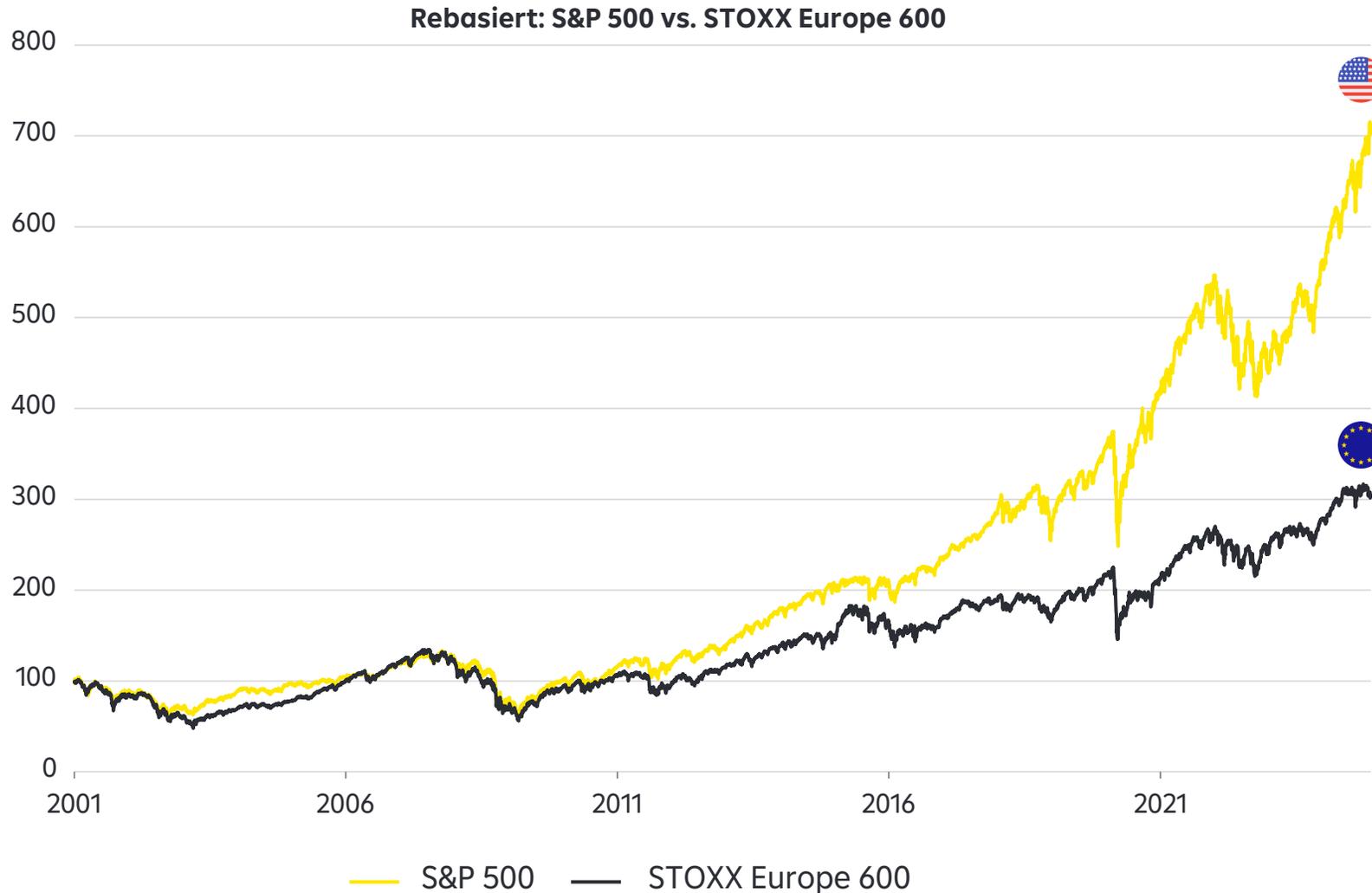
## Metals & Mining

- 25 % EU-Stahlausfuhren gehen in USA
- Handelsabkommen zwischen EU & USA (GASSA) wahrscheinlich vom Tisch à Zölle zurück?

# Nachgang zu US-Wahl beflügelt meist Spreads – Fokus HY



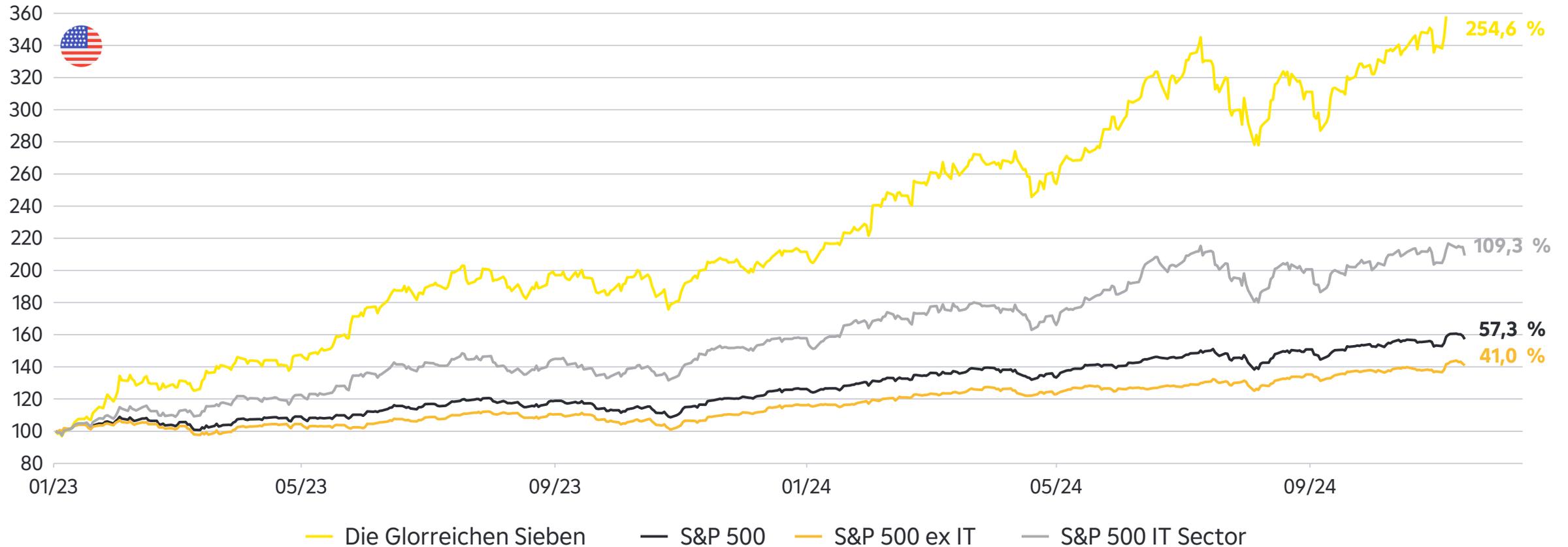
Quelle: Bloomberg, ICE BofAML, LSEG, RBI/Raiffeisen Research



- **Signifikante Outperformance US-Aktien seit 2011** auf Basis vielerlei Krisen & Faktoren, wie **Wachstum, Technologieführerschaft** (inkl. Monopolisierung) und **unterstützende Wirtschaftspolitiken ...** sowie **zuletzt AI**
- **Europäische Aktien als „defensiver Hedge“** und Gesamtmarkt vs. Branchen/Einzeltitel

Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research; letztes Update: 18.11.2024 um 12:00:24

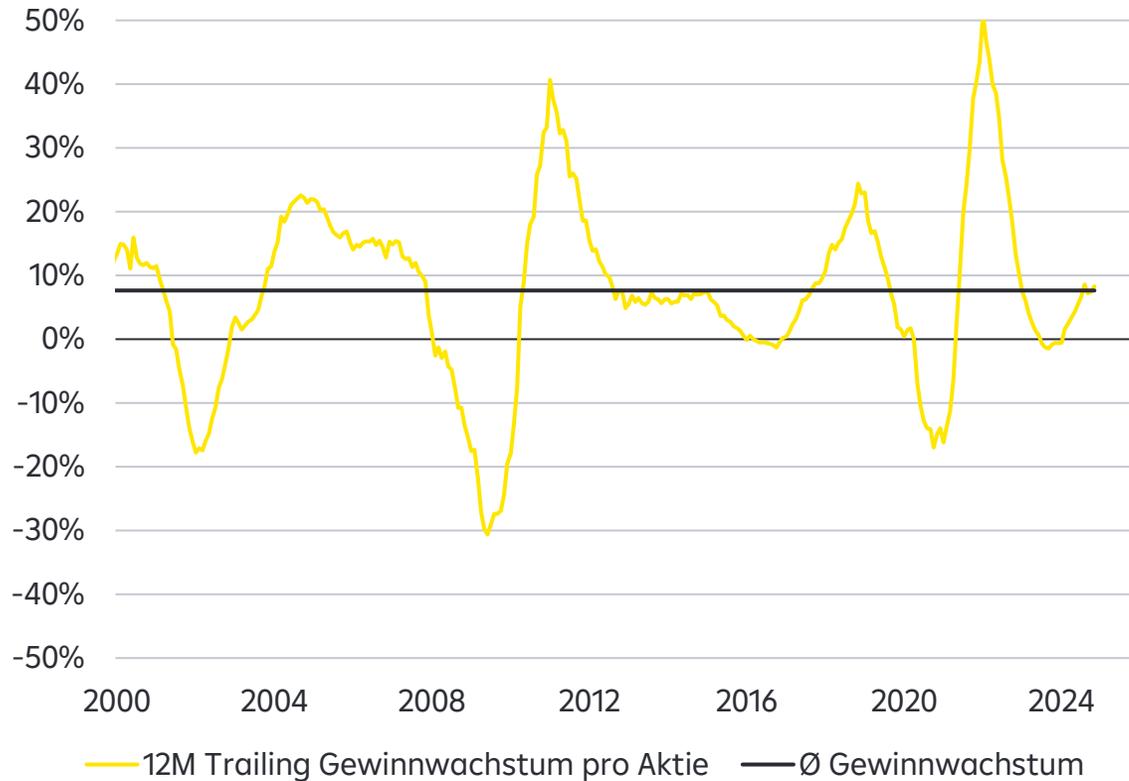
Bitte beachten Sie die Risikohinweise und Aufklärungen am Ende des Dokuments



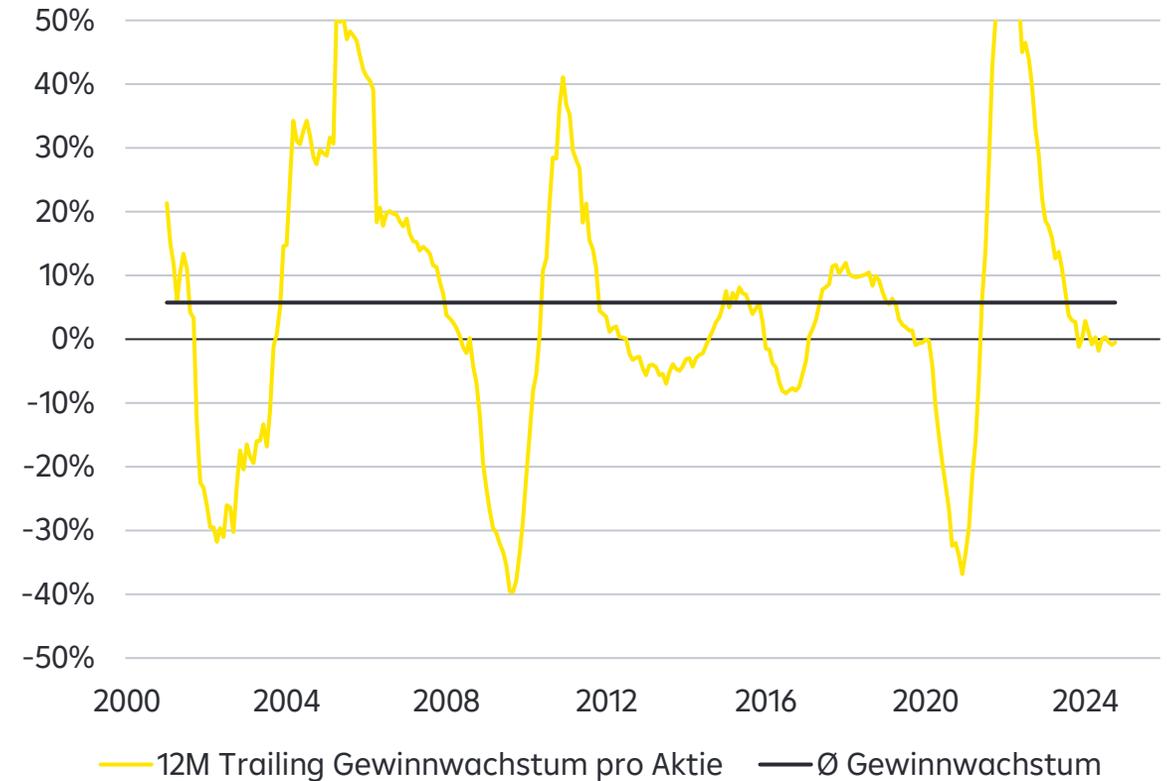
Periode: 01.01.2023 - 17.11.2024; \* Die Glorreichen Sieben: Meta, Amazon, Apple, Nvidia, Microsoft, Tesla und Alphabet gleichgewichtet und auf TR-Basis  
Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research; letztes Update: 18.11.2024 um 12:02:33

**Trumponomics** gut zur **Verbreiterung Bullenmarkt** (auch Small- und Mid-Caps) in den **USA ... ZUDEM: Keine Tech-Regulierung!**

 **S&P 500**



 **STOXX Europe 600**

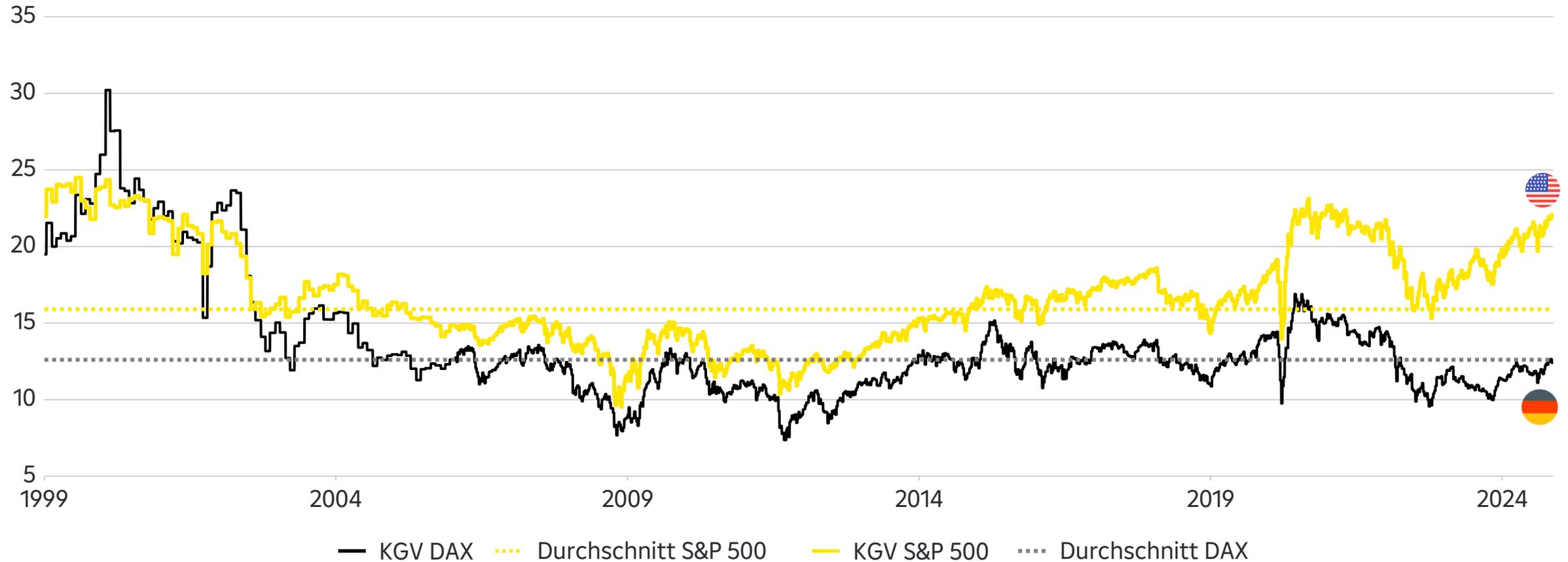


Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research



**Steuersenkungen vs. Konjunkturrisiken – erstere leichter einzuschätzen und gut für 10 % Plus Gewinnwachstum**

# Hohes Gewinnwachstum notwendig, um hohe Bewertungen zu rechtfertigen



KGV auf Basis von 12-Monats-Forward-Konsensusschätzungen, Durchschnitt ab 2002; Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research; letztes Update: 18.11.2024 um 12:03:46

**USA teuer** mit **gutem Grund**, **Europa/DAX billig** wegen **mannigfaltiger Gründe**, vorerst **keine Outperformance europäischer Aktien** zu erwarten

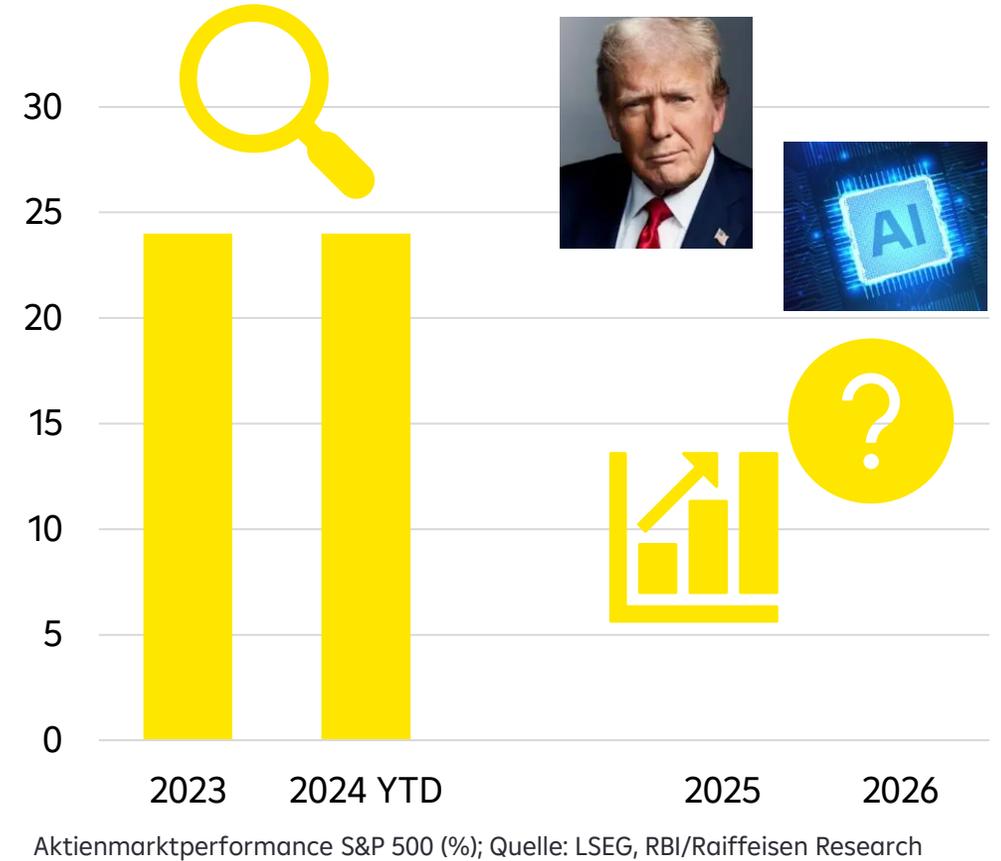
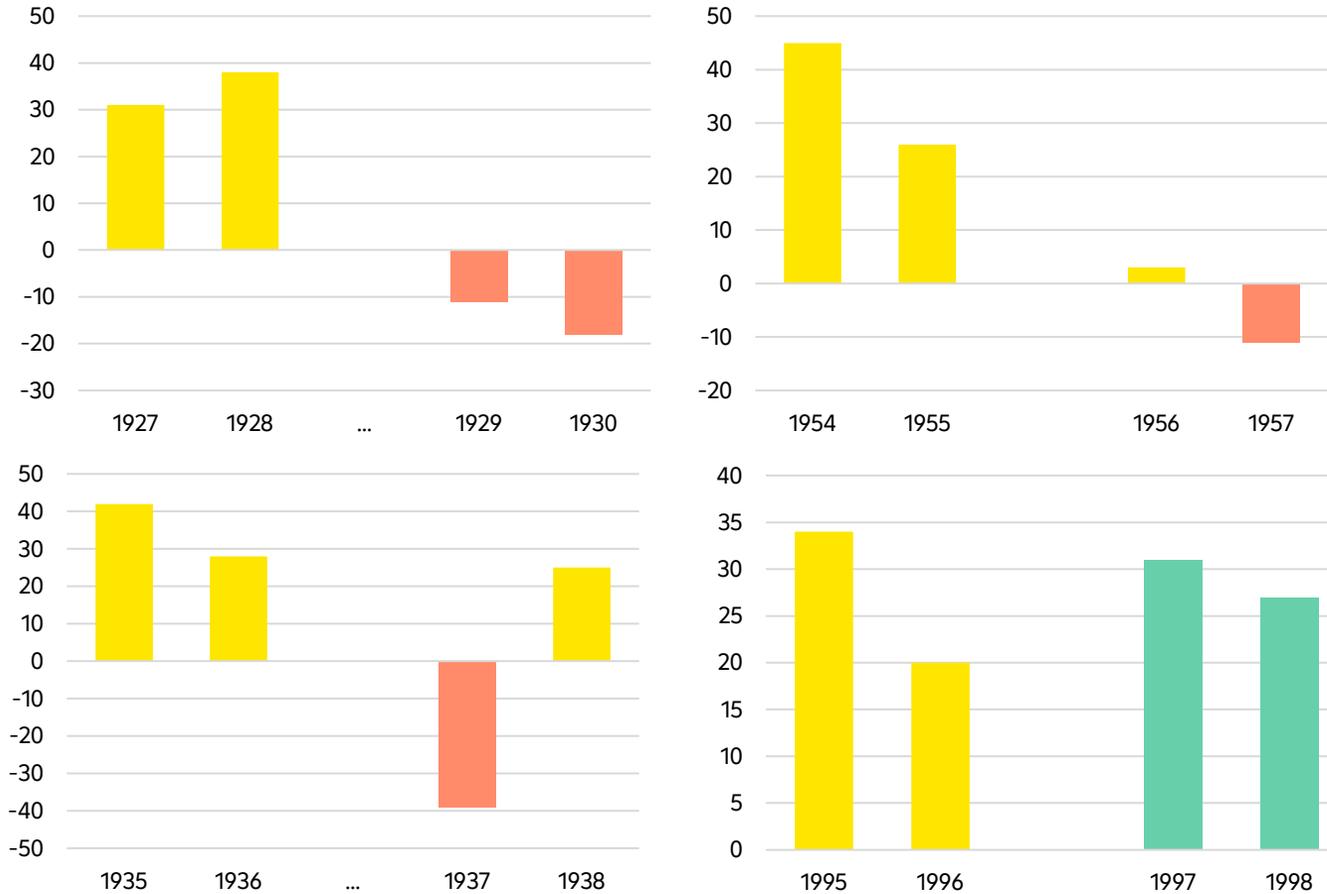
- Die (moderate) konjunkturelle Erholung Eurozone im Einklang mit robust laufender US-Wirtschaft stellt grundsätzlich solide Basis für Aktienmärkte dar.
- **Zinssenkungen sind größtenteils eingepreist** und sollten vor allem für Large-Cap-Indizes nur mehr von untergeordneter Bedeutung sein (negatives Überraschungspotenzial bei hartnäckigerer Teuerung).
- Trumpsche **Steuersenkungen** würden weiteren Gewinnboost für Corporate America bedeuten. Fokus auf Small- und Mid-Caps.
- **Bewertungen begrenzen jedoch das Aufwärtspotenzial bei Large Caps** und lassen vor allem US-Werte **im Vergleich zu risikoloser Veranlagung** unattraktiv erscheinen.
- Europäischer Aktienmarkt dank America First Agenden mit deutlich schwererem Stand. **Outperformance gegenüber USA unwahrscheinlich.**
- Erratische Politik-Aussagen sollten zu allgemein **höherer Volatilität** führen

	24.11.2024	Dez.24	Mär.25	Jun.25	Sep.25	Empfehlung
<b>ATX</b>	3.533	3.550	3.600	3.610	3.610	<b>HALTEN</b>
Performance		0,5%	1,9%	2,2%	2,2%	
<b>DAX</b>	19.323	19.600	19.800	19.900	19.900	<b>HALTEN</b>
Performance		1,4%	2,5%	3,0%	3,0%	
<b>Euro STOXX 50</b>	4.789	4.850	4.930	4.950	4.950	<b>HALTEN</b>
Performance		1,3%	2,9%	3,4%	3,4%	
<b>Dow Jones</b>	44.297	46.000	47.500	48.000	48.000	<b>KAUF</b>
Performance		3,8%	7,2%	8,4%	8,4%	
<b>S&amp;P 500</b>	5.969	6.200	6.400	6.500	6.500	<b>KAUF</b>
Performance		3,9%	7,2%	8,9%	8,9%	
<b>NASDAQ-100</b>	20.776	21.800	22.500	23.000	23.000	<b>KAUF</b>
Performance		4,9%	8,3%	10,7%	10,7%	
<b>HSCE</b>	6.887	7.050	7.100	7.200	7.200	<b>HALTEN</b>
Performance		2,4%	3,1%	4,5%	4,5%	



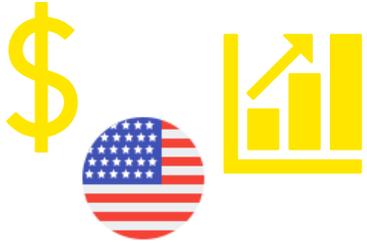
Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research

# S&P 500 & die 2 Jahre mit plus 20 % in Folge: Bisher nur 4-mal plus aktuell



In **moderner Wirtschaftsgeschichte** erst **fünfte Mal**, dass S&P 500 **plus 20 %** in **zwei Folgejahren**, außer **Dotcom-Blase** bisher immer **Korrekturphase** danach ... **AI** oder **Trump** **Zyklusverlängerer?**

## Trump 2.0 Playbook für 2025



- **Trump 2.0** als „Boost“ für **US-Aktienmarkt(-zyklus)**; **Attraktivität US-Vermögenswerte** (für europäische Investoren, schwacher EUR), **Aktien** und vor allem auch **UST-Zinspapiere** am kurzen Ende, **auch USD HY**
- **Hohe Zinsmarktvolatilität** am langen Ende **sollte bestehen bleiben ausgehend von UST-Markt, starker USD** als **Herausforderung Emerging Markets** (zusätzlich zu Geopolitik)
- **Attraktivität EUR IG**, Zinssenkungen Euroraum voll auf Kurs, mögliche **Chancen in Fallen Angels** in EUR, europäischer Aktienmarkt nur selektiv interessant
- Zunehmende **makroökonomische Risiken USA** im **Jahresverlauf 2025** bzw. in **Richtung 2026** und dies **größtes Risiko** für **Finanzmarktsentiment** abseits **geopolitischer Risiken** bei **hohen Bewertungen**
- **Trump 2.0** als **Herausforderung** für **ESG-Investitionsstile** zusätzlich zu **Geopolitik**

## 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	57,2 %	53,7 %
Halten-Empfehlungen	27,9 %	30,0 %
Verkaufs-Empfehlungen	14,8 %	16,3 %

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	09.10.2024	Hold	Germany
10Y Bund DE	02.08.2024	Hold	Germany
10Y Bund DE	23.02.2024	Buy	Germany
10Y Bund DE	19.01.2024	Hold	Germany
10Y Bund DE	15.12.2023	Sell	Germany
10Y Bund DE	28.09.2023	Buy	Germany
2Y Bund DE	09.10.2024	Hold	Germany
2Y Bund DE	02.08.2024	Hold	Germany
2Y Bund DE	23.02.2024	Buy	Germany
2Y Bund DE	15.12.2023	Hold	Germany
2Y Bund DE	28.09.2023	Buy	Germany

Bond		Recommendation	Issuer
10Y US Treasury	15.11.2024	Hold	USA
10Y US Treasury	02.08.2024	Hold	USA
10Y US Treasury	23.02.2024	Buy	USA
10Y US Treasury	15.12.2023	Hold	USA
10Y US Treasury	04.10.2023	Buy	USA
10Y US Treasury	26.05.2023	Buy	USA
10Y US Treasury	04.04.2023	Hold	USA
2Y US Treasury	15.11.2024	Hold	USA
2Y US Treasury	02.08.2024	Hold	USA
2Y US Treasury	23.02.2024	Buy	USA
2Y US Treasury	15.12.2023	Hold	USA
2Y US Treasury	04.10.2023	Buy	USA
2Y US Treasury	26.05.2023	Buy	USA
2Y US Treasury	04.04.2023	Hold	USA

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 9-12 Monaten.

Bond		Recommendation	Issuer
10Y Bund DE	09.10.2024	Buy	Germany
10Y Bund DE	02.08.2024	Buy	Germany
10Y Bund DE	19.01.2024	Buy	Germany
10Y Bund DE	15.12.2023	Hold	Germany
10Y Bund DE	28.09.2023	Buy	Germany
10Y Bund DE	18.08.2023	Buy	Germany
10Y Bund DE	04.08.2023	Buy	Germany
2Y Bund DE	09.10.2024	Buy	Germany
2Y Bund DE	02.08.2024	Buy	Germany
2Y Bund DE	15.12.2023	Buy	Germany
2Y Bund DE	28.09.2023	Buy	Germany
2Y Bund DE	18.08.2023	Hold	Germany
2Y Bund DE	04.08.2023	Hold	Germany

Bond		Recommendation	Issuer
10Y US Treasury	15.11.2024	Hold	USA
10Y US Treasury	02.08.2024	Buy	USA
10Y US Treasury	15.12.2023	Buy	USA
10Y US Treasury	04.10.2023	Buy	USA
10Y US Treasury	29.06.2023	Buy	USA
2Y US Treasury	15.11.2024	Buy	USA
2Y US Treasury	02.08.2024	Buy	USA
2Y US Treasury	15.12.2023	Buy	USA
2Y US Treasury	04.10.2023	Buy	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

Legal Entity Identifier (LEI): 9ZHRYM6F437SQJ6OUG95

Global Intermediary Identification Number (GIIN): \*\* 28CWN4.00000.LE.040

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), Otto-Wagner-Platz 5, A-1090 Wien ([www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at)) und der Oesterreichischen Nationalbank, Otto-Wagner-Platz 3, A-1090 Wien ([www.oenb.at](http://www.oenb.at)). Darüber hinaus unterliegt die RBI der behördlichen Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB), Sonnemannstrasse 22, D-60314 Frankfurt am Main ([www.bankingsupervision.europa.eu/home/contacts/html/index.en.html](http://www.bankingsupervision.europa.eu/home/contacts/html/index.en.html)), 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: Franz Zobl, RBI WIEN;**

**Fertiggestellt: 27.11.2024, 11:30 Uhr MEZ / Erstmalige Weitergabe: 29.11.2024, 14:15 Uhr MEZ**