

EWU-Staatsanleihen

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

EWU-Politik: Das Risiko einer Italien-Pleite – ein Szenario

- » **Italiens Zahlungsfähigkeit hängt weniger vom Renditeverlauf als vielmehr vom Zugang zum Primärmarkt ab**
- » **ESM-Hilfen setzen den politischen Willen Italiens und des Rests der EWU voraus – einschließlich der Zustimmung durch den Bundestag**
- » **Bei einer Pleite droht der Italexit mit immensen Folgen auch für die Wirtschaft und Staatsfinanzen im Rest der EWU – Euro-Fortbestand in Gefahr**

Zusammenfassung

Die Bildung einer populistischen Regierung in Italien hat die Finanzmärkte mit voller Wucht getroffen. Allerdings ist die Solvenz des italienischen Staats weniger durch überschießende Renditen gefährdet. Weitaus problematischer wäre es, wenn sich Italiens Liquiditätslage rapide verschlechtern würde. Dies wäre vor allem dann der Fall, wenn die Käufer am Primärmarkt trotz hoher Renditen in den Streik treten würden. Italien dürfte ohne gesicherten Marktzugang kaum in der Lage sein, den Finanzaufwand aus eigener Kraft zu stemmen.

Tritt dieses Szenario ein, könnte Rom rasch an den Punkt gelangen, die E(W)U um finanzielle Hilfe bitten zu müssen. Der ESM in Verbindung mit der EZB könnten eine sich verschärfende Krise womöglich auffangen, die Kosten und Risiken für die gesamte Währungsgemeinschaft wären aber immens und setzen den unbedingten Willen Roms und Brüssels voraus. Angesichts der politischen Differenzen wäre es fraglich, ob Italien um finanzielle Hilfe bitten und die Einzelstaaten diese auch gewähren würden – ESM-Hilfen bedürfen auch der Zustimmung des Bundestages.

Ohne Zugang zu den Finanzmärkten oder finanzielle Hilfe könnte Italien auf absehbare Zeit die Pleite drohen, die auch die Zahlungsfähigkeit etlicher italienischer Banken und sogar den Austritt aus der EWU nach sich ziehen könnte. Italien drohte dann ein abrupter Stillstand des Finanzsystems und außerdem eine verheerende Rezession, die auf den Rest der Eurozone ausstrahlen würde. Hohe Verlustrisiken bestünden vor allem für Banken aus dem Rest der Eurozone, deren Gesamtforderungen gegenüber italienischen Schuldnern sich auf 513 Mrd. Euro belaufen, auf französische Banken (310,8 Mrd. Euro) entfällt dabei der Löwenanteil. Aber auch die Staatshaushalte der EWU-Staaten würden durch einen Italexit massiv leiden. Die maximalen Verlustrisiken für die Deutsche Bundesbank allein, die letztlich den Steuerzahler trafen, liegen bei etwa 144 Mrd. Euro. Der Fortbestand der gesamten Eurozone könnte in diesem Szenario letztlich sowohl von der politischen Entschlossenheit der restlichen Mitgliedsstaaten als auch dem beherzten Eingreifen der EZB abhängen. Um ein solches Szenario abzuwenden und angesichts Italiens starker Verhandlungsposition dürfte die EU Entgegenkommen signalisieren. Hierzu könnten auch größere Investitionen zugesagt werden, die den Weg in Richtung einer Transferunion ebnen, wenngleich der politische Widerstand in Kerneuropa groß sein dürfte.

ANLEIHEN

Fertiggestellt:
5.6.2018 10:40 Uhr

www.research.dzbank.de
Bloomberg DZBR <GO>

Editor:
Daniel Lenz, ANALYST
+49 69 7447 92 123
daniel.lenz@dzbank.de

EWU-POLITIK: DAS RISIKO EINER ITALIEN-PLEITE – EIN SZENARIO

Märkte in Aufruhr

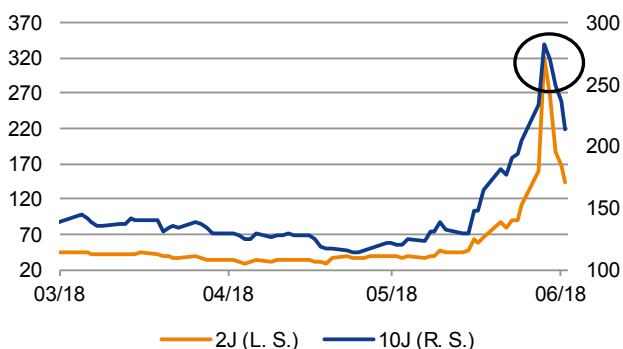
Nach langem politischen Tauziehen hat Italien nun doch eine Regierung, die erste der populistischen Parteien Fünf-Sterne-Bewegung (M5S) und Lega. Beide versprechen den Bürgern nicht weniger als eine Politik des Wandels und zielen damit sowohl auf eine radikale Änderung der Ausgabenpolitik als auch der europäischen Fiskalregeln. Konflikte zwischen Rom und Brüssel aber auch innerhalb des ungleichen Regierungspaares scheinen vorprogrammiert. Angesichts der hohen politischen Unsicherheit in Italien kehren Investoren in Scharen italienischen Staatsanleihen den Rücken. Nach dem Motto „Rette sich wer kann“ stieg die zweijährige italienische Staatsanleiherendite am vergangenen Dienstag innerhalb eines Tages um bis zu 150 Basispunkte. Der starke Renditeanstieg, der mit einer zunehmenden Verflachung der Renditestrukturkurve einherging, ist ein klares Indiz einer sich verschärfenden Marktkrise.

Das steigende Renditeniveau führt zwar zu höheren Refinanzierungskosten für Italien, angesichts einer Duration des gesamten Staatsanleiheportfolios von etwa 6,7 Jahren halten sich die Mehrkosten kurzfristig jedoch in Grenzen. Das jährliche Refinanzierungsvolumen italienischer Bonds liegt bei etwa 235 Mrd. Euro. Steigen die Risikoaufschläge über die gesamte Kurve um 100 Basispunkte, betragen die jährlichen Mehrkosten zunächst 2,4 Mrd. Euro oder 0,1% des BIP pro Jahr. Nur wenn die Renditen stark und über einen langen Zeitraum (mehrere Jahre) auf dem hohen Niveau verbleiben, sind die fiskalischen Negativfolgen beträchtlich und damit für die Schuldentragfähigkeit des Landes entscheidend (siehe nachfolgende rechte Grafik).

Verschärfte Marktkrise bei italienischen Staatsanleihen

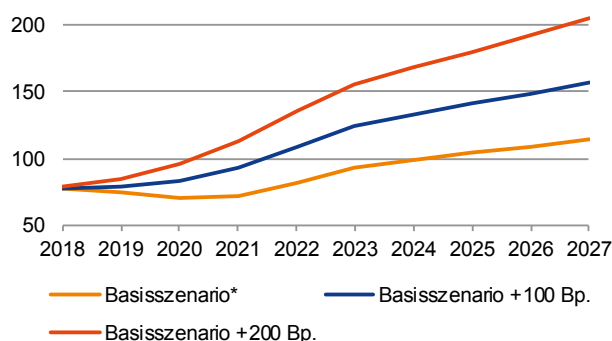
Steigendes Renditeniveau würde eher langfristig zum Problem für Italien werden

BTP-RENDITEN ÜBERSCHIESSEN DEUTLICH
 SPREADS GEGENÜBER BUNDS, IN BASISPUNKTEN



Quelle: DZ BANK Research, Datastream

LANGFRISTIG KÖNNTEN STEIGENDE RENDITEN DIE STAATSFINANZEN DEUTLICH BELASTEN
 ITALIENS ZINSKOSTEN PRO JAHR IN MILLIARDEN IN ABHÄNGIGKEIT VOM UNTERSTELLTEN RENDITEVERLAUF



Quelle: DZ BANK Research, Datastream, IWF; * Die Rendite entwickelt sich gemäß unserer langfristigen Zinsprognose für Bunds zzgl. einem unterstellten, konstanten Spread von 130 Bp. Aufgrund einer durchschnittlichen Duration von etwa sieben Jahren im BTP-Segment werden 7J-Renditen unterstellt.

Drohende Liquiditätsknappheit

Während das Problem steigender Renditen zumindest aus Sicht des italienischen Staates kurzfristig weniger schlagend ist, dürfte sich die größte Sorge auf die anstehenden Bondemissionen richten. Sind Anleger ab einem gewissen Punkt nicht mehr bereit, selbst bei extrem hohen Renditen Anleihen zu zeichnen, fehlen Einnahmen aus diesen Auktionen, um die auslaufenden Bonds gegenzufinanzieren. Das Ergeb-

Gesicherter Zugang zum Primärmarkt entscheidend

nis ist eine drohende Liquiditätsverknappung, die im ungünstigsten Fall in eine Zahlungsunfähigkeit münden kann. Da Anleger um diesen Mechanismus wissen, ist die Gefahr erst recht hoch, dass die Käufer am Primärmarkt in einen Streik treten.

Allerdings ist die Gruppe der BTP-Käufer alles andere als homogen und mit der EZB gibt es zumindest am Sekundärmarkt einen festen Nachfrager, dessen Kaufentscheidung kaum von den Marktgegebenheiten abhängt. Um abschätzen zu können, ob Italien in den kommenden Wochen ein Liquiditätsproblem drohen könnte, hilft ein Blick auf die Zahlen.

Das Refinanzierungsvolumen auslaufender Bonds beträgt bis Jahresende etwa 136,1 Mrd. Euro. EZB und Banca d'Italia sind zwar nicht direkt am Primärmarkt aktiv, faktisch beeinflussen sie aber das Nachfrageverhalten auch am Primärmarkt, weil Investoren wissen, dass sie die Bonds in kurzer zeitlicher Folge zur Auktion an EZB / Banca d'Italia weiterverkaufen können. Das erwartete Kaufvolumen der beiden Notenbanken im Rahmen des PSPP beträgt bis Jahresende (unter der Annahme, dass das Programm mit reduziertem Volumen bis Ende 2018 fortgesetzt wird) etwa 31,1 Mrd. Euro, wobei 18,4 Mrd. Euro auf die PSPP-Neukäufe und rund 12,7 Mrd. Euro auf die Wiederanlage auslaufender PSPP-Engagements entfallen. Zwar könnten EZB / Banca d'Italia auch andere Bonds am Sekundärmarkt kaufen, in einer verschärften Krise dürften die Notenbanken ihre Nachfrage aber vor allem auf Neuemissionen konzentrieren wollen, um einer Eskalation der Lage entgegenzuwirken.

DEM ITALIENISCHEN STAAT WÜRD EINE LIQUIDITÄTSLÜCKE DROHEN

	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	Summe	
Fälligkeiten und Kuponzahlungen									
BTP		20.6	0.0	29.1	22.0	12.8	5.7	20.6	110.8
CTZ		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.5	12.5
ITALY		0.2	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	2.0
CCTeu		0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	10.4	0.1	10.8
Summe		21.0	0.4	29.3	22.3	13.3	16.4	33.6	136.1
PSPP-Käufe		3.7	3.7	3.7	3.7	1.2	1.2	1.2	18.4
PSPP-Reinvestitionen		2.0	2.8	0.1	1.1	3.7	0.8	2.1	12.7
Käufe inländischer Banken		3.6	0.1	5.1	3.9	2.3	2.9	5.8	23.7
Fälligkeiten und Kuponzahlungen									
- PSPP-Käufe und -Reinvestitionen		11.6	-6.2	20.4	13.7	6.0	11.5	24.3	81.4
- Käufe inländischer Banken									

Quelle: DZ BANK Research, Bloomberg, EZB, Banca d'Italia

Eine weitere vermutlich eher treue Käuferschaft von BTPs dürften außerdem die inländischen Geschäftsbanken sein. Der Anteil an BTPs, den die inländischen Banken halten, beträgt auf Basis aktueller Zahlen 17,4%. Legen wir den Anteil für Geschäftsbanken auch bei den BTP-Auktionen zugrunde, könnten die Banken bis Ende 2018 Bonds mit einem Volumen von 23,7 Mrd. Euro abnehmen. Ziehen wir die Käufe von Noten- und inländischen Geschäftsbanken ab, summiert sich der restliche Finanzierungsbedarf auslaufender Bonds auf 81,4 Mrd. Euro in nur sieben Monaten. Andere Käufer wie Versicherungen, Fondsgesellschaften und ausländische Anleger dürften sich in einer verschärften Krise hingegen in Zurückhaltung üben. Sollten sogar die inländischen Geschäftsbanken als Käufer der Bonds ausfallen, womit zu-

Heterogenes Käufersegment

Das Refinanzierungsvolumen auslaufender Bonds beträgt bis Jahresende etwa 136,2 Mrd. Euro

Finanzierungsbedarf auslaufender Bonds abzüglich Käufe durch Noten- und inländische Geschäftsbanken: 81,4 Mrd. Euro

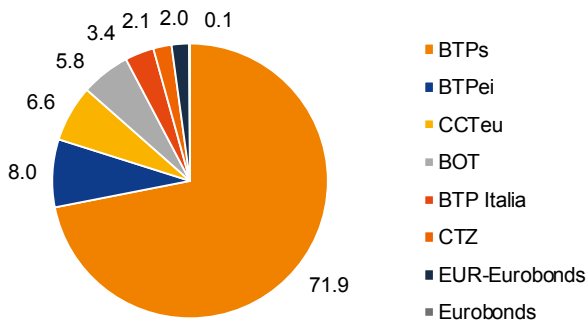
nächst nicht zu rechnen wäre, läge die Finanzierungslücke bis zum Jahresende sogar bei 105,1 Mrd. Euro.

Kaum Alternativen zum Finanzmarkt

Welche Optionen hätte Italien, diese Liquiditätslücke zu überbrücken? Ein naheliegender Versuch könnte darin bestehen, mehr BOTs (Bills) zu begeben. BOTs werden vor allem von inländischen Banken gezeichnet, die fällige BOTs jeweils in einen neuen Kontrakt rollen. Die Mechanismen sind andere als am Anleihemarkt. Das Beispiel Griechenland zeigt, dass ein Bill-Markt auch im Fall eines Zahlungsausfalls der Anleihen in der Regel weiter funktioniert und von einem solchen Zahlungsausfall nicht betroffen ist. Damit haben Banken im Zweifel ein höheres Vertrauen in die Sicherheit von Bills als von Anleihen.

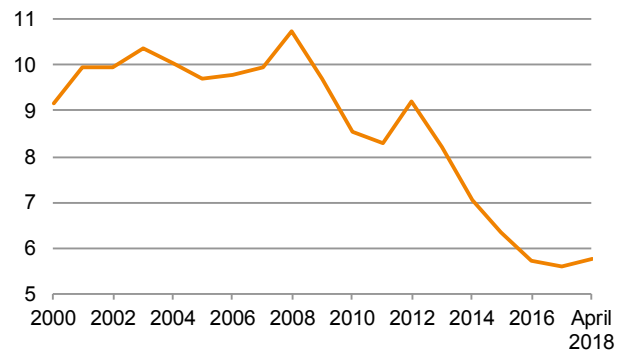
Erhöhung des Bills-Volumens

DER GRÖßTE ANTEIL ITALIENISCHER STAATSANLEIHEN ENTFÄLLT AUF BTP-BONDS
ZUSAMMENSETZUNG DER ITALIENISCHEN STAATSTITEL IN PROZENT



Quelle: DZ BANK Research, Dipartimento del Tesoro

ITALIEN KÖNNTE DEN ANTEIL SEINER GELDMARKTPAPIERE WIEDER ERHÖHEN
BOT-VOLUMEN IN PROZENT



Quelle: DZ BANK Research, Dipartimento del Tesoro

Da der Anteil der BOTs am gesamten Portfolio der Verbindlichkeiten von über 10% im Jahr 2008 auf zuletzt unter 6% gefallen ist, könnte Italien versuchen, hier zusätzliche Einnahmen zu generieren. Eine Erhöhung des BOTs-Volumens, das derzeit 112,9 Mrd. Euro beträgt, um 10%, würde dem Staat zusätzliche Einnahmen von 11,3 Mrd. Euro beschern. Fraglich ist allerdings, ob die italienischen Banken, vor allem die privatwirtschaftlichen, zu diesem Schritt bereit wären. Da sich das BOT-Volumen auch nicht beliebig erhöhen ließe, dürfte dieser Ansatz zu kurz greifen, wenn der Liquiditätsengpass länger andauern würde. Außerdem hilft er nicht, das Vertrauen in Italien als Finanzmarktteilnehmer wiederherzustellen.

BOTs allenfalls eine kurzfristige Überbrückungslösung

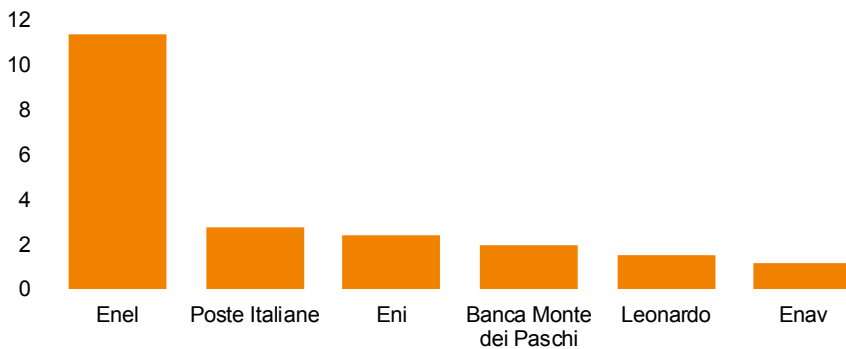
Während eine Erhöhung des BOT-Volumens vor allem innenpolitisch unproblematisch wäre, dürften die Alternativen, die Italien selbst in der Hand hält, weitaus kontroverser diskutiert werden. Eine Möglichkeit, kurzfristig an Geld zu kommen, könnte darin liegen, Staatsbeteiligungen an gelisteten Aktiengesellschaften zu verkaufen. Der Vorteil läge darin, dass sich dies relativ schnell bewerkstelligen und ein fairer Wert ermitteln ließe. Derzeit hält Italien Anteile an sechs gelisteten Aktiengesellschaften. Der aktuelle Marktwert dieses Portfolios liegt nur bei etwa 20,5 Mrd. Euro. Außerdem ist fraglich, ob Italien sein Tafelsilber nicht mit hohem Abschlag verkaufen müsste, sodass der Erlös einem Tropfen auf den heißen Stein gleichkäme. Politisch könnte ein solches Vorgehen der Regierung Conte an den eigenen Reihen scheitern, die einen „Ausverkauf“ Italiens zugunsten von Kapitalanlegern voraussichtlich anprangern würden.

Aktienpaket in Staatshand nur Tropfen auf den heißen Stein

Eine naheliegende Möglichkeit der Regierung, einem Liquiditätsengpass entgegenzuwirken, läge darin, ausstehende Rechnungen von Lieferanten nicht zu bezahlen. Allerdings summieren sich die offenen Rechnungen schon heute auf etwa 100 Mrd. Euro. Zwar könnte die Regierung einen Teil-Ausgabenstopp auch ohne Parlament verfügen, die konjunkturellen Konsequenzen wären aber drastisch. Italien würde um den Preis des Abwürgens der Konjunktur kurzfristig Löcher stopfen, ohne eine nachhaltige Lösung des Problems zu erreichen.

Ausgabensperre der Regierung würde Konjunktur abwürgen

ITALIEN BESITZT AKTIEN MIT EINEM GESAMTWERT VON 20,5 MRD. EURO
 MARKTWERT DER AKTIENANTEILE DES ITALIENISCHEN STAATES IN MRD. EURO



Quelle: DZ BANK Research, Bloomberg, Dipartimento del Tesoro

Externe Hilfe ein Politikum

Kann Italien sich selbst finanziell nicht mehr helfen, bleibt nur der Weg, externe Hilfe anzufordern. Hier bestehen grundsätzlich zwei Möglichkeiten. Entweder fragt Italien den ESM um Hilfe oder das Land nimmt eine Kombination von Hilfsprogrammen von ESM und IWF in Anspruch.

ESM und IWF potenzielle Geldgeber

Der ESM wurde in Folge der Staatenfinanzkrise zu dem Zweck gegründet, dass die Währungsgemeinschaft eine Brandmauer im Fall von Krisen erhält, wenn die Finanzstabilität eines Landes oder die Eurozone als Ganzes gefährdet ist. Die Feuerkraft des ESM umfasst ein verbliebiges Volumen von insgesamt 380 Mrd. Euro. Im Fall Italiens reichte das ESM-Gesamtvolumen aus, um den Refinanzierungsbedarf von etwa eineinhalb Jahren zu decken. Das kurzfristige Liquiditätsproblem könnte so gelöst werden. Allerdings müsste innerhalb einer relativ kurzen Zeitspanne das Vertrauen des Marktes in Italien wiederhergestellt werden. Angesichts der politischen Mehrheiten in Rom und der Haltung der Populisten ist dies nicht absehbar.

Maximales ESM-Volumen könnte Italiens Refinanzierungsbedarf für etwa eineinhalb Jahre decken

Außerdem bestehen weitere Hürden für ESM-Hilfen. Zum einen müsste Italien Reformauflagen zustimmen, zum anderen obliegen ESM-Hilfen dem Vorbehalt einiger nationaler Parlamente, darunter Deutschland. Der Deutsche Bundestag müsste einem ESM-Hilfsprogramm für Italien zustimmen. Das Gleiche gilt für die Parlamente von Estland und Finnland. In einem Eilverfahren reicht allerdings auch eine qualifizierte Mehrheit in Höhe von 85% des gezeichneten ESM-Kapitals, Deutschland hat wegen seines Anteils von 27% aber eine Sperrminorität inne. Vor dem Hintergrund der politischen Lage in Italien und der zu erwartenden Abwehrhaltung der populistischen Regierung gegenüber Reformauflagen ist es fraglich, ob der ESM Italien tatsächlich beistehen könnte. Während in Italien schon heute die Stimmen überwiegen, die EU würde Italien mit Austeritätsvorgaben gängeln, dürften die Kernstaaten in Sorge geraten, dass Italien etwaige ESM-Kredite nicht zurückzahlen würde. Vor al-

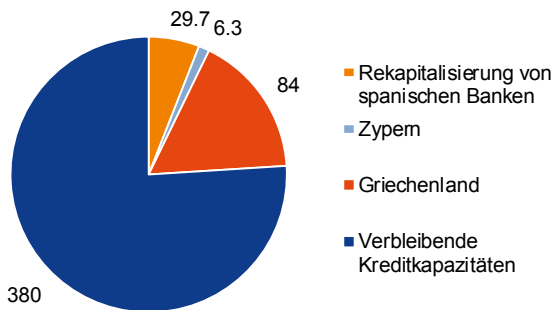
Hürde für ESM-Hilfen: Italien muss Hilfe einschließlich Auflagen wollen, die EWU-Staaten müssen zustimmen

dem Druck rechtspopulistischer Parteien in Kerneuropa dürfte die Zustimmung zu ESM-Krediten erschweren.

Ob sich auch der IWF an Hilfen für Italien beteiligen würde, wäre ebenfalls unsicher. Vor allem Schwellenländer dürften auf die Verantwortung Europas für Italien verweisen. Allerdings ließe sich durch Abschluss eines Stand-by-Arrangements (SBA) das Gesamtkreditvolumen um mindestens rund 80 Mrd. Euro erhöhen. Diese Summe basiert auf der IWF-Quote Italiens und dem darauf basierenden maximalen Ausleihvolumen. In Einzelfällen kann das Kreditvolumen weiter erhöht werden. Die IWF-Kreditaufgaben sind jedoch eher scharf und haben bereits im Fall Griechenlands zu erheblichen politischen Problemen geführt.

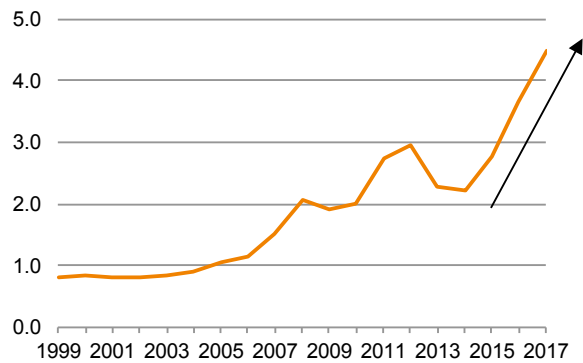
Schwellenländer könnten sich gegen Beteiligung des IWF wehren

DER ESM KÖNNTE ITALIEN EINE KREDITLINIE VON MAXIMAL 380 MRD. EURO ZUR VERFÜGUNG STELLEN
 VERTEILUNG DER KREDITKAPAZITÄT DES ESM (MAX. 500 MRD. EURO), IN MRD. EURO



Quelle: DZ BANK Research, ESM

EZB-BILANZSUMME WÄCHST WEITER, WENN OMT ZUM EINSATZ KOMMT
 KONSOLIDIERTE BILANZSUMME DES EUROSYSTEMS, IN BILLIONEN EURO



Quelle: DZ BANK Research, EZB

Nimmt Italien doch an einem ESM-Hilfsprogramm, womöglich in Verbindung mit dem IWF, teil, könnte auch die EZB mittels OMT aktiv werden und italienische Staatsanleihen am Sekundärmarkt kaufen. Da das OMT-Volumen nicht beschränkt ist, würde sich die Summe der Feuerkraft aller Programme nochmals erhöhen. Zudem hat die EZB mit dem noch laufenden PSPP ein weiteres Programm an der Hand, ihren Handlungsrahmen hinreichend groß und flexibel zu gestalten. Die Märkte würden die Belastbarkeit der Hilfsmaßnahmen voraussichtlich weniger in Zweifel ziehen oder sogar testen, als es beim ESM-Hilfsabkommen allein der Fall wäre. Trotz hoher finanzieller Risiken für die EWU-Staaten ließe sich die Krise auf diese Weise zumindest finanziell unter Kontrolle kriegen. Die politischen Folgen, vor allem der zu erwartende Zulauf für populistische Kräfte, könnten allerdings drastisch sein. Der Rückhalt für den Euro könnte in vielen Staaten weiter erodieren.

Kommt ein ESM-Hilfsprogramm zustande, kann auch die EZB mittels OMT eingreifen und die Feuerkraft entscheidend erhöhen

Die Folgen einer Staatspleite für Italien

Lehnt Italien die Bedingungen von Hilfsleistungen ab oder verweigern einzelne EWU-Staaten den finanziellen Beistand, droht im Fall einer sich verschärfenden Liquiditätsknappheit der Zahlungsausfall italienischer Staatsanleihen. Die Folgen eines Zahlungsausfalls des größten Schuldners der Eurozone für Italien selbst und ganz Europa wären unabsehbar. Zunächst würde sich jedoch die Frage stellen, ob Italien trotz Zahlungsausfalls im Euro bleiben könnte.

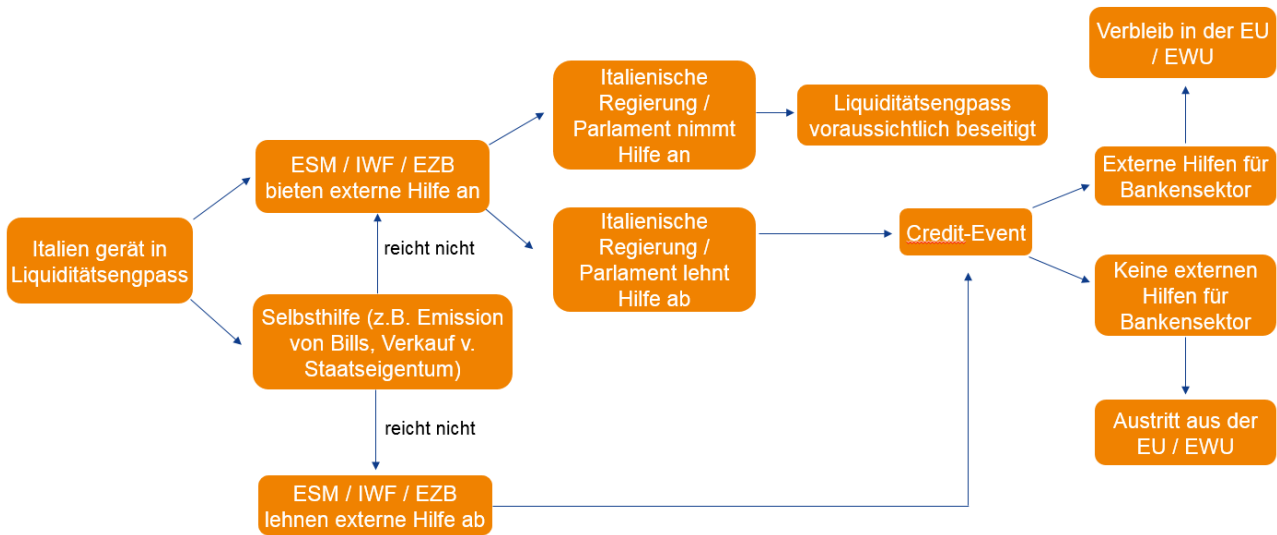
Im Fall einer sich verschärfenden Liquiditätsknappheit droht der Zahlungsausfall italienischer Staatsanleihen

Eine Staatspleite Italiens dürfte unmittelbar auch eine Bankenkrise in Italien und womöglich in ganz Europa nach sich ziehen. Vielen eher schwach kapitalisierten Banken Italiens drohte ebenfalls die Pleite, was der ganzen Wirtschaft des Landes

Eine Staatspleite würde auch die Insolvenz etlicher italienischer Banken nach sich ziehen

und des Währungsraums stark zusetzen würde. Um die italienischen Banken entweder vor dem Kollaps zu retten oder im Fall der Insolvenz zu rekapitalisieren, wäre ein Finanzaufwand notwendig, den der insolvente Staat voraussichtlich nicht selbst bewerkstelligen könnte. Spätestens an diesem Punkt wäre Italien auf ESM-Hilfsgelder angewiesen, um das Finanzsystem zu stabilisieren und den Euroaustritt abzuwenden.

ESKALATIONSKASKADE IM FALL EINES LIQUIDITÄTSENGPASSES



Quelle: DZ BANK Research

Von Finanzhilfen für seine insolventen Banken würde schlussendlich Italiens Verbleib in der Eurozone abhängen. Bleiben die Hilfen aus, wäre das Land, ohne verbleibende Euro-Finanzmittel praktisch gezwungen, die Eurozone und damit auch die EU zu verlassen. Vorstellbar wäre allerdings, dass die anderen EU-Staaten einen rechtlichen Rahmen schaffen würden, der es Italien zumindest ermöglichen würde, in der EU bleiben zu können, damit die ohnehin drastischen wirtschaftlichen Folgen nicht noch stärker ausfielen.

Von Finanzhilfen für seine insolventen Banken würde schlussendlich Italiens Verbleib in der Eurozone abhängen

Die Folgen eines EWU-Austritts Italiens dürften das Land selbst als auch ganz Europa erschüttern. Zunächst würden auf Italien viele rein technische Probleme der Währungsumstellung zukommen, die nicht in jedem Fall geordnet verlaufen könnten. Banken müssten für einige Zeit geschlossen und Kapitalverkehrskontrollen eingeführt werden. Italiens Finanzsystem und damit seine Wirtschaft stünde eine Weile still. Selbst die Versorgungssicherheit der Bevölkerung wäre womöglich nicht in jedem Fall und nicht ohne externe Hilfe gewährleistet. Eine tiefe wirtschaftliche Rezession südlich der Alpen wäre die unmittelbare Folge.

Die Folgen eines EWU-Austritts Italiens dürften das Land selbst als auch ganz Europa erschüttern

Ohne Euro muss Italien eine eigene Währung wiedereinführen und erst mit einer eigenen Währung könnte Italien sein Finanzsystem wieder zum Laufen bringen. Die neue Währung würde voraussichtlich deutlich gegenüber dem Euro und den anderen G7-Währungen abwerten, was die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Landes erhöhen würde. Dem würden eine womöglich höhere inländische Inflationsrate, vor allem von Importgütern, aber auch beträchtliche Vermögenswertverluste der privaten Haushalte gegenüberstehen. Insbesondere fossile Brennstoffe aber auch einige medizinische Produkte und Vorerzeugnisse, die importiert werden, können nicht durch

Euroausstieg würde Rückgang des Wohlstandsniveaus bedeuten

heimischen Ersatz substituiert werden. Der Preis für eine höhere Wettbewerbsfähigkeit Italiens, die längerfristig auch zu einem steigenden Beschäftigungsniveau führen könnte, wäre damit ein Rückgang des Wohlstandniveaus des Landes – ein auch in sozialer Hinsicht hoher Preis.

Der Staat würde im Fall eines Austritts aus der EWU seine Bonds in Papiere umschulden, die fortan in der neuen Währung, womöglich der neuen Lire, denominiert wären. Selbst wenn das Nominal der neuen Anleihen dem der alten BTPs entspräche, drohten angesichts der zu erwartenden Abwertung der neuen Lire gegenüber dem Euro starke Verluste.

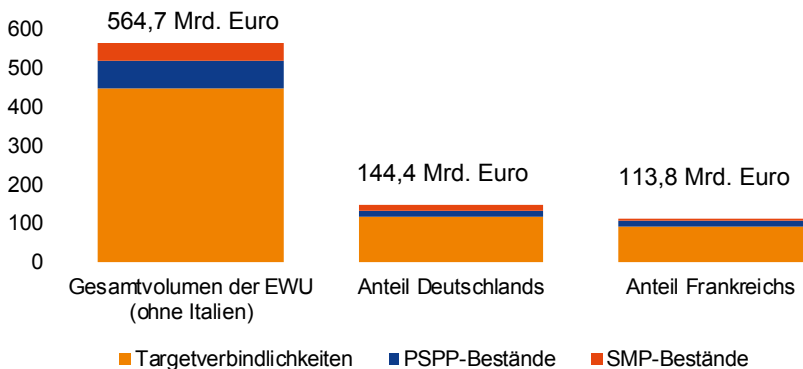
Die Folgen einer Staatspleite für den Rest der EWU

Die finanziellen und die wirtschaftlichen Folgen eines Zahlungsausfalls Italiens in Verbindung mit dem Euroaustritt wären für die Rest-EWU ebenfalls beträchtlich. Zunächst entstünde dem ESZB und damit indirekt den Staatshaushalten der EWU-Mitgliedsstaaten ein erheblicher Schaden durch den Euro-Austritt. Die Target-2-Verbindlichkeiten Italiens belaufen sich derzeit auf 447 Mrd. Euro und müssten bei einem Euroaustritt Italiens wohl abgeschrieben werden. Auf die Deutsche Bundesbank, die einen Anteil von 25,6% am ESZB hält, entfielen damit ein Verlustanteil in Höhe von 114,3 Mrd. Euro. Ferner müssten im ungünstigsten Fall auch die BTP-Bonds, die die EZB im Rahmen der Programme PSPP und SMP gekauft hat, als Totalverlust verbucht werden. Das BTP-Exposure der EZB beträgt insgesamt 117,7 Mrd. Euro. Das Volumen wäre noch viel höher gewesen, wenn der Anteil der BTP-Käufe im Rahmen von PSPP, der auf die EZB entfällt, mehr als nur 20% betragen hätte. Nimmt man die Target-Verbindlichkeiten Italiens sowie die PSPP- und SMP-Bestände italienischer Staatsanleihen zusammen, drohen dem ESZB, also allen Notenbanken der Eurozone, Verluste von insgesamt 564,7 Mrd. Euro. Der Anteil der Deutschen Bundesbank hieran läge bei 144,4 Mrd. Euro, der der Banque de France wäre mit 113,8 Mrd. Euro nicht viel niedriger. Da der deutsche und der französische Staat alleiniger Anteilseigner der Bundesbank beziehungsweise der Banque de France ist, tragen die Steuerzahler der beiden Länder letztlich die Verluste.

Hohe Verluste für Anleihegläubiger

Hohe Target-Verbindlichkeiten Italiens

VOR ALLEM DIE TARGETVERBINDLICHKEITEN BERGEN EIN HOHES VERLUSTPOTENZIAL IN MRD. EURO



Quelle: DZ BANK Research, Bloomberg, Bloomberg, EZB

Einen großen finanziellen Verlust hätten auch Geschäftsbanken und in Teilen auch Unternehmen zu verkraften. Insgesamt etwa 703,1 Mrd. Euro an italienischen Staatsanleihen werden vom Ausland gehalten, ein Anteil von etwa 36%. Der weitaus größte Teil dürfte hier wiederum auf Banken, Versicherungen und Asset Manager in

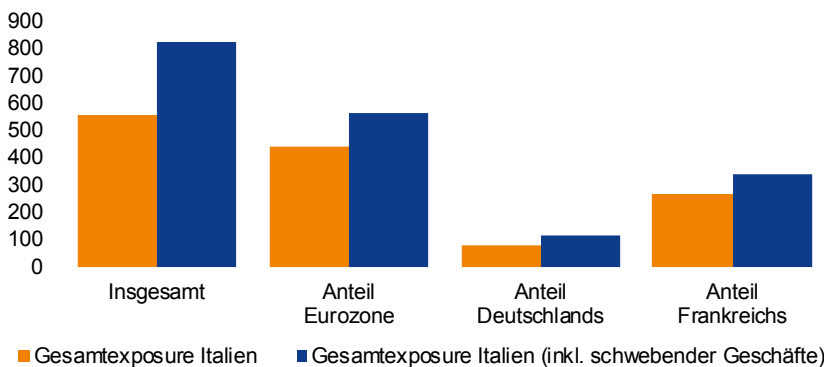
Insgesamt etwa 703,1 Mrd. Euro an italienischen Staatsanleihen werden vom Ausland gehalten

anderen Staaten der Eurozone entfallen, die in Teilen oder im Worst Case ganz abgeschrieben werden müssten.

Das Verlustpotenzial für ausländische Anleger dürfte sich angesichts des Risikos einer schweren Wirtschafts- und Finanzkrise in Italien nicht auf den Ausfall von BTPs beschränken. Vor allem europäische Banken sind stark in Italien investiert. Neben Staats- und Bankanleihen haben sie auch hohe Kreditengagements, die in einer Krise ebenfalls in Gefahr gerieten. Das Gesamtengagement aller ausländischen Banken in Italien beläuft sich laut Zahlen der BIZ auf 650,7 Mrd. Euro, 513 Mrd. Euro entfallen allein auf Kreditinstitute der Eurozone. Hier wiederum entfällt der Großteil auf französische Banken, die insgesamt Forderungen gegenüber italienischen Schuldnern in Höhe von 310,8 Mrd. Euro offen haben. Die Gesamtforderungen deutscher Banken sind zwar deutlich kleiner, mit 90,5 Mrd. Euro aber immer noch hoch. Addieren wir zu den Forderungen aus Anleihen und Krediten auch noch schwebende Geschäfte wie Derivate hinzu, beläuft sich das Gesamtexposure sogar auf 962,8 Mrd. Euro, der Löwenanteil (654,9 Mrd. Euro) entfällt wiederum auf die Eurozone.

Ausfallrisiko für Banken der Eurozone beläuft sich auf 513 Mrd. Euro

**HOHE VERLUSTRISIKEN FÜR EUROPÄISCHE BANKEN AUS ITALIEN-GESCHÄFTEN
IN MRD. EURO**



Quelle: DZ BANK Research, BIS

Nicht wenige Banken im Rest der Eurozone dürften im Hinblick der hohen Forderungen gegenüber Italien im Fall eines Italexit in Schieflage geraten und wären ihrerseits auf Stützungsmaßnahmen des ESM angewiesen. Das Gesamtvolumen des ESM würde voraussichtlich kaum ausreichen, um das gesamte EWU-Bankensystem zu stabilisieren, sodass ein Aufstocken seiner Finanzkraft notwendig werden könnte.

Kriselnde EWU-Banken könnten Aufstockung des ESM notwendig machen

Die Gesamtkosten für die Eurozone dürften ganz erheblich sein und die etwaigen Verluste der Banken weit übersteigen. Wegen der wirtschaftlichen Krise in Italien käme der Außenhandel zwischen Italien und dem Rest der EWU zumindest vorübergehend zum Erliegen, italienische Unternehmen würden Rechnungen nicht begleichen können. Angesichts des wirtschaftlichen Gewichts Italiens und den Verwerfungen des Finanzmarktes drohte der gesamten Eurozone ebenfalls eine Rezession. Vor dem Hintergrund sinkender Steuereinnahmen und höherer Ausgaben für soziale Sicherungssysteme würden die Staatshaushalte zusätzlich zu den Ausfällen, die aus den Verlusten der Notenbanken resultieren, belastet. Bei einer Gesamtwirtschaftsleistung der Eurozone von 11,2 Billionen Euro per Ende 2017 und des hohen wirtschaftlichen Gewichts Italiens läge der Verlust an Wertschöpfung bei einem Rückgang der Gesamtwirtschaftsleistung von beispielsweise 5% bei 560 Mrd. Euro.

Gesamter Eurozone droht die Rezession

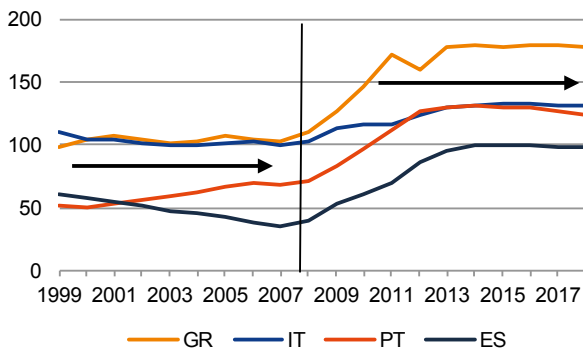
Die Schuldenstandsquoten der EWU-Staaten dürften aufgrund der Ausfälle der Notenbanken, steigender Ausgaben für den ESM und sozialer Folgen der Krise sowie einem gleichzeitig sinkenden BIP durch die Decke gehen. Die Anstiege könnten jene der Staatenfinanzkrise in den Schatten stellen. Da die meisten Staaten die Chance verpasst haben, ihre Schuldenstandsquoten in den Jahren nach der Krise abzubauen, sollten etliche Staaten neue Rekordstände erreichen.

Neue Rekordstände bei den Schuldenstandsquoten

Eine tiefe Rezession in Verbindung mit den Marktturbulenzen und der steigenden Verschuldung dürfte spätestens jetzt die Frage nach der Widerstandskraft der Rest-EWU, ohne Italien, aufwerfen. Da die staatlichen Finanzmittel beschränkt wären, könnte einmal mehr die EZB gefordert sein, ihren Beitrag zum Erhalt der Währungs-gemeinschaft zu leisten. Neben einer Fortsetzung des APP könnte sie gefragt sein, gleich mehreren Staaten mittels des OMT-Programms unter die Arme zu greifen. Ohne eine weitreichende Unterstützung durch die EZB bestünde wohl wenig Aus-sicht, dass die Währungsgemeinschaft einen Austritt Italiens verkraften könnte.

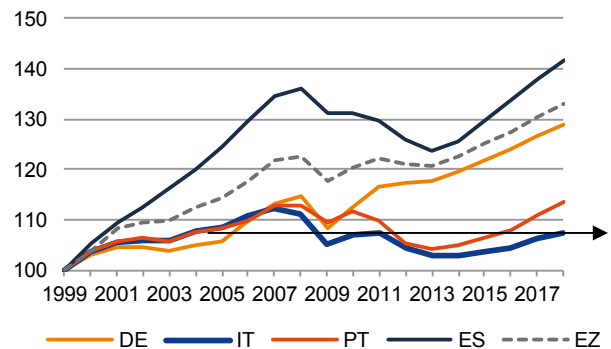
EZB wäre gefragt, den Rest der EWU zusammenzuhalten

PERIPHERIELÄNDER HABEN VERSCHULDUNG NACH DER KRISE NICHT GESENKT
SCHULDENSTAND IN % DES BIP*



Quelle: DZ BANK Research, Datastream; * DZ BANK Prognose für 2018

ITALIENS WIRTSCHAFT TRITT AUF DER STELLE - EINE REZESSION WÄRE EIN WEITERER GROßER RÜCKSCHLAG
REALES BIP, INDEXIERT (1999 = 100)



Quelle: DZ BANK Research, Datastream

Jedoch auch wenn die EZB ihre uneingeschränkte Bereitschaft signalisiert, bedürfte es auch des politischen Willens in den Mitgliedsstaaten, trotz hoher Kosten und gravierender Verwerfungen am Euro festzuhalten. Hierbei müssten sich die pro-europäischen, etablierten politischen Kräfte gegen den dann wohl weiter wachsenden Einfluss der Populisten zu Wehr setzen – Ausgang offen.

Politischer Wille zur Fortsetzung der EWU wäre entscheidende Bedingung

Fazit

Italiens politische Krise hat die Finanzmärkte mit voller Wucht getroffen. Die Ausschläge bei den Renditen italienischer Staatsanleihen haben längst Niveaus wie zu den Hochzeiten der Staatenfinanzkrise erreicht. Allerdings ist die Solvenz des italienischen Staates weniger durch überschießende Renditen gefährdet. Angesichts einer Duration von fast sieben Jahren fallen steigende Refinanzierungskosten erst langfristig nennenswert ins Gewicht.

Italiens politische Krise hat die Finanzmärkte mit voller Wucht getroffen

Weitaus problematischer wäre es, wenn sich Italiens Liquiditätslage rapide verschlechtern würde. Dies wäre vor allem dann der Fall, wenn die anstehenden BTP-Auktionen nicht den gewünschten Erfolg brächten und die Käufer trotz hoher Renditen in den Streik treten würden. Das gesamte Refinanzierungsvolumen auslaufender Bonds des italienischen Staates beläuft sich bis Ende 2018 auf 136,2 Mrd. Euro. Ita-

Weitaus problematischer wäre es, wenn sich Italiens Liquiditätslage rapide verschlechtern würde

lien dürfte ohne Marktzugang kaum in der Lage sein, diesen Finanzaufwand aus eigener Kraft zu stemmen.

Tritt dieses Szenario ein, könnte Rom rasch an den Punkt gelangen, die E(W)U um finanzielle Hilfe bitten zu müssen. Der ESM in Verbindung mit der EZB könnten eine sich verschärfende Krise womöglich auffangen, die Kosten und Risiken für die gesamte Währungsgemeinschaft wären aber immens und setzen den unbedingten Willen Roms und Brüssels voraus, die Krise in den Griff zu bekommen. Angesichts der politischen Differenzen wäre es fraglich, ob Italien vor dem Hintergrund der neuen Mehrheitsverhältnisse um finanzielle Hilfe bitten und die Einzelstaaten diese auch gewähren würden – ESM-Hilfen bedürfen auch der Zustimmung des Bundestages.

Ohne Zugang zu den Finanzmärkten oder finanzieller Hilfe könnte Italien auf absehbare Zeit die Pleite drohen, die auch die Zahlungsfähigkeit etlicher italienischer Banken nach sich zöge. Ohne Hilfe von außen dürfte Italien unter diesen Umständen gezwungen sein, auch die EU oder zumindest die Eurozone zu verlassen.

Die Folgen für Italien und den Rest der Eurozone wären kaum abschätzbar. Italien drohte ein abrupter Stillstand des Finanzsystems und außerdem eine verheerende Rezession, die auch auf den Rest der Eurozone ausstrahlen würde. Neben den konjunkturellen Folgen hätten die Anleihegläubiger im Ausland durch einen Zahlungsausfall des Staates Verluste von mehr als 700 Mrd. Euro zu befürchten. Besonders hart dürfte es auch die Banken der Eurozone treffen. Ihr Gesamtengagement in Italien, was Anleihen und Kredite aller italienischen Schuldner einschließt, beläuft sich auf 513 Mrd. Euro, französische Banken (310,8 Mrd. Euro) und deutsche Banken (90,5 Mrd. Euro) tragen wiederum den Löwenanteil.

Die Staatshaushalte der EWU-Staaten würden durch einen Italexit ebenfalls massiv leiden. Die maximalen Verlustrisiken für die Deutsche Bundesbank, die letztlich den Steuerzahler trafen, liegen bei etwa 144 Mrd. Euro. Hinzu kämen konjunkturbedingte Steuerausfälle, höhere Ausgaben der Sozialversicherungsträger und eventuelle zusätzliche Zahlungen an den ESM, der voraussichtlich etliche der in Italien stark engagierten Banken im Rest der EWU vor dem Kollaps bewahren müsste. Die Schuldenstandsquoten drohten in einigen Staaten neue Rekordstände zu erreichen. Der Fortbestand der gesamten Eurozone könnte sowohl von der politischen Entschlossenheit der restlichen Mitgliedsstaaten als auch dem beherzten Eingreifen der EZB abhängen.

Angesichts der Risiken eines äußerst düsteren Szenarios einer Pleite Italiens sowie der sich anschließenden Folgen für die gesamte EWU sollten, zumindest rational betrachtet, sowohl Italien als auch der Rest der Eurozone alles daran setzen, eine solche Entwicklung zu verhindern. Zwar wird Italien seine Forderungen auf europäischer Ebene nicht annähernd voll durchsetzen können, jedoch dürften auch Frankreich und Deutschland Entgegenkommen signalisieren. Anders als im Fall von Griechenland hat Italien angesichts dessen, was für alle Seiten auf dem Spiel steht, eine sehr viel stärkere Verhandlungsposition. Die EWU-Staaten dürften daher ihrerseits ein finanzielles Entgegenkommen signalisieren. Dies könnte beispielsweise sowohl niedrigere Beitragszahlungen Italiens zur EU, ein größeres Volumen geförderter Investitionen aber auch eine gemeinsame Einlagensicherung der Banken umfassen. Der Weg in eine Transferunion wäre damit geebnet. Zwar würden so zumindest kurzfristig die Risse im Euro-Gebilde gekittet werden, ohne politische Gegenwehr in Kerneuropa bliebe ein solcher Schritt wohl aber nicht. Der Rechtspopulismus dürfte zusätzlichen Auftrieb erfahren und die langfristigen Risiken einer Spaltung der Gemeinschaft könnten sogar forciert werden.

Angesichts der politischen Differenzen wäre es fraglich, ob Italien um finanzielle Hilfe bitten und die Einzelstaaten diese auch gewähren würden

Ohne Zugang zu den Finanzmärkten oder finanzieller Hilfe könnte Italien auf absehbare Zeit die Pleite drohen

Hohe Risiken für Banken der Eurozone

Der Fortbestand der gesamten Eurozone könnte sowohl von der politischen Entschlossenheit der restlichen Mitgliedsstaaten als auch dem beherzten Eingreifen der EZB abhängen

Transferunion als kurzfristiger Kitt

Sebastian Fellechner, ANALYST, +49 (0)69 7447 92 123

Daniel Lenz, ANALYST, +49 (0)69 7447 92 123

Constantin Pyhel, ANALYST, +49 (0)69 7447 92 123

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorstandsvorsitzender), Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann, Wolfgang Köhler, Dr. Cornelius Riese, Michael Speth, Thomas Ullrich

Generalbevollmächtigter: Uwe Fröhlich

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

Aufsicht: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

Sicherungseinrichtungen: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt: Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2018 Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

- 1.1** Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt. **Sonstige Research-Informationen** sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten oder bestimmte Finanzinstrumente enthalten**. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.
- 1.2** Die **Pflichtangaben für Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie **weitere Hinweise, insbesondere zur Conflicts of Interest Policy des DZ BANK Research sowie zu Methoden und Verfahren** können **kostenfrei eingesehen und abgerufen** werden unter: www.dzbank.de/Pflichtangaben.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

- **Europäische Zentralbank** - www.ecb.europa.eu
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

- 3.1 Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.
- 3.2** Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser 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. Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-Informationen

Nicht jede Sonstige Research-Information enthält eine Aussage über eine bestimmte Investition oder deren Bewertung. Die verwendeten **Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-Informationen** der DZ BANK haben die nachfolgenden Bedeutungen.

- 4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung**
Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definierten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**, ihrer definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihrer definierten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (**DZ BANK Dividendenaristokraten**), ihrer **Ländergewichtungsempfehlungen für besicherte Bankanleihen** und ihr **CRESTA-SCORE-MODELL**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**. Diese isolierten Aspekte **allein** können eine **Anlageentscheidung** noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.
- 4.2 Nachhaltigkeitsanalyse**
Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter **Nachhaltigkeitsfaktoren** analysiert und isoliert als **„nachhaltig“** oder **„nicht nachhaltig“** eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als **„Transformationsstaat“** erfolgen.
- 4.3 Aktienindizes**
Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls **nicht allgemein und im Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen** entwickelt werden.
- 4.4 Währungsräume**
Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein.
„Attraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.
„Unattraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten nur sehr niedrige Erträge oder auch Verluste zeigen kann.
„Neutral“ bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.
Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.
- 4.5 Maßgebend für die Allokation von Marktsegmenten und die Ländergewichtungsempfehlungen für Covered Bonds** ist der Vergleich eines Subsegments zur Gesamtheit der Subsegmente des jeweiligen Marktes:
„Übergewichten“ bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment eine deutlich bessere Performance als die Gesamtheit der Subsegmente zeigen kann.
„Untergewichten“ bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment eine deutlich schlechtere Performance als die Gesamtheit der Subsegmente zeigen kann.
„Neutral gewichten“ bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment im Vergleich zur Gesamtheit der Subsegmente keine deutlichen Performanceunterschiede zeigen wird.
- 4.6 Derivate**
Bei Derivaten (**Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future**) indizieren die verwendeten **Pfeile (↑)(↓)(→)** nur die **Trendrichtung**, beinhalten jedoch **keine Anlageempfehlung**. Die Trendrichtung leitet sich allein aus der Anwendung allgemein anerkannter technischer Analyseindikatoren ab, **ohne** eine eigene **Bewertung des Analysten** wiederzugeben.
- 4.7 Rohstoffe**
„**Pfeil nach oben (↑)**“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kurssteigerung größer ist als 10%.

„Pfeil nach unten (↓)“ bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursverfall größer ist als 10%.

„Pfeil nach rechts (→)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursveränderung zwischen +10% und -10% liegt.

4.8 Credit Trend Emittenten

Basierend auf der Einschätzung zur Ratingentwicklung der Agenturen sowie dem **DZ BANK CRESTA-SCORE** Prognose-Modell gilt:

„**Positiv**“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten Heraufstufungen durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch,

„**Negativ**“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten Ratingverschlechterungen durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch,

„**Stabil**“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten unveränderter Ratings durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch. Hat keine der Agenturen S&P, Moody's und Fitch ein Rating vergeben, erfolgt keine Einschätzung zum Credit-Trend für den betreffenden Emittenten.

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen

5.1 Die Häufigkeit der Aktualisierung von **Sonstigen Research-Informationen** hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume geben daher nur einen **unverbindlichen Anhalt** dafür, wann mit einer neuen Anlageempfehlung gerechnet werden kann.

5.2 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** der nachfolgend genannten **Geltungszeiträume**. Diese **beginnen** mit dem **Tag der Publikation**.

5.3 Die **Geltungszeiträume** für **Sonstige Research-Informationen** sind bei:

Nachhaltigkeitsanalysen:	zwölf Monate
Analysen nach dem Value-Ansatz:	ein Monat
Analysen zur Asset Allokation (DZ BANK Muster-Portfolio):	ein Monat
Euro-Stoxx-Branchenstrategie (DZ BANK Sektorfavoriten):	ein Monat
Dividenden (DZ BANK Dividendenaristokraten):	drei Monate
Credit Trend Emittenten:	zwölf Monate
Aktienindizes (fundamental):	drei Monate
Aktienindizes (technisch / Chartanalyse):	eine Woche
Aktienindizes (technical daily):	Publikationstag
Währungsräume:	sechs bis zwölf Monate
Allokation von Marktsegmenten:	ein Monat
Ländergewichtungsempfehlungen für Covered Bonds:	sechs Monate
Derivate	
(Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future):	ein Monat
Rohstoffe:	ein Monat

5.4 Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen **vorübergehend und unangekündigt unterbleiben**.

5.5 Sofern Aktualisierungen **zukünftig unterbleiben**, weil ein Objekt 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.

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

6.1 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.

6.2 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.

- 6.3** Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu von Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.
- 6.4** **Die Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und die ihnen nahestehenden Personen dürfen grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren, die von ihnen durch Finanzanalysen gecovert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Publikationen ausschließt.**
- 6.5** Insbesondere durch die in **Absatz 6.2** 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.
- 6.6** 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.
- 6.7** 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.

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 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.

7.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen.

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. Reuters, Bloomberg, VWD, 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.

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

Eine **Sonstige Research-Information** kann eine **fachkundige Beratung** für entsprechende Investitionen **keinesfalls ersetzen**. Sie kann daher

nicht alleinige Grundlage für die Entscheidung über eine Investition in einen Analysegegenstand sein.

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

Ausführlichere Darstellungen der vom DZ BANK Research genutzten allgemein anerkannten sowie selbst entwickelten Methoden und Verfahren können kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.

III. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Es ist daher nicht geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (a) es ist ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (b) die ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Bewertung und / oder Empfehlungen verstehen und einschätzen zu können. Es wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland („DZ BANK“) erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des EWR und der Schweiz** genehmigt. Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Finanzanalyse“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen: In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, and / oder ‚expert investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden. In die **Vereinigten Staaten von Amerika** (USA) darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK und über Auerbach Grayson, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚major U.S. institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden. Auch diese Weitergabe ist nur erlaubt, sofern sich das Dokument nur auf Eigenkapitalinstrumente bezieht. Der DZ BANK ist es nicht erlaubt Transaktionen über Fremdkapitalinstrumente in den USA vorzunehmen. Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Sonstige Research-Information“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen: Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika** (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden. Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten. Dieses Dokument darf in allen zuvor genannten Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.
2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen 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 Eigen-

tümers, 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 Dokumentes 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 le-

gen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices Limited

Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten.

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

Kapitalmärkte Institutionelle Kunden	Bereichsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
Vertrieb Finanzinstitutionen	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 45 36	Norbert Schäfer
	Gruppenleiter Vertrieb Banken/Zentralbanken	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Vertrieb Institutionelle	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
	Gruppenleiter Vertrieb Regionalkunden	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Jörn Schneider
	Vertrieb Asien Institutionelle	+65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
VRB Eigengeschäft Vertrieb	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Zentraler Vertrieb	+49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	Vertrieb Nord/Ost	+49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Vertrieb Bayern	+49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Vertrieb Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 46 60	Norbert Mayer
	Vertrieb West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 34	Kay Böckmann
	Produktmanagement	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 03 10	Bernd Rohleder
	Liquidität Verbund	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 88	Norbert Mayer
GenoBanken Gesamtbanksteuerung	Gesamtbanksteuerung Zentral, Süd	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
	Gesamtbanksteuerung West, Nord/Ost	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	André Wöllenweber
	Beratung Gesamtbanksteuerung Nord/Ost	+49 - (0)30 – 20 24 1- 47 0	Bernd Juhnke
	Beratung Gesamtbanksteuerung Bayern	+49 - (0) 89 -21 34- 20 69	Klaus Pfeffer
	Beratung Gesamtbanksteuerung Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 15	Ralf Anacker
	Beratung Gesamtbanksteuerung Zentral/Mitte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 04 86	Kristian Mainert
	Beratung Gesamtbanksteuerung West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	Henrik Bernds
Firmenkunden	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Derivative Solutions Zins, Devisen, Anlage	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiterin Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 26	Evelyne Thiessen
	Gruppenleiter Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen, Region West	+49 – (0)2 11 – 7 78 – 21 55	Ralf Vogt
Emittenten (DCM)	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 38 11	Friedrich Luthlen
	Gruppenleiter SSA	+49 – (0)69 – 74 47 – 17 10	Kai Poerschke
	Gruppenleiter Financials	+49 – (0)69 – 74 47 – 48 00	Jörg Müller
	Gruppenleiter Corporates	+49 – (0)69 – 74 47 – 71 45	Bettina Streiter
	Gruppenleiter MTN-Desk	+49 – (0)69 – 74 47 – 62 19	Maximilian Lainer
Kapitalmärkte Privatkunden	DZ BANK Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de