

Konjunktur

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Gespaltene Mehrheit nach der US-Wahl – aber Trump behält seinen Kurs wohl bei

- » **Zukünftig wird das Regieren für den US-Präsidenten schwieriger. Der Ausblick für die US-Konjunktur bleibt jedoch unverändert positiv.**
- » **Fed-Politik bleibt auf Kurs in Richtung leicht restriktivere Geldpolitik – aber kein geldpolitisches Bremsmanöver.**
- » **Unsere positive Einschätzung zum Aktienmarkt bleibt bestehen.**

Zusammenfassung

Trotz des Machtverlustes ist damit zu rechnen, dass Trump seinen eingeschlagenen Kurs „America first“ beibehalten wird. Es könnte durchaus passieren, dass er einer stärkeren parlamentarischen Kontrolle eine noch schärfere Rhetorik entgegensetzt. Letztendlich ist aber davon auszugehen, dass er es nicht riskieren wird, den konjunkturellen Schwung abzuwürgen. Diese Gefahr würde entstehen, wenn es zu einer starken Verunsicherung bei den Konsumenten und den Unternehmern kommt. Ein möglicher Auslöser hierfür wären drohende deutliche Kostensteigerungen auf der Importseite als Folge von hohen Strafzöllen.

Das jüngste Wahlergebnis gibt uns kaum einen Anlass unsere Wachstumsprognose zu verändern. Nach einem deutlichen Wachstum der US-Wirtschaft in diesem Jahr um knapp drei Prozent, rechnen wir für das kommende Jahr unverändert nur mit einer leichten Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik.

Wir sehen aufgrund des Wahlausgangs weder einen Änderungsbedarf für unsere US-Leitzinsprognose noch für die Prognose der US-Renditen. Eher im Gegenteil: In dem Fall, in dem die Republikaner beide Kammern des Kongresses für sich entschieden hätten, wäre die Wahrscheinlichkeit für ein schnelles fiskalpolitisches Ausgabenprogramm wohl deutlich höher. Der zusätzliche Stimulus hätte der ohnehin dynamischen US-Konjunktur einen weiteren Impuls gegeben, mit der Gefahr, dass es zu einer konjunkturellen Überhitzung gekommen wäre. In diesem Fall hätte die Fed ein geldpolitisches Bremsmanöver vornehmen müssen. Diese Gefahr sehen wir nun gebannt, so dass die Fed ihren anvisierten Kurs in Richtung einer leicht restriktiveren Geldpolitik fortsetzen sollte.

Für die Aktienmärkte wirkt die Wahl positiv. Niedrige Zinsen, ein stabiles Wirtschaftswachstum und der Umstand, dass Trump den Erfolg seiner Wirtschaftspolitik auch am Kursstand der Aktienindizes misst, liefern Rückenwind. Die positiven Effekte aus der Steuerreform bleiben den Unternehmen erhalten, neue Extremszenarien werden durch die neue politische Aufstellung unwahrscheinlicher.

VOLKSWIRTSCHAFT

Fertiggestellt:
7.11.2018 10:25 Uhr

INHALT

Trump hat die „volle“ Mehrheit verloren, seinen Kurs wird er wohl beibehalten	2
Der Ausblick für die Konjunktur bleibt positiv, keine restriktivere Finanzpolitik zu erwarten	2
Wohl keine restriktivere Fed-Politik	4
Gute Nachrichten für die Aktienmärkte	5

I. IMPRESSUM	6
--------------	---

Ersteller:
Birgit Henseler, ANALYSTIN
Christian Kahler, ANALYST
Dr. Christine Schäfer, Economist

Trump hat die „volle“ Mehrheit verloren, seinen Kurs wird er wohl beibehalten

Bei den Zwischenwahlen haben die Republikaner, also die Partei des derzeitigen US-Präsidenten, die Mehrheit im Repräsentantenhaus verloren. Im Senat, der zweiten Kongresskammer, konnten sie hingegen ihre zuvor sehr knappe Mehrheit etwas ausbauen. Demnach wird zukünftig das Regieren für Donald Trump schwieriger, da in der Regel Gesetzesänderungen die Zustimmung in beiden Kammern erhalten müssen. Bei der Handelspolitik hat der US-Präsident jedoch eine recht weitreichende Machtbefugnis, neu ausgehandelte Handelsabkommen müssen jedoch vom Kongress ratifiziert werden.

Trotz des Machtverlustes ist damit zu rechnen, dass Trump seinen eingeschlagenen Kurs „America first“ beibehalten wird. Es könnte durchaus passieren, dass er einer stärkeren parlamentarischen Kontrolle eine noch schärfere Rhetorik entgegensetzt. Letztendlich ist aber davon auszugehen, dass er es nicht riskieren wird, den konjunkturellen Schwung abzuwürgen. Diese Gefahr würde entstehen, wenn es zu einer starken Verunsicherung bei den Konsumenten und den Unternehmern kommt. Ein möglicher Auslöser hierfür wären drohende deutliche Kostensteigerungen auf der Importseite als Folge von hohen Strafzöllen.

Aber wir halten solch eine Entwicklung eher für unwahrscheinlich, denn unmittelbar nach dieser Kongresswahl wird Trump die Präsidentschaftswahl 2020 anvisieren. Die nur einmal mögliche Wiederwahl als US-Präsident gehört eigentlich zum guten Ton, hierauf wird er kaum verzichten. Darüber hinaus stärkt der zusätzliche Stimmengewinn im Senat seine Position innerhalb der Partei. Aber auch die in den vergangenen zwei Jahren erfolgte Besetzung vieler wichtiger Posten auf höchster Führungsebene mit republikanischen Gefolgsleuten dürfte ihm helfen.

Trump wird alles daransetzen, als Wahlkämpfer eine glänzende Wirtschaftsbilanz als seinen persönlichen Erfolg vorweisen zu können. Dies wäre dann der Beleg dafür, dass er Amerika wieder „stark“ gemacht hat. Da er sein Profil bei wichtigen innenpolitischen Themen wie Immigration und auch bei der Gesundheitspolitik nicht in seinem Sinne weiter schärfen können, ist zu befürchten, dass er dies bei außenpolitischen Themen tun wird. Seine Rhetorik im Hinblick auf internationale Abkommen wird deshalb zukünftig nicht gemäßiger ausfallen.

Der Ausblick für die Konjunktur bleibt positiv, keine restriktivere Finanzpolitik zu erwarten

Das jüngste Wahlergebnis gibt uns kaum einen Anlass unsere Wachstumsprognose zu verändern. Nach einem deutlichen Wachstum der US-Wirtschaft in diesem Jahr um knapp drei Prozent, rechnen wir für das kommende Jahr unverändert nur mit einer leichten Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik. Es spielt eher eine untergeordnete Rolle, dass es dem Präsidenten wohl nicht gelingen wird, die angekündigten umfangreichen Infrastrukturprogramme auf den Weg zu bringen.

Wegen der historisch niedrigen Arbeitslosigkeit wird der private Konsum weiterhin der wesentliche Wachstumstreiber bleiben. Dank der deutlichen Senkung der Unternehmenssteuer wird auch die Investitionstätigkeit der Unternehmen im Inland weiter anhalten. Insgesamt sind das derzeit gute Wirtschaftsklima und die prächtige Konsumentenstimmung, die sich ja zuletzt teilweise nochmals verbessert hatten, eine gute Voraussetzung für anhaltendes solides Wirtschaftswachstum.

Zukünftig wird das Regieren für den US-Präsidenten schwieriger

Trump wird es wohl nicht riskieren, die Konjunktur abzuwürgen

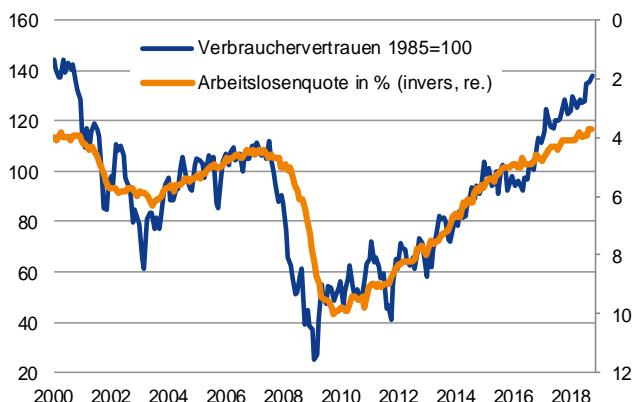
Jetzt hat er das Ziel „Präsidentschaftswahl 2020“ im Auge

Innenpolitisch kann Trump nur noch wenig bewegen...

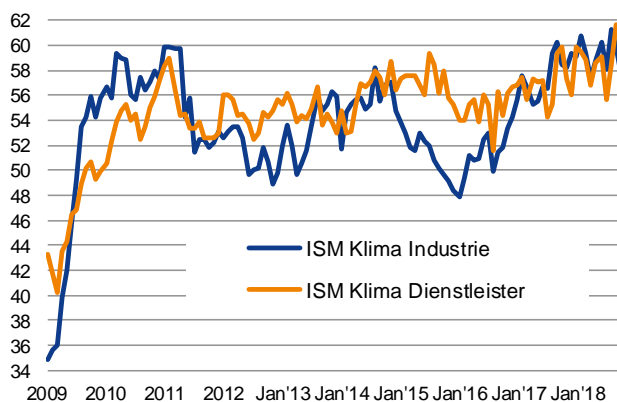
...der außenpolitische Ton könnte noch schärfer werden

Für 2019 erwarten wir unverändert nur eine leichte Verlangsamung beim Wirtschaftswachstum

Gutes Wirtschaftsklima und historisch niedrige Arbeitslosigkeit

HOCH-STIMMUNG BEI DEN KONSUMENTEN, DANK DER NIEDRIGSTEN ARBEITSLOSIGKEIT SEIT 1969

Quelle: BLS, Conference Board, DZ BANK Research

GUTES WIRTSCHAFTSKLIMA SPRICHT FÜR ANHALTENDEN SCHWUNG BEI DER KONJUNKTUR

Quelle: ISM, DZ BANK Research

Mit einem Richtungswechsel bei der Finanzpolitik ist nicht zu rechnen. Mahnende Politiker mit einer soliden Haushaltsdisziplin sind weder bei den Republikanern noch bei den Demokraten vorhanden, früher waren diese eigentlich vor allem bei den republikanischen Abgeordneten zu finden. Grundsätzlich dürfte im Parlament der Kompromisskurs der letzten Jahre beibehalten werden, der den Interessen der jeweiligen Wählergruppen Rechnung trägt und auf Kosten der Staatskasse geht. Die Verlängerung von einigen fiskalischen Erleichterungen, die ansonsten unmittelbar vor der heißen Phase der Präsidentenwahl auslaufen würden, dürften die demokratischen Abgeordneten kaum für eine Blockade nutzen. Dies würde ihnen ihre Wählerklientel durchaus übelnehmen. Es ist eher damit zu rechnen, dass sie für ihre Zustimmung noch weitere finanzielle Erleichterungen für ihre potenziellen Wähler fordern.

Das inzwischen neu ausverhandelte Handelsabkommen mit Kanada und Mexiko, der NAFTA ersetzende Handelsvertrag (USMCA), wird der alte Kongress wohl noch in diesem Monat ratifizieren. Aber auch unabhängig davon, hätten die demokratischen Abgeordneten kaum glaubwürdig diesen Erfolg Trumps blockieren können, da der neue Vertrag doch die Lohnstandards in der Autoindustrie verbessert.

Auch wenn die führende Demokratin Nancy Pelosi dem US-Präsidenten spontan eine konstruktive Zusammenarbeit angeboten hat, so wird wieder ein scharfer Disput zwischen den beiden Parteiblöcken die Wirtschafts- und Innenpolitik in den USA nächsten beiden Jahren prägen. Mit umfangreichen Gesetzesänderungen ist deshalb kaum zu rechnen.

Nicht nur für die US-Wirtschaft, sondern auch für die gesamte Weltwirtschaft wird es eine große Rolle spielen, ob sich die Zollspirale vor allem gegenüber China weiterdrehen wird. Für Deutschland steht ebenso die Entwicklung im Hinblick auf die angedrohten Strafzölle auf Autos im Fokus. Gerade bei dem sehr wankelmütigen Präsidenten ist dies kaum vorherzusehen. Da es in dem Fall aber doch schon recht bald zu steigenden Kostenbelastungen für die US-Konsumenten und auch für die Unternehmen kommen würde, rechnen wir eher nicht damit. Dem Ziel, für kräftiges Wirtschaftswachstum zu sorgen, stünde dies nämlich entgegen.

Der lockere Kurs bei der Finanzpolitik wird beibehalten**Den Handelsvertrag mit Kanada und Mexiko wird wohl noch der alte Kongress ratifizieren****Aber insgesamt droht ein scharfer Disput zwischen den Parteiblöcken****Eine weiter drehende Zollspirale würde kräftiges Wirtschaftswachstum gefährden**

Wohl keine restriktivere Fed-Politik

Mit dem Verlust des Repräsentantenhauses dürfte es Trump schwerer haben, insbesondere solche Maßnahmen einseitig umzusetzen, die die Verschuldung weiter anheizen. Damit dürften seine erst kürzlich angekündigten Steuererleichterungen für den Mittelstand sowie weitere wirtschaftspolitische Stimuli, der Mauerbau an der Grenze zu Mexiko sowie die Abschaffung von Obama Care wohl nur schwer eine Mehrheit finden. Zumindest werden die beiden Volksparteien in den Vereinigten Staaten diesbezüglich nun einen Kompromiss finden müssen. Hätten die Republikaner hingegen das Repräsentantenhaus gewonnen, hätte Trump den Spielraum gehabt, die Konjunktur mit einem Ausgabenprogramm zu befeuern. Von den fiskalpolitischen Ausgaben wäre dann ein expansiver Konjunkturimpuls ausgegangen, der eventuell zu einer Überhitzung geführt hätte und die US-Notenbank zu einer restriktiveren geldpolitischen Ausrichtung hätte zwingen können. Aufgrund der geteilten Mehrheitsverhältnisse im Kongress sehen wir jedoch keinen Änderungsbedarf für unsere US-Leitzinsprognose. Wie bleiben daher bei unserer Erwartung, dass die Fed in diesem Jahr im Dezember und im kommenden Jahr drei Mal die Leitzinsen anheben wird.

Einige Marktteilnehmer sehen in der aktuellen Konstellation nun sogar die Gefahr, dass das positive Wirtschaftsklima nachhaltig beschädigt wird und die konjunkturelle Dynamik wieder deutlich nachlässt. Diese Sorge wird auch vor dem Hintergrund gesehen, dass ein Teil der Steuererleichterungen im kommenden Jahr auslaufen wird. So wollten die Republikaner eigentlich eine zweite Phase der Steuererleichterungen durchführen, bei denen die Entlastungen für die Verbraucher zumindest verlängert werden. Fallen diese aus, so die Befürchtungen am Finanzmarkt, könnte die wirtschaftliche Entwicklung leiden. Dies könnte im Gegenzug die Fed dazu zwingen, von ihren anvisierten Leitzinserhöhungen Abstand zu nehmen. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Wachstumsrate im kommenden Jahr bei 2,7 Prozent liegen wird und die konjunkturelle Dynamik damit weiterhin dynamisch ausfällt.

Ein letzter Punkt wird sich mit dem Verlust des Repräsentantenhauses ebenfalls kaum ändern: der erratische Führungsstil von US-Präsident Trump. Gerade was die Kritik an der US-Notenbank betrifft, ist weiterhin davon auszugehen, dass Trump an seinen impulsiven Äußerungen festhalten wird. Bislang hatte die Kritik keine Auswirkungen auf die Finanzmärkte. Sollte die Glaubwürdigkeit der US-Notenbank durch die fortgesetzte, versuchte Einflussnahme des US-Präsidenten leiden, könnten eine erhöhte Volatilität oder gar Turbulenzen an den Finanzmärkten nicht zweifelsfrei ausgeschlossen werden.

Emissionsvolumen von US-Treasuries

Ein weiterer Punkt dürfte das Emissionsvolumen von US-Treasuries sein. Das Budgetdefizit im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt dürfte in diesem Jahr bei 4,3 Prozent liegen. Im kommenden Jahr erwarten wir eine Haushaltslücke von 5,1 Prozent des BIP. Auch ohne ein weiteres Konjunkturpaket haben sich die Verschuldungskennziffern in den zurückliegenden Jahren negativ entwickelt und wir gehen auch davon aus, dass die Fiskalpolitik weiterhin expansiv bleibt. Da die Republikaner nun mit dem demokratisch geführten Repräsentantenhaus Kompromisse eingehen müssen, dürfte es jedoch nicht zu einer Emissionsflut von US-Treasuries kommen. Hierdurch könnte ein möglicher deutlicher Anstieg der US-Renditen verhindert werden.

US-Zinsprognose bleibt unverändert

Kein konjunktureller Einbruch

Weitere Versuche der politischen Einflussnahme könnten die Glaubwürdigkeit der Fed untergraben

Keine Emissionsflut an US-Treasuries

Auswirkungen auf die Risikoaversion des Finanzmarktes

Unabhängig vom Ausgang der Wahlen hat US-Präsident Trump in der Außenpolitik freie Hand. US-Präsident könnte die außenpolitische Schiene stärker nutzen, da er hier weiterhin größtmögliche Entscheidungsfreiheiten besitzt. Dadurch sehen wir die Gefahr, dass der Handelskonflikt mit China wieder ein größeres Thema am Finanzmarkt wird, wengleich Trump zuletzt den Verhandlungsweg eingeschlagen hatte.

Unsicherheit bezüglich des Handelskonfliktes sind unabhängig vom Wahlausgang

Gute Nachrichten für die Aktienmärkte

Nach dem Verlust der republikanischen Mehrheit im Repräsentantenhaus werden sich die Spielregeln im US-Politikgeschehen zwar ändern. Mit umwerfenden Veränderungen oder gar einem abrupten Strategiewechsel Trumps gegenüber Wirtschaft und Aktienmärkten rechnen wir jedoch nicht. Trump misst schließlich den Erfolg seiner Wirtschaftspolitik auch am Kursstand der Aktienindizes. Am Finanzmarkt war das Wahlergebnis in dieser Form erwartet worden, so dass die milde Kursreaktion in den Stunden nach der Wahl nicht überraschte.

Trump misst Erfolg auch am Kursstand der Aktienindizes

Ergebnis keine Überraschung für Aktienmärkte

Bisher galt an den Aktienmärkten in der Vergangenheit oft die Börsenweisheit „politische Börsen haben kurze Beine“. Auf die Präsidentschaft von Donald Trump trifft dies nicht zu. Im Gegenteil: Kaum ein US-Präsident hat die Weltbörsen so stark bewegt wie der amtierende. Nicht zuletzt dank umfangreicher Steuersenkungen stieg der S&P 500 seit der Amtseinführung Trumps um 27 Prozent.

Politische Börsen ohne Einfluss?

Nicht bei Trump!

Nach der Übernahme der Kongressmehrheit durch die demokratische Partei ist damit zu rechnen, dass neuen fiskalpolitische Stimuli der Regierung vermehrt ein Riegel vorgeschoben wird. Damit wird eine Überhitzung der US-Wirtschaft weniger wahrscheinlich, die Gefahr stärker steigender Leitzinsen und Kapitalmarkttrenditen sinkt. Für die Aktienmärkte wären es gute Nachrichten, wenn der US-Konjunkturaufschwung länger, wengleich weniger schwungvoll verlaufen würde, und die Zinsen niedrig bleiben.

Konjunkturaussichten bleiben positiv

Auch kommt den Aktienmarkt zugute, dass die von Trump verabschiedeten Stimuli weiter positiv wirken (z.B. Steuerreform), neue Extremszenarien (u.a. Intensivierung Handelskrieg, großes Fiskalprogramm) aber durch die neue politische Aufstellung unwahrscheinlicher werden.

Steuerreform wirkt weiter

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, Ulrike Brouzi, 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-Informationen 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 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 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.