

Übersetzung der englischen Originalversion  
vom 18. März 2020

[Link](#)

## Saudi-Arabien und Russland: Wer wird zuerst handeln?

- Während sich die weltweite Ölnachfrage von Tag zu Tag verschlechtert, kann nur eine Lösung des Preiskriegs zwischen Russland und Saudi-Arabien dem Markt eine gewisse Preiserleichterung bringen.
- Da Brentpreise unter 40 USD/bbl für Niemand ein Gleichgewicht bedeuten, wird früher oder später einer der beiden oder beide nachgeben, die Förderung zurückfahren und auf ein gemeinsames Abkommen drängen müssen - etwas, das lange vor dem Treffen im Juni geschehen sollte, um die Preise maßgeblich zu beeinflussen.
- Wenn beide Länder zusammenarbeiten, wird die OPEC+ ihre derzeitige Förderkürzung verlängern und verstärken. Andernfalls, wenn Russland sich weigert, an den Verhandlungstisch zurückzukehren, wird die OPEC+-Allianz vermutlich zusammenbrechen und die OPEC zwingen, allein zu handeln.

Die Verwerfungen am Ölmarkt gehen weiter. Da die Gesundheitskrise durch das Coronavirus die Wahrscheinlichkeit einer weltweiten Rezession rapide steigen lässt, bewegen sich die Brentpreise um die Schwelle von 30 USD/bbl - ein Rückgang von 45% in nur einem Monat (derzeit wird Brent bei 27 USD/bbl gehandelt). Die Anleger fragen sich nun, ob die nächste Etappe weiter nach unten in Richtung 20 USD/bbl oder nach oben in Richtung 40 USD/bbl führen wird. Da sich die globalen Nachfrageaussichten von Tag zu Tag verschlechtern, wird nur eine deutliche Verringerung des Angebots eine Entlastung des Marktes bringen können. Eine gewisse Anpassung der Produktion wird unvermeidlich sein. Die am wenigsten wettbewerbsfähigen US-Schieferproduzenten werden wahrscheinlich die ersten sein, die die Förderung reduzieren werden – wobei diejenigen mit den größten Liquiditätsproblemen dem Risiko eines Konkurses ausgesetzt sind. Ebenso dürften einige der anfälligsten OPEC-Produzenten nachgeben, wenn die Brentpreise auf dem derzeitigen Niveau oder darunter bleiben.

Jede nachhaltige Entwicklung in Richtung 40 USD/bbl hängt jedoch davon ab, wie sich der Preiskrieg zwischen Saudi-Arabien und Russland entwickelt. Das gescheiterte OPEC+-Treffen am 6. März aufgrund der fehlenden Bereitschaft Russlands, längeren und tieferen Förderkürzungen zuzustimmen, veranlasste Saudi-Arabien dazu, seinen europäischen, asiatischen und amerikanischen Kunden aggressive Rabatte (bis zu 8 USD/bbl) anzubieten und zu versprechen, den Markt mit mehr als 2 mb/d zu überschwemmen, wenn die Förderkürzungen Ende März auslaufen. Zur Zeit ähnelt der Konflikt zunehmend dem traditionellen Falken-und-Tauben-Spiel (Tabelle 1). Wer zuerst nachgibt, verliert. Saudi-Arabien will Russland für sein mangelndes Engagement in der OPEC+-Allianz bestrafen, während Moskau als Vergeltung für den Boykott der North Stream 2-Pipeline durch Washington ebenso viel Druck auf die amerikanischen Produzenten ausüben will. Aber die Brentpreise liegen unter 40 USD/bbl und damit weit unter den fiskalischen Break-even-Preisen sowohl Russlands als auch Saudi-Arabiens - und weit unter den operativen Break-even-Preisen vieler Produzenten. Früh er oder später wird einer der beiden oder beide nachgeben müssen.

**TABELLE 1. FALKEN-UND-TAUBEN-SPIEL MIT WAHRSCHEINLICHER PREISAUSWIRKUNG (BRENT, USD/BBL)**

		RUSSLAND	
		Rückkehr zu Verhandlungen	Konfrontation
SAUDI ARABIEN	Rückkehr zu Verhandlungen	OPEC+-Abkommen (p>45)	OPEC+ bricht zusammen, OPEC handelt (35<p<45)
	Konfrontation	Preiskrieg (25<p < 30)	Eskalierender Preiskrieg (p<25)

Quelle: UniCredit Research

### Preiskrieg-Szenario

In traditioneller spieltheoretischer Weise zeigt Tabelle 1 die verschiedenen Möglichkeiten, die jedem Spieler, Russland und Saudi-Arabien, zur Verfügung stehen, mit den entsprechenden Auswirkungen. Sie können entweder nachgeben oder eine konfrontative Haltung einnehmen. Der Zeithorizont der Preisauswirkungen, der eine fragile Nachfrageperspektive aufgrund einer starken Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit, wie im nächsten Abschnitt beschrieben, beinhaltet, reicht bis Ende April – ein Zeitraum, der wahrscheinlich der akutesten Phase der Nachfrageschwäche entspricht, wenn eine rasche Intervention der OPEC+ am meisten erforderlich ist.

Im Moment scheinen beide Parteien entschlossen zu sein, sich gegenseitig zu provozieren, wobei Offizielle beider Seiten wiederholt erklärten, dass ihre Länder mit den Preisen auf dem derzeitigen Niveau zufrieden sind. Wie unten rechts in der Tabelle aufgezeigt entspricht dies einem umfassenden Preiskriegsszenario.

Moskau und Riad können die Belastung durch die Konfrontation mehrere Monate lang ertragen. Saudi-Arabien kann Öl zu einem Preis von etwa 3 USD/bbl fördern, benötigt aber 83 USD/bbl, um seinen Haushalt auszugleichen. Bei den derzeitigen Preisen würde das Haushaltsdefizit Saudi-Arabiens im Jahr 2020 von den derzeit prognostizierten 6,5% auf etwa 20% des BIP springen. Riad kann sich auf 510 Mrd. USD an Reserven (65 % seines BIP) stützen, um den Preiskrieg zu führen. Russland hingegen pumpt Öl zu einem Preis von 30 USD/bbl, aber sein fiskalischer Break-even Preis ist mit etwa 45 USD/bbl niedriger - nachdem es die letzten fünf Jahre damit verbracht hat, seinen Haushalt zu straffen. Die russischen Reserven belaufen sich auf 570 Mrd. USD (25% des BIP), und Russland könnte auf eine schwächere Währung drängen, um die niedrigen Ölpreise auszugleichen. In der vergangenen Woche erklärte das russische Finanzministerium, dass es bei anhaltend niedrigen Ölpreisen auf seinen 150 Milliarden US-Dollar schweren nationalen Vermögensfonds zurückgreifen werde, um den Haushalt aufzustocken. Alles in allem sieht Russland für eine Preiskonfrontation etwas besser gerüstet aus.

Sollte der Preiskrieg weitergehen, würde die Last der Anpassung auf die schwächsten Produzenten weltweit entfallen. Die ersten Produzenten, die wahrscheinlich das Handtuch werfen werden, sind die Amerikaner. Es gibt zu viele Produzenten und sie sind zu klein, um eine koordinierte Reaktion auf die aktuelle Marktsituation zu orchestrieren, aber unter den Produzenten sind sie die Flexibelsten, wenn es darum geht die Förderung hoch- oder runterzufahren, da sie relativ begrenzte Fixkosten haben. Nach Angaben von Rystad Energy liegen die Break-Even-Preise von WTI für die amerikanischen Schieferproduzenten in der Regel im Bereich von 40-50 USD/bbl, mit einer hohen Bandbreite innerhalb des gleichen Fördergebietes und zwischen den Förderstellen der einzelnen Unternehmen.

Die am wenigsten wettbewerbsfähigen Produzenten werden aus dem Markt gedrängt, während die am stärksten verschuldeten in den Konkurs gehen. Nach Angaben von Energy Aspects haben mehrere US-Produzenten bereits Kürzungen ihrer Budgets und Aktivitäten für 2020 angekündigt. Unter den traditionellen Produzenten ist die Rohölproduktion in Libyen, Venezuela und im Iran bereits eingeschränkt. Nigeria und der Irak dürften als Nächste ihre Förderung anpassen. Auf diese beiden Länder entfallen zusammen etwa 20% der OPEC-Förderung, und die niedrigen Ölpreise könnten die bestehenden innenpolitischen Spannungen verschärfen, was sich auf das Funktionieren der Ölindustrie dieser Länder auswirken könnte.

Solche Korrekturen der Fördermengen sollten den physischen Markt etwas ausgleichen, ohne aber notwendigerweise die Ölpreise zu entlasten, da die Investoren immer noch besorgt wären, wenn es keinen echten Marktausgleich durch die OPEC oder die OPEC+ gäbe. Aus diesem Grund und angesichts der sich verschärfenden Eintrübung der globalen makroökonomischen Aussichten würden sich die Brentpreise wahrscheinlich nahe bei 20 USD/bbl bewegen. Ebenso würde Brent wahrscheinlich unter 30 USD/bbl bleiben, wenn Russland bereit wäre, an den Verhandlungstisch zurückzukehren, Saudi-Arabien sich jedoch weigert (Konfrontation), da Moskau nicht die Macht hat ein Treffen einzuberufen und zu koordinieren, die Saudi-Arabien dank seiner OPEC-Hegemonie besitzt. Dies bleibt das unwahrscheinlichste der vier in der Tabelle skizzierten Szenarien.

### **Schlechtes Timing für eine riskante Strategie**

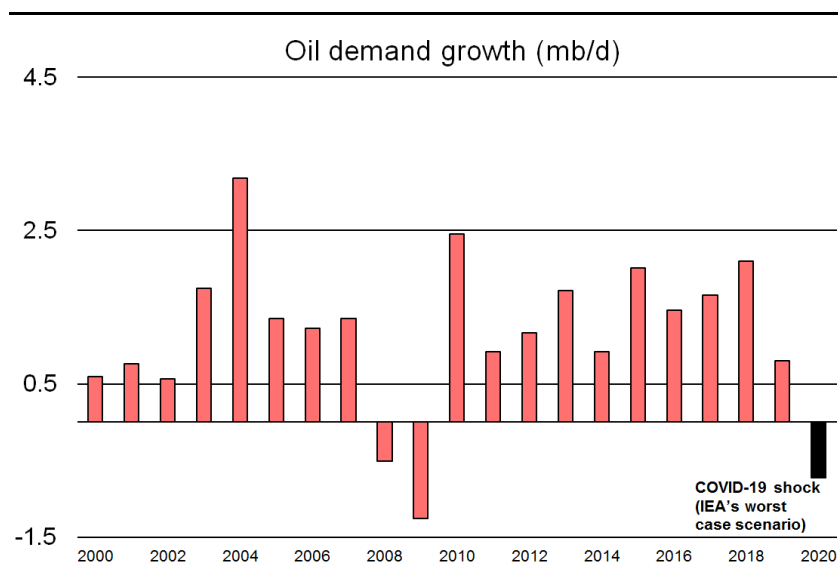
Obwohl Russland und Saudi-Arabien den Preiskampf für einige Zeit führen und Brent bis April unter 30 USD/bbl anbieten können, könnte eine solche Strategie den Markt gefährlich destabilisieren und die schwächsten Produzenten wachsenden finanziellen Spannungen aussetzen. Moskau und Riad riskieren, die Gesundheit ihrer öffentlichen Finanzen ebenfalls zu gefährden und könnten gezwungen sein, mehrere öffentlich finanzierte Projekte, die für die Erhaltung des innenpolitischen Konsenses unerlässlich sind, zu revidieren. Aber, was noch wichtiger ist, der Zeitpunkt für eine derart riskante Strategie könnte nicht schlechter sein. In nur zehn Tagen seit dem gescheiterten OPEC+-Abkommen haben sich die globalen Nachfrageaussichten dramatisch verschlechtert, da das Virus nun alle großen entwickelten Volkswirtschaften getroffen hat und die meisten Regierungen zu massiven Eindämmungsmaßnahmen zwingt. Weder Russland noch Saudi-Arabien waren wahrscheinlich auf eine solch drastische Verschlechterung vorbereitet, als sie ihre gewagte Politik begannen - wenn man bedenkt, wie optimistisch die Nachfrageprognosen der OPEC im vergangenen Monat waren.

In ihrer März-Aktualisierung hat die Internationale Energieagentur (IEA) ihre Nachfrageprognose zum zweiten Mal in Folge nach unten korrigiert und geht nun für 2020 von einem Rückgang um 90 kb/d aus - der erste jährliche Rückgang seit 2008. In ihrem Basisszenario bleibt China die Hauptursache für die Nachfrageschwäche, während negative Auswirkungen aufgrund einer globalen Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit begrenzt bleiben.

Die IEA warnte jedoch davor, dass dies aus mehreren Gründen immer noch ein zu günstiges Szenario sein könnte. Erstens waren Chinas Industrieproduktion, die Einzelhandelsumsätze und die Anlageinvestitionen für Januar und Februar tief in den roten Zahlen - mehr als erwartet. Zweitens, selbst wenn sich die Inlandsnachfrage und die Produktion schnell erholen sollten, dürfte die chinesische Erholung - und infolgedessen die der globalen Ölnachfrage im Allgemeinen - durch die virusbedingte Verlangsamung in den entwickelten Volkswirtschaften beeinträchtigt werden.

Daher ist es unserer Ansicht nach aufschlussreicher, das von der IEA vorgesehene Worst-Case-Szenario zu betrachten, das mit unsere Basisszenario einer ausgeprägteren globalen Verlangsamung übereinstimmt. Dieses geht von einem Rückgang der globalen Nachfrage um etwa 0,7 mb/d im Jahr 2020 aufgrund der globalen Verbreitung von COVID-19 und einer langsameren Erholung der Ölnachfrage aus. Wie aus Abbildung 1 hervorgeht, wäre dies der erste Nachfragerückgang seit einem Jahrzehnt, und die Förderrückgänge würden leicht über den während der Finanzkrise von 2008 verzeichneten Verlusten liegen. Obwohl wir dieses Risikoszenario derzeit als Basisszenario betrachten, bleibt die Wahrscheinlichkeit weiterer Abwärtsrevisionen in den kommenden Monaten angesichts der schnellen und starken Auswirkungen der globalen Gesundheitskrise auf die globale Realwirtschaft extrem hoch.

#### GRAFIK 1: NACHFRAGE STEHT VOR EINEM SIGNIFIKANTEN RÜCKGANG



Quelle: IEA, UniCredit Research

#### Zeit zur Zusammenarbeit?

Nur Saudi-Arabien ist in der Lage, die Führung und Richtung zu geben, die der Markt im Moment braucht. Und es liegt in seinem Interesse, dies zu tun. Niedrige Ölpreise schaden der saudischen Wirtschaft mehr als der russischen. Immerhin war Saudi-Arabien bis vor zehn Tagen das Land, das sich am stärksten für das OPEC+-Abkommen einsetzte und die Rolle des Swing-Producers spielte, indem es die Förderung doppelt so stark drosselte, wie es zugesagt hatte. Und wenn seine aggressive Preisstrategie darauf abzielt, die Vormachtstellung der Saudis auf dem Ölmarkt wieder zu behaupten und Russland dazu zu zwingen, zu entscheiden, wo es in Bezug auf die OPEC+-Allianz steht, so hat es dieses Ziel angesichts der durch seine gewagte Strategie verursachten Volatilität auf den Finanzmärkten erreicht. Dies veranlasst uns, die obere Zeile von Tabelle 1 zu betrachten.

Wenn Saudi-Arabien an den Verhandlungstisch zurückkehrt, kann Russland entweder das Gleiche tun oder eine konfrontative Haltung einnehmen. Im ersten Szenario würde die OPEC+ mindestens die derzeitige Fördermengen Kürzung (2,1 mb/d) beibehalten und gleichzeitig versuchen, sie um weitere 1,5 mb/d zu erhöhen, wie auf der letzten Tagung vorgeschlagen wurde (insgesamt 3,6 mb/d). Da das bestehende Förderabkommen Ende März ausläuft, sollte die OPEC+ im Idealfall noch vor diesem Tag ein neues Abkommen vereinbaren, um zu verhindern, dass der physische Markt mit den derzeit vereinbarten Fördermengen überschwemmt wird, was wahrscheinlich Brent über 45 USD/bbl steigen lassen würde. Ein Abwarten bis zum Treffen im Juni wäre angesichts der aktuellen Marktlage zu spät.

Der Iran beispielsweise hat gerade um eine OPEC+-Dringlichkeitssitzung gebeten und auch andere Produzenten haben sich dafür eingesetzt. Letzte Woche sagte der russische Energieminister, dass "die Türen für die künftige Zusammenarbeit zwischen Russland und der OPEC nicht verschlossen" seien.

Im zweiten Szenario, in dem Russland sich weigert, an den Verhandlungstisch zurückzukehren, würde die OPEC+ kollabieren, während die OPEC im Alleingang (natürlich mit weniger Feuerkraft) die Förderung kürzen würde (mindestens 2 mb/d.), was Brent wahrscheinlich in Richtung 40 USD/bbl bringen würde. In Anbetracht der derzeit angespannten diplomatischen Beziehungen zwischen den Ländern, die zur Absage der geplanten Sitzung des gemeinsamen Technischen Ausschusses führte, erscheint dieses zweite Szenario wahrscheinlicher. Russland würde zwar von dieser Initiative als Trittbrettfahrer profitieren, würde aber den wirtschaftlichen Einfluss im Nahen Osten, der mit seiner OPEC+-Mitgliedschaft verbunden ist, verlieren. Und Saudi-Arabien müsste nicht mehr das Zepter des Ölkönigs teilen.

**Edoardo Campanella,**  
Economist  
(UniCredit Bank, Milan)  
+39 02 8862-0522  
[edoardo.campanella@unicredit.eu](mailto:edoardo.campanella@unicredit.eu)

## Rechtliche Hinweise

### Glossar

Ein umfangreiches Glossar zu vielen in dem Bericht verwendeten Fachbegriffen finden Sie auf unserer Website: <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=glossary>

### Haftungsausschluss

Unsere Empfehlungen beruhen auf Informationen, die öffentlich zugänglichen Informationsquellen entnommen sind oder auf ihnen basieren. Diese Informationsquellen werden von uns als verlässlich eingeschätzt; wir übernehmen für die Vollständigkeit und inhaltliche Richtigkeit dieser Quellen aber keine Haftung. Sofern nicht anders angegeben, handelt es sich bei allen Informationen, Schätzungen, Meinungen, Vorhersagen und Prognosen in diesem Bericht um die unabhängigen Einschätzungen der Analysten zum Publikationstermin. Wir behalten uns das Recht vor, unsere Einschätzungen jederzeit und ohne gesonderte Bekanntmachung zu ändern bzw. die in diesem Report enthaltenen Informationen nicht zu aktualisieren bzw. entsprechende Informationen überhaupt nicht mehr zu veröffentlichen. Dieser Report kann Links zu Webseiten Dritter enthalten, deren Inhalte nicht von der UniCredit Bank kontrolliert werden. Daher wird für derartige Inhalte keine Haftung übernommen.

Dieser Bericht wurde nur zu Informationszwecken erstellt und (i) ist weder ein Angebot zum Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder Bestandteil eines solchen Angebots noch eine Aufforderung zum Kauf oder zur Zeichnung von Finanz-, Geldmarkt- oder Anlageinstrumenten oder Wertpapieren; (ii) ist weder als derartiges Angebot zum Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder als Bestandteil eines solchen Angebots noch als Aufforderung zum Kauf oder zur Zeichnung von Finanz-, Geldmarkt- oder Anlageinstrumenten oder Wertpapieren zu verstehen und (iii) ist Werbematerial im Sinne des geltenden Prospektrechts. Die in diesem Report behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren aufgrund ihrer spezifischen Anlageziele, Anlagezeiträume oder ihrer persönlichen finanziellen Verhältnisse nicht geeignet sein. Die hier dargestellten Anlagemöglichkeiten können Preis- und Wertschwankungen unterliegen, und Investoren erhalten gegebenenfalls weniger zurück, als sie investiert haben. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Wert der Anlage auswirken. Darüber hinaus lassen die Kurs- oder Wertentwicklungen aus der Vergangenheit nicht ohne weiteres einen Schluss auf die zukünftigen Ergebnisse zu. Insbesondere sind die mit einer Anlage in das in diesem Report behandelte Finanz-, Geldmarkt- oder Anlageinstrument oder Wertpapier verbunden sind, nicht vollumfänglich dargestellt.

Für die in diesem Report enthaltenen Informationen übernehmen wir keine Haftung. Dieser Report ist kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Investoren müssen selbst auf Basis der hier dargestellten Chancen und Risiken, ihrer eigenen Anlagestrategie und ihrer finanziellen, rechtlichen und steuerlichen Situation berücksichtigen, ob eine Anlage in die hier dargestellten Finanzinstrumente für sie sinnvoll ist. Da dieses Dokument keine unmittelbare Anlageempfehlung darstellt, sollten dieses Dokument oder Teile dieses Dokuments auch nicht als Grundlage für einen Vertragsabschluss oder das Eingehen einer anderweitigen Verpflichtung gleich welcher Art genutzt werden. Investoren werden aufgefordert, den Anlageberater ihrer Bank für eine individuelle Anlageberatung und weitere individuelle Erklärungen zu kontaktieren.

Weder die UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank Austria AG, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, ZAO UniCredit Bank Russia, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia Slovakia Branch, UniCredit Bank Romania, UniCredit Bank AG New York Branch, noch einer ihrer Vorstands-, Aufsichtsrats- oder Verwaltungsratsmitglieder, Angestellten oder sonstige Personen übernehmen die Haftung für Schäden, die im Zusammenhang mit der Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts entstehen.

Dieser Bericht wird per E-Mail und per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieses Reports treffen. Dieser Report darf nicht – ganz oder teilweise und gleich zu welchem Zweck – weiterverteilt, reproduziert oder veröffentlicht werden.

Dieser Report wurde am 19. März 2020 um 14:20 Uhr fertiggestellt und erstmalig weitergegeben.

### Die Verantwortung für diese Publikation übernimmt:

#### Die UniCredit Group und ihre Tochtergesellschaften unterliegen der Regulierung durch die Europäische Zentralbank.

a) Die UniCredit Bank AG (UniCredit Bank, Munich oder Frankfurt), Arabellastraße 12, 81925 München, Deutschland (ebenfalls verantwortlich für die Verteilung nach § 34b WpHG). Aufsichtsbehörde: BaFin, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland.

b) Die UniCredit Bank AG London Branch (UniCredit Bank, London), Moor House, 120 London Wall, London EC2Y 5ET, Vereinigtes Königreich.

Aufsichtsbehörde: BaFin, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Deutschland sowie in begrenztem Umfang die Financial Conduct Authority, 12 Endeavour Square, London E20 1JN, Vereinigtes Königreich und Prudential Regulation Authority 20 Moorgate, London, EC2R 6DA, Vereinigtes Königreich. Einzelheiten hinsichtlich unseres regulatorischen Status sind auf Anfrage bei uns erhältlich.

c) Die UniCredit Bank AG Milan Branch (UniCredit Bank, Milan), Piazza Gae Aulenti, 4 - Torre C, 20154 Mailand, Italien, zur Erbringung von Anlageberatungsdienstleistungen durch die Bank of Italy ordnungsgemäß ermächtigt.

Aufsichtsbehörde: „Bank of Italy“, Via Nazionale 91, 00184 Rom, Italien und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Deutschland.

d) UniCredit Bank AG Vienna Branch (UniCredit Bank, Vienna), Rothschildplatz 1, 1020 Wien, Österreich

Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien, Österreich sowie in begrenztem Umfang die „BaFin“ – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Deutschland. Einzelheiten zum Umfang der diesbezüglichen Aufsicht der BaFin sind auf Anfrage bei uns erhältlich.

e) UniCredit Bank Austria AG (Bank Austria), Rothschildplatz 1, 1020 Wien, Österreich

Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien, Österreich

f) UniCredit Bulbank, Sveta Nedelya Sq. 7, BG-1000 Sofia, Bulgarien. Aufsichtsbehörde: Financial Supervision Commission (FSC), 16 Budapeshta str., 1000 Sofia, Bulgarien

g) Zagrebačka banka d.d., Trg bana Josipa Jelačića 10, HR-10000 Zagreb, Kroatien.

Aufsichtsbehörde: Croatian Agency for Supervision of Financial Services, Franje Račkoga 6, 10000 Zagreb, Kroatien.

h) UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Želetavská 1525/1, 140 92 Prag 4, Tschechische Republik

Aufsichtsbehörde: CNB Czech National Bank, Na Příkopě 28, 115 03 Prag 1, Tschechische Republik

i) ZAO UniCredit Bank Russia (UniCredit Russia), Prechistsenskaya nab. 9, RF-119034 Moskau, Russland

Aufsichtsbehörde: Federal Service on Financial Markets, 9 Leninsky prospekt, Moskau 119991, Russland

j) UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Slovakia Branch, Šancova 1/A, SK-813 33 Bratislava, Slowakei

Aufsichtsbehörde: CNB Czech National Bank, Na Příkopě 28, 115 03 Prag 1, Tschechische Republik sowie in begrenztem Umfang die National Bank of Slovakia, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava, Slowakei. Aufsichtsbehörde: National Bank of Slovakia, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava, Slowakei

k) UniCredit Bank Romania, Bucharest 1F Expozitiei Boulevard, 012101 Bukarest 1, Rumänien

Aufsichtsbehörde: National Bank of Romania, 25 Lipsicani Street, 030031, 3rd District, Bukarest, Rumänien

l) UniCredit Bank AG New York Branch (UniCredit Bank, New York), 150 East 42nd Street, New York, NY 10017

Aufsichtsbehörde: „BaFin“ – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Deutschland und New York State Department of Financial Services, One State Street, New York, NY 10004-1511

Weitere Details zu unserem regulatorischen Status erhalten Sie auf Anfrage.

### ERKLÄRUNG DES ANALYSTEN

Die Vergütung des Analysten steht weder in der Vergangenheit noch der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Ansichten, die in dieser Studie geäußert werden, in Zusammenhang.

Alle Ansichten geben präzise die Sichtweisen des Analysten wider, die nicht von Überlegungen zu Geschäfts- oder Kundenbeziehungen der UniCredit Bank beeinflusst werden.

### POTENZIELLE INTERESSENKONFLIKTE

Eine Liste der Schlüssel für unternehmensspezifische aufsichtsrechtliche Offenlegungen finden Sie auf unserer Website <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>.

### EMPFEHLUNGEN, ANLAUGEURTEILE UND BEWERTUNGSGRUNDLAGEN

Eine Übersicht über die absolute und relative Verteilung der Anlageurteile bzw. eine Übersicht der letzten Änderungen, und eine Anmerkung zur Bewertungsbasis für verzinsliche Wertpapiere finden Sie auf unserer Website <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer> und <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=legalnotices>.

### ZUSÄTZLICHE HINWEISE NACH DEN EINSCHLÄGIGEN BESTIMMUNGEN AUSLÄNDISCHER RECHTSORDNUNGEN

Eine Übersicht über weitere zusätzliche Hinweise nach den einschlägigen Bestimmungen ausländischer Rechtsordnungen finden Sie auf unserer Website <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>. D 19/3

## UniCredit Research\*

## Macro Research



**Erik F. Nielsen**  
Group Chief Economist  
Global Head of CIB Research  
+44 207 826-1765  
erik.nielsen@unicredit.eu



**Dr. Ingo Heimig**  
Head of Research Operations  
& Regulatory Controls  
+49 89 378-13952  
ingo.heimig@unicredit.de

## Head of Macro Research



**Marco Valli**  
Head of Macro Research  
Chief European Economist  
+39 02 8862-0537  
marco.valli@unicredit.eu

## European Economics Research



**Dr. Andreas Rees**  
Chief German Economist  
+49 69 2717-2074  
andreas.rees@unicredit.eu



**Dr. Loredana Federico**  
Chief Italian Economist  
+39 02 8862-0534  
loredanamaría.federico@unicredit.eu



**Stefan Bruckbauer**  
Chief Austrian Economist  
+43 50505-41951  
stefan.bruckbauer@unicreditgroup.at



**Tullia Bucco**  
Economist  
+39 02 8862-0532  
tullia.bucco@unicredit.eu



**Edoardo Campanella**  
Economist  
+39 02 8862-0522  
edoardo.campanella@unicredit.eu



**Walter Pudschedl**  
Economist  
+43 50505-41957  
walter.pudschedl@unicreditgroup.at



**Chiara Silvestre**  
Economist  
chiara.silvestre@unicredit.eu



**Dr. Thomas Strobel**  
Economist  
+49 89 378-13013  
thomas.strobel@unicredit.de

## International Economics Research



**Daniel Vernazza, Ph.D.**  
Chief International Economist  
+44 207 826-7805  
daniel.vernazza@unicredit.eu

## EEMEA Economics Research



**Dan Bucsa**  
Chief CEE Economist  
+44 207 826-7954  
dan.bucsa@unicredit.eu



**Gökçe Çelik**  
Senior CEE Economist  
+44 207 826-6077  
gokce.celik@unicredit.eu



**Mauro Giorgio Marrano**  
Senior CEE Economist  
+43 50505-82712  
mauro.giorgiomarrano@unicredit.de



**Florin Andrei, Ph.D.**  
Senior Economist, Romania  
+40 21 200-1377  
florin.andrei@unicredit.ro



**Artem Arkhipov**  
Head, Macroeconomic Analysis  
and Research, Russia  
+7 495 258-7258  
artem.arkhipov@unicredit.ru



**Hrvoje Dolenc**  
Chief Economist, Croatia  
+385 1 6006-678  
hrvoje.dolenc@unicreditgroup.zaba.hr



**Dr. Ágnes Halász**  
Chief Economist, Head of Economics and  
Strategic Analysis, Hungary  
+36 1 301-1907  
agnes.halasz@unicreditgroup.hu



**Ľubomír Koršňák**  
Chief Economist, Slovakia  
+421 2 4950 2427  
lubomir.korsnak@unicreditgroup.sk



**Kristofor Pavlov**  
Chief Economist, Bulgaria  
+359 2 923-2192  
kristofor.pavlov@unicreditgroup.bg



**Pavel Sobišek**  
Chief Economist, Czech Republic  
+420 955 960-716  
pavel.sobisek@unicreditgroup.cz