

Konjunktur

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Deutsche Sparquote knackt 2018 die 10-Prozent-Marke

DREI JAHRE NEGATIVER REALZINS IN FOLGE

- » Die privaten Haushalte in Deutschland legen in diesem Jahr voraussichtlich 10 Prozent ihres verfügbaren Einkommens auf die hohe Kante.
- » Die Realverzinsung festverzinslicher Anlagen dürfte auch 2018 und 2019 negativ bleiben. Das bedeutet Wertverluste von 44 bzw. 46 Mrd. Euro.
- » Trotz niedriger Zinsen wächst das private Geldvermögen stabil weiter – vor allem dank einer hohen Ersparnis und möglicher Aktienkursgewinne.

Zusammenfassung

Eine kräftige Rentenanhebung zur Jahresmitte und gute Tarifabschlüsse bessern die Einkommensperspektiven der privaten Haushalte ab der zweiten Jahreshälfte auf. Im privaten Verbrauch dürfte sich die konjunkturelle Abkühlung in Deutschland dagegen schneller widerspiegeln. Das führt dazu, dass die private Sparquote weiter steigt und in diesem Jahr die 10-Prozent-Marke knackt. 2019 dürften sich die Einkommenszuwächse dann weiter verlangsamen und die Sparquote auf 9,8 Prozent sinken. Die Entwicklung der Sparquote wurde lange Zeit von der durch niedrige Kreditzinsen ausgelösten Investitionsfreude der Bürger gestützt. Die im letzten Jahr deutlich gesunkenen Baugenehmigungen deuten jedoch darauf hin, dass die privaten Immobilieninvestitionen allmählich ihren Höhepunkt erreichen.

Die anhaltende Niedrigzinsphase bremst den Geldvermögensaufbau. Seit 2008 sinkt die nominale Durchschnittsverzinsung von Einlagen, Rentenpapieren und Versicherungen stetig. Von 2014 bis 2016 blieb die Realverzinsung nur dank einer sehr niedrigen Inflation positiv. Mit der „Rückkehr“ der Inflation änderte sich das im letzten Jahr. Die Inflationsrate stieg auf 1,7 Prozent und der Realzins drehte mit -0,8 Prozent ins Negative. Bei anhaltend niedrigen Nominalzinsen und einer Inflationsrate von voraussichtlich 1,8 Prozent dürfte der Realzins auch im laufenden und im nächsten Jahr mit jeweils rund -1 Prozent negativ bleiben. Das bedeutet Wertverluste im Geldvermögen der Bürger von 44 bzw. 46 Mrd. Euro.

Aber auch in nominaler Rechnung bremst das extrem niedrige Zinsniveau das Wachstum des privaten Geldvermögens. Ein Zinseszins-Effekt findet kaum noch statt. Dagegen dürften die anhaltend hohe Ersparnis bzw. Geldvermögensbildung sowie mögliche Wertzuwächse bei Aktien, Fonds und Zertifikaten für den weiteren Vermögensaufbau sorgen. In der Summe erwarten wir einen stabilen Anstieg des privaten Geldvermögens bis Ende 2019 auf nahezu 6,6 Bill. Euro.

VOLKSWIRTSCHAFT

Fertiggestellt:
28.6.2018 09:42 Uhr

INHALT

DREI JAHRE NEGATIVER REALZINS IN FOLGE	1
Konjunkturelle Abkühlung und Niedrigzins	2
Sparquote knackt vorübergehend 10-Prozent-Marke	2
2018 nochmals hohe Investitionen und Kredite	2
Schwierige Anlageentscheidung	4
Privates Geldvermögen steigt auf 6,6 Bill. Euro	5
I. IMPRESSUM	7

Ersteller:
Michael Stappel, Economist

Konjunkturelle Abkühlung

Im ersten Quartal des laufenden Jahres hat die Wirtschaftsdynamik deutlich nachgelassen. Im Vorquartalsvergleich halbierte sich die reale Zunahme des deutschen Bruttoinlandsprodukts gegenüber dem Schlussquartal 2017 auf 0,3 Prozent. Auch für das Gesamtjahr erwarten wir eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums von 2,2 Prozent in 2017 auf 1,7 Prozent in diesem Jahr. Belastend wirken u.a. die internationalen Handelsstreitigkeiten sowie politische Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Brexit oder der neuen italienischen Regierung. Das führt vor allem zu erhöhter Vorsicht bei den Investitionen. Im nächsten Jahr dürfte das Wachstum dann weiter auf 1,4 Prozent abschmelzen. Trotz der eingetrübten Perspektiven kann mit einem anhaltenden Beschäftigungszuwachs und sinkender Arbeitslosigkeit gerechnet werden.

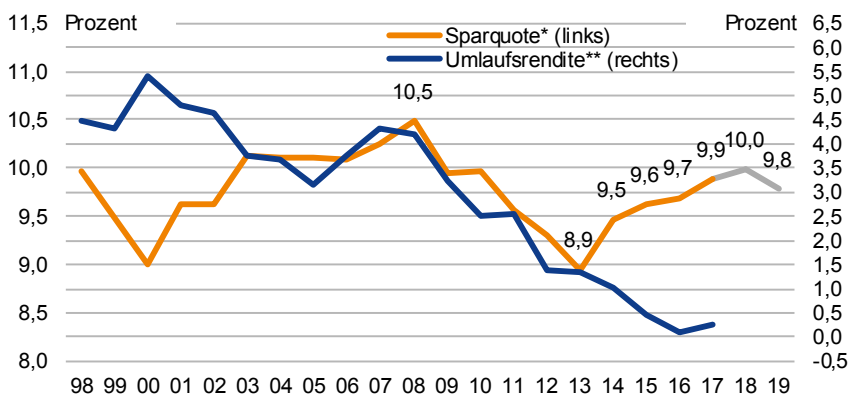
Trotz eingetrübter Konjunkturperspektiven kann mit Beschäftigungszuwachs gerechnet werden

Sparquote knackt vorübergehend 10-Prozent-Marke

Die konjunkturelle Abkühlung spiegelt sich auch im **privaten Verbrauch** wieder. In nominaler Rechnung dürfte er mit 3,1 Prozent etwas langsamer wachsen als im Vorjahr. Gute Tarifabschlüsse und eine kräftige Rentenanhebung zur Jahresmitte 2018 sorgen für günstige Einkommensperspektiven. Allerdings kommen die Einkommenszuwächse verstärkt erst in der zweiten Jahreshälfte zum Tragen. Damit fällt das Plus beim Einkommen in diesem Jahr mit 3,2 Prozent zwar schwächer aus als 2017, aber stärker als beim Konsum. Dadurch erreicht die Sparquote der privaten Haushalte erstmals seit 2008 wieder die 10-Prozent-Marke. 2019 schwächen sich die Einkommenszuwächse mit der konjunkturellen Abkühlung weiter ab – vor allem bei den Selbstständigen. Dann dürfte der private Verbrauch mit 3,4 Prozent wieder etwas schneller wachsen als das **verfügbare Einkommen** und die **Sparquote** sollte auf 9,8 Prozent zurückfallen.

Die Sparquote erreicht 2018 erstmals wieder die 10-Prozent-Marke und fällt 2019 auf 9,8 Prozent zurück

PRIVATE SPARQUOTE KNACKT VORÜBERGEHEND DIE 10-PROZENT-MARKE



*Ersparnis in Prozent des verfügbaren Einkommens private Haushalte einschließlich Organisationen ohne Erwerbszweck **durchschnittliche Umlaufrendite inländischer Inhaberschuldverschreibungen
 Quellen: Statistisches Bundesamt, Bundesbank, 2018 und 2019 Vorausschätzung DZ BANK AG

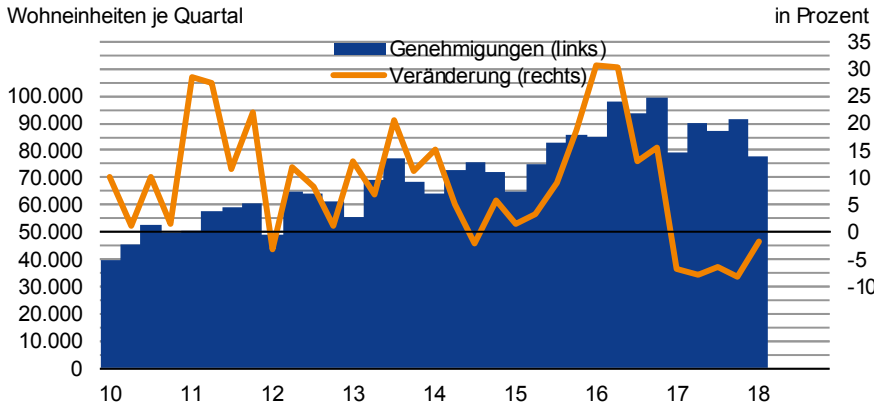
2018 nochmals hohe Investitionen und Kredite

Die Entwicklung der Sparquote wurde lange Zeit auch von der durch niedrige Kreditzinsen ausgelösten Investitionsfreude der Bürger gestützt. Bis 2017 war die Zahl der Wohnungsbaufertigstellungen in Deutschland stetig gestiegen – zuletzt auf 285.000 Wohneinheiten im Jahr. Das im letzten Jahr deutlich gesunkene Niveau der Bauges-

Sinkende Baugenehmigungen signalisieren, dass der private Immobilienkauf allmählich den Zenit erreicht

nehmungen deutet jedoch darauf hin, dass die privaten Immobilieninvestitionen allmählich ihren Höhepunkt erreichen.

RÜCKLÄUFIGE WOHNUNGSBAUGENEHMIGUNGEN IN DEUTSCHLAND SEIT ANFANG 2017

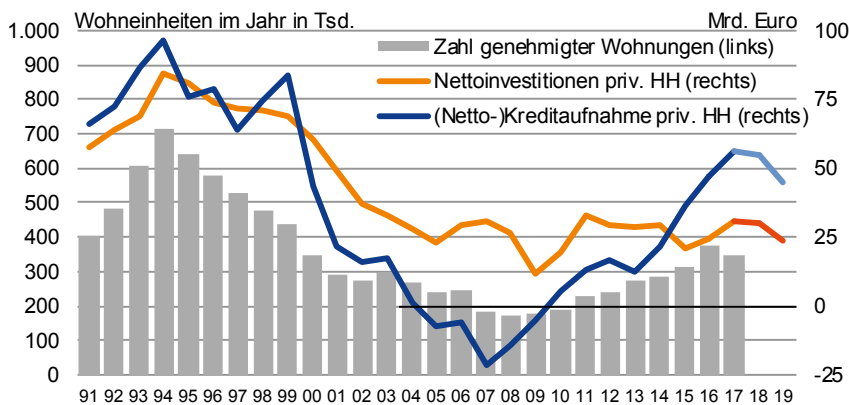


Quellen: Statistisches Bundesamt, DZ BANK AG

Der hohe Auftragsbestand der Bauindustrie und die Kapazitätsengpässe der Branche sowie die Zeit bis zur Fertigstellung der Gebäude sorgen allerdings dafür, dass sich der Genehmigungsrückgang im Jahr 2017 nicht unmittelbar in der Fertigstellung niederschlägt. Für 2018 kann daher weiterhin mit einer hohen Investitionstätigkeit und Kreditaufnahme der privaten Haushalte gerechnet werden. Zur hohen Kreditnachfrage tragen auch kräftig gestiegene Immobilienpreise bei. Erst 2019 dürften sich die **Nettoinvestitionen** und die **(Netto-)Kreditaufnahme** der privaten Haushalte auf 24 Mrd. Euro bzw. auf 48 Mrd. Euro spürbar abschwächen.

2018 kann weiterhin mit hohen Investitionen und Kreditaufnahme der Privathaushalte gerechnet werden

AUCH 2018 HOHE NETTOINVESTITIONEN UND KREDITAUFNAHME DER PRIVATEN HAUSHALTE



Quellen: Statistisches Bundesamt, Bundesbank, 2018 und 2019 Vorausschätzung DZ BANK AG

Die hohe Sachvermögensbildung in Form von Immobilien in diesem Jahr und die sinkende Sparquote im nächsten Jahr tragen dazu bei, dass sich das Wachstum der **Geldvermögensbildung** verlangsamt. Wir rechnen für 2018 mit einem Anstieg auf 230 Mrd. Euro und für 2019 mit 231 Mrd. Euro.

VERLANGSAMTE GELDVERMÖGENSBILDUNG PRIVATER HAUSHALTE¹ IN DEUTSCHLAND

	2015	2016	2017	2018p	2019p	2016	2017	2018p	2019p
Mittelaufkommen ²	in Mrd. Euro					Veränderung in Prozent gg. Vorjahr			
+ Verfügbares Einkommen	1.804,0	1.854,1	1.922,8	1.984	2.047	2,8	3,7	3,2	3,1
– Privater Verbrauch	1.630,5	1.674,4	1.732,8	1.786	1.847	2,7	3,5	3,1	3,4
= Ersparnis	173,5	179,7	190,0	198	200	3,5	5,8	4,3	1,0
+ Empfangene Vermögensübertragungen	6,5	5,3	6,3	6	7				
= Eigene Anlagemittel	180,1	185,0	196,4	204	207				
+ (Netto-)Kreditaufnahme	36,4	46,8	56,1	56	48				
= Gesamtes Mittelaufkommen	216,5	231,8	252,5	260	255				
Mittelverwendung²									
– Nettoinvestitionen ³	20,8	24,3	31,0	30	24				
= Geldvermögensbildung	195,7	207,5	221,9	230	231	6,0	6,9	3,7	0,4
<i>nachrichtlich: Sparquote in Prozent⁴</i>	9,6	9,7	9,9	10,0	9,8				

¹einschließlich Organisationen ohne Erwerbszweck ²in jeweiligen Preisen ³einschließlich Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern ⁴Ersparnis in Prozent des verfügbaren Einkommens Stand: 20.06.2018 Quellen: Bundesbank, Statistisches Bundesamt, p=Prognose DZ BANK AG

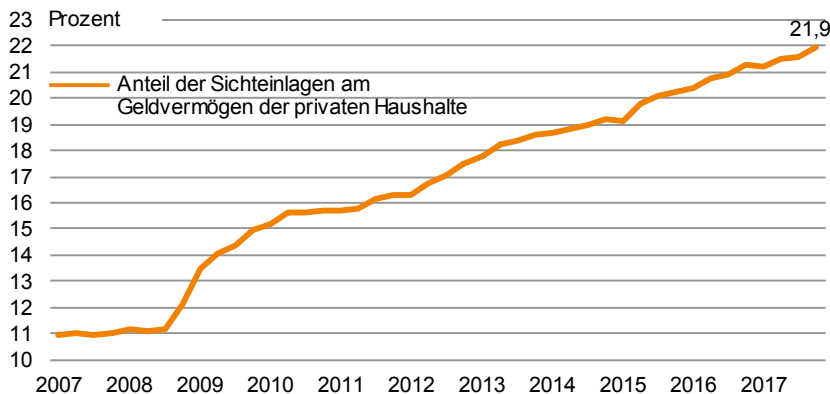
Schwierige Anlageentscheidung

Dabei werden die Anlageentscheidungen der Bürger vor allem von den anhaltend niedrigen Zinsen sowie von den eingetrübten Konjunkturperspektiven bestimmt. Zwar hat die Europäische Zentralbank in ihrer jüngsten Sitzung das Ende ihres Anleihekaufprogramms für Ende Dezember angekündigt. Die Leitzinsen sollen aber zumindest bis über den Sommer 2019 unverändert bleiben. Vor diesem Hintergrund kann allenfalls mit einem langsamen Zinsanstieg bei Neuanlagen in Rentenpapieren und Einlagen gerechnet werden. Die Niedrigzinsphase dürfte uns noch eine längere Zeit begleiten. Zwar sollten die guten Gewinne der Unternehmen und eine solide Dividendenentwicklung die Aktienmärkte weiter antreiben. Belastend wirken jedoch die eingetrübten Konjunkturperspektiven und verschiedene geopolitische Risiken. Die DZ BANK DAX-Prognose liegt für Ende 2018 bei 13.700 und für Mitte 2019 bei 14.200 Index-Punkten. Hinzu kommt die traditionelle Risikoaversion vieler Privatanleger, die angesichts extrem niedriger Zinsen in den letzten Jahren in einen wachsenden Geldanlagestau geführt hat.

Und der Druck steigt weiter, weil immer noch ältere, hochverzinsliche Festzinsanlagen fällig werden und im Niedrigzinsumfeld angelegt werden sollten. Ein geringer Teil dieser Mittel und der neuen Geldvermögensbildung fließen in die Direktanlage in Aktien. Aufgeschlossener sind die privaten Haushalte bei Investmentfonds, die durch Streuung das Anlagerisiko mindern. Trotzdem wird weiterhin ein Großteil der Anlagemittel in Form von Sichteinlagen dauerhaft zwischengeparkt. Der Anteil der Sichteinlagen am gesamten Geldvermögen der privaten Haushalte in Deutschland erreicht inzwischen fast 22 Prozent.

Niedrige Zinsen und eingetrübte Konjunkturperspektiven erschweren die Anlageentscheidung

Die privaten Haushalte parken einen Großteil der Anlagemittel dauerhaft in Form von Sichteinlagen

WEITER WACHSENDER GELDANLAGESTAU

Quellen: Bundesbank, DZ BANK AG

Für die verschiedenen Anlageformen rechnen wir mit folgenden Entwicklungen:

- » Der mit Abstand größte Teil der Geldvermögensbildung landet 2018 und 2019 wieder in Bankeinlagen. Allerdings sind die privaten Haushalte kaum bereit, sich langfristig zu binden. Die Mittel fließen vor allem in Sichteinlagen und andere täglich fällige Gelder.

Einlagen

- » Aktien haben trotz des eingetrübten Konjunkturmehls weiteres Kurspotenzial. Allerdings bestehen hohe geopolitische Risiken (Handelsstreit, Brexit, Italien...). Daher kann mit einer tendenziell weiter abnehmenden, aber positiven Geldvermögensbildung in Form von Aktien gerechnet werden.

Aktien

- » Das anhaltende Niedrigzinsniveau bietet weiterhin kaum Anreize, sich langfristig in Rentenpapieren zu binden. Mittel aus fälligen Papieren werden häufig zwischengeparkt und die Geldvermögensbildung in Form von Rentenpapieren bleibt negativ.

Rentenpapiere

- » Investmentfonds konnten in den letzten Jahren einen tendenziell wachsenden Teil der Geldvermögensbildung auf sich ziehen. Gefragt waren vor allem Mischfonds und Aktienfonds. Auch 2018 und 2019 dürften Fonds beliebt bleiben und ihr Anteil am Portfolio der privaten Haushalte weiter steigen.

Fonds

- » Versicherungen generieren durch die vertraglichen Prämienzahlungen eine stabil hohe Geldvermögensbildung, die sich im laufenden und im kommenden Jahr fortsetzen dürfte.

Versicherungen

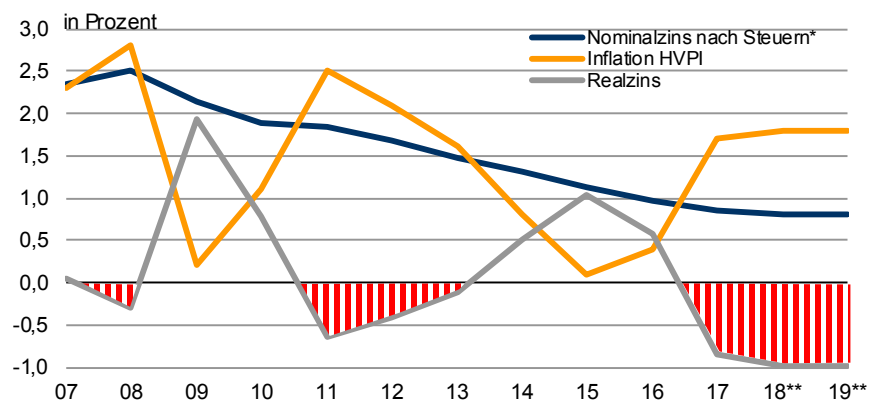
Privates Geldvermögen steigt auf 6,6 Bill. Euro

Die anhaltende Niedrigzinsphase bremst auch den Vermögensaufbau. Seit 2008 sinkt die nominale Durchschnittsverzinsung von Einlagen, Rentenpapieren und Versicherungen stetig. Von 2014 bis 2016 blieb die Realverzinsung dieser Geldvermögensbestandteile nur dank einer sehr niedrigen Inflation positiv. Mit der „Rückkehr“ der Inflation änderte sich das im letzten Jahr. Die Inflationsrate stieg auf 1,7 Prozent. Auch wenn das noch keine hohe Inflation ist, drehte der Realzins mit -0,8 Prozent ins Negative. Obwohl bei der Neuanlage allmählich steigende Zinsen erwartet werden können, dürfte die nominale Durchschnittsverzinsung der entsprechenden Geldvermögensbestände weiter sinken, weil höherverzinsliche Altanlagen fällig werden.

Auch im laufenden und im nächsten Jahr muss mit einem negativen Realzins gerechnet werden

Bei einer Inflationsrate von voraussichtlich 1,8 Prozent dürfte der Realzins auch im laufenden und im nächsten Jahr mit jeweils rund -1 Prozent negativ bleiben. Das bedeutet Wertverluste im Geldvermögen der Bürger von 44 bzw. 46 Mrd. Euro.

DREI JAHRE NEGATIVER REALZINS IN FOLGE



*durchschnittliche Nominalverzinsung zinstragender Geldvermögensbestandteile (Einlagen, Rentenpapiere, Versicherungen) privater Haushalte in Deutschland nach Steuern und Vermögensverwaltungsaufwendungen **Prognose DZ BANK AG Quellen: Bundesbank, DZ BANK AG

Aber auch in nominaler Rechnung bremst das extrem niedrige Zinsniveau das Wachstum des privaten Geldvermögens. Dagegen dürften die anhaltend hohe Ersparnis bzw. Geldvermögensbildung sowie mögliche Wertzuwächse bei Aktien, Fonds und Zertifikaten für den weiteren Vermögensaufbau sorgen. In der Summe erwarten wir einen stabilen Anstieg des privaten Geldvermögens bis Ende 2019 auf nahezu 6,6 Bill. Euro.

Das private Geldvermögen dürfte bis Ende 2019 auf fast 6,6 Bill. Euro wachsen

STABIL WACHSENDES GELDVERMÖGEN PRIVATER HAUSHALTE¹ IN DEUTSCHLAND

	2015	2016	2017	2018p	2019p	2016	2017	2018p	2019p
	in Mrd. Euro					Veränderung in Prozent gg. Vorjahr			
Geldvermögensbestände	5.506,2	5.750,5	6.042,3	6.311	6.570	4,4	5,1	4,5	4,1
Einlagen	2.152,7	2.269,3	2.372,6	2.468	2.561				
Renten- und Geldmarktpapiere ¹	173,6	160,2	155,3	154	156				
Aktien	354,1	387,1	438,2	473	498				
Fonds	544,3	582,2	650,9	717	781				
Bei Versicherungen	1.706,1	1.762,2	1.822,8	1.888	1.954				
Sonstige ²	575,4	589,5	602,5	612	621				

¹einschließlich Organisationen ohne Erwerbszweck ²einschließlich Zertifikate ³Ansprüche aus Pensionsversicherungen, sonstige Beteiligungen, sonstige Forderungen Stand: 20.06.2018 Quellen: Bundesbank, p=Prognose DZ BANK AG

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorstandsvorsitzender), Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann, Wolfgang Köhler, Dr. Cornelius Riese, Michael Speth, Thomas Ullrich

Generalbevollmächtigter: Uwe Fröhlich

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

Aufsicht: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

Sicherungseinrichtungen: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt: Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2018 Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

1.1 Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt. **Sonstige Research-Informationen** sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten** oder **bestimmte Finanzinstrumente enthalten**. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.

1.2 Die **Pflichtangaben für Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie **weitere Hinweise, insbesondere zur Conflicts of Interest Policy** des **DZ BANK Research** sowie zu **Methoden** und **Verfahren** können **kostenfrei eingesehen** und **abgerufen** werden unter: www.dzbank.de/Pflichtangaben.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

– **Europäische Zentralbank** - www.ecb.europa.eu

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de

Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

3.1 **Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.

3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Sonstigen Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass

- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
- seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

4. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen

4.1 Die Häufigkeit der **Aktualisierung von Sonstigen Research-Informationen** hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume geben daher nur einen **unverbindlichen Anhalt** dafür, wann mit einer neuen Anlageempfehlung gerechnet werden kann.

4.2 Eine **Pflicht zur Aktualisierung** Sonstiger Research-Informationen **besteht nicht**. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, **ersetzt** diese **Aktualisierung** die bisherige **Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung**. Ohne Aktualisierung **enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf von sechs Monaten**. Diese Frist **beginnt** mit dem **Tag der Publikation**.

4.3 Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen **vorübergehend** und **unangekündigt unterbleiben**.

4.4 Sofern Aktualisierungen **zukünftig unterbleiben**, weil ein Objekt / Aspekt nicht weiter analysiert werden soll, wird dies in der letzten Publikation mitgeteilt oder, falls eine abschließende Publikation unterbleibt, werden die Gründe für die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.

5. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

5.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die **kostenfrei** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben **eingesehen** und **abgerufen** werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

5.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch eine Closed Doors und Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.

5.3 Insbesondere durch die in **Absatz 5.2** bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.

5.4 Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.

5.5 Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

6. Adressaten und Informationsquellen

6.1 Adressaten

Sonstige Research-Informationen der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Sie sind daher **nicht** geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (i) eine Sonstige Research-Information wurde von der DZ BANK **ausdrücklich** als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse

und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Sonstigen Research-Information verstehen und bewerten zu können.

Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz** freigegeben.

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

6.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen.

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. Reuters, Bloomberg, VWD, Markt), zugelassene Rating-Agenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

III. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Es ist daher nicht geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (a) es ist ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (b) die ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Bewertung und / oder Empfehlungen verstehen und einschätzen zu können.
Es wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland („DZ BANK“) erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des EWR und der Schweiz** genehmigt.
Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Finanzanalyse“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:
In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, and / oder ‚expert investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.
In die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK und über Auerbach Grayson, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚major U.S. institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden. Auch diese Weitergabe ist nur erlaubt, sofern sich das Dokument nur auf Eigenkapitalinstrumente bezieht. Der DZ BANK ist es nicht erlaubt Transaktionen über Fremdkapitalinstrumente in den USA vorzunehmen.
Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Sonstige Research-Information“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:
Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.
Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten. Dieses Dokument darf in allen zuvor genannten Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.
2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergege-

ben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK.

Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.
Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kursbewertungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte abgegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.
Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren.
Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.
4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.
Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapieremissionsleistungen.
Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.
Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
6. Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig.

Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein. Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices Limited

Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden. Seitens Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten. Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

Dieses Dokument darf in der Bundesrepublik Deutschland an Privatkunden weitergegeben werden.