



## **EZB verkündet QE**

**EZB beginnt Ankauf von  
Staatsanleihen und bestimmten SSAs**

## Die Implikationen des Ankaufprogramms im Überblick

### Analysten:

Fabian Gerlich,  
Matthias Melms,  
Norman Rudschuck

### Staatsanleihen:

Vollumfängliche Ankäufe  
erwartet, Renditen im  
Rückwärtsgang

### SSAs:

Ankäufe von EUR 6 Mrd. pro  
Monat erwartet

### Covered Bonds:

An Attraktivität gewonnen

### Corporate Bonds:

Kein Ankauf von  
Unternehmensanleihen

Unsere Erwartungen wurden heute in vielerlei Hinsicht übertroffen. Zum einen liegt das beschlossene Gesamtvolumen mehr als doppelt so hoch wie der Konsens vorher erwartet hatte (EUR 1.140 Mrd. statt EUR 550 Mrd.). Dabei ist fast schon nebensächlich, dass es nicht EUR 50 Mrd. sondern EUR 60 Mrd. pro Monat betragen wird, dafür 19 statt 22 Monate andauern soll. Der Umfang für Staatsanleiheankäufe sollte unserer Einschätzung nach EUR 44 Mrd. pro Monat betragen. Zudem kauft die EZB Laufzeiten ab zwei Jahren bis zu 30 Jahren an, was auch Papiere mit negativen Renditen beinhaltet. In der Folge gingen die Renditen quer durch die Mitgliedsstaaten und über alle Laufzeitbänder zurück. Somit hat sich die von uns erwartete Spreadkompression direkt im Laufe der Pressekonferenz an den Märkten wiedergespielt.

Für SSAs ergibt sich basierend auf den genannten Zahlen eine Erwartung von monatlichen Ankäufen im Volumen von EUR 6 Mrd. Signifikante Unsicherheit besteht hier indes u.E. bezüglich der jeweiligen Emittenten, deren Anleihen aufgekauft werden könnten. Während Sub-Sovereigns nicht genannt wurden und aus unserer Sicht daher nicht infrage kommen, gab die EZB bekannt, Bonds von bestimmten Agencies und Supranationals aufzukaufen. Im Folgenden analysieren wir mögliche Szenarien und ihre Implikationen. Wir erwarten weitere G-Spreadeinengungen bei den Supras und Agencies, deren Anleihen durch die EZB aufgekauft werden.

Wir erwarten, dass die heute getroffenen Entscheidungen zu einem geringeren monatlichen Ankaufvolumen für Covered Bonds führen werden als dies bisher der Fall war. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass Covered Bonds in Vergleich zu anderen Assetklassen an Attraktivität gewinnen werden.

Ein Ankauf von Corporate Bonds wird nach unserer Lesart im Rahmen des groß angelegten Ankaufprogramms der EZB nicht stattfinden. Mit Blick auf das ausstehende Marktvolumen von Corporate Bonds wären die Effekte ehemals gering.

## Sovereign QE kommt in riesigem Umfang

**Analyst:**  
Norman Rudschuck

Am heutigen Nachmittag fand die erste Pressekonferenz der Europäischen Zentralbank des Jahres im Nachgang einer turnusgemäßen Zinssitzung statt. Letztere hatte direkt mehrere Neuerungen zu bieten, tagt die EZB ab 2015 doch nur noch alle sechs Wochen statt wie bisher monatlich. Folglich findet im Februar keine Sitzung statt, sondern erst am 05. März wieder. Mit einer wie auch immer gearteten Leitzinssenkung war heute um 13:45 Uhr nicht zu rechnen gewesen. Seit der letzten Sitzung am 04. Dezember 2014 warteten jedoch alle Marktteilnehmer auf die heutige Pressekonferenz. In den vergangenen Wochen ist viel über die Ausgestaltung des heute beschlossenen Sovereign QE – also dem Ankauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt – spekuliert worden. Recht unerwartet limitierte der EZB-Präsident sich bzw. das umzusetzende Programm auf EUR 60 Mrd. pro Monat von März 2015 bis mindestens September 2016. Sollte die EZB an ihrem „Ziel“ festhalten, den historischen Höchststand ihrer Bilanz aus dem Jahr 2012 (rund EUR 3 Bio.) erneut erreichen zu wollen, werden die Maßnahmen bis dahin ein Gesamtvolumen von circa EUR 1.140 Mrd. haben (müssen). Wir formulieren „Ziel“ deshalb, weil Draghi in der Vergangenheit bezüglich der Bilanzausweitung erst von Erwartung („expectation“) gesprochen hat, um letzten Monat dann auf Absicht („intention“) umzuschwenken. Die heutige Vorgehensweise der EZB weicht erheblich von der bisherigen Vorgehensweise ab. Beim Covered Bond Ankaufprogramm (CBPP3) schien sich als „Best Practice“ erwiesen zu haben: Erst die Maßnahme verkünden, Details zur Ausgestaltung nachliefern. Draghi überraschte nicht nur in den Details, sondern auf ganzer Linie!

### Spekulationen im Vorfeld

Davon ausgehend, dass weder das Segment der staatsnahen Titel noch der Unternehmensanleihen dafür ausreichend groß ist (die Relevanz der Segmente ABS und Covereds sind in diesem Kontext ebenfalls überschaubar), wird sich ein Großteil des Ankaufvolumens auf Staatsanleihen fokussieren. Wir rechnen nach derzeitigem Kenntnisstand mit circa EUR 44 Mrd. pro Monat. Damit ist von über EUR 800 Mrd. für Staatspapiere auszugehen. Dabei sahen wir bislang stets EUR 500 Mrd. als unterste Grenze an. Während die letzten Wochen die Range von EUR 500 Mrd. bis EUR 1.000 Mrd. für das gesamte Programm im Raum standen, leistete Mario Draghi gewissermaßen „Lobbyarbeit“ bei den Kritikern des Programms. So soll er sich mit Kanzlerin Merkel und Finanzminister Schäuble getroffen und auch über Haftungsfragen gesprochen haben. Letzteres könnte den Ausschlag geben, auch die deutschen Vertreter etwas von der oppositionellen Ecke zu holen. Seitdem stand im Raum, dass jede Notenbank nur die lokalen Staatsanleihen erwirbt, sprich die Deutsche Bundesbank nur Bunds, die Banca d'Italia nur BTPs und die Banco de España ausschließlich Bonos.

### Draghi-Leaks

Am gestrigen Mittwoch bekamen die Spekulationen dann zusätzliches Futter: Informierte Kreise haben in der Presse lanciert, dass monatlich mit einem Ankaufprogramm in Höhe von EUR 50 Mrd. zu rechnen sei. Unklar blieben dabei nicht nur die Dauer, sondern auch die zu erwerbenden Titel. Einige Marktteilnehmer haben es derart verstanden, dass vorerst für ein Jahr monatlich dieses Volumen angekauft würde. Dies hätte in Summe EUR 600 Mrd. entsprochen. Andere Marktteilnehmer gingen ab März von einem bis Ende 2016 limitierten Ankaufprogramm aus: Ein 22 monatiges Ankaufprogramm hätte einem Gesamtvolumen in Höhe von EUR 1.100 Mrd. entsprochen. Da im Vorfeld der Pressekonferenz von einem gewissen Enttäuschungspotenzial ausgegangen wurde, haben die gestrigen Spekulationen dazu beigetragen, das Volumen zu konkretisieren. Bei dem heute beschlossenen Volumen jenseits der EUR 1 Bio. lässt sich eindeutig nicht von einer Enttäuschung sprechen.

**Die Entscheidung der EZB**

Während die ökonomische Relevanz des heute beschlossenen Programms ebenso ungewiss ist wie die Abwendung eines möglichen Deflationsszenarios, hat die Europäische Zentralbank dennoch agiert. Im Gegensatz zur Schweizer Nationalbank oder auch der Bank of Canada hat sie alle relevanten Zinssätze erwartungsgemäß unverändert belassen. Dies wurde – wie üblich – bereits um 13:45 Uhr verkündet.

**Die Details des Ankaufprogramms**

Die Pressekonferenz von Mario Draghi ab 14:30 Uhr lieferte folgende neue Erkenntnisse:

- Der monatliche Ankauf aller Titel (Staatsanleihen, staatsnahe Titel, ABS und Covered Bonds) wird in Summe in Höhe von EUR 60 Mrd. erfolgen
- Davon entfallen unserer Ansicht nach EUR 44 Mrd. auf Staatsanleihen
- Das Programm wird im März 2015 starten
- Das Programm soll bis mindestens September 2016 andauern
- Dies entspräche in den kommenden 19 Monaten einem Gesamtvolumen über alle Assetklasse in Höhe von mindestens EUR 1.140 EUR
- Der Ankauf erfolgt überraschend doch nach dem EZB-Kapitalschlüssel
- Dabei limitiert sich die EZB je ISIN auf 25%
- Dabei limitiert sich die EZB je Emittent auf 30%
- Die EZB wird Laufzeiten von 2 bis 30 Jahre erwerben
- Dies beinhaltet folglich auch Papiere mit negativen Renditen
- Inflationlinker sind ebenfalls für das Ankaufprogramm qualifiziert
- Die Papiere müssen EZB-Sicherheitenregeln erfüllen
- Es werden ausschließlich in EUR denominierte Papiere erworben
- Der Emittent muss seinen Sitz in der Eurozone haben
- Die Papiere müssen ein Mindestrating „Investment Grade“ aufweisen (mit Ausnahmen)
- Der Beschluss wurde nicht einstimmig aber mehrheitlich gefasst

**Beiträge der NZBen des Euroraums zum Kapital der EZB**

	Anteil des eingezahlten Kapitals	Kapitalschlüssel in EUR
Germany	25,57%	1.948.208.997,34
France	20,14%	1.534.899.402,41
Italy	17,49%	1.332.644.970,33
Spain	12,56%	957.028.050,02
Netherlands	5,69%	433.379.158,03
Belgium	3,52%	268.222.025,17
Greece	2,89%	220.094.043,74
Austria	2,79%	212.505.713,78
Portugal	2,48%	188.723.173,25
Finland	1,78%	136.005.388,82
Ireland	1,65%	125.645.857,06
Slovakia	1,10%	83.623.179,61
Lithuania	0,59%	44.728.929,21
Slovenia	0,49%	37.400.399,43
Latvia	0,40%	30.537.344,94
Luxemburg	0,29%	21.974.764,35
Estonia	0,27%	20.870.613,63
Cyprus	0,21%	16.378.235,70
Malta	0,09%	7.014.604,58

Quelle: EZB, NORD/LB Fixed Income Research

**Einschätzung**

Unsere Erwartungen wurden heute in vielerlei Hinsicht übertroffen. Zum einen liegt das beschlossene Volumen mehr als doppelt so hoch wie der Konsens vorher erwartet hatte (EUR 1.140 Mrd. statt EUR 550 Mrd.). Dabei ist fast schon nebensächlich, dass es nicht EUR 50 Mrd. sondern EUR 60 Mrd. pro Monat sein wird, dafür wiederum mindestens 19 statt 22 Monate laufen soll. Zudem kauft die EZB Laufzeiten ab zwei Jahren bis zu 30 Jahren an, was auch Papiere mit negativen Renditen beinhaltet. In der Folge gingen die Renditen quer durch die Mitgliedsstaaten und über alle Laufzeitbänder zurück. Während z. B. spanische 10-jährige so niedrig rentierten wie nie zuvor, fiel selbst die Rendite für 30-jährige Bundesanleihen um rund 15 Basispunkte. Die Umsetzung in den kommenden Monaten wird ein marktbeherrschendes Thema sein! Heute hat sich die von uns erwartete Spreadkompression direkt im Laufe der Pressekonferenz an den Märkten widergespielt.

## EZB beschließt SSA-Ankäufe

### Analyst:

Fabian Gerlich

Monatliche SSA-Ankäufe um ca. EUR 6 Mrd. erwartet

Die heutige Ankündigung wirkt sich gravierend auf den europäischen SSA-Markt und dessen relative Attraktivität gegenüber Staatsanleihen aus.

Insgesamt wird die EZB EUR 60 Mrd. pro Monat ankaufen, was nach unserem Verständnis bereits CBPP3 einbezieht. Die zusätzlichen Ankäufe schätzen wir daher auf EUR 50 Mrd. pro Monat. Der angestrebte Agency-Anteil wurde auf der Pressekonferenz mit 12% bekanntgegeben, was ca. EUR 6 Mrd. pro Monat entspricht. Insgesamt plant die EZB damit Ankäufe im Rahmen des Programms im Umfang von EUR 114 Mrd. Innerhalb der von der EZB bereitgestellten Details beziehen sich die 12% indes auf „European institutions“ anstatt auf „agencies“, wodurch hier u.E. Unsicherheit besteht. Monatliche Ankäufe von mehr als EUR 10 Mrd. halten wir jedoch für ein extrem hohes Tempo, sodass wir hier lediglich von einer Unklarheit ausgehen.

### Welche SSAs werden gekauft?

Als schwierig erweist sich die Beantwortung der Frage, welche Anleihen von welchen SSAs durch die EZB erworben werden würden. Im Rahmen des von der EZB bereitgestellten Materials wurde lediglich der Term „certain agencies established in the euro area“ erwähnt. Ähnlich unsicher ist die Situation bei Suprationals: Hier nutzt die EZB den Ausdruck „certain international or supranational institutions located in the euro area“. Dass der Begriff „certain“ dabei fällt, impliziert für uns, dass nicht sämtliche Agencies und Suprationals der Eurozone von Ankäufen profitieren würden. Im Folgenden stellen wir drei verschiedene Selektionskriterien vor.

#### I. Orientierung an expliziten Garantien

Eine Möglichkeit der Definition des SSA-Universums wäre die Orientierung an expliziten Garantien: Hier wäre eindeutig sichergestellt, dass zwischen Exposure gegenüber einem SSA und dem Exposure gegenüber dem jeweiligen Zentralstaat kaum Unterschiede bestehen. Anleihen, die von Sub-Sovereigns garantiert werden (z.B. im Fall der NRW.Bank), würden wir in diesem Szenario ebenfalls für denkbar für EZB-Ankäufe erachten.

#### II. Orientierung an der Risikogewichtung

Die Orientierung an der Risikogewichtung erachten wir als weitere Möglichkeit. Dass nach dem Standardansatz von CRR/Basel III bestimmte SSAs wie Staaten behandelt werden können, indem Exposure gegenüber diesen SSAs ein Risikogewicht von 0% zugeordnet werden kann, könnte hier als Auswahlkriterium dienen.

#### III. Orientierung an EZB-Reporegeln

Ebenfalls möglich ist eine Orientierung an den EZB-Reposicherheitsregeln, bei denen die EZB „recognised agencies“ und „recognised suprationals“ innerhalb von Liquiditätskategorie II auflistet. Dementsprechend könnten Anleihen von folgenden SSAs aus der Eurozone aufgekauft werden:

- Deutschland
  - o KfW, FMS-WM, NRW.Bank, L-Bank, EAA
- Frankreich
  - o CADES, Unédic, ACOSS, SFEF
- Spanien
  - o ICO, FROB
- Suprationals
  - o EFSF, ESM, EIB, EU, CEB, NIB

Fraglich wären bei den Suprationals Institutionen wie die CEB und die NIB, die ihren Sitz in der Eurozone (Paris bzw. Helsinki) haben, dabei jedoch relativ klein sind. Für Suprationals außerhalb der Eurozone gehen wir von keinen EZB-Ankäufen aus. Dies würde die EBRD und die EUROFIMA betreffen.

**Alternative Optionen ebenfalls möglich (und realistischer?)**

Alternative Optionen halten wir ebenfalls für möglich. Speziell da z.B. die großen niederländischen Agencies BNG und NWB in unseren Szenarien nicht berücksichtigt sind, decken diese Optionen u.E. nicht sämtliche realistische Alternativen ab. Denkbar wäre hier, dass sich die EZB auf etablierte Benchmark-Emittenten fokussiert, d.h. Agencies, die ein bestimmtes ausstehendes Volumen aufweisen (z.B. EUR >15 Mrd.) und dabei über eine bestehende EUR-Benchmark-Kurve verfügen.

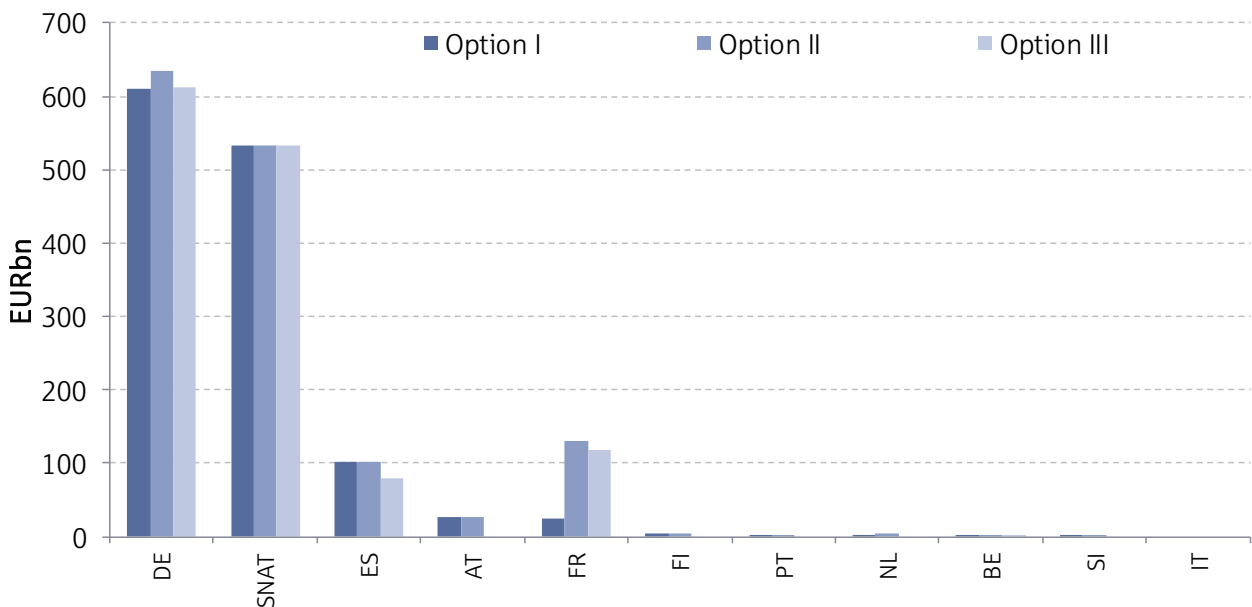
**Ausgestaltung mit deutlichen Auswirkungen auf Volumen und Spreads**

Die genaue Ausgestaltung von SSA-Ankäufen hat gravierende Auswirkungen auf das jeweils zur Verfügung stehende Angebot. Je geringer das Angebot durch die Spezifikation des SSA-Teils des Ankaufprogramms ist, desto höher schätzen wir die Spreadimplikationen ein.

**Ankäufe auch im Sub-Benchmark-Bereich erwartet**

Wir gehen davon aus, dass die SSA-Ankäufe der EZB auch EUR-Anleihen umfassen, die keine Benchmark-Größe aufweisen, sofern sie die entsprechenden Kriterien erfüllen. Damit würde die EZB hier analog zum CBPP3 agieren, was wir in diesem Zusammenhang durchaus für realistisch halten.

**Vergleich der Ankaufoptionen**



Anm.: Jeweils Summen der ausstehenden Volumina sämtlicher ausstehender EUR-Anleihen.  
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Fixed Income Research

**Fazit**

Wir erwarten weitere G-Spreadeinengungen bei den Supras und Agencies, deren Anleihen durch die EZB aufgekauft werden. Hier dürfte die Liquidität spürbar abnehmen, auch wenn ein ISIN-Limit von 25% bestehen wird. Bedingt durch die Größe der einzelnen Märkte dürfte der Effekt bei deutschen Emittenten insgesamt geringer spürbar werden. Hier sollten sich die Ankäufe auf Bunds und mehrere staatsnahe Emittenten verteilen, sodass zwar auch hier Spreadeffekte zu erwarten sind, jedoch in geringerem Ausmaß als in anderen Ländern. Während die Spreads der betroffenen Emittenten sinken dürften, sollten die übrigen staatsnahen Emittenten (insbesondere Sub-Sovereigns wie z.B. Bundesländer) von einer erhöhten relativen Attraktivität profitieren. Wir erwarten hier kurzfristig eine Underperformance dieser SSAs, wodurch sich langfristig jedoch Nachholpotential ergibt. Dementsprechend rechnen wir ab Sommer mit einer stärkeren Performance von Bonds, die nicht durch die EZB aufgekauft werden.

**Auswirkungen der drei Optionen auf Agencies und Suprationals**

Emittent	Option I	Option II	Option III
EFSF	Eligible	Eligible	Eligible
ESM	Eligible	Eligible	Eligible
EU	Eligible	Eligible	Eligible
EIB	Eligible	Eligible	Eligible
EBRD	Not eligible	Not eligible	Not eligible
NIB	Eligible	Eligible	Eligible
CEB	Eligible	Eligible	Eligible
EUROFIMA	Not eligible	Not eligible	Not eligible
KfW	Eligible	Eligible	Eligible
FMS-WM	Eligible	Eligible	Eligible
NRW.Bank	Eligible	Eligible	Eligible
Rentenbank	Eligible	Eligible	Eligible
EAA	Not eligible	Eligible	Eligible
L-Bank	Eligible	Eligible	Eligible
IBB	Eligible	Eligible	Not eligible
LfA	Eligible	Eligible	Not eligible
BayernLabo	Eligible	Eligible	Not eligible
WIBank	Eligible	Eligible	Not eligible
IB.SH	Eligible	Eligible	Not eligible
CADES	Not eligible	Eligible	Eligible
RFF	Not eligible	Not eligible	Not eligible
AFD	Not eligible	Not eligible	Not eligible
Unédic	Eligible	Eligible	Eligible
CDC	Not eligible	Eligible	Not eligible
Bpifrance	Not eligible	Not eligible	Not eligible
CNA	Not eligible	Eligible	Not eligible
SAGESS	Not eligible	Not eligible	Not eligible
BNG	Not eligible	Not eligible	Not eligible
NWB	Not eligible	Not eligible	Not eligible
FMO	Not eligible	Eligible	Not eligible
Propertize	Eligible	Eligible	Not eligible
OeKB	Eligible	Eligible	Not eligible
ÖBB-Infrastruktur	Eligible	Eligible	Not eligible
ASFiNAG	Eligible	Eligible	Not eligible
BIG	Not eligible	Not eligible	Not eligible
ELG	Not eligible	Not eligible	Not eligible
SEK	Not eligible	Not eligible	Not eligible
Kommuninvest	Eligible	Eligible	Not eligible
MuniFin	Eligible	Eligible	Not eligible
Finnvera	Eligible	Eligible	Not eligible
ICO	Eligible	Eligible	Eligible
FADE	Eligible	Eligible	Not eligible
FROB	Eligible	Eligible	Not eligible
CORES	Not eligible	Not eligible	Not eligible
ADIF-AV	Not eligible	Not eligible	Not eligible
CDP	Not eligible	Not eligible	Not eligible
REFER	Eligible (guaranteed bonds only)	Eligible (guaranteed bonds only)	Not eligible

Quelle: NORD/LB Fixed Income Research



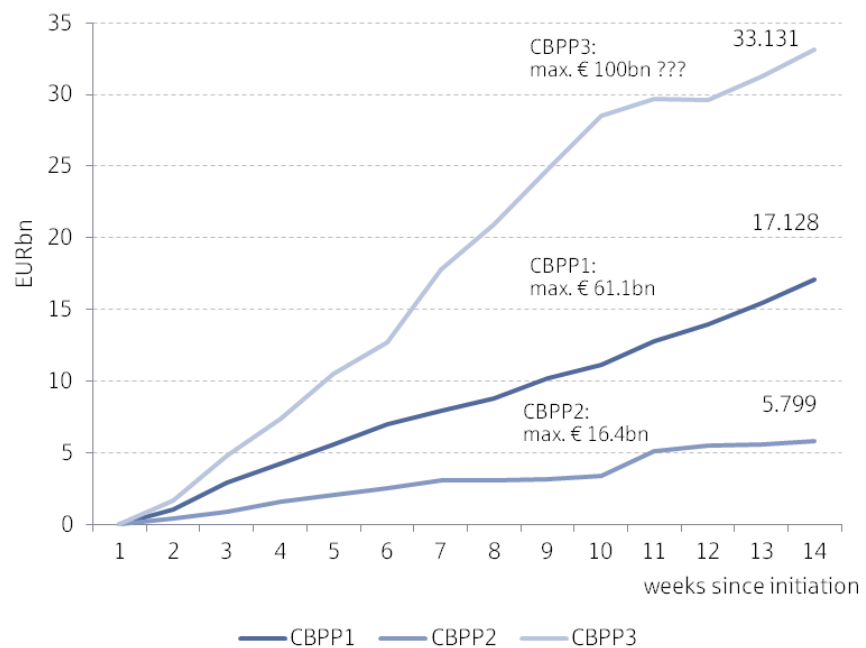
## Keine Änderung im Rahmen des CBPP3

Analyst:  
Matthias Melms, CIA, CCRA

Bisheriges Ankaufvolumen  
bei EUR 33,1 Mrd.

Mit der Ankündigung des dritten Ankaufprogramms im September des vergangenen Jahres wurden auch Covered Bonds mit in die Überlegungen zur Ausweitung der Bilanzsumme der EZB mit einbezogen. Seit dem 20. Oktober kaufen die Zentralbanken des Eurosystems Covered Bonds sowohl im Primär- als auch Sekundärmarkt an. In den ersten 14 Wochen betrug das angekaufte Volumen EUR 33,1 Mrd., Zum Jahresende entfielen vom angekauften Volumen (EUR 29,632 Mrd.) EUR 5,25 Mrd. auf Primärmarkttransaktionen, was einem Anteil von 17,7% des angekauften Volumen entspricht. Weitere EUR 24,4 Mrd. kauften die Zentralbanken des Eurosystems zum Jahresende am Sekundärmarkt an. Mit der heute bekannt gegebenen Entscheidung einer Ausweitung der Ankaufprogramme auf Sovereigns signalisiert die EZB, dass die bisherige Ankaufpolitik nicht ausreichend war, um das Ziel einer Ausweitung der Bilanzsumme um EUR 1 Billionen zu erreichen. Obwohl neue Bedingungen. Obwohl neue Bedingungen beim Anlauf der weiteren Assetklassen wie ein Volumenlimit pro Emittent und ISIN formuliert wurden, bleiben die bisherigen Kriterien wie ein Ankaufslimit von 70% pro ISIN für Covered Bonds gemäß den Erläuterungen auf der Homepage der EZB unverändert bestehen.

### Covered Bond Ankaufprogramme im Verlauf



Quelle: ECB, NORD/LB Fixed Income Research

Höhe des monatlichen  
Ankaufvolumens zukünftig  
geringer

Aufgrund der heute angekündigten massiven Ausweitung der Ankaufprogramme auf weitere Assetklassen gehen wir davon aus, dass die Aufrechterhaltung der bisherigen Ankaufsdynamik bei Covered nicht mehr aufrecht gehalten werden muss. Zwar erwarten wir auch zukünftig weitere Käufe sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt, jedoch rechnen wir insbesondere am Primärmarkt jedoch mit einem weniger aggressiven Auftreten. Ab März rechnen wir damit, dass das monatliche Ankaufvolumen sich bei EUR 3,5 Mrd. einpendeln wird von aktuell EUR 9,4 Mrd. Als Folge davon erwarten wir, dass der G-Spread von Covered Bonds aus Eurozonen Jurisdiktionen wieder ausweiten wird und Covered Bonds auf Relative Value attraktiver werden als aktuell. Wir belassen unsere Volumenschätzung für das CBPP3 daher bei EUR 100 Mrd.

## Anhang **Ansprechpartner in der NORD/LB**

### Fixed Income Research

Michael Schulz	Leitung	+49 511 361-5309	michael.schulz@nordlb.de
Fabian Gerlich	Public Issuers	+49 511 361-9787	fabian.gerlich@nordlb.de
Michaela Hessmert	Financials	+49 511 361-6915	michaela.hessmert@nordlb.de
Melanie Kiene	Financials	+49 511 361-4108	melanie.kiene@nordlb.de
Jörg Kuypers	Retail Banking Products	+49 511 361-9552	joerg.kuypers@nordlb.de
Matthias Melms	Covered Bonds	+49 511 361-5427	matthias.melms@nordlb.de
Tobias Meyer	Covered Bonds	+49 511 361-4639	tobias.meyer@nordlb.de
Norman Rudschuck	Public Issuers	+49 511 361-6627	norman.rudschuck@nordlb.de

### Markets Sales

Carsten Demmler (Leitung)	+49 511 361-5587	carsten.demmler@nordlb.de
---------------------------	------------------	---------------------------

### RM Institutional Clients / Financial Institutions

Jörg Dresen (Leitung)	+49 511 361-2960	joerg.dresen@nordlb.de
-----------------------	------------------	------------------------

### Sales Sparkassen / Regionalbanken (+49 511 9818-9400)

Burkhard Sudbrack (Leitung)	burkhard.sudbrack@nordlb.de	<b>Thorsten Ehmke</b>	thorsten.ehmke@nordlb.de
Kai-Ulrich Dörries	kai-ulrich.doerries@nordlb.de	<b>Stefan Krlcic</b>	stefan.krlcic@nordlb.de
Frank Drebs	frank.drebs@nordlb.de	<b>Bernd Lehmann</b>	bernd.lehmann@nordlb.de
Marc Ehle	marc.ehle@nordlb.de	<b>Lutz Schwiering</b>	lutz.schwiering@nordlb.de

### Institutional Sales (+49 511 9818-9440)

Uwe Tacke (Leitung)	uwe.tacke@nordlb.de	<b>Uwe Kollster</b>	uwe.kollster@nordlb.de
Julia Bläsig	julia.blaesig@nordlb.de	<b>Gabriele Schneider</b>	gabriele.schneider@nordlb.de
Thorsten Bock	thorsten.bock@nordlb.de	<b>Dirk Scholden</b>	dirk.scholden@nordlb.de
Christian Gorsler	christian.gorsler@nordlb.de		

### Fixed Income / Structured Products Sales Europe

Morgan Kermel	+352 452211-634	morgan.kermel@nordlb.lu
Patricia Lamas	+352 452211-510	patricia.lamas@nordlb.lu
Laurence Payet	+352 452211-514	laurence.payet@nordlb.lu
René Rindert	+352 452211-515	rene.rindert@nordlb.lu

### Corporate Sales

Sales Schiffe / Flugzeuge	+49 511 9818-8150	<b>Sales Firmenkunden</b>	+49 511 9818-4003
Sales Immobilien	+49 511 9818-8150	<b>Corporate Sales FX/MM</b>	+49 511 9818-4006
Sales Strukt. Finanzierung	+49 511 9818-8150		

### Syndicate / DCM (+49 511 9818-6600)

Thomas Cohrs (Leitung)	thomas.cohrs@nordlb.de	<b>Andreas Raimchen</b>	andreas.raimchen@nordlb.de
Axel Hinzmann	axel.hinzmann@nordlb.de	<b>Udo A. Schacht</b>	udo.schacht@nordlb.de
Thomas Höfermann	thomas.hoefermann@nordlb.de	<b>Marco da Silva</b>	marco.da.silva@nordlb.de
Alexander Malitsky	alexander.malitsky@nordlb.de	<b>Lutz Ulbrich</b>	lutz.ulbrich@nordlb.de
Julien Marchand	julien.marchand@nordlb.de		

### Financial Markets Trading

Covered Bonds	+49 511 9818-8040	<b>Frequent Issuers</b>	+49 511 9818-9640
Collateral Mgmt / Repos	+49 511 9818-9200	<b>Governments</b>	+49 511 9818-9660
Financials	+49 511 9818-9490	<b>Structured Products</b>	+49 511 9818-9670

## Wichtige Hinweise

Die vorstehende Studie ist erstellt worden von der NORDDEUTSCHEN LANDESBANK GIROZENTRALE („NORD/LB“). Die für die NORD/LB zuständigen Aufsichtsbehörden sind die Europäische Zentralbank, Kaiserstraße 29, D-60311 Frankfurt am Main, und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108, D-53117 Bonn und Marie-Curie-Str. 24-28, D-60439 Frankfurt am Main.

Diese Studie richtet sich ausschließlich an Empfänger in Deutschland, dem Vereinigten Königreich, Irland, Frankreich, Belgien, Luxemburg, Griechenland, den Niederlanden, Spanien, Italien, Österreich, der Schweiz, Norwegen, Estland, Lettland und Litauen (alle vorgenannten Personen werden nachfolgend als „relevante Personen“ bezeichnet). Die in dieser Studie untersuchten Werte sind nur an die relevanten Personen gerichtet und andere Personen als die relevanten Personen dürfen nicht auf diese Studie vertrauen. Insbesondere darf weder diese Studie noch eine Kopie hiervon nach Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in ihre Territorien oder Besitztümer gebracht oder übertragen oder an Mitarbeiter oder an verbundene Gesellschaften in diesen Rechtsordnungen ansässiger Empfänger verteilt werden.

Diese Studie und die hierin enthaltenen Informationen wurden ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und werden ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Es ist nicht beabsichtigt, dass die Studie einen Anreiz für Investitionstätigkeiten darstellt. Sie wird für die persönliche Information des Empfängers mit dem ausdrücklichen, durch den Empfänger anerkannten Verständnis bereitgestellt, dass sie kein direktes oder indirektes Angebot, keine Empfehlung, keine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf sowie keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten und keine Maßnahme, durch die Finanzinstrumente angeboten oder verkauft werden könnten, darstellt.

Alle hierin enthaltenen tatsächlichen Angaben, Informationen und getroffenen Aussagen sind Quellen entnommen, die von uns für zuverlässig erachtet wurden. Da insoweit allerdings keine neutrale Überprüfung dieser Quellen vorgenommen wird, können wir keine Gewähr oder Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen übernehmen. Die aufgrund dieser Quellen in der vorstehenden Studie geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile unserer Analysten dar. Veränderungen der Prämissen können einen erheblichen Einfluss auf die dargestellten Entwicklungen haben. Weder die NORD/LB, noch ihre die Organe oder Mitarbeiter können für die Richtigkeit, Angemessenheit und Vollständigkeit der Informationen oder für einen Renditeverlust, indirekte Schäden, Folge- oder sonstige Schäden, die Personen entstehen, die auf die Informationen, Aussagen oder Meinungen in dieser Studie vertrauen (unabhängig davon, ob diese Verluste durch Fahrlässigkeit dieser Personen oder auf andere Weise entstanden sind), die Gewähr, Verantwortung oder Haftung übernehmen.

Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Währungskurse, Kursschwankungen der Finanzinstrumente und ähnliche Faktoren können den Wert, Preis und die Rendite der in dieser Studie in Bezug genommenen Finanzinstrumente oder darauf bezogener Instrumente negativ beeinflussen.

Die vorstehenden Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser Unterlagen und können sich jederzeit ändern, ohne dass dies notwendig angekündigt oder publiziert wird. Eine Garantie für die fortgeltende Richtigkeit der Angaben wird nicht gegeben. Die Bewertung aufgrund der historischen Wertentwicklung eines Wertpapiers oder Finanzinstruments lässt sich nicht zwingend auf dessen zukünftige Entwicklung übertragen.

Diese Studie stellt keine Anlage-, Rechts-, Bilanzierungs- oder Steuerberatung sowie keine Zusicherung dar, dass ein Investment oder eine Strategie für die individuellen Verhältnisse des Empfängers geeignet oder angemessen ist, und kein Teil dieser Studie stellt eine persönliche Empfehlung an einen Empfänger der Studie dar. Die in dieser Studie Bezug genommenen Wertpapiere oder sonstigen Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht für die persönlichen Anlagestrategien und -ziele, die finanzielle Situation oder individuellen Bedürfnisse des Empfängers geeignet und sollten daher nicht allein aufgrund dieser Studie erworben werden. Diese Veröffentlichung ersetzt nicht die persönliche Beratung. Jeder Empfänger sollte, bevor er eine Anlageentscheidung trifft, im Hinblick auf die Angemessenheit von Investitionen in Finanzinstrumente oder Anlagestrategien, die Gegenstand dieser Studie sind, sowie für weitere und aktuellere Informationen im Hinblick auf bestimmte Anlagemöglichkeiten sowie für eine individuelle Anlageberatung einen unabhängigen Anlageberater konsultieren.

Jedes in dieser Studie in Bezug genommene Finanzinstrument kann ein hohes Risiko einschließlich des Kapital-, Zins-, Index-, Währungs-, Liquiditäts- und Kreditrisikos, politischer Risiken, Zeitwert-, Rohstoff- und Marktrisiken aufweisen. Die Finanzinstrumente können einen plötzlichen und großen Wertverlust bis hin zum Totalverlust des Investments erfahren. Jede Transaktion sollte nur aufgrund einer eigenen Beurteilung der individuellen finanziellen Situation, der Angemessenheit und der Risiken des Investments erfolgen.

Die Weitergabe dieser Studie an Dritte sowie die Erstellung von Kopien, ein Nachdruck oder sonstige Reproduktion des Inhalts oder von Teilen dieser Studie ist nur mit unserer vorherigen schriftlichen Genehmigung zulässig.

Dieses Dokument wurde in Übereinstimmung mit den anwendbaren Bestimmungen des Wertpapierhandelsgesetzes und der Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten erstellt. Der Bereich Research der NORD/LB ist in organisatorischer, hierarchischer, funktioneller und örtlicher Hinsicht unabhängig von Bereichen, die für die Emission von Wertpapieren und für Investment Banking, für den Wertpapierhandel (einschließlich Eigenhandel) mit und Verkauf von Wertpapieren und für das Kreditgeschäft verantwortlich sind.

### Zusätzliche Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich

Diese Studie wird im Vereinigten Königreich durch NORD/LB London Branch verbreitet. NORD/LB untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und für die Geschäftstätigkeit im Vereinigten Königreich der Aufsicht durch die Financial Services Authority.

Diese Studie stellt „Financial Promotion“ im Sinne der Regelungen der Financial Services Authority dar. Relevante Empfänger im Vereinigten Königreich sollten sich mit jeglicher Anfrage an NORD/LB's London Branch, Investment Banking Department, Telephone: 0044 2079725400 wenden.

### Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Schweiz

Diese Studie wurde nicht von der Eidgenössischen Bankenkommission (die am 1. Januar 2009 mit der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht („FINMA“) fusioniert wurde) gebilligt.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland**

Diese Studie wird in Estland durch die NORD/LB verbreitet. Die NORD/LB untersteht der Aufsicht der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Der Empfänger dieser Studie sollte alle maßgeblichen Bedingungen der von der NORD/LB angebotenen Dienstleistungen vor einer eigenen Entscheidung eingehend überprüfen und, soweit erforderlich, eigene dritte Berater hinzuziehen.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland**

Die in dieser Studie enthaltenen Aussagen, Meinungen und Bewertungen geben die persönliche Ansicht der erstellenden Analysten zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Studie wieder und sollten vom Empfänger daher nicht zur Grundlage einer möglichen Anlageentscheidung gemacht werden, solange dieser sich nicht von der NORD/LB hat bestätigen lassen, dass die hierin enthaltenen Aussagen, Meinungen und Bewertungen nach wie vor zutreffend und aktuell sind.

**Vorkehrungen zur vertraulichen Behandlung von sensiblen Kunden- und Geschäftsdaten, zur Vermeidung von Interessenkonflikten und zum Umgang mit Interessenkonflikten**

Die NORD/LB hat Geschäftsbereiche, die Zugang zu sensiblen Kunden- und Geschäftsdaten haben können (Vertraulichkeitsbereiche), funktional, räumlich und/oder durch dv-technische Maßnahmen von anderen Bereichen (z.B. dem NORD/LB-Research) abgeschottet.

Die Weitergabe vertraulicher Informationen, die Einfluss auf Wertpapierkurse haben kann, wird durch die von den Handels-, Geschäfts- und Abwicklungsabteilungen unabhängige Compliance-Stelle der NORD/LB überwacht. Diese neutrale Stelle kontrolliert täglich die von der NORD/LB und ihren Mitarbeitern durchgeführte Transaktionen, um sicherzustellen, dass diese den Marktbedingungen entsprechen. Die Compliance-Stelle kann evtl. erforderliche Handelsverbote und -beschränkungen aussprechen, um sicherzustellen, dass Informationen, die Einfluss auf Wertpapierkurse haben können, nicht missbräuchlich verwendet werden und um zu verhindern, dass vertrauliche Informationen an Bereiche weitergegeben werden, die nur öffentlich zugängliche Informationen verwenden dürfen. Um Interessenkonflikte bei der Erstellung von Finanzanalysen zu verhindern, sind die Analysten der NORD/LB verpflichtet, die Compliance-Stelle über die Erstellung von Studien zu unterrichten und dürfen nicht in die von ihnen betreuten Finanzinstrumente investieren. Sie sind verpflichtet, die Compliance-Stelle über sämtliche (einschließlich externe) Transaktionen zu unterrichten, die sie auf eigene Rechnung oder für Rechnung eines Dritten oder im Interesse von Dritten tätigen. Auf diese Weise wird die Compliance-Stelle in die Lage versetzt, jegliche nicht-erlaubten Transaktionen durch die Analysten, wie Insiderhandel und Front- und Parallel Running, zu identifizieren. Bei der Erstellung einer Finanzanalyse, bei der offen zu legende Interessenkonflikte innerhalb der NORD/LB Gruppe bestehen, werden Informationen über Interessenkonflikte erst nach der Fertigstellung der Finanzanalyse von der Compliance-Stelle verfügbar gemacht. Eine nachträgliche Änderung einer Finanzanalyse kommt nur nach Einbindung der Compliance-Stelle in Betracht, wenn sichergestellt ist, dass die Kenntnis dieser Interessenkonflikte das Ergebnis der Studie nicht beeinflusst. Weitere Informationen hierzu sind unserer Finanzanalyse bzw. Interessenkonflikt-Policy zu entnehmen, die auf Nachfrage bei der Compliance Stelle der NORD/LB erhältlich ist.

**Redaktionsschluss**

22. Januar, 16:15h

**Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der NORD/LB nach § 34b Abs. 1 WpHG und § 5 FinAnV**

Keine vorhanden.

## Zusätzliche Angaben

### Quellen und Kursangaben

Für die Erstellung der Finanzanalysen nutzen wir emittentenspezifisch jeweils Finanzdatenanbieter, eigene Schätzungen, Unternehmensangaben und öffentlich zugängliche Medien. Wenn in der Studie nicht anders angegeben, beziehen sich Kursangaben auf den Schlusskurs des Vortages. Im Zusammenhang mit Wertpapieren (Kauf, Verkauf, Verwahrung) fallen Gebühren und Provisionen an, welche die Rendite des Investments mindern.

### Bewertungsgrundlagen und Aktualisierungsrythmus

Für die Erstellung der Finanzanalysen verwenden wir jeweils unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Wertpapieranalyse, quantitative / statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen aus der technischen Analyse. Hierbei ist zu beachten, dass die Ergebnisse der Analysen Momentaufnahmen sind und die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Erträge ist. Die Bewertungsgrundlagen können sich jederzeit und unvorhersehbar ändern, was zu abweichenden Urteilen führen kann. Die vorstehende Studie wird nicht regelmäßig erstellt. Ein Anspruch des Empfängers auf Veröffentlichung von aktualisierten Studien besteht nicht.

### Empfehlungssystematik und Empfehlungshistorie für die vorangegangenen 12 Monate

**Positiv:** Positive Erwartungen für den Emittenten, einen Anleihetypen oder eine Anleihe des Emittenten.

**Neutral:** Neutrale Erwartungen für den Emittenten, einen Anleihetypen oder eine Anleihe des Emittenten.

**Negativ:** Negative Erwartungen für den Emittenten, einen Anleihetypen oder eine Anleihe des Emittenten.

**Relative Value (RV):** Relative Empfehlung gegenüber einem Marktsegment, einem einzelnen Emittenten oder Laufzeitenbereich.

Emittent / Anleihe	Datum	Empfehlung	Anleihetyp	Anlass
-	-	-	-	-