

Konjunktur

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG



Private Haushalte: Nur noch schwacher Zuwachs beim Geldvermögen in diesem Jahr

- » Die im letzten und vorletzten Jahr extrem hohe Sparquote „normalisiert“ sich 2022 bei voraussichtlich rund 10%.
- » Mit dem Auslaufen der Corona-Beschränkungen und dem Kriegsausbruch in der Ukraine hat sich das Umfeld für die Geldanlage stark verändert.
- » Das private Geldvermögen dürfte bis Jahresende die 8-Bill. Euro-Grenze überschreiten, wächst im Vergleich zu 2020/21 aber nur noch schwach.

Zusammenfassung:

Ohne den Ukraine-Krieg hätte das Auslaufen der Corona-Beschränkungen ab diesem Frühjahr voraussichtlich zu einer Belebung des Konsums geführt und die Sparquote wäre deutlich unter ihren langjährigen Durchschnitt gefallen. So dürfte sich die Sparquote 2022 und 2023 mit rund 10% nahe des Durchschnittsniveaus einpendeln.

Die hohe Unsicherheit verändert auch das Umfeld für die Geldanlage. Bereits kurz nach Kriegsausbruch gab es Kurskorrekturen bei Aktien, die bis Jahresende voraussichtlich nur teilweise aufgeholt werden können. Hinzu kommt die Zinswende, die Renditen und Zinsen nachhaltig in die Positivzone bringt. Trotzdem dürfte die seit einiger Zeit beobachtbare „neue Aktienkultur“ in Deutschland intakt bleiben.

Die im Vergleich zu den Rekordjahren 2020 und 2021 schwächere Ersparnis sowie die Bewertungseffekte durch die Kurskorrekturen an den Aktienmärkten lassen das private Geldvermögen in diesem Jahr langsamer wachsen. Wir rechnen mit einem Zuwachs von 2,3% auf gut 8 Bill. Euro. Im nächsten Jahr sollte der Vermögensaufbau mit 5,3% dann wieder schneller voranschreiten.

VOLKSWIRTSCHAFT

Fertiggestellt:
27.5.2022 09:50 Uhr

INHALT

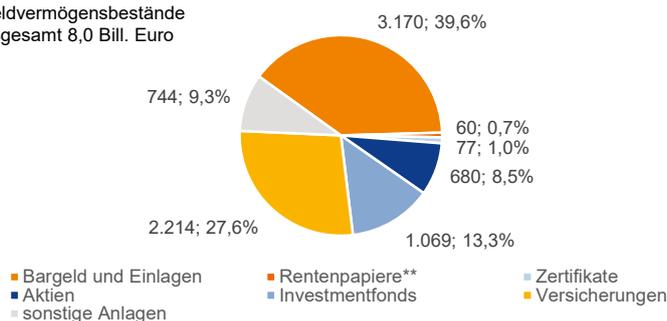
Aufgestauter Konsum in unsicheren Zeiten	2
Weiterhin hoher Kreditbedarf	3
Verändertes Umfeld für die Geldanlage	4
Neue Aktienkultur bleibt intakt	5
Verkürzung des Geldanlagestaus in Sicht	6
Vermögensaufbau verlangsamt sich	7

I. IMPRESSUM 8

Ersteller:
Michael Stappel, Economist

VORAUSSICHTLICHES GELDVERMÖGEN PRIVATER HAUSHALTE* ENDE 2022 IN MRD. EURO

Geldvermögensbestände
insgesamt 8,0 Bill. Euro



*einschließlich Organisationen ohne Erwerbzzweck **ohne Zertifikate Quelle: DZ BANK

Normalerweise reagieren private Haushalte auf eine wachsende Unsicherheit in Krisenzeiten, in dem sie mehr auf die hohe Kante legen. Doch diesmal geht die private Sparquote trotz Ukraine-Krieg und dessen Folgen voraussichtlich sogar deutlich zurück.

Sinkende Sparquote trotz hoher Unsicherheit

Aufgestauter Konsum in unsicheren Zeiten

Tatsächlich ist die Unsicherheit aktuell so hoch wie lange nicht mehr. Auslöser sind der Krieg selbst, die damit zusammenhängenden Sanktionen und Gegenreaktionen Russlands, Lieferkettenprobleme sowie die stark gestiegenen Verbraucherpreise. Das spiegelt sich beispielsweise auch im GfK-Konsumklimaindex wider, der im Mai ein historisches Tief von -26,6 Punkten erreichte und für den für Juni mit -26,0 Punkten kaum mehr prognostiziert wird. Dabei sind es insbesondere die Einkommenserwartungen, die den Index nach unten ziehen. Ebenfalls negativ, aber mit weniger „Wucht“, sind die Konjunkturerwartungen und die Anschaffungsneigung.

Die aktuell sehr hohe Unsicherheit ließ den Konsumklimaindex einbrechen

Dem Bedürfnis, in unsicheren Zeiten mehr zurückzulegen, steht ein gewaltiger Nachholbedarf aus der Phase der Corona-Einschränkungen gegenüber. Durch Lockdown-Maßnahmen und Grenzschließungen blieben Geschäfte und Gasthäuser phasenweise geschlossen, Kultur und Freizeitaktivitäten waren nur sehr eingeschränkt möglich und viele Haushalte sahen sich lange Zeit gezwungen, auf größere Urlaubsreisen zu verzichten. Die private Sparquote erreichte 2020 mit 16,1% des verfügbaren Einkommens einen neuen Rekord und blieb auch im letzten Jahr mit 15,0% extrem hoch. Im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt von 10 bis 10½% sparten die privaten Haushalte in den letzten beiden Jahren insgesamt rund 200 Mrd. Euro mehr. Häufig wurde die zusätzliche Ersparnis gar nicht angelegt, sondern blieb einfach auf dem Girokonto stehen. Für die aufgestauten Konsumbedürfnisse in Form von Anschaffungen, Shopping, Restaurantbesuchen, Freizeit oder Urlaub liegen also liquide Mittel bereit, wäre da nicht der Krieg, der die Konsumfreude trübt und die ohnehin schon seit längerem bestehenden Lieferkettenprobleme verstärkt. Dadurch erhöhen sich beispielsweise die Wartezeiten beim Neuwagenkauf und auch weitere Artikel sind aktuell nicht wie gewünscht verfügbar.

Dem Bedürfnis, in unsicheren Zeiten mehr zurückzulegen, steht Nachholbedarf aus der Phase der Corona-Einschränkungen gegenüber

Ohne den Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine hätte das Auslaufen der Corona-Beschränkungen in diesem Frühjahr voraussichtlich zu einer kräftigen Belebung des privaten Verbrauchs geführt und die Sparquote wäre deutlich unter ihren langjährigen Durchschnitt gefallen. So dürfte sich der in die Ersparnis fließende Teil des Einkommens 2022 und 2023 mit rund 10% nahe am Durchschnittsniveau einpendeln.

Die private Sparquote dürfte sich 2022/23 wieder nahe dem Durchschnittsniveau einpendeln

SPAREN: KAUM NOCH EINSCHRÄNKUNGEN DES KONSUMS DURCH CORONAMASSNAHMEN
 SPARQUOTE* IN % (LS.), IN MRD. EURO (RS.)

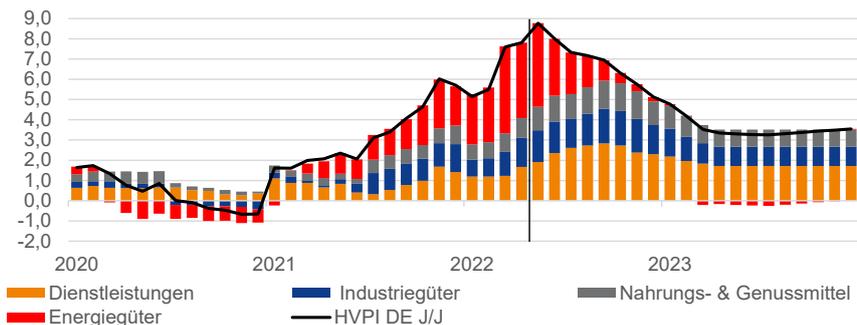


*privater Haushalte einschließlich Organisationen ohne Erwerbszweck in Deutschland
 Quellen: Statistisches Bundesamt, p=Prognose DZ BANK

Vor allem bei Haushalten mit niedrigen Einkommen sorgen die hohen Heizkosten, teurer Sprit und gestiegene Lebensmittelpreise dafür, dass weniger gespart werden kann. Das wegen der hohen Energiepreise auf den Weg gebrachte Entlastungspaket der Bundesregierung kann die Folgen der hohen Inflation nur zum Teil ausgleichen. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einer Rekordinflationsrate von 6,8% und auch 2023 dürfte die Teuerung mit 3,6% weit über der Zielmarke der EZB bleiben.

Das Entlastungspaket der Bundesregierung kann die Folgen der hohen Inflation nur zum Teil ausgleichen

DAS LEBEN WIRD TEURER IN DEUTSCHLAND
 INFLATIONSRATE (HVPI) IN % J/J



Quellen: Statistisches Bundesamt, Prognose DZ BANK

Weiterhin hoher Kreditbedarf

Die über längere Zeit sehr hohe Inflation belastet nicht nur die privaten Haushalte, sondern drängt auch die Zentralbanken zur Abkehr von der lockeren Geldpolitik. Während bei Bankeinlagen und Anleihen die Zeit negativer Zinsen bzw. Renditen zu Ende geht, ist im Kreditgeschäft ebenfalls bereits ein spürbarer Zinsanstieg erkennbar. So stiegen die durchschnittlichen Hypothekenzinsen im Neugeschäft mit 10jähriger Zinsbindung von 1,0% Ende 2021 bis Mitte Mai auf über 2,7%. Zwar liegt das noch weit unter den extrem hohen Zinsen von Anfang der 1990er Jahre. Trotzdem hat der Wunsch vieler Kunden, sich die niedrigen Zinsen für die nächsten Jahre zu sichern, die Kreditnachfrage stimuliert. Hinzu kommen die gestiegenen Immobilienpreise bzw. Baukosten, die höhere Kreditsummen erfordern. Dadurch ist die Neuvergabe von Immobilienkrediten an private Haushalte im ersten Quartal 2022 auf 83,7 Mrd. Euro gewachsen. Das sind 15,5% mehr als in Q1/2021.

Die Neuvergabe von Immobilienkrediten an private Haushalte ist im ersten Quartal 2022 kräftig gestiegen

REKORD-IMMOBILIEN-KREDITVERGABE AN PRIVATE HAUSHALTE IN Q1/2022
 IN MIO. EURO IM QUARTAL (LS.), EFFEKTIVZINSSATZ IN %* (RS.)



*monatlicher durchschnittlicher Effektivzinssatz für Immobilienkredite Quellen: Bundesbank, DZ BANK

Aktuell verzögern Materialknappheit, hohe Baupreise und Fachkräftemangel die Wohnungsfertigstellungen spürbar. Trotzdem ist für 2022 und 2023 mit einem weiteren Anstieg der Kreditaufnahme zu rechnen, der allerdings nicht mehr die extrem hohe Zuwachsrate des letzten Jahres von 19,4% erreichen dürfte. Ähnliches gilt für die Nettoinvestitionen, die bei den privaten Haushalten vor allem aus dem Erwerb von Wohneigentum bestehen.

GELDERMÖGENSBILDUNG PRIVATER HAUSHALTE¹ IN DEUTSCHLAND

	2019	2020	2021v	2022p	2023p	2020	2021v	2022p	2023p
	in Mrd. Euro					Veränderung in % gg. Vorjahr			
Mittelaufkommen²									
Ersparnis	218,7	327,1	311,1	214	215				
+ Empfangene Vermögensübertragungen	11,8	9,3	13,3	14	14				
= Eigene Anlagemittel	230,5	336,4	324,3	228	228				
+ (Netto-)Kreditaufnahme	83,5	84,2	100,5	110	115				
= Gesamtes Mittelaufkommen	314,0	420,6	424,8	338	343				
Mittelverwendung²									
- Nettoinvestitionen ³	34,9	29,0	46,4	54	59				
= Geldvermögensbildung	279,1	391,6	378,4	284	285	40,3	-3,4	-24,9	0,4
<i>nachrichtlich: Sparquote in %⁴</i>	10,8	16,1	15,0	9,9	9,5				

¹einschließlich Organisationen ohne Erwerbszweck ²in jeweiligen Preisen ³einschließlich Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern ⁴Ersparnis in % des verfügbaren Einkommens Stand: 20.05.2022 Quellen: Bundesbank, Statistisches Bundesamt, v=vorläufig p=Prognose DZ BANK

Unter Berücksichtigung von Kreditaufnahme und Investitionen verbleiben im laufenden Jahr voraussichtlich gut 280 Mrd. Euro für die Geldvermögensbildung und 2023 nur wenig mehr. Der Rückgang um rund ein Viertel im Vergleich zum letzten Jahr bedeutet eine „Normalisierung“ der Geldvermögensbildung auf Vor-Corona-Niveau.

Der Rückgang der Geldvermögensbildung um rund ein Viertel bedeutet eine „Normalisierung“ auf Vor-Corona-Niveau

Verändertes Umfeld für die Geldanlage

Allerdings hat sich das Umfeld für die Geldanlage mit Auslaufen der Corona-Beschränkungen und Kriegsausbruch in der Ukraine radikal verändert. Das betrifft die lang ersehnte Zinswende. So hat die durchschnittliche Umlaufrendite inländischer Rentenpapiere inzwischen nicht nur die Negativzone verlassen, sondern ist in kürzester Zeit auf zuletzt 1,3% gestiegen. Auch bei Bankeinlagen ist ein Trend steigender Zinsen allmählich erkennbar. Auch wenn das Zinsniveau im historischen Vergleich noch niedrig ist, verspricht die Zinswende doch nachhaltig zu sein.

Auch wenn das Zinsniveau im historischen Vergleich noch niedrig ist, verspricht die Zinswende doch nachhaltig zu sein

ZINSWENDE: KRÄFTIGER RENDITEANSTIEG SEIT JAHRESBEGINN
 IN %*

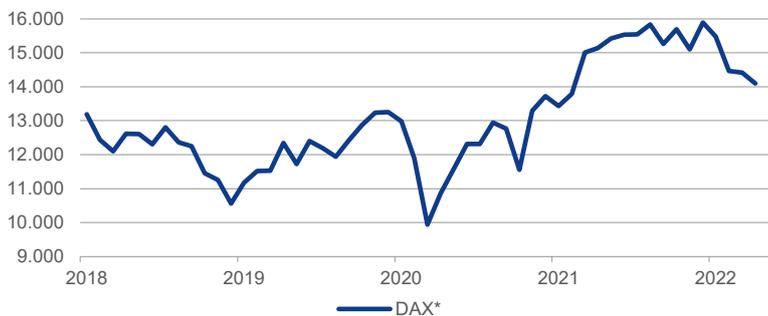


*tagesdurchschnittliche Umlaufrendite inländischer Inhaberschuldverschreibungen, 01.01.13 bis 20.05.22
 Quelle: Bundesbank

Allerdings hat der Kriegsausbruch zu einem spürbaren Nachgeben der Aktienkurse geführt. Erreichte beispielsweise der DAX zum Jahresstart noch ein Allzeithoch bei fast 16.300 Indexpunkten, brach er zeitweise auf gut 12.800 Punkte ein, um sich später um die 14.000 Punkte zu stabilisieren. Neben dem Krieg und dem Zinsanstieg sind insbesondere die strengen Corona-Maßnahmen in China ein größeres Risiko für den Aktienmarkt. Allerdings sind die marktübergreifenden Gewinnerwartungen für die nächsten Jahre recht robust geblieben. Unter der Annahme, dass die kriegerischen Auseinandersetzungen mittelfristig ein Ende finden und sich die Lage stabilisiert, bestehen gute Aussichten, dass der DAX seine Kursverluste seit Jahresbeginn teilweise wieder aufholen kann. Die sehr hohen Kursgewinne des letzten Jahres können für das laufende und nächste Jahr jedoch nicht erwartet werden.

Der Kriegsausbruch hat zu einem spürbaren Nachgeben der Aktienkurse geführt

KURSKORREKTUR: RÜCKGANG DURCH UKRAINE-KRIEG
DAX PERFORMANCEINDEX*



*Basis: Ultimo 1987 = 1.000, Monatsendstand, Jan. 2018 bis Apr. 2022
Quellen: Bundesbank, Deutsche Börse AG

Neue Aktienkultur bleibt intakt

Trotz steigender Zinsen und weiterer Risiken für den Aktienmarkt dürfte die zuletzt beobachtbare „neue Aktienkultur“ in Deutschland intakt bleiben. Aufgrund der langen Phase extrem niedriger Zinsen setzten private Anleger zunehmend auf Wertpapiere. Allein in der Zeit von Ende 2019 bis Ende 2021 stieg die Zahl der Wertpapierdepots um 4,4 Millionen auf fast 28 Millionen. Gleichzeitig erfreut sich die Anlage in Aktien und vor allem in Investmentfonds wachsender Beliebtheit. Legten die Privathaushalte 2019 noch rund 54 Mrd. Euro frisches Geld in diesen beiden Anlagekategorien an, waren es 2020 bereits 93 und im letzten Jahr dann 139 Mrd. Euro. Dabei ließen sich die Privatanleger auch nicht vom bereits sehr hohen Kursniveau abschrecken, sondern verlagerten das Gewicht 2021 stärker in Fonds. Hierzu hat auch beigetragen, dass immer mehr Bürger Fondssparpläne nutzen, um regelmäßig einen festen Betrag ihres Einkommens in Investmentfonds anzulegen. Fondssparpläne haben inzwischen bei vielen privaten Haushalten die früher beliebten Banksparpläne abgelöst.

Trotz Zinsanstieg und weiterer Risiken dürfte die zuletzt beobachtbare „neue Aktienkultur“ in Deutschland intakt bleiben

Trotz kriegsbedingter Aktienkurseinbrüche Anfang März fiel die Neuanlage in Fonds nach BVI*-Angaben in Q1/2022 zwar schwächer aus, blieb insgesamt aber positiv. Getragen wurde die erfreuliche Entwicklung vor allem von Mischfonds und reinen Aktienfonds. Das bestätigt unsere Einschätzung, dass die neue Aktienkultur in Deutschland ein nachhaltiger Trend ist. Stabilisierend auf den Trend wirken, dass

- » viele der verstärkt jungen Erstanleger zu einem Zeitpunkt eingestiegen sind, als das Kursniveau noch vergleichsweise niedrig war,
- » vor allem auch in ETFs, Aktien- und Mischfonds investiert wird, die eine breitere Risikostreuung bieten,

*Bundesverband Investment und Asset Management e.V.

» und regelmäßige Fondssparpläne verstärkt Einsatz finden.

NEUE AKTIENKULTUR: WERTPAPIERBOOM IN DEUTSCHLAND HÄLT AN
 PRIVATE GELDVERMÖGENSBILDUNG* IN MRD. EURO



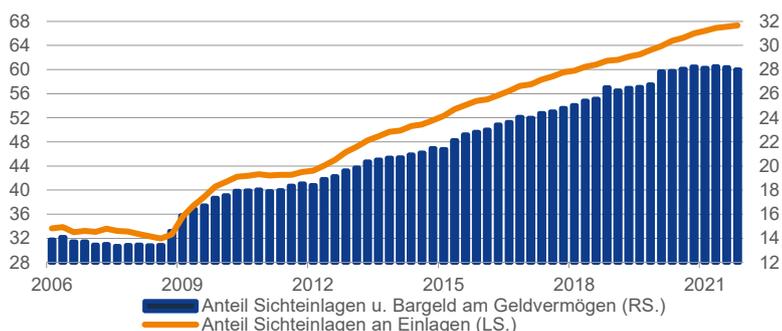
*in ausgewählten Anlageformen Quelle: Bundesbank

Verkürzung des Geldanlagestaus in Sicht

Die neue Aktienkultur dürfte dazu beitragen, dass der massive Geldanlagestau bei den privaten Haushalten im laufenden und im nächsten Jahr spürbar verringert werden kann. Die über sehr lange Zeit extrem niedrigen Zinsen brachten die in der Vergangenheit überwiegend eher risikoscheuen Privatanleger in ein Dilemma: Einerseits waren sie angesichts niedriger Zinsen verständlicherweise kaum bereit, sich langfristig in Einlagen oder Rentenpapieren zu binden. Andererseits mieden sie Aktien und andere schwankungsanfällige Anlageformen. Häufig blieben Ersparnisse und Rückflüsse aus Geldanlagen daher einfach auf dem Girokonto stehen. Der Anteil von Sichteinlagen und Bargeld am gesamten privaten Geldvermögen wuchs ab 2008 nahezu stetig von 13½% auf über 28%. Selbst als Negativzinsen verstärkt Einzug bei Tagesgeld- und Girokonten hielten und sich immer mehr Privatanleger 2020 und 2021 für Aktien und Fonds öffneten, verkürzte sich der Stau kaum. Ursache war die hohe zusätzliche Ersparnis während der Corona-Krise, die für eine Sichteinlagenflut der privaten Haushalte bei den Banken sorgte und die neue Aktienkultur überlagerte. Mit der Normalisierung der Sparquote in diesem Jahr fällt dieser Effekt weg und der Anteil der Mittel am Geldvermögen, die nicht angelegt, sondern in Form von Sichteinlagen und Bargeld „zwischengeparkt“ sind, dürfte spürbar zurückgehen.

Der Geldanlagestau bei privaten Haushalten dürfte sich 2022/23 spürbar verringern

PRIVATE HAUSHALTE: GELDDANLAGESTAU
 IN % DES GESAMTEN GELDVERMÖGENS (RS.), IN % ALLER EINLAGEN (LS.)



Quellen: Bundesbank, DZ BANK

Vermögensaufbau verlangsamt sich

In den letzten beiden Jahren sorgten die sehr hohe Ersparnis der Bürger und teils hohe Aktienkursgewinne für einen kräftigen Anstieg des privaten Geldvermögens um 6,7 bzw. 8,4%. In diesem Jahr dürfte sich der Vermögensaufbau mit nur noch 2,3% spürbar verlangsamen. Verantwortlich hierfür sind der Rückgang der Sparquote auf "Normalniveau" und Kurskorrekturen an den Aktienmärkten durch den Ukraine-Krieg, Lieferkettenprobleme der Industrie sowie die Zinswende. Trotzdem wird bis Jahresende voraussichtlich die 8-Bill. Euro-Grenze beim Geldvermögen überschritten. Unter der Annahme, dass es noch in diesem Jahr zu einer Stabilisierung der Lage in der Ukraine kommt und die Lieferketten wieder in ihren Rhythmus zurückfinden, kann im nächsten Jahr bei normaler Sparquote mit positive Bewertungseffekten gerechnet werden, so dass das Geldvermögen mit 5,3% wieder kräftiger auf dann 8,4 Bill. Euro wächst.

GELDVERMÖGEN PRIVATER HAUSHALTE¹ IN DEUTSCHLAND

	2019	2020	2021	2022p	2023p	2020	2021	2022p	2023p
	in Mrd. Euro					Veränderung in % gg. Vorjahr			
Geldvermögensbestände	6.772,6	7.226,9	7.833,7	8.014	8.437	6,7	8,4	2,3	5,3
Einlagen	2.710,4	2.924,2	3.070,3	3.170	3.255				
Renten- und Geldmarktpapiere ²	153,3	143,7	138,7	137	137				
Aktien	481,6	563,2	723,1	680	765				
Fonds	768,9	828,6	1.035,5	1.069	1.242				
Bei Versicherungen	1.993,6	2.068,9	2.141,6	2.214	2.284				
Sonstige ³	664,8	698,3	724,5	744	754				

¹einschließlich Organisationen ohne Erwerbszweck ²einschließlich Zertifikate ³Ansprüche aus Pensionsversicherungen, sonstige Beteiligungen, sonstige Forderungen Stand: 20.05.2022 Quellen: Bundesbank, p=Prognose DZ BANK

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: Uwe Fröhlich (Co-Vorstandsvorsitzender), Dr. Cornelius Riese (Co-Vorstandsvorsitzender), Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Wolfgang Köhler, Michael Speth, Thomas Ullrich

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: Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2022 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 Aktualisierung 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. Refinitiv, Bloomberg, VWD, IHS 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** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland** freigegeben.

Dieses Dokument wurde von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten 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‘, und / oder ‚expert investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

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

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 im Ausland 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. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, 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 oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, 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 gegebenenfalls 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 Meinungen und gegebenenfalls Empfehlungen 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 Do-

kuments 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 GmbH

Weder IHS 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 IHS 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 IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens IHS 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 IHS 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.

Die in Texten und Grafiken enthaltenen Preisnotierungen sowie Rendite- und Spreadangaben sind bei IHS Markit regelmäßig auf den Stand zum Vorabend aktualisiert.

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit/ Sustainability

Die Einschätzung zur Nachhaltigkeit eines Emittenten (Erteilung des DZ BANK Gütesiegels für Nachhaltigkeit) basiert auf dem EESG-Modell, welches durch das DZ BANK Research entwickelt wurde. Die Nachhaltigkeitseinschätzung des EESG-Modells wird im Wesentlichen aus Daten und Informationen abgeleitet, die dem DZ BANK Research durch Sustainability (Powered by Sustainability) bereitgestellt werden. Weitere Angaben zum EESG-Modell können in dem Methodenansatz Nachhaltigkeitsresearch unter www.dzbank.de/Pflichtangaben kostenlos eingesehen werden.

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