

Konjunktur

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

USA: Kräftiges Wachstum, da Importe nicht nur belasten

- » Mit der Veröffentlichung der Daten zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) für das zweite Quartal wird alljährlich eine Revision der historischen Daten vorgenommen. Zuletzt wurde die Statistik vor allem wegen eines neuen Saisonbereinigungsverfahrens sehr umfangreich überarbeitet.
- » Nach der jüngsten Daten-Revision zeigt sich für das Wirtschaftswachstum in den letzten Jahren teilweise eine deutlich stärkere Belastung durch die Importseite.
- » Werden auch die Exporte berücksichtigt, dann verschwindet am aktuellen Rand der Bremseffekt fast völlig. Darüber hinaus zeigt die Struktur der Importe die große Bedeutung der Handelsverflechtungen für die USA.

Zusammenfassung

Durch die jüngste Datenrevision des Statistikamtes zeigt sich für die US-Wirtschaft eine noch stärkere Importabhängigkeit. Auch in diesem Jahr wird die große Zahl an Einfuhren das Wachstum wohl sichtbar drosseln. Wir rechnen mit einer Belastung in Höhe von 0,8 Prozentpunkten, also einem ähnlich starken Bremseffekt wie im Vorjahr.

Werden auch die wachstumssteigernden Effekte des Außenhandels in Form von Exporten berücksichtigt, dann verkleinert sich der Bremseffekt allerdings auf nur noch 0,1 Prozentpunkt. Wegen des schwelenden Handelsstreits, nicht nur mit China, ist aber gerade in diesem Jahr diese Prognose mit großer Unsicherheit behaftet. Wir unterstellen nach wie vor einen glimpflichen Ausgang auf weltpolitischer Ebene, da bei einer deutlichen Eskalation alle Beteiligten zu den Verlierern gehören würden.

Der alleinige Blick auf den unmittelbaren Wachstumsbeitrag durch den Außenhandel spiegelt aber nur begrenzt die Bedeutung der Handelsverflechtungen für die USA wider. Die Verwundbarkeit der US-Wirtschaft durch den von Präsident Trump angezeigten Handelsstreit wird beispielsweise durch den hohen Anteil von Maschinen an den Importen deutlich. Dieser beträgt insgesamt immerhin etwas mehr als ein Viertel, bei den Importen aus China macht er sogar fast 40 Prozent aus. Diese Maschinen dürften in einigen heimischen Produktionsanlagen eine wichtige Rolle spielen, teilweise sogar eine Schlüsselfunktion in der Wertschöpfungskette innehaben.

VOLKSWIRTSCHAFT

Fertiggestellt:
31.7.2018 14:57 Uhr

INHALT

US-Wirtschaft zeigt deutlich Schwung, trotz kräftiger Importtätigkeit	2
Nicht nur Konsumgüter werden importiert, Abhängigkeit von Ölimporten sinkt	3
Überblick: Regionale Herkunft der Importgüter	4
Insgesamt bremst der Außenhandel nur geringfügig das Wachstum	6
I. IMPRESSUM	7

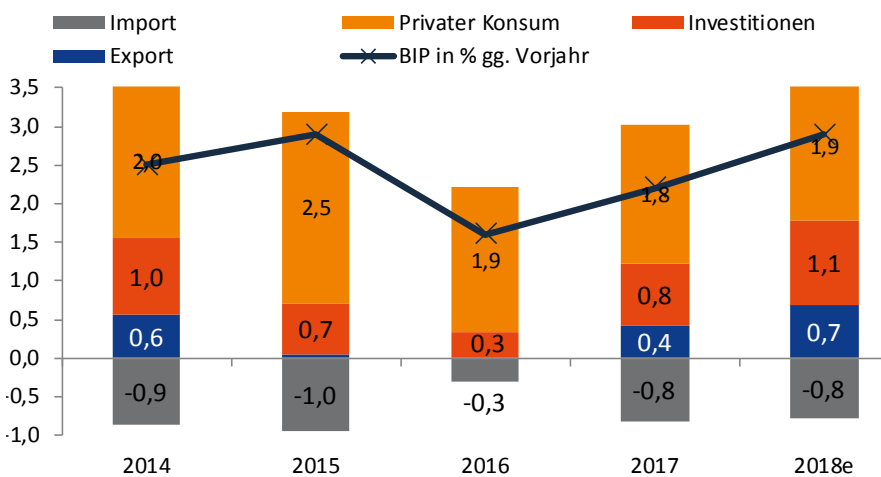
Ersteller/in:
Dr. Christine Schäfer, CREA, Economist

US-Wirtschaft zeigt deutlich Schwung, trotz kräftiger Importtätigkeit

Dynamisches Wachstum beim privaten Konsum und bei den Exporten haben im zweiten Quartal die US-Wirtschaft sichtbar „auf Touren gebracht“. Dies zeigt die jüngste Veröffentlichung zum Bruttoinlandsprodukt (BIP), ein auf das Jahr hoch gerechnetes Wachstum von 4,1 Prozent entsprach den Erwartungen. Vorausgegangen war ein verhaltener Jahresauftakt, vor allem wegen extremen Winterstürmen war das BIP im ersten Quartal gerade mal halb so stark gewachsen. Mit der jüngsten Datenveröffentlichung hat das Bureau of Economic Analysis (BEA) aber auch die historischen Daten der vergangenen Jahrzehnte wegen eines neuen Saisonbereinigungsverfahrens teilweise sichtbar revidiert. Dadurch zeigt sich jetzt für das Wirtschaftswachstum in den letzten Jahren teilweise eine deutlich stärkere Belastung durch die Importseite.

Nach der jüngsten Daten-Revision zeigt sich für die Vergangenheit eine stärkere Belastung durch Importe

AUCH IN DIESEM JAHR WIRD WOHL DIE IMPORTTÄTIGKEIT DAS WIRTSCHAFTSWACHSTUM WIEDER SICHTBAR REDUZIEREN



Quelle: BEA, DZ BANK Research, jeweils Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten (außer BIP)

Auch in diesem Jahr wird die große Zahl an Einfuhren das Wachstum wohl sichtbar drosseln. Wir rechnen mit einer Belastung in Höhe von 0,8 Prozentpunkten, also einem ähnlich starken Bremseffekt wie im Vorjahr. Werden auch die wachstumssteigernden Effekte des Außenhandels in Form von Exporten berücksichtigt, dann verkleinert sich der Bremseffekt allerdings auf nur noch 0,1 Prozentpunkt. Wegen des schwelenden Handelsstreits, nicht nur mit China, ist aber gerade in diesem Jahr diese Prognose mit großer Unsicherheit behaftet. Wir unterstellen aber nach wie vor einen glimpflichen Ausgang auf weltpolitischer Ebene, da bei einer deutlichen Eskalation alle Beteiligten zu den Verlierern gehören würden.

Auch 2018 dürfte das Wachstum um 0,8 Prozentpunkte gedrückt werden

Unterm Strich wird die US-Wirtschaft in diesem Jahr dennoch wohl um rund 2,9 Prozent wachsen. Für das stärkste Wirtschaftswachstum seit drei Jahren liefert erneut vor allem der private Konsum wichtige Impulse. Aber auch die Investitionen zeigen eine sichtbar herausragende Stärke, mit einem Wachstumsbeitrag in Höhe von rund 1,1 Prozentpunkten. Nicht zuletzt auch wegen der jüngsten Steuersenkung investieren die Unternehmen sehr kräftig in neue Maschinen und ihre IT-Infrastruktur, und auch in „Forschung & Entwicklung“. Zusätzlich liefert der Gewerbebau nach mehrjähriger Flaute wieder positive Impulse.

2018 wächst die US-Wirtschaft wohl um 2,9 Prozent,...

...auch dank kräftiger Ausrüstungs-investitionen

Nicht nur Konsumgüter werden importiert, Abhängigkeit von Ölimporten sinkt

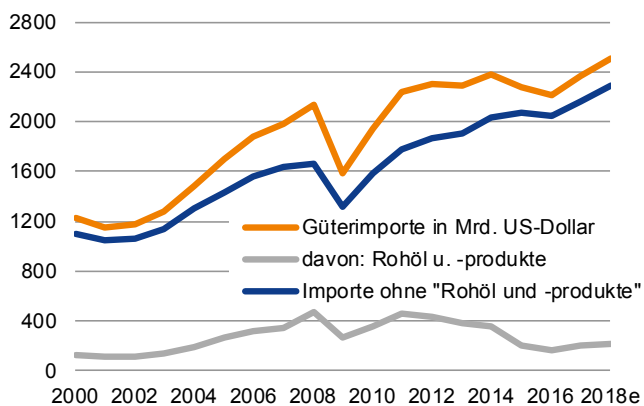
Im Folgenden betrachten wir genauer, welche Warengruppen bei den US-Importen eine herausragende Rolle spielen. Darüber hinaus beleuchten wir die regionalen weltweiten Verflechtungen. Dabei wird deutlich, dass sich in den vergangenen Jahren die Struktur der Warenimporte kaum verändert hat. Insgesamt zeigen die Daten der Handelsstatistik jedoch einen stetigen Aufwärtstrend. Mit anderen Worten – eine steigende Nachfrage nach ausländischen Gütern.

Auffällig ist allerdings, dass die Einfuhren von Rohöl und –produkten seit dem Jahr 2010 um etwas mehr als 40 Prozent gesunken sind. Der Ölpreis ist in dieser Zeit um rund ein Drittel gesunken, der Rest des Rückgangs bei den Einfuhren ist auf die gesunkene Abhängigkeit von Ölimporten zurück zu führen. Hier spiegelt sich die gestiegene inländische Ölförderung wider. Ohne den dämpfenden Energie-Effekt wären die Güterimporte in den letzten Jahren noch stärker gestiegen. So sind seit dem Jahr 2010 die Importe jährlich im Durchschnitt um 5,5 Prozent gestiegen, ohne die Öleinfuhren lag die Steigerungsrate sogar bei 6,6 Prozent. Das nominale BIP ist hingegen durchschnittlich pro Jahr nur um 3,8 Prozent gewachsen.

Die Güterimporte sind in den letzten Jahren deutlich gestiegen

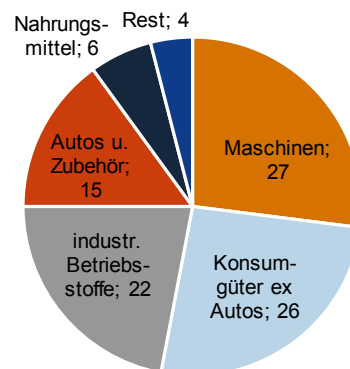
Ohne Öl sind die Importe jährlich um 6,6 Prozent gestiegen

TROTZ SCHWÄCHEREN ÖLIMPORTEN SIND DIE EINFUHREN DEUTLICH GESTIEGEN



Quelle: BEA, DZ BANK Research

OHNE AUTOS LIEGEN DIE IMPORTE VON MASCHINEN UND KONSUMGÜTERN GLEICH AUF



Quelle: BEA, DZ BANK Research, Anteil an den Importen in %

Von den einzelnen Warengruppen zeigen die Importe von Nahrungsmitteln die stärkste Dynamik. Seit dem Jahr 2000 haben sich diese fast verdreifacht. Dennoch ist deren Anteil an den gesamten Einfuhren immer noch vergleichsweise gering, im vergangenen Jahr lag er nur bei knapp 6 Prozent. Ebenfalls überdurchschnittlich stark sind die Importe von Konsumgütern gewachsen. In den vergangenen 18 Jahren hat sich deren Einfuhr mehr als verdoppelt. Die Produktpalette der Konsumgüter, die auch als Gebrauchs- oder Verbrauchsgüter bezeichnet werden, ist sehr weit gefächert. Hierzu zählen beispielsweise Spielzeugartikel, Bekleidung aber auch Medikamente und Zubehör für Computer und Telekommunikationsgeräte. Dementsprechend ist es wenig überraschend, dass deren Anteil inzwischen bei etwas mehr als einem Viertel liegt.

Damit haben Konsumgüterimporte noch nicht ganz die Bedeutung von Maschinen und Ausrüstungen erreicht, deren Anteil im vergangenen Jahr bei 27 Prozent lag. Würde man allerdings die Produktgruppe „Autos und Autoteile“ auch zu den Konsumgütern zählen, dann ergebe sich ein anderes Bild. Separat ausgewiesen machte diese Produktparte zuletzt, wie auch in den Jahren vor der Finanz- und Wirtschafts-

Die Einfuhren von Nahrungsmitteln sind überdurchschnittlich stark gestiegen...

...aber auch die breite Palette der Konsumgüter

Ex Autos liegen die Importanteile von Maschinen und Konsumgütern gleich auf

krise, immerhin allein 15 Prozent der Importe aus. Besonders bei den Auto-Importen hatte die Rezession 2008/2009 für einen tiefen Einbruch gesorgt.

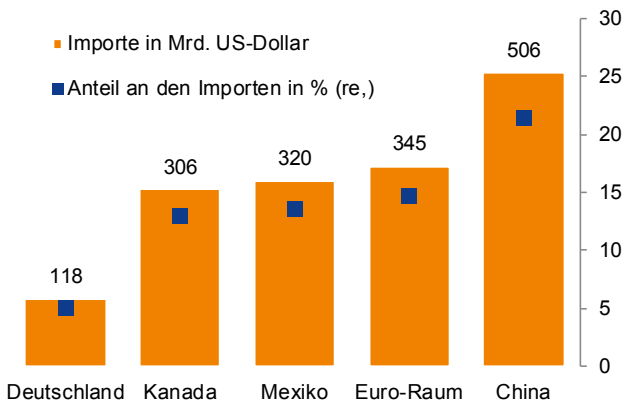
Überblick: Regionale Herkunft der Importgüter

Gerade weil in den USA die Inlandsnachfrage der wesentliche Wachstumsträger ist, bestehen intensive Handelsbeziehungen mit vielen anderen Ländern. Teilweise werden fertige Produkte von Unternehmern oder Verbrauchern importiert, aber auch Vorprodukte, die Bestandteil von umfangreichen Lieferketten sind, spielen eine große Rolle. Allein ein Viertel der US-Importe stammt aus China, das dadurch mit großem Abstand auf Rang 1 der Lieferländer liegt. Danach folgt der gesamte Euro-Raum, von dem immerhin 15 Prozent der Importe bezogen werden. Die Nachbarländer Mexiko und Kanada haben aber jeweils als einzelnes Land fast eine ebenso große Bedeutung für die US-Einfuhren, zusammengenommen würden sie auf den ersten Platz vorrücken (siehe folgende Grafik links).

Es werden Produkte und Vorprodukte importiert...

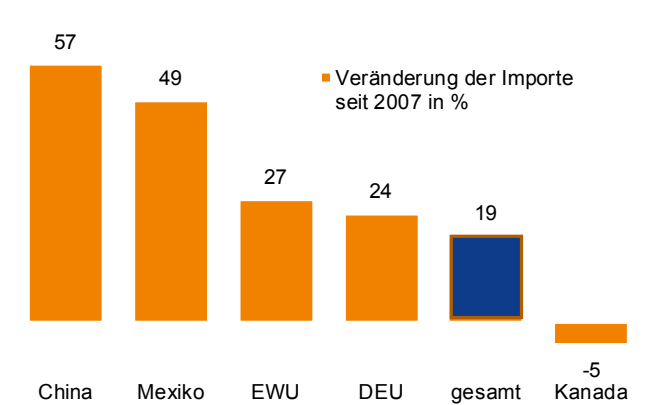
....vor allem aus China, Mexiko und Kanada

REGIONAL BETRACHTET SIND DER EURO-RAUM UND CHINA SEHR WICHTIGE LIEFERANTEN



Quelle: BEA, DZ BANK Research, Zahlen für 2017

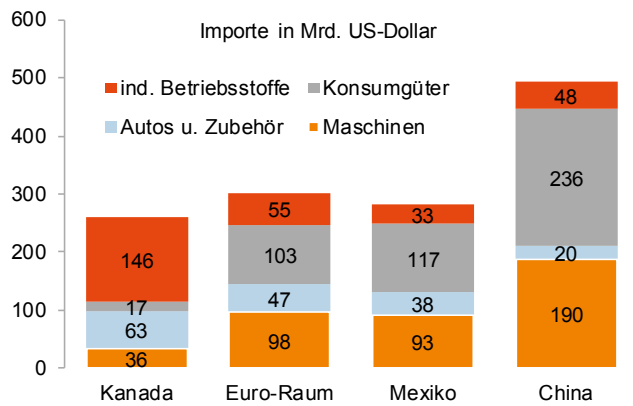
BESONDERS DIE IMPORTE AUS CHINA UND MEXIKO SIND WEIT ÜBERDURCHSCHNITTLICH GEWACHSEN



Quelle: BEA, DZ BANK Research

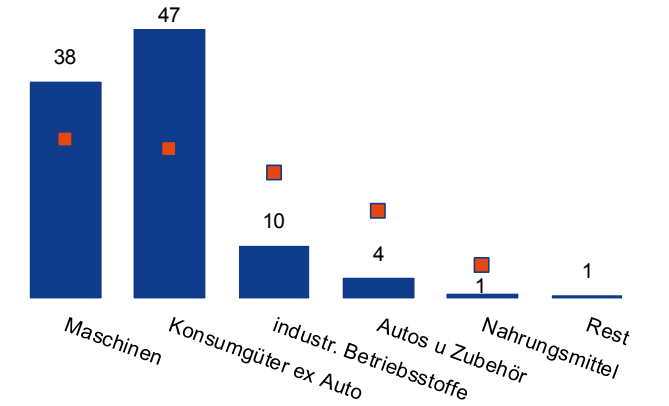
Die weit überdurchschnittliche Dynamik der vergangenen zehn Jahre bei den Importen aus China und aus Mexiko wird in der oberen rechten Grafik deutlich. 2007 kamen erst 16 Prozent der Importe aus China und knapp 11 Prozent aus Mexiko.

BEI KONSUMGÜTERN UND MASCHINEN LIEGT CHINA ALS LIEFERLAND DEUTLICH VORNE



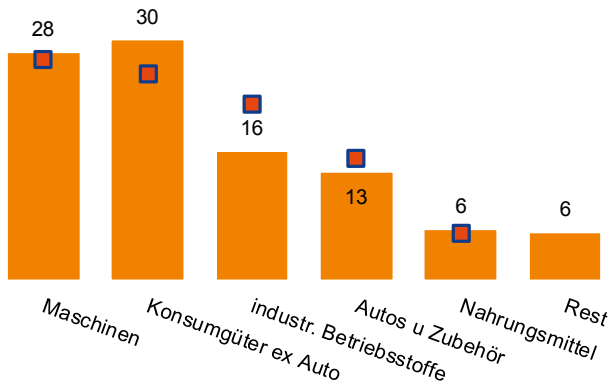
Quelle: BEA, DZ BANK Research

CHINA: FAST DIE HÄLFTE DER IMPORTE AUS CHINA SIND KONSUMGÜTER

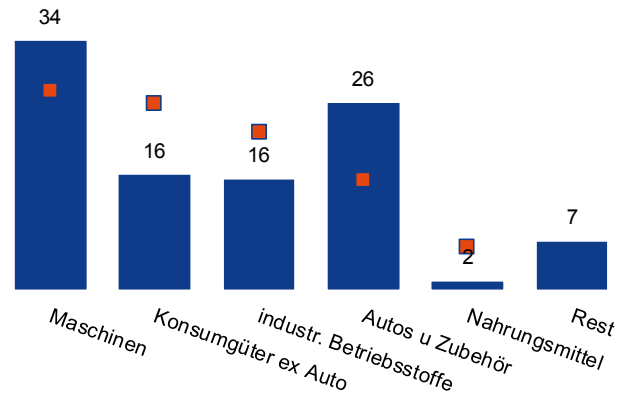


Quelle: BEA, DZ BANK Research, jeweils Anteil an den Importen in %, rote Punkte markieren den Durchschnittswert bei allen Importen

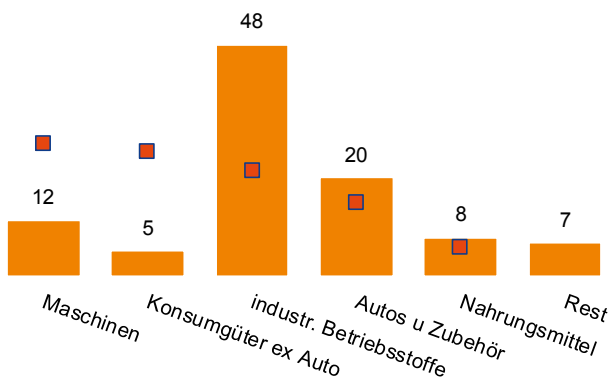
**EURO-RAUM:
IMPORTSTRUKTUR LIEGT NAH AM DURCHSCHNITTS-IMPORT-KORB**



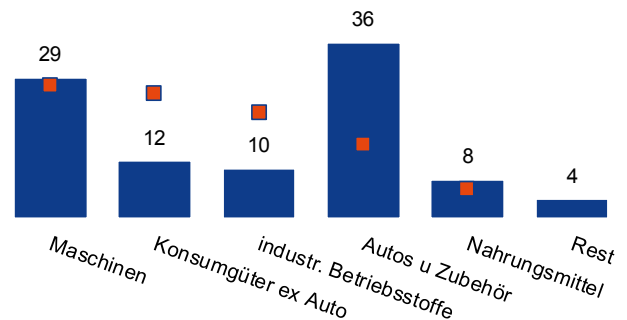
**DEUTSCHLAND:
HAUPTSÄCHLICHE IMPORTGÜTER SIND MASCHINEN UND AUTOS**



KANADA LIEFERT VOR ALLEM HOLZ UND ÖL, ABER AUCH AUTOS



BEI DEN IMPORTEN AUS MEXIKO RAGEN AUTOS UND AUTOTEILE DEUTLICH HERAUS



Quelle: BEA, DZ BANK Research, jeweils Anteil an den Importen in %, rote Punkte markieren den Durchschnittswert bei allen Importen

Der Importsog in Richtung Kanada hat sich hingegen etwas abgeschwächt. Das absolute Importvolumen war im vergangenen Jahr sogar etwas niedriger als im Jahr 2007.

Fast die Hälfte der Einfuhren aus China sind Konsumgüter. Werden noch Maschinen hinzugerechnet, dann decken diese beiden Bereiche allein etwas mehr als 80 Prozent der Importe aus China ab. Beim hypothetischen Durchschnitts-Import-Korb wären das nur 53 Prozent. Diesem durchschnittlichen Importkorb ist von den hier betrachteten Ländern/ Regionen nur die Struktur der Importe aus dem Euro-Raum sehr ähnlich. Bei Deutschland und Mexiko fällt hingegen der weit überdurchschnittliche Anteil von Autos auf. Die angedrohten Belastungen durch Autozölle von der Administration Trump würden hier sichtbare Spuren hinterlassen.

Aber auch bei den Einfuhren aus Kanada machen Autos und deren Zubehör immerhin ein Fünftel aus. Das nördliche Nachbarland der Vereinigten Staaten hat vor allem eine große Bedeutung bei der Versorgung des Landes mit Öl und Gas, sowie als Holzlieferant für die Bauwirtschaft. Diese Hilfs- und Betriebsstoffe machen immerhin

Fast die Hälfte der Importe aus China sind Konsumgüter...

...aber auch Maschinen spielen eine große Rolle

Kanada versorgt die USA vor allem mit Öl und Gas sowie Holz

fast die Hälfte der Importe aus Kanada, der Durchschnitt über die gesamten Importe zeigt mit 22 Prozent einen Anteil, der noch nicht einmal halb so hoch ist.

Insgesamt bremst der Außenhandel nur geringfügig das Wachstum

Durch die jüngste Datenrevision des Statistikamtes zeigt sich für die US-Wirtschaft eine noch stärkere Importabhängigkeit. Dennoch ist das gesamtwirtschaftliche Wachstum seit dem Jahr 2000 durch den Außenhandel – also Ein- und Ausfuhren zusammengenommen – durchschnittlich pro Jahr nur um rund 0,1 Prozentpunkt gedrosselt worden. Auch für dieses Jahr erwarten wir einen Bremseffekt in dieser Größenordnung, allerdings ist angesichts der schwelenden Handelsstreitigkeiten diese Einschätzung mit großer Unsicherheit behaftet.

Der alleinige Blick auf den unmittelbaren Wachstumsbeitrag durch den Außenhandel spiegelt aber nur begrenzt die Bedeutung der Handelsverflechtungen für die USA wider. Die Verwundbarkeit der US-Wirtschaft durch den von Präsident Trump angezettelten Handelsstreit wird beispielsweise durch den hohen Anteil von Maschinen an den Importen deutlich. Dieser beträgt insgesamt immerhin etwas mehr als ein Viertel, bei den Importen aus China macht er sogar fast 40 Prozent aus. Diese Maschinen dürften in einigen heimischen Produktionsanlagen eine wichtige Rolle spielen, teilweise sogar eine Schlüsselfunktion in der Wertschöpfungskette innehaben. Wir gehen nicht nur deshalb weiterhin davon aus, dass der Handelskonflikt nicht zu einer Eskalation mit einer endlosen Spirale von vermeintlichen Schutzzöllen führen wird.

Trotz sichtbarer Importabhängigkeit bremst der Außenhandel auch 2018 nur geringfügig das Wachstum

Maschinen-Importe sind teilweise Bestandteil der heimischen Produktionsanlagen

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 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.