

# Konjunktur

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## "Corona" trifft Konsum, Löhne und Einkommen der privaten Haushalte schwer

- » **Aufgrund der Corona-Pandemie ist in den großen westlichen Industriestaaten mit einem dramatischen Einbruch beim privaten Konsum zu rechnen.**
- » **Die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte dürften angesichts der steigenden Arbeitslosenzahlen und der Lohnzurückhaltung stark sinken.**
- » **Mit der Konsumzurückhaltung steigt die Sparquote tendenziell an. Die zusätzlichen Ersparnisse dürften in vielen Ländern auch zur Finanzierung der rasant zunehmenden Staatsschulden verwendet werden.**

### Zusammenfassung:

In allen Regionen der Welt ist die Wirtschaft durch die Corona-Pandemie in eine tiefe Rezession gestürzt. Besonders beim privaten Konsum gibt es in den westlichen Industriestaaten dramatische Einbrüche. Denn zum einen lässt der in vielen Ländern bestehende „Lockdown“ der Wirtschaft derzeit zahlreiche Konsumaktivitäten nicht zu.

Zum anderen steigen sowohl in den USA und Großbritannien als auch in Kontinentaleuropa die Arbeitslosen- und Kurzarbeiterzahlen in hohem Tempo an. Weil die staatlichen Kompensationszahlungen die Lohnausfälle der betroffenen Personen nicht vollständig auffangen, sinkt das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte. Aber selbst Arbeitnehmer, die von Arbeitslosigkeit und Kurzarbeit verschont bleiben, leiden unter der Corona-Krise. Die Lohnsteigerungen dürften in diesem Jahr gering ausfallen. In der Summe werden die Bürger von größeren Anschaffungen vorerst absehen. Das ist vor allem für traditionell konsumfreudige Länder äußerst schmerzhaft.

Als Folge der Konsumzurückhaltung der privaten Haushalte wird die Sparquote in den westlichen Industriestaaten tendenziell steigen, obwohl der finanzielle Spielraum für die Bürger im Schnitt kleiner wird. Normalerweise könnten die höheren Ersparnisse für private Investitionen genutzt werden. Da Unternehmen derzeit aber wohl kaum Investitionen tätigen, dürften die zusätzlichen Gelder über Börsen oder Finanzintermediäre auch zur Finanzierung der explodierenden Staatsschulden genutzt werden.

Für die Wirtschaft bleibt zu hoffen, dass die damit bezahlten Fiskalmaßnahmen der Regierungen einen schlimmeren Konjunkturunbruch verhindern können. Derzeit steht die Bekämpfung der Pandemie, von Arbeitslosigkeit und von Unternehmensinsolvenzen klar im Vordergrund. Wenn die Situation unter Kontrolle ist, können gegebenenfalls auch konsumsteigernde Maßnahmen ergriffen werden.

## VOLKSWIRTSCHAFT

Fertiggestellt:  
21.4.2020 11:33 Uhr

## INHALT

Corona sorgt für Einbruch beim privaten Konsum	2
Rasant steigende Arbeitslosenzahlen drücken Lohnwachstum und Einkommen privater Haushalte	3
Deutschland: Privathaushalte legen deutlich mehr auf die hohe Kante	4
Frankreich: „Stabiler“ Privatkonsum wird spürbar sinken	6
Italien: Corona-Krise trifft Italien zur Unzeit	7
Spanien: Corona-Krise trifft auf widrige Voraussetzung der privaten Haushalte	9
Großbritannien: Konsumeinbruch trifft britische Wirtschaft hart	10
USA: Privater Konsum ist wichtiger Wachstumsträger	11

I. IMPRESSUM	14
--------------	----

Editor:  
Alexander Buhrow, Economist

## Corona sorgt für Einbruch beim privaten Konsum

Die Corona-Pandemie hat sich rund um den Globus rasant ausgebreitet und sorgt in allen Weltregionen für einen dramatischen Einbruch der Wirtschaftsleistung in der ersten Jahreshälfte 2020. In einer ersten Studie<sup>1</sup> haben wir bereits die damit einhergehenden Folgen für die Arbeitsmärkte der westlichen Industrienationen beleuchtet. In dieser Studie legen wir den Fokus auf die Auswirkungen der Pandemie auf die Entwicklung von Löhnen, verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte und den privaten Konsum in den USA sowie in den größten europäischen Volkswirtschaften.

Aufgrund der Corona-Krise wird es wohl besonders beim privaten Konsum erhebliche Rückschläge geben. Denn aufgrund der hohen Ansteckungsgefahr mit dem Virus gelten seit einigen Wochen in vielen Ländern Ausgangsbeschränkungen. Das öffentliche Leben ist dadurch lahmgelegt und viele Geschäfte sowie Gastronomiebetriebe bleiben geschlossen. Der sich anbahnende Kollaps beim privaten Konsum ist für die westlichen Industrienationen ein erhebliches Problem. Schließlich erwies sich die zunehmende Konsumfreude der Bevölkerung im vergangenen Jahr noch als stabile Säule des Wirtschaftswachstums, während die Industrie bereits mit den geopolitischen Risiken und internationalen Handelsstreitigkeiten ins Wanken geriet. Vor allem in den USA und Großbritannien hat der private Konsum traditionell ein hohes Gewicht. Entsprechend ist ein Absturz der Konsumtätigkeit, der in der aktuellen Corona-Krise sogar erheblich stärker auszufallen droht als in der Finanzkrise 2008/2009, für diese Länder besonders schmerzhaft. Aber selbst für Deutschland oder die großen südeuropäischen Volkswirtschaften ist ein herber Rückschlag beim privaten Konsum nur schwer zu verdauen, da er mit über 50 Prozent gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) auch in diesen Ländern von sehr großer Bedeutung ist.

Wann die wirtschaftliche Erholung einsetzen wird und wie gut sie gelingt, hängt wesentlich von den Schritten zur Lockerung des „Lockdowns“ in den einzelnen Volkswirtschaften ab. Während wenige Länder wie Österreich oder Deutschland sich diesbezüglich bereits vortasten, ist andernorts eine solches Vorgehen noch kein Thema. Aber selbst wenn die Beschränkungen für Bürger und Unternehmen langsam zurückgenommen werden, dürfte sich der private Konsum – und damit letztlich auch die Gesamtwirtschaft – nur relativ langsam erholen.

## Dramatischer Einbruch der Wirtschaftsleistung durch Corona

## Kollaps des privaten Konsums

## Erholung erfolgt nur langsam

### Übersicht: Privater Konsum, Lohn- und Einkommensentwicklung, Arbeitsmärkte, Sparquote

Land	Privater Konsum im Verhältnis zum BIP* (in %) 2019	Entwicklung des privaten Konsums (in %): In der Finanzkrise / Prognose 2020	Durchschnittliche Arbeitslosenquote (in %) 2019 / Prognose 2020	Entwicklung der Reallöhne** (in %) 2019 / Prognose 2020	Entwicklung der nominalen verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte (in %) 2019 / Prognose 2020	Beschäftigungswachstum (in %) 2019 / Prognose 2020	Sparquote*** der privaten Haushalte (in %)
Deutschland	52	-1,8 / -2,8	5,0 / 5,9	1,2 / 2,0	2,8 / -1,1	0,9 / -0,7	10,9
Frankreich	54	-0,4 / -4,9	8,5 / 11,0	0,4 / 0,9	3,0 / -3,0	1,0 / -3,5	8,4
Italien	60	-2,4 / -6,6	10,0 / 15,0	1,1 / 1,0	1,1 / -7,0	0,5 / -6,0	2,5
Spanien	55	-5,6 / -5,8	14,1 / 19,1	2,2 / 1,0	4,0 / -8,0	2,0 / -7,0	2,4
Großbritannien	65	-5,0 / -6,3	3,8 / 6,0	1,6 / 1,2	2,6 / -3,0	1,1 / -2,0	0,5
USA	69	-1,9 / -8,4	3,7 / 10,8	1,5 / 1,0	4,3 / -5,0	1,4 / -8,0	7,9

\* BIP = Bruttoinlandsprodukt \*\* Eigene Berechnung anhand von nationalen Lohnindizes und Inflationsdaten \*\*\*Nettosparquote: Werte für Deutschland und USA von 2019, sonst 2018.

Quelle: EU-Kommission, Eurostat, BLS, DZ BANK

<sup>1</sup> Siehe: „Corona-Krise: Wie schlimm trifft es die Arbeitsmärkte“, Studie der DZ BANK vom 06.04.2020

## Rasant steigende Arbeitslosenzahlen drücken Lohnwachstum und Einkommen privater Haushalte

Vor allem eine höhere Arbeitslosigkeit stellt infolge der aktuellen Krise ein erhebliches und länger anhaltendes Problem für die westlichen Industrieländer dar. Wir rechnen sowohl in den größten europäischen Volkswirtschaften als auch in den USA mit einem teilweise sehr drastischen Anstieg der Arbeitslosenquoten. Die umfangreichen Fiskalmaßnahmen der Regierungen und die eingeführten Kurzarbeitsregelungen werden diesen zwar bremsen, aber nicht verhindern können. Vor allem in den angelsächsischen Staaten, die traditionell einen geringeren Kündigungsschutz für Arbeitnehmer aufweisen, und in den besonders stark von der Corona-Pandemie betroffenen südeuropäischen Ländern schnellen die Arbeitslosenzahlen in die Höhe.

Die verfügbaren Einkommen werden aufgrund der Lohnausfälle, die durch die rasant steigenden Arbeitslosen- und Kurzarbeiterzahlen entstehen, unter Druck geraten. Die staatlichen Kompensationsleistungen für Betroffene decken schließlich die verloren gegangenen Lohnzahlungen nicht vollständig. Mit hohen Einkommenseinbußen kämpfen zudem Selbstständige, deren Läden, Pensionen und Betriebe geschlossen haben. Länder mit vergleichsweise großzügigem Sozialsystem, wie Deutschland, sollten die Auswirkungen der Krise dabei besser abfedern können und dadurch geringere Einbußen bei den verfügbaren Einkommen verzeichnen.

Aber selbst die Arbeitnehmer, die von Arbeitsplatzverlust und Kurzarbeit verschont bleiben, werden negativ von der Krise betroffen sein. Denn grundsätzlich schwächt die schlechtere Arbeitsmarktlage die Verhandlungsposition der Arbeitnehmer. Sofern Verhandlungen über tarifliche oder freiwillige Gehälter nicht vor dem Ausbruch der Corona-Pandemie abgeschlossen wurden, dürften etwaige Gehaltssteigerungen geringer ausfallen oder vollständig unterbleiben. Ebenso werden von der Krise betroffene Arbeitgeber versuchen, flexible Bonuszahlungen oder sonstige freiwillige Leistungen für die Mitarbeiter möglichst zu kappen.

Wir gehen für das Jahr 2020 von einem deutlich schwächeren Reallohnwachstum in den schwer gebeutelten südeuropäischen Ländern und Großbritannien sowie in den USA aus. In Spanien und Italien könnte sich die Wachstumsrate der Löhne gegenüber 2019 sogar halbieren. In Deutschland und Frankreich dürften die realen Löhne 2020 dagegen etwas schneller wachsen als im vergangenen Jahr. Dies ist aber nur eine Folge bereits getroffener Tarifvereinbarungen und einem kräftigen Rückgang der Inflationsraten. Die geringere Teuerung verschafft den Haushalten immerhin etwas finanziellen Spielraum, was sich positiv bei den Reallöhnen niederschlägt. Dies darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Lohnzurückhaltung auch hierzulande den Arbeitnehmern schadet – vor allem, wenn sie noch im kommenden Jahr anhalten sollte, während der Inflationsdruck wieder anzieht.

Insgesamt verschlechtert sich die Einkommenssituation der privaten Haushalte in den westlichen Industriestaaten durch die Corona-Krise deutlich. Neben den Lohn-einkommen werden in der Summe auch die Unternehmens- und Vermögenseinkommen wohl erheblich reduziert. Damit werden sich die Haushalte bei größeren Anschaffungen vorerst zurückhalten. Trotz steigender Arbeitslosenzahlen und geringer Lohnsteigerungen dürfte sich dadurch die Sparquote tendenziell erhöhen. Vor allem in Deutschland, wo die Haushalte ohnehin traditionell einen vergleichsweise hohen Anteil ihres Einkommens auf die hohe Kante legen, rechnen wir mit einem sehr deutlichen Anstieg der Sparquote. Aber auch in Südeuropa, wo es den Haushalten angesichts eines niedrigeren Lohnniveaus offensichtlich schwerer fällt, Geld beisei-

**Hohe Arbeitslosigkeit wird ein zunehmendes Problem ...**

**... das hat Folgen für das Lohnwachstum und die verfügbaren Einkommen**

**Lohnsteigerungen werden gedrückt**

**Schwaches Reallohnwachstum in Italien, Spanien sowie in den angelsächsischen Staaten**

**Haushalte profitieren kurzfristig von geringem Inflationsdruck**

**Einkommenssituation der privaten Haushalte verschlechtert sich**

**Als Folge steigt die Tendenz zum Sparen**

tezulegen, und den sonst so konsumorientierten angelsächsischen Staaten dürfte mit den wirtschaftlichen Sorgen die Sparneigung zulegen.

Die zusätzlichen Ersparnisse bieten in gesamtwirtschaftlicher Betrachtung zwar Raum für mehr Investitionen. Weltweit sind aber derzeit umfangreiche Investitionen für die allermeisten Unternehmen wohl kaum ein Thema. Daher dürften die höheren Sparbeträge in vielen Ländern über Börsen oder Finanzintermediäre letztlich auch zur Finanzierung der explodierenden Staatsschulden verwendet werden. Für die Wirtschaft bleibt zu hoffen, dass die Regierungen mit sinnvollen Fiskalmaßnahmen einen schlimmeren Konjunkturerbruch verhindern. Aktuell stehen die Bekämpfung der Pandemie, steigender Arbeitslosenzahlen sowie von drohenden Unternehmensinsolvenzen im Vordergrund. Wenn die Situation unter Kontrolle ist, können gegebenenfalls auch konsumfördernde Maßnahmen ergriffen werden. Ein Beispiel hierfür ist die „Abwrackprämie“, mit der Deutschland in der Finanzkrise gute Erfahrungen gemacht hat.

Alexander Buhrow, Economist

**Ersparnisse finanzieren auch Staatsschulden**

**Bekämpfung der Pandemie, von Arbeitslosigkeit und von Insolvenzen hat aktuell Priorität**

### **Deutschland: Privathaushalte legen deutlich mehr auf die hohe Kante**

Für das Gesamtjahr 2020 gehen wir für Deutschland aktuell von einem gesamtwirtschaftlichen Minus von rund 4 Prozent aus. Auch wenn gelockerte Regelungen zur Kurzarbeit die Folgen für den deutschen Arbeitsmarkt abfedern, dürfte die Arbeitslosenquote von 5,0 Prozent in 2019 auf knapp 6 Prozent in diesem Jahr steigen.

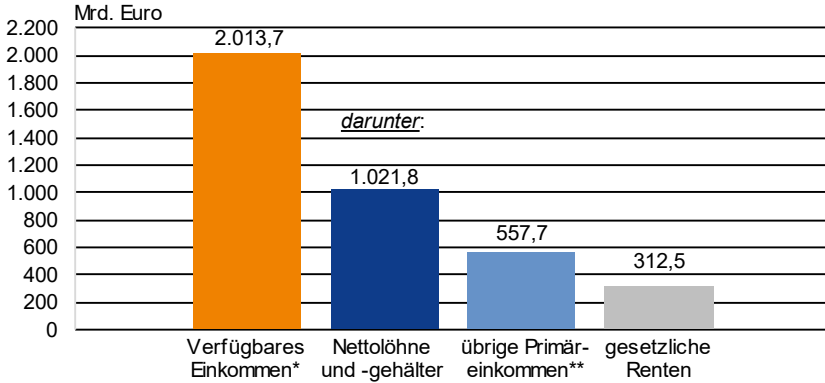
**Die deutsche Wirtschaft dürfte dieses Jahr um rund 4 Prozent schrumpfen**

### **Erhebliche Einkommenseinbußen vor allem für Selbstständige**

Für einen Teil der privaten Haushalte ist die Krise mit erheblichen Einkommenseinbußen verbunden. Betroffen sind vor allem Selbstständige, die ihre Geschäfte, Restaurants und Studios schließen mussten oder deren Aufträge weggebrochen sind. Die Einkommenskategorie „Selbstständigeneinkommen, Betriebsüberschüsse, Vermögenseinkommen“ dürfte 2020 um weit über 10 Prozent niedriger ausfallen als im letzten Jahr. Aber auch Arbeitnehmer leiden durch Kurzarbeit und Jobverlust unter den Corona-Folgen. In der Summe dürfen die hiervon ausgehenden Lohn- und Gehaltseinbußen die tariflichen und freiwilligen Lohnsteigerungen der Arbeitgeber überschreiten. Dagegen können sich die 21 Millionen Rentnerinnen und Rentner über kräftig wachsende Ruhestandsbezüge freuen: Im Juli letzten Jahres wurden die gesetzlichen Renten im Westen bereits um rund 3,2 und im Osten um 3,9 Prozent angehoben und ab Juli 2020 kommen nochmal 3,45 bzw. 4,2 Prozent oben drauf. Trotzdem wird das verfügbare Einkommen privater Haushalte in diesem Jahr insgesamt um 1,1 Prozent schrumpfen. Davor gab es den letzten nominalen Einkommensrückgang im Jahr 2009 als Folge der schweren Finanz- und Wirtschaftskrise, der allerdings schwächer ausfiel als das, was jetzt zu erwarten ist.

**Das verfügbare Einkommen privater Haushalte dürfte spürbar sinken**

**VERFÜGBARES EINKOMMEN PRIVATE HAUSHALTE\* IN DEUTSCHLAND 2019**



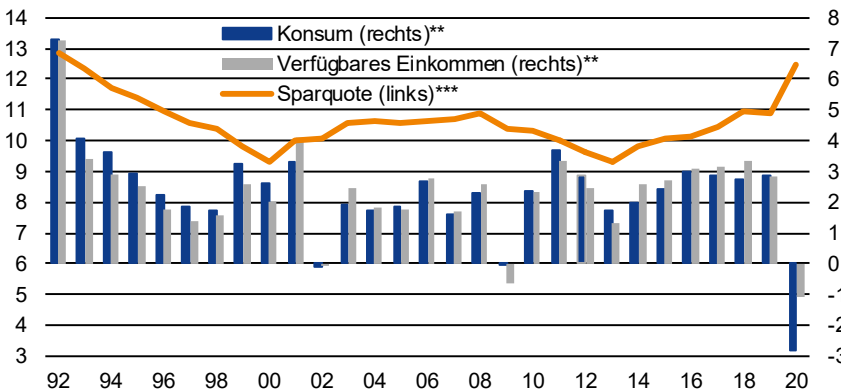
\*\*Private Haushalte einschließlich Organisationen ohne Erwerbszweck; verfügbares Einkommen einschließlich Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche \*\*Selbstständigeneinkommen, Betriebsüberschüsse, Vermögenseinkommen Quelle: Statistisches Bundesamt

**Private Haushalte legen mehr auf die hohe Kante**

Auch wenn es betroffenen Privathaushalten durch die Einkommenseinbußen schwerer fällt, etwas auf die hohe Kante zu legen, dürfte die Sparquote in Deutschland in diesem Jahr insgesamt kräftig steigen. Dazu tragen vor allem die Verunsicherungen über die Arbeitsplatzsicherheit und die Einkommensperspektiven bei. Die daraus resultierende Konsumzurückhaltung kann insbesondere bei langlebigen Konsumgütern wie z.B. Autos beobachtet werden. Hinzu kommen Konsumeinschränkungen durch den „Lockdown“ bei Urlaubsreisen, Restaurantbesuchen, Freizeitaktivitäten, Kleidung oder beim Friseur, die sich später nur zum Teil nachholen lassen. Lediglich die Lebensmitteleinzelhändler können sich über Umsatzzuwächse durch die Selbstversorgung als Ersatz für Restaurant- und Kantinenbesuche freuen. Alles in allem dürfte der private Konsum in Deutschland um 2,8 Prozent sinken. Das ist der stärkste nominale Einbruch seit der Wiedervereinigung. Dass auch die Inflationsrate angesichts niedriger Ölpreise auf ein Niveau knapp oberhalb der 0%-Linie fallen dürfte, ist dabei nur ein schwacher Trost. Durch den Konsumeinbruch steigt der Anteil der Ersparnis am verfügbaren Einkommen von 10,9 Prozent im letzten Jahr auf 12,5 Prozent in diesem. Das ist die höchste private Sparquote seit 1992.

**Die private Sparquote steigt 2020 auf voraussichtlich 12,5 Prozent**

**EINKOMMEN, KONSUM UND SPARQUOTE PRIVATER HAUSHALTE\* IN DEUTSCHLAND**



\*\*Private Haushalte einschließlich Organisationen ohne Erwerbszweck \*\*nominaler Zuwachs in % gg. Vorjahr \*\*\*Ersparnis in Prozent des verfügbaren Einkommens Quellen: Statistisches Bundesamt, 2020 Prognose DZ BANK

### **Abfederung der Schäden durch die Folgen der Corona-Virus-Ausbreitung**

Mit dem Konsumeinbruch geht auch eine wichtige Stütze der konjunkturellen Entwicklung der letzten Jahre in Deutschland verloren, die zuletzt rund 52 Prozent des Bruttoinlandsprodukts erreichte. Gleichzeitig ist Deutschland durch seine Exportstärke in hohem Maße den wachsenden Risiken eines geschwächten Welthandels ausgesetzt. Trotzdem besteht die Hoffnung, dass die deutsche Volkswirtschaft im Vergleich zu anderen Industrieländern die Schäden durch die Folgen der Corona-Virus-Ausbreitung besser abfedern kann. Hierzu tragen die solide Haushaltsführung und der Schuldenabbau der letzten Jahre bei, die den Staat jetzt in die Lage versetzen, ein umfassendes wirtschaftliches Hilfsprogramm zu starten. Dazu trägt auch eine ausgewogene soziale Sicherung bei, die, wie im Fall der Kurzarbeiter-Regelung, vorübergehend bedarfsgerecht ausgeweitet werden kann. Das hat sich bereits in der zurückliegenden schweren Finanz- und Wirtschaftskrise bewährt, indem leistungsfähige Wirtschaftsstrukturen und Arbeitsplätze erhalten wurden, was den wirtschaftlichen Erholungsprozess enorm erleichtert hat.

Michael Stappel, Economist

**Eine ausgewogene soziale Sicherung trägt in Deutschland zur Abfederung der Krise bei**

### **Frankreich: „Stabiler“ Privatkonsum wird spürbar sinken**

Die geringere Abhängigkeit der französischen Volkswirtschaft vom Welthandel – gemessen an den Exporten und/oder Importen des Bruttoinlandsprodukts (BIP) – lässt eigentlich eine größere Bedeutung der privaten Konsumausgaben auf der Verwendungsseite des BIP vermuten. Tatsächlich machen die Konsumausgaben der privaten Haushalte in Frankreich aber „nur“ rund 53 Prozent auf der Verwendungsseite des Bruttoinlandsprodukts aus.

Trotzdem sind die Verbrauchsausgaben der privaten Haushalte eine wichtige und stabile Stütze des Wirtschaftswachstums. Seit dem Jahr 2013 ist die französische Volkswirtschaft im Durchschnitt um 1,2 Prozent pro Jahr gewachsen. Und rund die Hälfte des Wachstums steuerten die privaten Haushalte mit ihren Verbrauchsausgaben bei.

Die wichtige Stabilität des privaten Verbrauchs hat sich auch in der letzten großen Krise gezeigt. Während der Finanzkrise in den Jahren 2008/2009 hatten die Franzosen ihre Konsumbereitschaft zwar eingeschränkt, aber nicht verloren. Trotz steigender Arbeitslosigkeit und Stagnation bei den real verfügbaren Einkommen stiegen die privaten Konsumausgaben in 2008 und 2009 jeweils um 0,4 Prozent. Das Bruttoinlandsprodukt verzeichnete dagegen in 2008 nur ein mageres Plus von 0,1 Prozent und in 2009 ein Minus von 2,8 Prozent.

Die Corona-Pandemie stellt eine schwere Zäsur für Frankreich dar. Erst vor kurzem wurden die strengen Ausgangsbeschränkungen bis zum 11. Mai verlängert. Angesichts der schweren zu erwartenden wirtschaftlichen Konsequenzen des gesellschaftlichen „Lockdowns“ und der Produktionsstilllegungen gehen wir von einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts von 5,2 Prozent im laufenden Jahr in Frankreich aus. Trotz der umfangreichen Bemühungen des französischen Staates im Rahmen eines Fiskalpakets von inzwischen 100 Mrd. Euro und über Kreditgarantien von rund 300 Mrd. Euro für Unternehmen dürfte sich ein Anstieg der Arbeitslosigkeit

**Konsumausgaben entsprechen rund 53 Prozent des BIP**

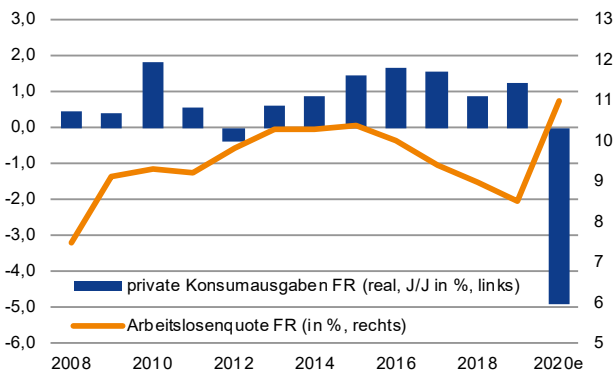
**In den letzten Jahren trug der private Konsum rund die Hälfte zum Gesamtwachstum bei**

**Stabile private Konsumausgaben in der Finanzkrise**

**Corona-Pandemie wird zu einem Anstieg der Arbeitslosigkeit führen**

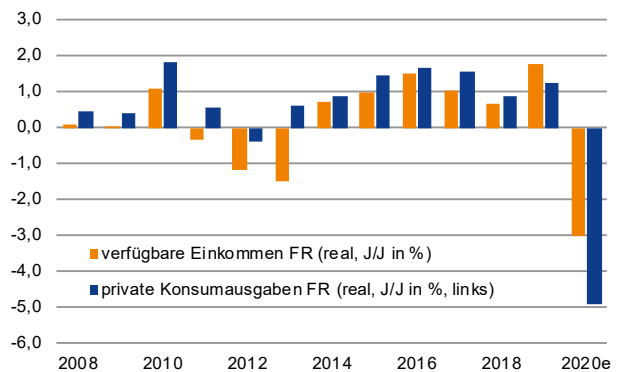
kaum vermeiden lassen. Der geplante Ausbau der Kurzarbeit dürfte einen Teil der Arbeitsplatzverluste und damit einen Teil der Gehaltseinbußen abfedern, aufhalten lassen sie sich aber nicht. Ebenfalls dürften Rückgänge bei den Unternehmens- und Vermögenseinkommen die Zuwächse bei den verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte erheblich schmälern. Die Tariflöhne sind zwar weitestgehend für das laufende Jahr festgelegt, angesichts der Schwere der Krise dürfte es jedoch bei den freiwilligen Lohnkomponenten keine Zuwächse geben. Die Lohndrift dürfte sogar negativ zu Buche schlagen.

**EINE DEUTLICH STEIGENDE AREBITSLOSENQUOTE LÄSST AUCH...**



Quelle: DG ECFIN, INSEE, DZ BANK

**... DIE VERFÜGBAREN EINKOMMEN SINKEN**



Quelle: DG ECFIN, INSEE, DZ BANK

Insgesamt erwarten wir einen Rückgang der verfügbaren Einkommen von rund drei Prozent. Da sich im Jahresmittel die Teuerungsrate der Verbraucherpreise aufgrund der rückläufigen Nachfrage insgesamt aber auch aufgrund der niedrigen Energiepreise nahe der Nulllinie bewegen wird, entspricht dies auch inflationsbereinigt einem Minus von rund drei Prozent. Die privaten Konsumausgaben dürften dabei sogar noch etwas stärker sinken und rund die Hälfte des gesamtwirtschaftlichen Rückgangs des Bruttoinlandsprodukts ausmachen. Neben dem Einkommensrückgang, der die Kaufkraft schälert, bremst der „Lockdown“ die Konsummöglichkeiten. Ausgaben für Gastronomie und sonstige Güter jenseits des Lebensmitteleinzelhandels sind zurzeit schlichtweg nicht möglich.

**Rückgang der verfügbaren Einkommen und „Lockdown“ lassen Konsumausgaben drastisch einbrechen**

Dr. Christoph Swonke, Economist

**Italien: Corona-Krise trifft Italien zur Unzeit**

Die italienische Volkswirtschaft wird von der Corona-Pandemie zu einem Zeitpunkt getroffen, in dem sie fast das Wachstumsschlusslicht des Euro-Raums bildet. Strukturelle Probleme in der Justiz, in der öffentlichen Verwaltung sowie eine Überregulierung in Produkt- und Faktormärkten haben nach der Finanzkrise das Einschwenken auf einen nachhaltigen Wachstumspfad verhindert. Und nun wurden zur Eindämmung der Pandemie weite Teile des Landes stillgelegt. Die Produktion wurde von der Regierung bis auf die lebensnotwendigen Bereiche heruntergefahren. Die Folge des Shutdowns dürfte ein massiver Einbruch der Wirtschaftsleistung sein. Wir erwarten einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts von knapp 10 Prozent im laufenden Jahr. Dies bleibt nicht ohne Folgen für den Arbeitsmarkt und den privaten Konsum.

**Italien leidet schon vor Corona unter einer strukturellen Wachstumsschwäche**

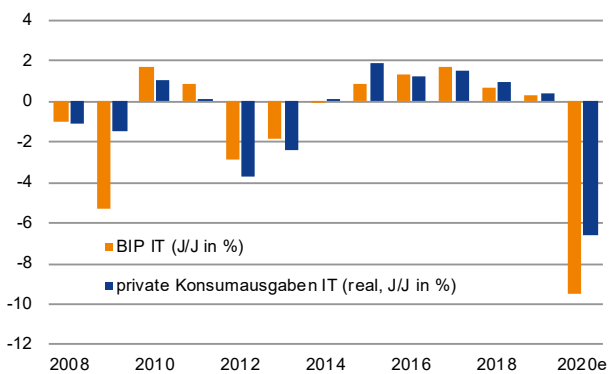
Dass die italienische Volkswirtschaft strukturelle Probleme hat, zeigt nicht nur der Blick auf das Wirtschaftswachstum insgesamt, auch die privaten Konsumausgaben sind nach der Finanzkrise nicht in Gang gekommen. Seit 2010 ist das italienische Bruttoinlandsprodukt jährlich um durchschnittlich 0,3 Prozent gewachsen. Die privaten Konsumausgaben, die rund 60 Prozent des BIP ausmachen, haben aber nur rund ein Drittel zum Wirtschaftswachstum beigetragen. Das geringe Wachstum der Konsumausgaben in den letzten Jahren lag unter anderem an der vergleichsweise hohen Arbeitslosigkeit und dem geringen Wachstum der verfügbaren Einkommen. Während die Arbeitslosenquote nach langer Zeit erst im Jahr 2019 wieder die Marke von 10 Prozent erreichen konnte, belief sich das Plus bei den verfügbaren Einkommen in den letzten Jahren auf kaum mehr als 1 Prozent. In der Folge ist dementsprechend auch die Sparquote von rund 7 Prozent vor der Finanzkrise auf etwas mehr als 2 Prozent zurückgegangen.

**Private Konsumausgaben machen rund 60 Prozent des BIP aus**

Und die Corona Pandemie wird die privaten Konsumausgaben im laufenden Jahr weiter bremsen. Angesichts der zu erwartenden Schwere des wirtschaftlichen Einbruchs in der ersten Jahreshälfte wird die Arbeitslosigkeit deutlich ansteigen. Wir gehen von einem Anstieg der Arbeitslosenquote auf 15 Prozent im Jahresdurchschnitt 2020 aus. Im Jahr 2019 lag die Quote noch bei 10 Prozent.

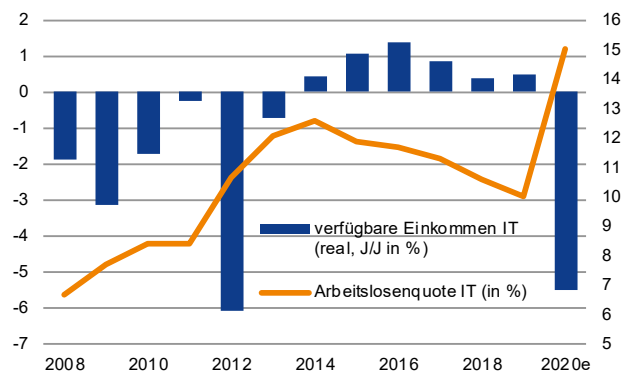
**Anstieg der Arbeitslosenquote auf 15 Prozent**

KEINE WIRTSCHAFTLICHE ERHOLUNG NACH DER FINANZKRISE



Quelle: ISTAT, DZ BANK

HOHE ARBEITLOSENQUOTE UND GERINGES WACHSTUM DER VERFÜGBAREN EINKOMMEN



Quelle: ISTAT, DZ BANK

Die fiskalischen Maßnahmen der italienischen Regierung und die intensive Nutzung des Instruments der Kurzarbeit können dabei nur noch Schlimmeres verhindern. In der Folge dürften die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte um rund 4 Prozent nachgeben. Das geringe Lohnplus, das dieses Jahr zu erwarten gewesen wäre, wird dabei von einem Rückgang der Inflationsrate von knapp einem Prozent in realer Betrachtung noch etwas gestützt. Zudem erfahren die Haushaltsbudgets durch eine rückläufige Inflationsrate eine gewisse Entlastung auf der Ausgabenseite. Aber auch dies wird den Rückgang der privaten Konsumausgaben nur ein Stück weit mindern. Insgesamt dürfte der Privatkonsum um rund 6 Prozent nachgeben. Da das Minus beim privaten Verbrauch betragsmäßig größer ausfällt als das Minus bei den Einkommen, dürfte die niedrige Sparquote wieder etwas stärker ansteigen und aller Voraussicht nach fast 5 Prozent erreichen.

**Konsumrückgang ist stärker als das Minus bei den verfügbaren Einkommen**



## Spanien: Corona-Krise trifft auf widrige Voraussetzung der privaten Haushalte

Die Corona-Krise hat die privaten Haushalte Spaniens auf dem falschen Fuß erwischt. Die Konsumtätigkeit steht hier in einem engen Spannungsfeld mit der Beschäftigungslage und der Verschuldung bzw. Entschuldung der privaten Haushalte.

Aktuelle Arbeitsmarktdaten vom März deuten an, dass die Zahl der registrierten Arbeitslosen in den kommenden Monaten wieder rapide ansteigen dürfte. Hochrechnungen der spanischen Arbeitsämter gehen inzwischen von 6,5 Millionen betroffenen Erwerbstätigen aus, die aufgrund des Lockdowns kurzfristig entweder in die Arbeitslosigkeit oder in Kurzarbeit geschickt werden könnten. Damit sollte die Arbeitslosenquote, die im Februar bei 13,6 Prozent gelegen hat, relativ schnell auf über 20 Prozent ansteigen und damit zumindest das Krisenniveau aus dem Jahr 2013 erreichen. Dies sollte auch die Entwicklung verfügbaren Einkommen merklich verringern, da die Arbeitslosentransfers bzw. Kurzarbeitergeldregelung nur einen Teil des erwirtschafteten Einkommens aus dem bisherigen Beschäftigungsverhältnis ersetzen.

Deutlich verbessert hat sich in den vergangenen Jahren die Verschuldungsquote der privaten Haushalte. Innerhalb von zehn Jahren verringerte sich die Quote um kräftige 28 Prozentpunkte. Mit zuletzt 57 Prozent lag sie nahe dem Niveau des Euro-Raum-Durchschnitts. Das hohe Tempo der Entschuldung hat sich in den vergangenen Jahren jedoch merklich verringert, was sich auch in einer deutlich abgesenkten Sparquote widerspiegelt. Bis 2018 war sie auf 1,5 Prozent des verfügbaren Einkommens gesunken. Damit gehört Spanien zu den Ländern mit der niedrigsten Sparquote im gesamten Euro-Raum.

**Privater Konsum besonders abhängig von Beschäftigungslage und Entschuldungsprozess**

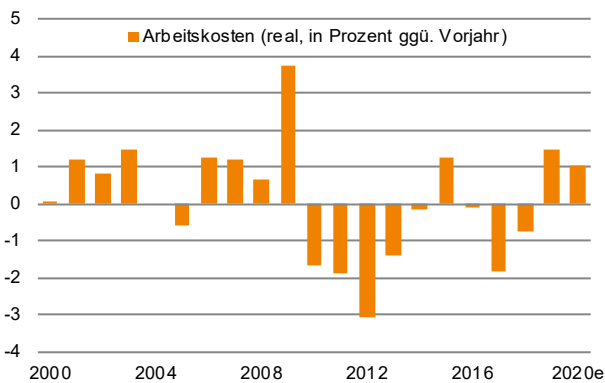
**Arbeitslosenquote dürfte schnell ansteigen**

**Verfügbare Einkommen sollten sinken**

**Entschuldungsprozess hat sich in den letzten Jahren abgeschwächt – so auch die Sparquote**

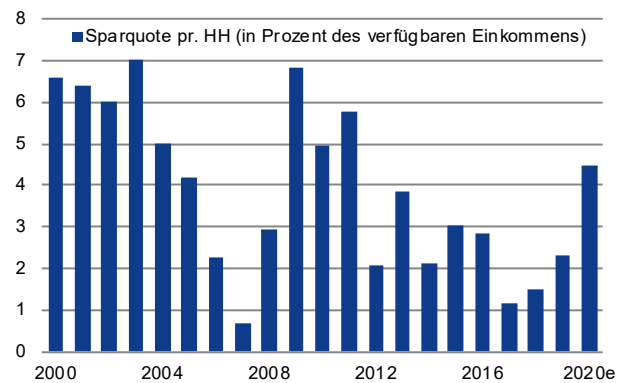
**Sparquote so niedrig wie in kaum einem anderen Euroland**

**LOHNWACHSTUM IN 2019 DURCH KRÄFTIGEN ANSTIEG DER MINDESTLÖHNE TEMPORÄR GESTIEGEN**



Quellen: INE (Spanien), DZ BANK; J/J = in % ggü. Vorjahr

**SPARQUOTE DER SPANISCHEN HAUSHALTE AUF SEHR NIEDRIGEM NIVEAU**



Quellen: INE (Spanien), DZ BANK; pr. HH = private Haushalte

In 2019 legte die Sparquote nach vorläufigen Daten zwar auf 2,4 Prozent zu. Der merkliche Anstieg dürfte dabei in Zusammenhang mit dem kräftigen Zuwachs des Mindestlohns Anfang 2019 stehen, der um 22 Prozent angehoben wurde. Damit zogen vor allem die unteren Lohngruppen deutlich an, die im Vergleich zum übrigen Euro-Raum besonders in Spanien überrepräsentiert sind. Der Anstieg der Sparquote weist aber auch darauf hin, dass die privaten Haushalte das „Mehr“ an Einkommen weniger in den privaten Konsum gesteckt haben. Die Verbraucher waren also bereits vor dem Ausbruch der Corona-Pandemie nicht sonderlich konsumfreudig. Der Trend einer zunehmenden Sparquote dürfte in 2020, also in Zeiten erhöhter Unsicherheit,

**Konsumfreude der Spanier war bereits vor Ausbruch der Corona-Pandemie niedrig**

**Hohe Unsicherheit: Sparquote sollte in 2020 steigen**

eher fortgesetzt werden. Diese Entwicklung wurde so auch in den Krisenjahren ab 2008 beobachtet.

Das Lohnwachstum sollte sich in 2020 merklich abmildern. Nicht in erster Linie wegen der Arbeitsmarktverwerfungen im Zuge der Corona-Krise. Vielmehr hat die spanische Regierung zu Jahresbeginn 2020 den Mindestlohnanstieg deutlich weniger stark angehoben als 2019. Die negativen Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Lohnfindung dürfte sich verzögert erst in 2021 deutlicher niederschlagen. Im Zuge einer allmählichen Erholung am Arbeitsmarkt könnten insbesondere niedrigere Einstiegsgehälter zu einer Absenkung der Reallohnentwicklung führen.

Matthias Schupeta, Economist

**Die Löhne dürften 2020 vorerst nur moderat ansteigen**

**Das durchschnittliche Lohneinstiegsniveau sollte 2021 absinken**

### **Großbritannien: Konsumeinbruch trifft britische Wirtschaft hart**

Die privaten Haushalte in Großbritannien gehören zu den ausgabenfreudigsten Verbrauchern in den großen Industrieländern. Mit einem Anteil von 65 Prozent an der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage stellt der private Konsum die wichtigste Säule für das Wachstum der britischen Wirtschaft dar. Umgekehrt ist ein Einbruch der Konsumnachfrage empfindlich zu spüren, das hat sich bereits während der Finanzkrise 2008/2009 gezeigt. Damals trug der Absturz des Konsums wesentlich zur tiefen Rezession des Landes bei, im Nachgang der Krise bremste die schleppende Erholung der Konsumausgaben lange Zeit den Aufschwung der britischen Wirtschaft.

**Privater Konsum wichtige Säule des Wirtschaftswachstums in Großbritannien**

In der aktuellen Corona-Krise zeichnet sich mit dem „Lockdown“ des öffentlichen Lebens, der in Großbritannien seit dem 24. März gilt, ein noch wesentlich tieferer Einschnitt beim privaten Verbrauch ab als 2008/2009. Der Epidemie-Verlauf auf den britischen Inseln ist verheerend, die bestehenden Einschränkungen könnten daher noch Wochen in Kraft bleiben. Gleichzeitig droht die Arbeitslosigkeit trotz des eilig ins Leben gerufenen neuen Kurzarbeitergeldes aktuell stark anzusteigen. Das Verbrauchervertrauen ist daraufhin kräftig eingeknickt. Vor diesem Hintergrund dürften die Konsumausgaben im laufenden zweiten Quartal um beispiellose zehn Prozent und die Gesamtwirtschaft um knapp neun Prozent schrumpfen.

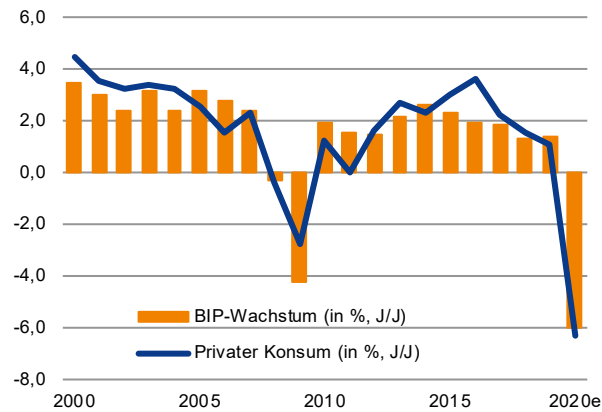
**Beispielloser Einbruch von Konsum und Gesamtwirtschaft durch "Lockdown"**

Unter der Annahme, dass die Epidemie bei allen Schwierigkeiten bis zur Jahresmitte unter Kontrolle gebracht werden kann und die Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte allmählich zur Normalität zurückkehrt, dürfte der Einbruch zwar sehr heftig ausfallen, insgesamt aber kurz bleiben. Der starke Anstieg der Arbeitslosigkeit, der sich für die kommenden Wochen abzeichnet, sollte sich dann schon bald wieder sukzessive zurückbilden können. Im Nachgang der Finanzkrise blieb die Arbeitslosigkeit dagegen aufgrund der tiefen strukturellen Änderungen im Finanzsektor und angegliederter Wirtschaftszweige lange hartnäckig hoch. Dadurch wurde die Lohnentwicklung nachhaltig gebremst, die Reallöhne sanken über mehrere Jahre. Dies dürfte sich so nicht wiederholen. Von der aktuellen Krise sind viele Beschäftigte in den unteren Lohnsegmenten betroffen (Einzelhandel, Gastronomie). Hier sollte der Mindestlohn, der gerade erst um sechs Prozent angehoben wurde, eine wichtige Untergrenze darstellen. Das Lohnwachstum dürfte deshalb im laufenden Jahr nur moderat nachlassen, könnte jedoch mit etwas Verzögerung im kommenden Jahr stärker nachgeben.

**Schneller, deutlicher Anstieg der Arbeitslosigkeit nur vorübergehend**

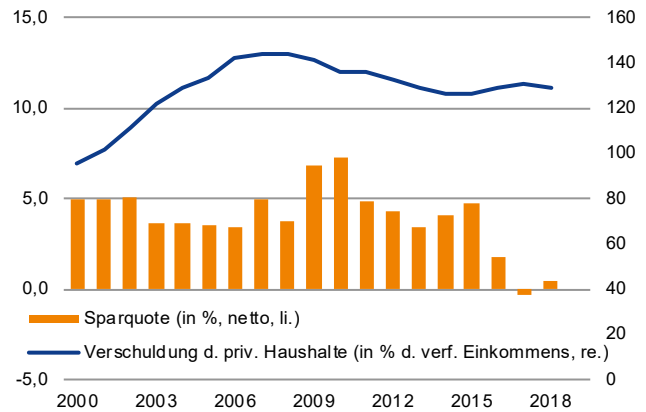
**Lohnwachstum dürfte dieses Jahr nur moderat nachlassen**

**KONSUMEINBRUCH ZIEHT WIRTSCHAFT IN TIEFE REZESSION**



Quelle: Office for National Statistics (ONS), DZ BANK

**BRITEN SIND HOCH VERSCHULDET UND SPAREN WENIG**



Quelle: ONS, EU-Kommission, OECD, DZ BANK

Zum Konsumverhalten der Briten gehört seit Jahrzehnten auch eine äußerst geringe Sparneigung bei einer relativ hohen Verschuldung der privaten Haushalte. Vor allem in den Jahren vor der Finanzkrise erfolgte ein beträchtlicher Teil des Konsums „auf Pump“, wozu die lange Zeit gängige Praxis beitrug, die hohen Preissteigerungen am Häusermarkt über Hypothekenkredite in den Konsum zu lenken. Bis heute ist der private Konsum daher eng mit der Immobilienpreisentwicklung korreliert, obwohl Hypothekenkredite längst nicht mehr zweckentfremdet werden dürfen. Dadurch konnte auch die hohe Verschuldung in den letzten Jahren etwas abgebaut werden. Ihren Konsum haben die Briten jedoch nicht im selben Umfang eingeschränkt, das zeigt die weiter gesunkene Sparquote, die inzwischen bei null angelangt ist. In der aktuellen Krise dürften die privaten Haushalte zwar vorübergehend ihre Ersparnisse wieder steigern, schon allein, weil der erzwungene Konsumverzicht durch den „Lockdown“ den zu erwartenden Rückgang der verfügbaren Einkommen übersteigen dürfte. Nachholeffekte beim Konsum bei gleichzeitig eher verhaltenerer Lohnentwicklung dürften im kommenden Jahr aber wieder zu Lasten der privaten Ersparnisse gehen.

**Konsum "auf Pump": Hohe Verschuldung, niedrige Sparquote**

Monika Boven, Economist

**USA: Privater Konsum ist wichtiger Wachstumsträger**

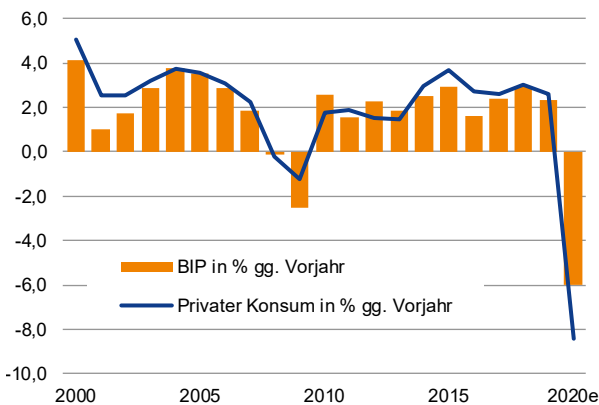
In den Vereinigten Staaten ist der private Konsum der wichtigste Wachstumsträger, sein Anteil am Bruttoinlandsprodukt beträgt immerhin knapp 70 Prozent. Dementsprechend lieferte er in den vergangenen 20 Jahren im Durchschnitt zum Wirtschaftswachstum auch einen Beitrag von 1,6 Prozentpunkten. Durch die Corona-Krise rechnen wir in diesem Jahr beim privaten Konsum mit einem schweren Einbruch, der wesentlich schlimmer ausfällt als in der Krise 2008/2009. Durch einen zweistelligen Rückgang im laufenden Quartal dürfte sich für das Jahr 2020 bei den privaten Konsumausgaben ein Minus von rund 8 Prozent gegenüber dem Vorjahr zeigen. Dafür sind unmittelbar die verhängten Ausgangssperren verantwortlich, aber auch die kräftig in die Höhe steigende Arbeitslosigkeit und die mit dem wirtschaftlichen Ausblick verbundene Unsicherheit lastet auf der Konsumtätigkeit.

**Der US-Konsum bricht ein**

Immerhin ein Drittel der Ausgaben der US-Verbraucher entfällt auf Ausgaben für Güter und Dienstleistungen, die verschoben oder ganz ausgesetzt werden können. Hierzu zählen vor allem Güter und Dienstleistungen aus dem Freizeitsektor, Anschaffungen von Autos, aber auch Restaurantbesuche und Reisen. Nicht nur bei haushaltsnahen Dienstleistungen kann eine Inanspruchnahme der angebotenen Leistung auch oft gar nicht zu einem späteren Zeitpunkt nachgeholt werden. Beispielsweise werden, wenn im März und April der Friseurbesuch ausgefallen ist, im Mai oder Juni die Haare zwar umso stärker gekürzt, aber es wird nicht öfter zum Friseur gegangen.

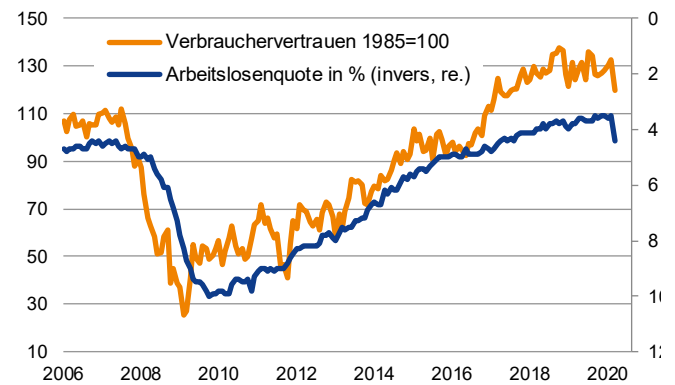
**Dienstleistungen machen ein Drittel der Konsumausgaben aus**

**USA: SCHWERER EINBRUCH BEIM PRIVATEN KONSUM ERWARTET**



Quelle: BEA, DZ BANK

**MIT STEIGENDER ARBEITSLOSIGKEIT DÜRFTE DAS KONSUMKLIMA NOCH WEITER ABSTÜRZEN**



Quelle: Conference Board, BLS, DZ BANK

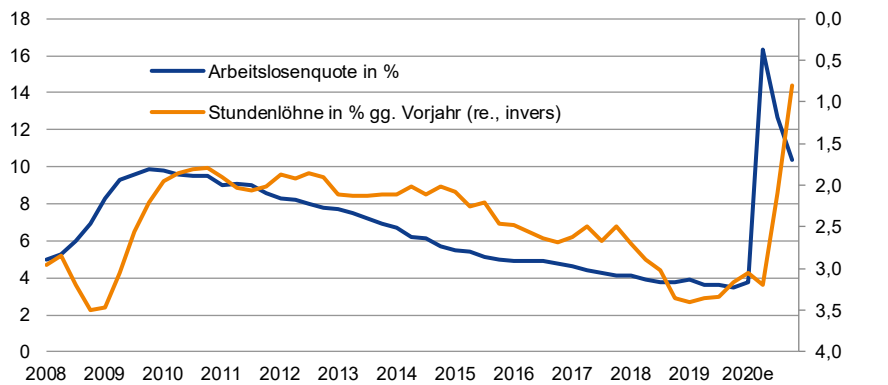
In den USA genießen die Arbeitnehmer in der Regel kaum Kündigungsschutz. Deshalb hat bereits der März-Bericht zum Arbeitsmarkt einen deutlichen Rückgang bei der Beschäftigung gezeigt und die Arbeitslosenquote ist gestiegen. Für April ist mit noch erheblich schlechteren Zahlen zu rechnen. Bis zum Ende des zweiten Quartals wird sich die Zahl der Arbeitslosen im Vergleich zum Jahresbeginn wohl vervierfachen und bei rund 25 Millionen liegen. Die Arbeitslosenquote dürfte auf rund 16 Prozent steigen und damit die Werte der letzten großen Wirtschafts- und Finanzkrise deutlich übertreffen. Im Jahresdurchschnitt wird die Quote wohl bei rund 11 Prozent notieren und damit trotz eines niedrigeren Ausgangsniveaus über dem bisherigen Spitzenwert aus dem Jahr 2010 liegen.

**Die Zahl der Arbeitslosen dürfte sich vervierfachen**

Da sich die Arbeitslosigkeit aber schneller als nach der Krise von 2008 wieder zurückbilden dürfte, sollten sich für die Löhne keine schwerwiegenden Auswirkungen ergeben als damals. Mit Rückgängen beim nominalen Stundenlohn ist aber gerade am aktuellen Rand zu rechnen. Im März wurde allerdings noch ein Anstieg verzeichnet. Dies ist damit zu erklären, dass der unmittelbare Stellenabbau vor allem im Niedriglohnbereich stattfindet, während bei höher qualifizierten Mitarbeitern bereits zuvor vereinbarte Entgeltsteigerungen noch umgesetzt werden. Die reale Lohnentwicklung wird in diesem Jahr durch eine sehr niedrige Inflation gestützt. 2020 wird die Jahresteuersatzrate wohl nur bei 0,5 Prozent liegen. Dennoch dürfte das reale Lohnplus auf nur rund ein Prozent zurückgehen, nach 1,5 Prozent im Vorjahr.

**Es ist nur mit einem sehr schwachen Lohnplus zu rechnen**

### KRÄFTIG STEIGENDE ARBEITSLOSIGKEIT BREMST DEN LOHNANSTIEG DEUTLICH



Quelle: BLS, DZ BANK, Veränderung nominaler Stundenlohn auf der rechten Achse invers dargestellt

Der hohen gesamtwirtschaftlichen Bedeutung der Konsumtätigkeit steht in den USA seit jeher eine im internationalen Vergleich geringe Sparquote gegenüber. Im Durchschnitt der vergangenen 10 Jahre lag sie bei 7,3 Prozent. Durch die Verunsicherung im Zusammenhang mit dem Handelskonflikt mit China hatten die US-Verbraucher vorübergehend etwas zurückhaltender agiert, so dass die Sparquote 2019 im Jahresdurchschnitt bei 7,9 Prozent und damit leicht oberhalb des langjährigen Mittelwerts lag. Durch den derzeitigen Einbruch beim Konsum dürfte die Sparquote deutlich anziehen und im zweistelligen Bereich liegen. Während 2008/2009 ein Anstieg um rund 3 Prozentpunkte verzeichnet wurde, dürfte er in diesem Jahr sogar bei 4 oder 5 Prozentpunkten liegen.

**Die Sparquote dürfte in die Höhe klettern**

Dr. Christine Schäfer, Economist

## 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:** Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2020 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**. 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.

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 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 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 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 Umsatzziele, 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 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.

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