

Zinsstrategie

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

EZB – Spielraum zur Reduzierung des Stimulus

- » **EZB-Vertreter haben zur März-Zinssitzung eine Anpassung der Forward Guidance erwogen – Spekulationen über Anhebung des Einlagesatzes**
- » **Europäische Banken in sehr unterschiedlichem Maße vom negativen Einlagesatz betroffen – Überschussliquidität konzentriert sich in Kerneuropa**
- » **Das Argument, durch einen negativen Einlagesatz die Banken zu einer vermehrten Kreditvergabe zu drängen, ist wenig überzeugend**

Seit EZB-Chef Draghi im Rahmen der März-Zinssitzung hat durchblicken lassen, dass die Währungshüter eine Anpassung ihrer Forward Guidance erwogen haben, sind vermehrt Spekulationen aufgekommen, wie eine Verminderung des geldpolitischen Stimulus vollzogen werden könnte. Marktseitig wurde hierbei vor allem über eine Erhöhung des EZB-Einlagesatzes spekuliert. Doch widersprüchliche Signale von Seiten der verschiedenen Notenbankvertreter haben zu deutlichen Schwankungen bei den EONIA-Forwards geführt.

Unter anderem aufgrund der EZB-Anleihekäufe ist die Überschussliquidität im Euroraum zwischenzeitlich auf über 1,5 Billionen Euro angewachsen. Die im Markt befindliche Zentralbankliquidität ist aber sehr heterogen zwischen den verschiedenen Euroländern verteilt. Über 70% der Überschussliquidität konzentriert sich bei deutschen, französischen und niederländischen Geldinstituten. Die deutschen Geschäftsbanken halten signifikant mehr Zentralbankliquidität bei der Bundesbank als sie im Zuge der Tenderoperationen nachfragt haben oder ihnen im Rahmen der Anleihekäufe zugeflossen ist. Dies deutet daraufhin, dass ausländische Investoren in größerem Umfang Liquidität bei deutschen Geldinstituten parken. Dies hat wiederum zur Folge, dass deutsche Geschäftsbanken im Vergleich zu den übrigen europäischen Geldinstituten übermäßig durch den negativen Einlagesatz belastet werden. Doch nicht nur dieser Umstand spricht unserer Einschätzung nach dafür, den negativen Einlagesatz zu überdenken.

Vielmehr halten wir auch das Argument, wonach durch einen negativen Einlagesatz die Geschäftsbanken zu einer vermehrten Kreditvergabe gedrängt werden sollen, für wenig überzeugend. So lässt sich zeigen, dass die Geldinstitute in der europäischen Peripherie in vergleichsweise geringem Umfang Überschussliquidität bei ihrer jeweiligen Notenbank parken. Vor diesem Hintergrund besteht für diese Banken keine Veranlassung, zur Vermeidung der EZB-Strafzinsen ihre Kreditvergabe auszuweiten. Demgegenüber entwickelt sich die Kreditvergabe in Kerneuropa vergleichsweise robust, so dass es von dieser Seite keiner zusätzlichen Impulse der EZB bedarf. Angesichts dessen halten wir es für sinnvoll, dass die Notenbank den negativen Einlagesatz, als Teil ihrer außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen im Kampf gegen die Deflationsrisiken, etwas anhebt. In diesem Zusammenhang prognostizieren wir eine Erhöhung des Einlagesatzes auf -0,25% von derzeit -0,40% im Herbst.

ANLEIHEN

Fertiggestellt:
12.4.2017 12:19 Uhr

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

Ersteller:
Christian Reicherter, CEFA, ANALYST
+49 69 7447-42619
christian.reicherter@dzbank.de

EZB – SPIELRAUM ZUR REDUZIERUNG DES GELDPOLITISCHEN STIMULUS

Wir erwarten im Herbst eine Anhebung des Einlagesatzes auf -0,25%

Zuletzt haben sich Spekulationen belebt, wonach die EZB ihre gegenwärtige ultra-expansiv ausgerichtete Geldpolitik weiter normalisieren könnte. In diesem Zusammenhang wurde marktseitig unter anderem über eine Anhebung des EZB-Einlagesatzes diskutiert. Dies wäre eine vergleichbare Maßnahme wie die Reduktion des EZB-Kaufprogramm volumens von 80 auf 60 Milliarden Euro Anfang April. Die von der EZB in die Finanzmärkte gepumpte Zentralbankliquidität ist in der Eurozone sehr ungleichmäßig verteilt. Dies hat wiederum zur Folge, dass vor allem Geschäftsbanken in Kerneuropa durch den negativen Einlagesatz belastet werden. Angesichts der robusten Entwicklung der Kreditvergabe in diesen Ländern halten wir das Argument, wonach durch einen negativen Einlagesatz die Geschäftsbanken insgesamt zu einer vermehrten Kreditvergabe gedrängt werden sollen, für wenig überzeugend. Da zudem die Deflationsgefahren für die Eurozone in den Hintergrund gerückt sind, halten wir es für gerechtfertigt, dass die Notenbank ihren ultra-expansiven Stimulus etwas zurücknimmt und den negativen Einlagesatz im Herbst auf -0,25% anhebt.

Reduzierung des geldpolitischen Stimulus derzeit am Markt diskutiert

Unter den Marktakteuren wird derzeit über eine mögliche Verminderung des geldpolitischen Stimulus diskutiert. Gestützt wurden diese Spekulationen unter anderem dadurch, dass die Währungshüter im Zuge der März-Zinssitzung eine Anpassung der Forward Guidance erwogen hatten. Bislang hat die EZB hierbei in Aussicht gestellt, dass sie die Leitzinsen noch für längere Zeit und weit über das Ende der Anleihekäufe hinaus auf dem gegenwärtigen oder einem niedrigeren Niveau belassen werde. In Anbetracht, dass sich die konjunkturellen Aussichten für die Eurozone zuletzt aufgehellt haben (EZB-Konjunkturprojektionen wurden angehoben), wurde im EZB-Rat diskutiert, inwieweit man auf die Formulierung, die Leitzinsen wenn nötig nochmals zu senken, verzichten könne. Letztendlich haben sich die Notenbank-Obersten allerdings dafür entschieden, an ihrer bisherigen Formulierung festzuhalten – wohl auch im Hinblick auf die Unsicherheiten ausgehend von den französischen Präsidentschaftswahlen. Doch die Aussicht auf einen möglicherweise bevorstehenden Kurswechsel der Notenbank hat unter den Marktakteuren die grundsätzliche Frage aufgeworfen, wie eine mögliche Reduzierung des geldpolitischen Stimulus ablaufen könnte.

In diesem Zusammenhang haben sich zuletzt marktseitig Spekulationen über eine Anhebung des EZB-Einlagesatzes belebt. Außerdem wird darüber diskutiert, inwieweit ein solcher Schritt überhaupt vor Beendigung der EZB-Anleihekäufe wahrscheinlich wäre. Diesbezüglich waren aus Notenbankkreisen in den zurückliegenden Tagen widersprüchliche Signale zu vernehmen. Nach Ansicht des österreichischen EZB-Ratsmitglieds Nowotny wäre es durchaus möglich, dass die Leitzinsen noch vor einem Ende der Anleihekäufe angehoben werden könnten. („U.S. model was to finish bond purchases first, but this model might not transfer well to Europe“, Nowotny, 16.03.2017). Zudem ist der Chef der österreichischen Nationalbank (OeNB) der Auffassung, dass die verschiedenen Leitzinsen der Notenbank (Einlagesatz/Hauptrefinanzierungssatz/ Spitzenrefinanzierungssatz) weder simultan noch in gleichem Umfang angehoben werden müssen. („All interest rates wouldn't have to be increased simultaneously nor to the same extent“, Nowotny, 16.03.2017).

EZB-Chefvolkswirt Praet ist hingegen der Meinung, dass die bisherige Forward Guidance, wonach eine Leitzinsänderung erst nach Beendigung des „Quantitative Easing“ erfolgen könne einer „strengen Logik“ folge. Darüber hinaus hat er vor den

Spielraum zur Verminderung des geldpolitischen Stimulus besteht

EZB-Vertreter haben im Zuge der März-Zinssitzung eine Anpassung der Forward-Guidance erwogen

In diesem Umfeld haben sich Spekulationen über eine Anhebung des negativen Einlagesatzes belebt

EZB-Rat zeigt sich diesbezüglich allerdings durchaus gespalten

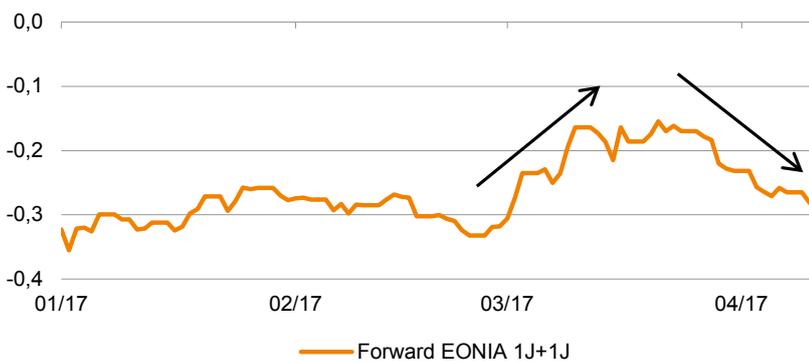
möglichen Folgen mehrdeutiger Äußerungen zur Entwicklung der kurzfristigen Zinsen gewarnt, könnten diese doch die „risiko-freie“ Zinskurve beeinflussen. (*“You have to be very careful on the guidance that you have because all the signals that you may give on the short-term rates will influence the whole risk-free curve”*, Praet, 28.03.2017).

Debatte um eine Verminderung des geldpolitischen Stimulus dürfte anhalten

Diese widersprüchlichen Signale von Seiten der europäischen Währungshüter haben zu deutlichen Schwankungen bei den EONIA Forward Notierungen geführt. Im Nachgang zur März-Zinssitzung waren die 1J+1J EONIA Forwards ausgehend von einem Niveau um -0,30% in der Spitze bis auf -0,13% geklettert und haben damit eine Anhebung des EZB-Einlagesatzes in den kommenden Monaten vorweggenommen. Zwischenzeitlich sind die EONIA Forward Notierungen allerdings wieder auf ein deutlich niedrigeres Niveau zurückgefallen. So hat Mario Draghi im Rahmen der jüngsten Konferenz der EZB-Beobachter Spekulationen gedämpft, wonach ein baldiger geldpolitischer Kurswechsel bevorstehe. (*„But even so, we have not yet seen sufficient evidence to materially alter our assessment of the inflation outlook – which remains conditional on a very substantial degree of monetary accommodation. Hence a reassessment of the current monetary policy stance is not warranted at this stage”*, Draghi, 06.04.2017). Angesichts der voranschreitenden Konjunkturerholung und des gänzlich gewichenen Deflationsrisikos wird die Notenbank unserer Einschätzung nach allerdings in den kommenden Monaten nicht umhinkommen, sich der Debatte um eine Reduzierung des geldpolitischen Stimulus zu stellen. Die geldpolitischen Falken, wie beispielsweise Bundesbankchef Weidmann, werden diese ganz sicherlich einfordern. So hat dieser zuletzt nochmals hervorgehoben, dass es „legitim“ sei, über eine Normalisierung zu diskutieren.

Widersprüchliche Signale aus dem EZB-Rat schicken EONIA-Forwards auf Berg- und Talfahrt

WIDERSPRÜCHLICHE EZB-SIGNALE SCHICKT EONIA FORWARDS AUF BERG- UND TALFAHRT IN PROZENT



Quelle: DZ BANK Research; Bloomberg

Insbesondere eine Anhebung des Einlagesatzes wäre für die europäischen Geschäftsbanken eine gute Nachricht. So summiert sich die Überschussliquidität, welche diese bei der EZB beziehungsweise den nationalen Notenbanken parken und hierfür Strafgebühren entrichten auf derzeit über 1,5 Billionen Euro (Stand März 2017). Diese Liquiditätsflut wird in den kommenden Monaten noch weiter anschwellen, da die EZB bereits in Aussicht gestellt hat, die Anleihekäufe zumindest noch bis zum Ende des Jahres fortzuführen. Vor dem Hintergrund, dass die Teuerungsrate in der Eurozone weiterhin nicht im Einklang mit dem Inflationsziel steht, gehen wir davon aus, dass die Währungshüter die Wertpapierkäufe bis weit ins nächste Jahr fortsetzen werden, wengleich das Volumen wohl sukzessive verringert werden wird.

Überschussliquidität dürfte im kommenden Jahr die Marke von zwei Billionen Euro (!) überspringen

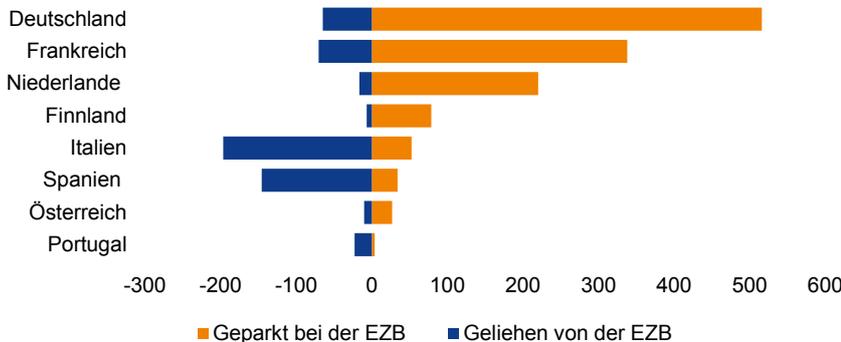
Die Überschussliquidität könnte in diesem Zusammenhang durchaus die Marke von zwei Billionen Euro überspringen.

Für bemerkenswert erachten wir in diesem Zusammenhang wie heterogen die Überschussliquidität zwischen den verschiedenen EWU-Ländern verteilt ist. Hierbei sticht vor allem ins Auge, dass deutsche Geschäftsbanken Zentralbankliquidität im Volumen von über 500 Mrd. Euro (Stand Februar 2017) auf den verschiedenen Bundesbankkonten (Current Accounts (including minimum reserves) / Deposit Facility) parken. Im europäischen Vergleich hat die deutsche Notenbank damit die Spitzenposition inne. Mit etwas Abstand folgt auf dem zweiten Rang die Banque de France mit einer bei ihr geparkter Liquidität von annähernd 340 Mrd. Euro. Den dritten Platz belegt die niederländische Zentralbank mit etwa 220 Mrd. Euro. Somit werden über 70% der bestehenden Überschussliquidität bei diesen drei kerneuropäischen Notenbanken geparkt.

(Streng genommen müssten bei dieser Betrachtung die in den Current Account-Konten enthaltenen Mindestreserveverpflichtungen der Geschäftsbanken herausgerechnet werden. Hierauf haben wir aus Vereinfachungsgründen verzichtet. Angesichts der immensen EZB-Liquiditätsflut rückt die Bedeutung der Mindestreserveverpflichtungen von derzeit insgesamt etwa 120 Mrd. Euro zunehmend in den Hintergrund.)

Europäische Banken in sehr unterschiedlichem Maße vom negativen Einlagesatz betroffen

DEUTSCHE BANKEN VERFÜGEN MIT ABSTAND ÜBER DEN HÖCHSTEN NETTOSALDO* IN MILLIARDEN EURO



Quelle: DZ BANK Research; Bloomberg / *Einlagen bei der EZB (-) bei der EZB abgerufene Liquidität

Mit Blick auf die Bundesbankbilanz ist hervorzuheben, dass, obwohl die deutschen Geschäftsbanken mit Abstand am meisten Liquidität bei ihrer Notenbank platziert haben, sie diese Liquidität nicht etwa im Zuge der verschiedenen EZB-Tenderoperationen (Hauptrefinanzierung- / längerfristige Refinanzierungsgeschäfte) abgerufen haben. So summieren sich diese Ausleihungen lediglich auf 65 Mrd. Euro. Im Vergleich hierzu ist in der europäischen Peripherie der Hunger nach Zentralbankliquidität deutlich ausgeprägter. Mit annähernd 200 Mrd. Euro haben sich die italienischen Geldinstitute über die verschiedenen EZB-Tender mit Abstand am meisten Zentralbankliquidität gesichert. Mit etwas Abstand folgen die spanischen Geldinstitute, welche Liquidität im Volumen von 145 Mrd. Euro bei der EZB abgerufen haben.

Deutsche Banken parken mit Abstand am meisten Liquidität bei der EZB – Hunger nach Zentralbankliquidität in der Peripherie sehr ausgeprägt

Wenn die Zentralbankliquidität, welche bei den deutschen Geschäftsbanken geparkt ist, von diesen im Rahmen der Tenderoperationen nicht abgerufen wurde, liegt die Vermutung nahe, dass das Anleiheankaufprogramm der EZB hier eine größere Rolle spielt. So pumpt die Notenbank seit März 2015 in beachtlichem Umfang Zentral-

EZB-Anleihekäufe treibt die Überschussliquidität im Euroraum auf immer neue Höhen

bankliquidität in die Märkte. Zwischenzeitlich summieren sich die Käufe deutscher Staatsanleihen auf rund 350 Mrd. Euro. Doch selbst wenn man annehmen würde, dass die Bundesbank diese Anleihekäufe nur mit deutschen Geschäftsbanken abgewickelt hat, was sicherlich nicht der Fall sein dürfte, ließe sich das immense Volumen der bei den deutschen Geschäftsbanken geparkten Zentralbankliquidität nicht vollständig erklären. So verbliebe weiterhin eine beachtliche Differenz von über 100 Mrd. Euro.

AUSLÄNDISCHE INVESTOREN PARKEN IN ERHEBLICHEM UMFANG LIQUIDITÄT IN DEUTSCHLAND

In Mrd. Euro

Bei der Bundesbank geparkte Zentralbankliquidität	516,1
Von deutschen Geschäftsbanken im Zuge der EZB-Tender abgerufene Liquidität	(-) 64,9
Im Rahmen des PSPP gekaufte deutsche Staatsanleihen	(-) 338,62
Von ausländischen Investoren bei deutschen Geldinstituten geparkte Liquidität	(=) 112,58

Quelle: DZ BANK Research / Daten Stand Februar 2017

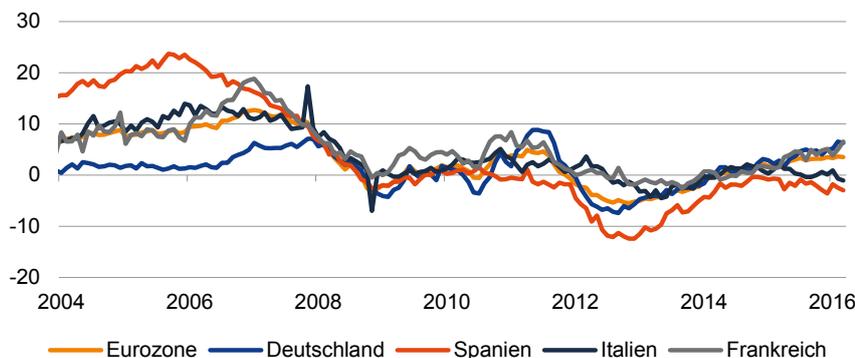
Die deutschen Geschäftsbanken halten somit signifikant mehr Zentralbankliquidität bei der Bundesbank vor als sie im Zuge der Tenderoperationen nachfragt haben oder ihnen im Rahmen der Anleihekäufe zugeflossen ist. Dies deutet daraufhin, dass ausländische Investoren in größerem Umfang Liquidität bei deutschen Geldinstituten parken. Dies hat wiederum zur Folge, dass deutsche Geschäftsbanken im Vergleich zu den übrigen europäischen Geldinstituten übermäßig durch den negativen Einlagesatz belastet werden. Doch nicht nur dieser Umstand spricht unserer Einschätzung nach dafür, den negativen Einlagesatz zu überdenken.

Deutsche Geldinstitute übermäßig durch den negativen Einlagesatz belastet

Vielmehr halten wir auch das Argument, wonach durch einen negativen Einlagesatz die Geschäftsbanken zu einer vermehrten Kreditvergabe gedrängt werden sollen, für wenig überzeugend. So haben wir gezeigt, dass die Geldinstitute in der europäischen Peripherie nur in vergleichsweise geringem Umfang Überschussliquidität bei ihrer jeweiligen Notenbank parken. Vor diesem Hintergrund besteht für die Banken keine Veranlassung, zur Vermeidung der EZB-Strafzinsen ihre Kreditvergabe auszuweiten. Das Gros der von der EZB in den Finanzmarkt gepumpten Zentralbankliquidität konzentriert sich bei Banken in Kerneuropa und hierbei vor allem bei deutschen Instituten.

Negativer Einlagesatz für Banken in der Peripherie kein Anreiz zur Ausweitung der Kreditvergabe

KREDITVERGABE IN DEUTSCHLAND ENTWICKELT SICH ROBUST IN PROZENT



Quelle: DZ BANK Research; Bloomberg

Ein Blick auf die Entwicklung der Kreditvergabe deutscher Geschäftsbanken verdeutlicht, dass diese bereits seit geraumer Zeit stabile Zuwachsraten im Kreditgeschäft aufweisen. Im Februar hat die Kreditvergabe (Loans to euro area residents) im Jahresvergleich um 6,3% zugelegt und zeigt sich damit deutlich oberhalb ihres längerfristigen Durchschnitts von 2,1%. Angesichts dieser robusten Entwicklung erscheint unserer Einschätzung nach der negative Einlagesatz zur Stimulierung der Kreditvergabe nicht mehr in dem Maße notwendig.

Eine Anhebung des Einlagesatzes im Herbst erscheint möglich und sinnvoll

Zudem beurteilen die Währungshüter seit der letzten Zinssitzung im März die Konjunkturaussichten für die Eurozone etwas zuversichtlicher. So wurden auch die BIP-Projektionen der EZB-Stabsmitarbeiter für das laufende und kommende Jahr leicht angehoben. Als bedeutender erachten wir allerdings, dass Notenbankchef Draghi zuletzt eingeräumt hat, dass die Deflationsgefahren weitestgehend gewichen sind (*„If we move to inflation, I would say that risks of deflation have largely disappeared“*, Draghi, 09.03.2017). Auf Basis der dargelegten Erkenntnisse halten wir es für gerechtfertigt, dass die Notenbank den negativen Einlagesatz, als Teil ihrer außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen im Kampf gegen die Deflationsrisiken, zumindest so weit anhebt, dass wieder eine Symmetrie um den Hauptrefinanzierungssatz entsteht. Daher erwarten wir eine Erhöhung des Einlagesatzes auf -0,25% von derzeit -0,40% im Herbst. Der geldpolitische Stimulus bleibt mit einem weiterhin negativen Einlagesatz anhaltend expansiv, die EZB kann aber mit dieser Maßnahme die Alarmstufe reduzieren.

Entwicklung der Kreditvergabe in Deutschland robust – Stimulierung über negativen Einlagesatz nicht mehr in dem Maße notwendig

Deflationsgefahren weitestgehend gewichen – Spielraum zur Verminderung des geldpolitischen Stimulus vorhanden

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),
Hans-Bernd Wolberg (stv. Vorsitzender), Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann
Lars Hille, Wolfgang Köhler, Karl-Heinz Moll, Dr. Cornelius Riese, Michael Speth
Thomas Ullrich, Frank Westhoff, Stefan Zeidler

Aufsichtsratsvorsitzender: Helmut Gottschalk

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, 2017
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.

1.2 *Sonstige Research-Informationen* sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten oder bestimmte Finanzinstrumente enthalten**. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut | Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch:

– **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 60349 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

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.

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 Portfolio)*, ihrer definierten *Branchenstrategie Euro-Stoxx (DZ BANK Sektorfavoriten)*, ihrer definierten Bewertung von *Auszah-*

lungen an Berechtigte (DZ BANK Dividendenaristokraten) 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 zugehörigen *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** ist der Vergleich eines Subsegments zur Gesamtheit der Subsegmente des 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 Eine Pflicht zur Aktualisierung besteht nicht. Wird eine Anlageempfehlung aktualisiert, ersetzt diese Aktualisierung die bisherige Anlageempfehlung mit sofortiger Wirkung.

Ohne Aktualisierung enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf der nachfolgend genannten Geltungszeiträume. Diese beginnen mit dem Tag der Publikation.

5.2 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

Nachhaltigkeitsanalysen:	ein Monat
Analysen nach dem Value-Ansatz:	ein Monat
Analysen zur Asset Allokation (DZ BANK Portfolio):	ein Monat
Euro-Stoxx-Branche-strategie (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):	Tag der Publikation
Währungsräume:	sechs bis zwölf Monate
Allokation von Marktsegmenten:	ein Monat
Derivate (Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future):	ein Monat
Rohstoffe:	ein Monat

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

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 angegeben.

6.2 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.

6.3 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 organisatorische Maßnahmen vermieden.

7. Nutzung von Sonstigen Research-Informationen

7.1 Adressaten

Sonstige Research-Informationen der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in **Deutschland**. Sie sind grundsätzlich **auch** für **Privatkunden** in **Deutschland** geeignet, **wenn der jeweilige Privatkunde über übliche Kenntnisse und Erfahrungen** in Bezug auf den jeweiligen **Analysegegenstand** der **Sonstigen Research-Informationen** verfügt. Eine Weitergabe von Sonstigen Research-Informationen an Privatkunden erfolgt in der Regel durch die örtliche Volksbank Raiffeisenbank oder Kooperationsbank.

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, FactSet, 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. DISCLAIMER

1. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden. Es ist daher grundsätzlich nicht für Privatkunden geeignet, es sei denn, es ist ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet.

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 Verteilung an die vorgenannten Adressaten in Deutschland 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‘, ‚expert investors‘ oder ‚institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

In die Vereinigten Staaten von Amerika (USA) dürfen diese Dokumente über Eigenkapitalinstrumente (equity instruments) 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. Dokumente über Fremdkapitalinstrumente (debt instruments) dürfen in keinem Fall in die USA verbracht werden. Dieses Dokument darf in allen 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.

- 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.

- 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.

- 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 Emittenten 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.

- Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices Limited

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

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

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

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 23	Jeremy Lee Seow Poh
	Vertrieb Asien Institutionelle Süd	+65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
	Vertrieb Asien Institutionelle Nord	+852 – 2 86 43 – 1 82	N.N.
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
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 Geldmarkt- und Wertpapieranlagen	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 20	Ansgar Wittenbrink
	Gruppenleiter Kundenhandel/ Services Zins und FX	+49 – (0)69 – 74 47 – 43 54	Klaus Langer
	Gruppenleiter Derivative Solutions Zins und FX	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiterin Vertrieb Mittelstand Zins und FX	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 26	Evelyne Thiessen
	Gruppenleiter Vertrieb Mittelstand Zins und FX, West	+49 – (0)2 11 – 7 78 – 21 55	Ralf Vogt
Emittenten	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 49 97	Arnold Fohler
	Gruppenleiter Emittenten Inland	+49 – (0)69 – 74 47 – 48 00	Jörg Müller
	Gruppenleiter Emittenten Ausland	+49 – (0)69 – 74 47 – 17 10	Kai-Henning Poerschke
	Gruppenleiterin Emittenten Unternehmen	+49 – (0)69 – 74 47 – 71 45	Bettina Streiter
	Gruppenleiter MTN-Desk	+49 – (0)69 – 74 47 – 38 11	Friedrich Luthlen
Treasury	Gruppenleiter Liquidität Verbund	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 88	Marianne Höhler
Kapitalmärkte Privatkunden	DZ BANK Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de