

# Konjunktur

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## Ausblick für die Weltwirtschaft hat sich eingetrübt - Prognosen gesenkt

- » **Auch wenn die Nachrichtenlage momentan gerade mal wieder eher durch Signale der Entspannung geprägt ist, so sind die geopolitischen Risiken weiter gestiegen.**
- » **Durch das anhaltende „Hin und Her“ bei den zahlreichen Gefahrenstellen bedroht vor allem eine sichtbare Zurückhaltung bei der Investitionstätigkeit den Wachstumsausblick vieler Industrie- und Schwellenländer.**
- » **Wir rechnen für dieses und das kommende Jahr nicht mehr mit einer Beschleunigung beim Wachstum der Weltwirtschaft. Auch die Inflationsprognosen haben wir teilweise etwas gesenkt.**

### Hintergrund und Zusammenfassung

Der verschärfte Handelskonflikt und die weitere Zuspitzung der geopolitischen Risiken belastet weltweit das Wirtschaftsklima, auch wenn sich dies bisher regional erst in recht unterschiedlicher Ausprägung zeigt. Insgesamt dürften in den kommenden Monaten die anhaltenden Diskussionen und Auseinandersetzungen über Handelsbarrieren auf dem realwirtschaftlichen Sentiment lasten. Grundsätzlich wird ein Stimmungsrückgang in den Unternehmen und bei den privaten Haushalten eine Zurückhaltung bei der Investitionstätigkeit und eine etwas schwächere Dynamik beim Welthandel zur Folge haben.

Für die meisten Industrieländer und auch Schwellenländer haben wir deshalb unsere Wachstumsprognosen gesenkt. Die Dynamik der Weltwirtschaft wird sich wohl nicht beschleunigen, aber das Tempo des vergangenen Jahres halten. Für 2018 und 2019 rechnen wir jetzt mit einem Wachstum der Weltwirtschaft in Höhe von 3,6 Prozent, während die vorherige Prognose bei 3,9 Prozent lag. Details für die wichtigsten Wirtschaftsregionen entnehmen Sie bitte dieser Publikation.

Unser Inflationsbild fällt jetzt noch etwas moderater aus als bereits zuvor, im Euro-Raum dürfte in einigen Ländern die Inflation knapp unterhalb von einem Prozent liegen. Dennoch dürfte wegen der erhöhten Unsicherheit der Ölpreis eine höhere Risikoprämie ausweisen. Grundsätzlich halten wir aber daran fest, dass ein höheres Preisniveau am Weltrohölmarkt nicht nur in den USA zu einer Steigerung der Fördermenge führt.

### VOLKSWIRTSCHAFT

Fertiggestellt:  
18.4.2018 09:48 Uhr

### INHALT

Hintergrund und Zusammenfassung	1
Euro-Raum:	
Geopolitische Risiken belasten das Klima	2
Großbritannien: Bremseffekte der	
Brexit-Sonderkonjunktur zeigen sich noch deutlicher	4
Die US-Konjunktur erhält Schub von der Fiskalpolitik	4
Japan: Exporte werden leiden	5
Auch die Schwellenländer werden die Folgen der	
Unsicherheit spüren	5
I. IMPRESSUM	7

Editor:  
Dr. Christine Schäfer, CREA, Economist

## Euro-Raum: Geopolitische Risiken belasten das Klima

Die Stimmungslage der Unternehmen im Euro-Raum hat sich seit dem Jahresbeginn 2018 eingetrübt. Wurden Ende 2017 bei den verschiedenen Stimmungsindikatoren noch Langzeit- oder Allzeithochs vermeldet, so haben beispielsweise die Einkaufsmanagerindizes für den Euro-Raum oder das Wirtschaftsvertrauen ab dem Januar nachgegeben. Auch das ifo-Geschäftsklima für die deutsche gewerbliche Wirtschaft notierte zuletzt niedriger. Zunächst haben wir das Zurückgehen der Stimmungsindikatoren als eine Art Normalisierung angesehen, denn die nahezu euphorische Stimmung schien das tatsächlich realisierte Wirtschaftswachstum am Ende überzeichnet zu haben.

Hinter der inzwischen deutlichen Korrektur der Stimmungswerte dürfte jedoch die Verschärfung der Tonlage im Handelsstreit zu sehen sein. Der potenzielle Handelskonflikt zwischen den USA und der Volksrepublik China dürfte den Unternehmenslenkern in Deutschland und in Europa zusätzlich die Laune verdorben haben. Zudem hat die jüngste Zuspitzung im Syrien-Konflikt sicherlich nicht die Stimmung verbessert. Verschärft wird die Lage im Nahen Osten durch den Stellvertreterkrieg, den die beiden wichtigen Ölförderländer Iran und Saudi-Arabien sich im Jemen liefern. Vor dem Hintergrund der gestiegenen wirtschafts- und geopolitischen Unsicherheit dürften die Investitionen im Euro-Raum in Mitleidenschaft gezogen werden.

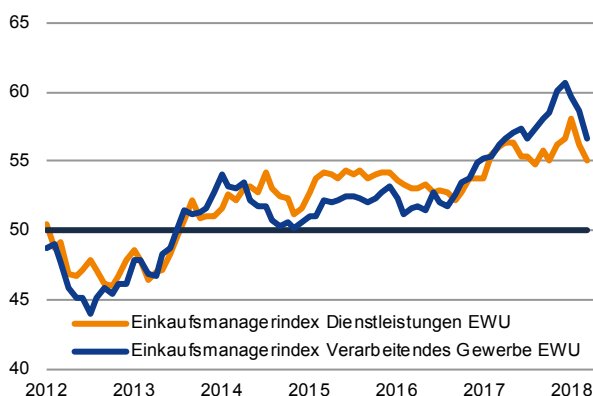
Im Euro-Raum haben aber nicht nur die Stimmungswerte seit Jahresbeginn 2018 nachgeben. Auch die „harten“ Konjunkturindikatoren fielen bislang in der Summe eher enttäuschend aus. Dazu zählen ein schwächerer Außenhandel, eine rückläufige Industrieproduktion oder schwächere Umsätze im Einzelhandel. Zusammengekommen mit den schlechteren Stimmungsindikatoren deutet sich daher eine langsamere konjunkturelle Gangart für das erste Quartal an. Auch das zweite Quartal 2018 dürfte aufgrund der gestiegenen Unsicherheit weniger stark ausfallen als wir es bislang prognostiziert haben.

## Stimmungsindikatoren im Euro-Raum sind auf dem Rückzug

## Rückgang der Indikatoren aufgrund der gestiegenen Unsicherheit

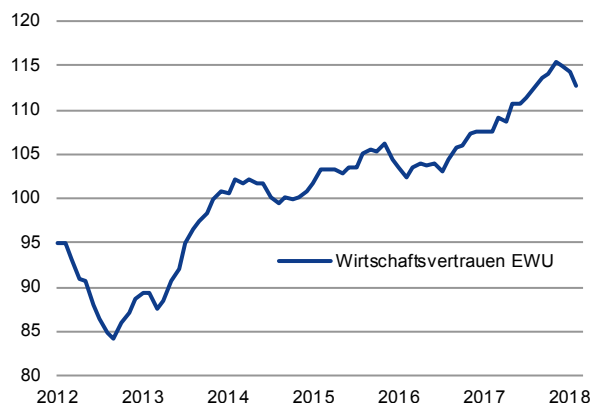
## Harte Produktionsdaten seit Jahresbeginn 2018 eher enttäuschend

EWU: DIE EINKAUFSMANAGER ZEIGEN SICH ZUNEHMEND SKEPTISCHER



Quelle: IHS Markit, DZ BANK Research

EWU-WIRTSCHAFTSVERTRAUEN AUF DEM RÜCKZUG



Quelle: EU-Kommission, DZ BANK Research

Maßgeblich dürften die Investitionen in dem unsicheren Umfeld betroffen sein. Dabei gehen wir nicht von einer Stagnation oder gar von einem Rückgang der Investitionen aus. Vielmehr dürften zunächst geplante Erweiterungsinvestitionen erstmal auf Eis gelegt werden, sofern diese nicht zwingend für den laufenden Produktionsprozess benötigt werden. In der Folge könnte auch bei den Ex- und Importen eine lang-

## Unsicherheit legt sich auf die Investitionen und bremst den Außenhandel

samere Gangart zu erwarten sein, während die Dynamik der Konsumnachfrage dagegen stabil bleiben sollte.

#### PROGNOSE EUROLÄNDER

in % gg. Vorjahr	BIP-Prognose					Inflationsprognose				
	2017		2018		2019	2017		2018		2019
		neu	alt	neu	alt		neu	alt	neu	alt
Deutschland	2,2	<b>1,8</b>	2,2	<b>1,9</b>	2,0	1,7	<b>1,6</b>	1,7	<b>1,6</b>	1,7
Frankreich	2,0	<b>1,9</b>	2,2	<b>2,0</b>	2,1	1,2	<b>1,4</b>	1,4	<b>1,4</b>	1,5
Italien	1,5	<b>1,2</b>	1,5	<b>1,2</b>	1,3	1,3	<b>0,9</b>	1,2	<b>1,2</b>	1,3
Spanien	3,1	<b>2,7</b>	2,9	<b>2,4</b>	2,6	2,0	<b>1,6</b>	1,5	<b>1,2</b>	1,5
Niederlande	3,2	<b>2,7</b>	2,9	<b>2,4</b>	2,5	1,3	<b>1,3</b>	1,5	<b>1,9</b>	1,9
Belgien	1,7	<b>1,5</b>	1,8	<b>1,5</b>	1,7	2,2	<b>1,8</b>	1,8	<b>1,6</b>	1,8
Österreich	2,9	<b>2,3</b>	2,7	<b>2,1</b>	2,3	2,2	<b>1,8</b>	1,6	<b>2,0</b>	1,9
Irland	7,8	<b>5,5</b>	4,2	<b>3,1</b>	3,7	0,3	<b>0,8</b>	0,8	<b>1,1</b>	1,1
Finnland	2,6	<b>2,1</b>	2,5	<b>2,2</b>	2,3	0,8	<b>0,9</b>	1,1	<b>1,3</b>	1,2
Griechenland	1,3	<b>1,5</b>	1,7	<b>1,9</b>	1,9	1,1	<b>0,6</b>	0,6	<b>1,1</b>	1,3
Portugal	2,7	<b>2,3</b>	2,4	<b>2,1</b>	2,2	1,6	<b>0,9</b>	1,4	<b>1,2</b>	1,5
<b>Euro-Raum</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	2,3	<b>1,9</b>	2,0	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	1,5	<b>1,4</b>	1,5

Quelle: Eurostat, DZ BANK Research

In der Summe haben wir daher unsere Wachstumsprognosen für das laufende Jahr 2018 nach unten revidiert. Anstatt der bislang prognostizierten 2,3 Prozent gehen wir jetzt von einem Wachstum von 2,0 Prozent aus. Aufgrund der verringerten Ausgangsbasis fällt auch die Prognose für 2019 mit einer Rate von +1,9 Prozent leicht schwächer aus als in der bisherigen Prognose. Unsere Prognose geht dabei von einer etwas langsameren Dynamik im ersten Halbjahr 2018 aus. Die Quartalswachstumsraten dürften in der EWU bei 0,3 und 0,4 Prozent betragen. Sofern aus den aktuell bestehenden Unsicherheiten keine gravierenden tatsächlichen Risiken werden – und davon gehen wir aus – dürften sich die Wachstumsraten im weiteren Prognoseverlauf wieder auf bis zu 0,5 Prozent beschleunigen.

Dabei zeigt die konjunkturelle Dynamik unter den größeren Mitgliedsländern weiterhin robustes Wachstum. Während die deutsche Volkswirtschaft und Frankreich in etwa die durchschnittliche Dynamik der EWU wiederspiegeln, bleibt das Tempo in Italien weiter dahinter zurück. Die exportabhängige deutsche Wirtschaft wird dabei von der Unsicherheit besonders gedämpft, in Frankreich dürften sich bremsende Effekte durch die Streiks im Bahnverkehr dämpfend auswirken. In Italien dürfte als länderbezogener Faktor die anhaltende Suche nach einer neuen handlungsfähigen Regierung das Wachstum drosseln. Die Niederlande und Spanien liegen dagegen weiterhin oberhalb der durchschnittlichen Dynamik des Euro-Raums. Das liegt vor allem daran, dass in beiden Ländern Sonderfaktoren das Wirtschaftswachstum merklich stützen. So profitiert Spanien unter anderem von einer anhaltend starken Tourismusindustrie und die Niederlande von einem ausgesprochen kräftigen Investitionszyklus im Baugewerbe.

Die ohnehin bislang nur moderate Inflationsentwicklung im Euro dürfte nach unserer Einschätzung aufgrund des geringeren Wachstums ebenfalls leicht niedriger ausfallen. Neben Italien notiert die Inflation im Jahr 2018 in einigen kleineren Ländern wie Finnland, Griechenland und Portugal sogar unterhalb der Marke von einem Prozent.

**Korrektur der Wachstums- und Inflationsprognosen in der EWU nach unten**

**Konjunkturelle Dynamik unter den großen Mitgliedsändern bleibt sehr heterogen**

**Inflationsentwicklung durch geringere Konjunkturdynamik gedämpft**

**Großbritannien: Bremseffekte der Brexit-Sonderkonjunktur zeigen sich noch deutlicher**

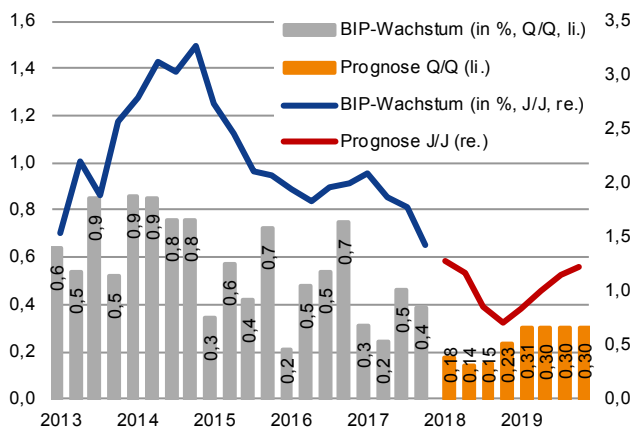
Durch den bevorstehenden Brexit weist die britische Wirtschaft schon seit Monaten eine gedämpfte Sonderkonjunktur auf, die sich auch im weiteren Jahresverlauf fortsetzen dürfte. Bislang konnten die Bremseffekte beim privaten Konsum von der guten Exportkonjunktur abgemildert werden. Durch die nun schwächer erwartete Entwicklung der Weltwirtschaft wird sich aber auch dieses Polster verringern, und die Brexit-Unsicherheiten dürften stärker auf das Wirtschaftswachstum durchschlagen. Hinzu kommt, dass die britische Wirtschaft aufgrund eines ungewohnten Wintereintruchs bereits geschwächt in das laufende Jahr gestartet sein dürfte. Wir senken deshalb unsere Wachstumsprognose für dieses Jahr von ohnehin schon verhaltenen 1,3 auf 1,0 Prozent.

Auch für das kommende Jahr hat sich der Ausblick eingetrübt. Die Aussicht, dass sich die britische Regierung bei den Brexit-Verhandlungen wahrscheinlich nicht auf eine „Vernunftlösung“, wie den Verbleib in der EU-Zollunion einlassen wird, senkt das Potenzial für eine Wachstumserholung nach Besiegelung des Austrittsvertrags. Wenn London und Brüssel erst im kommenden Frühjahr mit den Verhandlungen über ein Freihandelsabkommen beginnen, bleibt die Unsicherheit für die Unternehmen noch lange Zeit hoch. Deshalb reduzieren wir auch für das kommende Jahr unsere Wachstumsprognose von 1,3 auf 1,0 Prozent.

**UK: Durch den anstehenden Brexit herrscht eine Sonderkonjunktur**

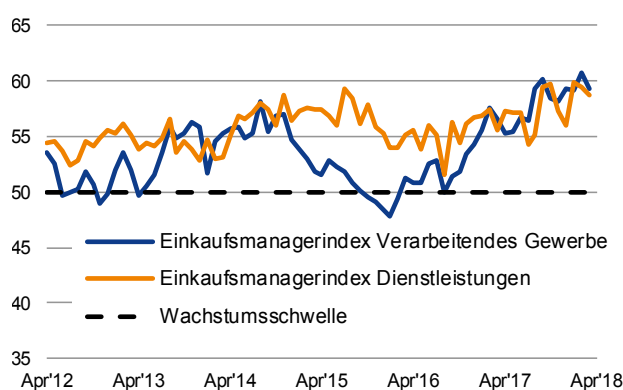
**Wir rechnen jetzt 2018 und 2019 mit einem Wachstum von 1,0 Prozent**

**UK: BREXIT BREMST DAS WIRTSCHAFTSWACHSTUM NOCH STÄRKER**



Quelle: ONS, DZ BANK Research

**USA: DAS WIRTSCHAFTSKLIMA HAT SICH ZU JAHRESBEGINN VON HOHEM NIVEAU NOCH WEITER VERBESSERT**



Quelle: ISM, DZ BANK Research

**Die US-Konjunktur erhält Schub von der Fiskalpolitik**

Für die US-Wirtschaft erwarten wir unverändert für dieses Jahr ein Wirtschaftswachstum von 2,5 Prozent. Das gegenüber den Vorquartalen sichtbar schwächere Wachstum im ersten Quartal wird vor allem den wetterbedingten Beeinträchtigungen durch mehrere schwere Winterstürme geschuldet sein. Insgesamt hat sich im ersten Quartal die Stimmung bei den Verbrauchern, in der Industrie und auch bei den Dienstleistungsbetrieben von bereits hohem Niveau noch weiter verbessert (siehe obere Grafik rechts). Neben den jüngsten umfangreichen Steuersenkungen und einer weiterhin recht spendablen Haushaltspolitik hat dazu auch die stetig steigende Beschäftigung beigetragen.

**USA: KEINE Stimmungseintrübung in Q1**

Dennoch dürfte eine leicht schwächere Weltnachfrage letztendlich auch bei der Investitionstätigkeit in den USA Spuren hinterlassen. Dafür sorgt dann vor allen Dingen die gestiegene Unsicherheit über die Rahmenbedingungen für den internationalen Handel. Diese Effekte dürften allerdings erst zur Mitte dieses Jahres auftreten und dann auch nur leicht bremsend wirken, da die Bedeutung der Exportindustrie für die US-Wirtschaft ja recht gering ist. Da die Warenausfuhren ebenfalls leicht schwächer ausfallen dürften, haben wir unsere Wachstumsprognose für das kommende Jahr von 2,6 auf 2,4 Prozent gesenkt. Für die Inflationsprognose hat sich kein Änderungsbedarf ergeben. In diesem Jahr dürfte die Inflationsrate im Jahresdurchschnitt bei 2,3 und 2019 bei 2,4 Prozent liegen.

Dr. Christine Schäfer

### **Japan: Exporte werden leiden**

Seit acht Jahren ist die Volksrepublik China (mit Hongkong) vor den USA der wichtigste bilaterale Handelspartner Japans. 2016 gingen 17,7 Prozent der japanischen Exporte nach China plus 5,2 Prozent nach Hongkong, wohingegen 20,2 Prozent der Exporte in die USA geliefert wurden. Japan wird von einer restriktiveren US-Handelspolitik also gleich doppelt getroffen: Zum einen dürfte ein Teil der Exporte in die USA ausfallen. Andererseits dürften die von der US-Politik ausgelösten Bremseffekte in China in einer „zweiten Runde“ auch Chinas Nachfrage nach Gütern aus Japan beeinträchtigen. Ein schwächerer Absatz auf den zwei wichtigsten Exportmärkten USA und China wird negative Rückwirkungen auf Japans Wirtschaftswachstum haben.

Angesichts der Verschärfung der handelspolitischen Gangart der USA werden möglicherweise schon bald Investitionsprojekte im Exportsektor aufgeschoben oder ganz zurückgezogen. Der Export kann somit im weiteren Jahresverlauf 2018 wohl nicht mehr die kräftigen Konjunkturimpulse wie im zweiten Halbjahr 2017 geben. Die Prognose für Japans Wirtschaftswachstum haben wir für dieses Jahr daher von 1,3 auf nur noch 1,2 Prozent herabrevidiert. Dies ist eine deutliche Verlangsamung gegenüber dem Wachstum 2017, das immerhin bei +1,7 Prozent lag. Eine vorsichtiger Haltung bei den japanischen Exportunternehmen und eine moderatere Exportdynamik dürften sich auch im nächsten Jahr halten und das Wirtschaftswachstum nach oben begrenzen. Zudem steht im Oktober 2019 die bereits zweimal verschobene Anhebung der Mehrwertsteuer an, die einer Wachstumsbeschleunigung klar im Wege steht. Von daher sehen wir für das Jahr 2019 nur noch ein Wirtschaftswachstum von 1,0 Prozent (zuvor: 1,2 %). Die Inflationsprognose belassen wir dagegen bei 1,1 Prozent für 2018 und bei 1,3 Prozent für 2019.

Dr. Rütger Teuscher

### **Auch die Schwellenländer werden die Folgen der Unsicherheit spüren**

Hauptzielscheibe der restriktiveren US-Handelspolitik ist China, das hohe bilaterale Handelsüberschüsse mit den USA aufgebaut hat. Die aus der gestiegenen Verunsicherung resultierenden Prognoseänderungen für China haben wir in einer separaten Studie skizziert (siehe hierzu „Konjunktur – China: Schwungvoller Jahresauftakt, Risiken voraus“ vom 17. April 2018). Für dieses und das kommende Jahr erwarten wir jetzt eine Wachstumsrate von 6,5 Prozent.

Nicht nur für China sondern auch für viele andere Schwellenländern trübt die gestiegene Unsicherheit und die damit einhergehende Zurückhaltung bei der Investitionstätigkeit den konjunkturellen Ausblick ein. Beispielsweise wäre Mexiko unmittelbar

**2019 erwarten wir jetzt ein Wirtschaftswachstum von 2,4 Prozent**

**Die neuen Handelshindernisse betreffen Japans beiden wichtigsten Exportmärkte**

**BIP-Wachstumsprognose  
2018: 1,2 Prozent  
2019: 1,0 Prozent**

**Chinas Wachstum: Risiken voraus**

**...aber auch für die anderen Schwellenländer hat sich der Ausblick eingetrübt**

## PROGNOSE SCHWELLENLÄNDER

in % gg. Vorjahr	BIP-Prognose				
	2017	2018		2019	
			neu	alt	neu
<b>China</b>	6,9	<b>6,5</b>	6,7	<b>6,5</b>	6,5
Indien	6,4	<b>7,4</b>	7,9	<b>7,6</b>	7,6
Indonesien	5,1	<b>4,8</b>	5,2	<b>4,9</b>	5,1
Malaysia	5,9	<b>5,0</b>	5,5	<b>5,2</b>	5,4
Thailand	3,9	<b>3,7</b>	3,8	<b>3,4</b>	3,5
<b>Asien ohne China</b>	5,3	<b>5,5</b>	5,9	<b>5,6</b>	5,8
Brasilien	1,0	<b>2,0</b>	2,1	<b>2,2</b>	2,5
Mexiko	2,0	<b>1,5</b>	1,7	<b>1,9</b>	1,9
<b>Lateinamerika</b>	0,7	<b>2,3</b>	2,4	<b>2,1</b>	2,2
Russland	1,7	<b>1,5</b>	1,8	<b>1,6</b>	1,8
Südafrika	1,3	<b>1,4</b>	1,5	<b>1,6</b>	1,7

Quelle: EIU, Feri, DZ BANK Research

von Handelsschranken betroffen, da doch die Exporte in die USA rund 80 Prozent der Gesamtexporte ausmachen. Gegenüber Russland hat die US-Regierung jüngst neue Strafsanktionen verhängt, welche die russischen Exporte in die USA beeinträchtigen und Technologieimporte aus den USA unterbinden. Indien ist von den USA auf die Liste möglicher „Währungsmanipulatoren“ gesetzt worden – ein Vorwurf den wir nicht ganz nachvollziehen. Unabhängig davon könnte es bei der „Make in India“-Kampagne zum Aufbau von international ausgerichteten „Produktionsdreh-scheiben“ in Indien zumindest zu zeitlichen Verzögerungen kommen. Ausländische Direktinvestoren könnten kurzfristig auf ihr Engagement dort verzichten oder es reduzieren.

Andere Schwellenländer in Asien, so etwa Thailand, Indonesien, Malaysia und die Philippinen, dürften ebenfalls unter der drohenden Abschottung des US-Marktes leiden. Mehr noch als dies dürfte sie aber wohl eine möglicherweise deutlich sinkende Importnachfrage Chinas treffen: Die in Frage stehenden Länder haben in den letzten Jahren umfangreiche Rohstoff- und Vorleistungsexporte nach China geliefert, die unter Umständen nun sehr sensibel auf Nachfragerückgänge in China reagieren.

Die Unberechenbarkeit des US-Präsidenten und die Unsicherheit über seine Handelspolitik dürfte auch in den lateinamerikanischen Ländern die Investitionslust im Exportsektor dämpfen. Einen gewissen Ausgleich hierfür werden aber zumindest die Pazifikanrainer Chile, Peru und Mexiko durch die besseren Handelsbeziehungen im Rahmen der künftigen Trans-Pazifischen Partnerschaft (TPP) erhalten. Brasilien macht sich dagegen Hoffnung auf künftig höhere Agrarexporte nach Asien.

**Chinas Handelspartner dürften unter schwächerer Nachfrage aus China leiden**

Dr. Rütger Teuscher

## 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](http://www.dzbank.de)

**E-Mail:** [mail@dzbank.de](mailto: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:** Helmut Gottschalk

**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](http://www.bvr-institutssicherung.de)

[www.bvr.de/SE](http://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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben).

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

– **Europäische Zentralbank** - [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - [www.bafin.de](http://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](http://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, FactSet, Markit), 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 angegeben 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 genaueren 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 Wertpapiernebenleistungen.

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.**