

## Covered Bond & SSA View

NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

# Inhalt

<b>Marktüberblick</b>	
<b>Covered Bonds</b>	<b>3</b>
<b>SSA/Public Issuers</b>	<b>5</b>
<b>Neue Strategie der EZB – Kommunikation bleibt das A und O</b>	<b>8</b>
<b>Vorschau EZB: Das erste Meeting unter dem „neuen“ Regime</b>	<b>14</b>
<b>EZB-Tracker</b>	
<b>Asset Purchase Programme (APP)</b>	<b>18</b>
<b>Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)</b>	<b>23</b>
<b>Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP</b>	<b>26</b>
<b>Charts &amp; Figures</b>	
<b>Covered Bonds</b>	<b>27</b>
<b>SSA/Public Issuers</b>	<b>33</b>
<b>Ausgaben im Überblick</b>	<b>36</b>
<b>Publikationen im Überblick</b>	<b>37</b>
<b>Ansprechpartner in der NORD/LB</b>	<b>38</b>

## Flooranalysten:

**Dr. Frederik Kunze**

Covered Bonds

[frederik.kunze@nordlb.de](mailto:frederik.kunze@nordlb.de)

**Dr. Norman Rudschuck, CIIA**

SSA/Public Issuers

[norman.rudschuck@nordlb.de](mailto:norman.rudschuck@nordlb.de)

**Henning Walten, CIIA**

Covered Bonds

[henning.walten@nordlb.de](mailto:henning.walten@nordlb.de)

**NORD/LB:**

[Markets Strategy & Floor Research](#)

**NORD/LB:**

[Covered Bond Research](#)

**NORD/LB:**

[SSA/Public Issuer Research](#)

**Bloomberg:**

[RESP NRDR <GO>](#)

# Marktüberblick

## Covered Bonds

Autor: Dr. Frederik Kunze

### Primärmarkt: Gerade einmal zwei neue Benchmarks

Die vergangenen fünf Handelstage waren einmal mehr durch eine eher seichte Dynamik am Primärmarkt für EUR-Benchmarks gekennzeichnet. So platzierten mit der DZ HYP sowie Credit Mutuel Home Loan SFH gerade einmal zwei Emittenten Covered Bonds im EUR-Benchmarkformat. Zunächst zeigte sich am vergangenen Mittwoch die DZ HYP mit einem Hypothekenpfandbrief am Markt. Der Deal über EUR 750 Mio. konnte bei ms +2bp (Guidance: ms +5bp area) ein Orderbuch von immerhin EUR 1,65 Mrd. auf sich vereinigen, sodass der Deal mehr als doppelt überzeichnet war. Der größte Anteil der Emission ging an Investoren aus der DACH-Region (65%), gefolgt von den Nordics (13%), der CEE-Region (8%) sowie UK/Ireland (6%). Nach Investorenart dominierten Banken (45%) vor Central Banks/OIs (28%) sowie Asset Managers (27%). Der nunmehr sechzehnte französische Benchmark-Covered Bond des laufenden Jahres kam einen Tag später von Credit Mutuel Home Loan SFH. Die Emittentin wählte für ihre zweite Benchmark in 2021 eine Laufzeit von sieben Jahren (nach zehn Jahren im April). Der Bond im Volumen von EUR 1,0 Mrd. wurde schließlich bei ms +3pb platziert und ging zuvor bei ms +6bp area in die Vermarktungsphase. Das Orderbuch summierte sich auf EUR 1,1 Mrd. (Bid to Cover-Ratio: 1,1). Trotz der augenscheinlichen Unterschiede mit Blick auf das Zeichnungsverhalten der Investoren ist unseres Erachtens für beide Platzierungen eine Fortführung des Regimes nachhaltig positiver Neuemissionsprämien zu konstatieren. Sowohl für den DZ HYP-Deal als auch für den Bond von CM Home Loan SFH errechnen wir eine NIP von drei Basispunkten. Angesichts der nach wie vor massiven Präsenz des Eurosystems ist zwar keineswegs von einem Käufermarkt zu sprechen, wir bewerten – wie vergangene Woche bereits angemerkt – den NIP-Trend aber durchaus als Lebenszeichen mit Blick auf ein normales Marktverhalten.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
CM Home Loan	FR	08.07.	FR0014004KP3	7.0y	1.00bn	ms +3bp	AAA/Aaa/AAA	-
DZ HYP	DE	07.07.	DE000A3E5UU2	9.3y	0.75bn	ms +2bp	/Aaa/AAA	-

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research, (Rating: Fitch / Moody's / S&P)

### Sekundärmarkt: Negative Net Supply!

Am Sekundärmarkt sehen wir uns weiterhin in unserer Einschätzung bestätigt, dass die Spreads über Jurisdiktionen und Laufzeiten hinweg in einem Seitwärtskanal gefangen bleiben und rechnen mindestens bis zum Jahreswechsel mit einem Anhalten dieser Situation. Diese Einschätzung fußt dabei auch auf der Erwartung einer negativen Net Supply in den verbleibenden Monaten. So rechnen wir in 2021 noch mit Platzierungen im Volumen von EUR 28,5 Mrd., denen wiederum Fälligkeiten in Höhe von EUR 37 Mrd. gegenüberstehen. Für die durch das CBPP3 ankaufbaren EMU-Covered Bonds rechnen wir bei noch zu emittierenden EUR 20 Mrd. mit einer negativen Net Supply von EUR 6,6 Mrd. Zum Vergleich: Basierend auf den Annahmen, dass im Rahmen des CBPP3 EUR 2 Mrd. monatlich angekauft werden und EUR 30 Mrd. im gesamten Kalenderjahr reinvestiert werden, würde das Eurosystem in der zweiten Jahreshälfte Covered Bonds in der Größenordnung von EUR 17 Mrd. am Primär- und Sekundärmarkt ankaufen. Unter dem PEPP werden Covered Bonds derzeit kaum erworben, sodass hier nur ein mittelbarer Einfluss auf die Spreads entstehen dürfte.

### **EU Green Bond Standard**

Bereits am 06. Juli hat die EU-Kommission ihre neue Strategie für ein nachhaltigeres EU-Finanzsystem vorgelegt und in diesem Zuge auch ihren EU Green Bond Standard vorge-schlagen (vgl. [Pressemitteilung](#)). Die Strategie für nachhaltige Finanzen legt u.a. Initiativen im Kampf gegen den Klimawandel und andere ökologische Herausforderungen fest. Der [European Green Bond Standard](#) (EUGBS) wurde zudem als freiwilliger Standard für Anlei-hen zur Finanzierung nachhaltiger Investitionen ins Leben gerufen. Emittenten dieser An-leihen können sowohl private Unternehmen als auch öffentliche Stellen sein. Auch wenn die EU die Investorennachfrage für Green Bonds hoch beziffert, wird in Brüssel scheinbar noch Potenzial dafür gesehen, den Markt für grüne Anleihen zu vergrößern und dessen ökologische Ambitionen zu erhöhen. Der EUGBS könne, so die Auffassung, hier als „Gold Standard“ zur Verfügung stehen um Investoren vor Greenwashing zu schützen. Wir haben bereits an anderer Stelle angemerkt, dass der Erfolg eines neuen weiteren Green Bond-Standards auch von der simultanen Akzeptanz auf Emittenten- und Kundenseite abhängig ist. Das Rahmenwerk des EUGBS schreibt vier Grundvoraussetzungen für EU Green Bonds vor: „1. Die durch die Anleihe eingenommenen Mittel sollten vollständig für Projekte ver-wendet werden, die mit der EU-Taxonomie übereinstimmen; 2. Es muss vollständige Transparenz darüber herrschen, wie die Anleiheerlöse durch detaillierte Berichts-anforderungen zugewiesen werden; 3. Alle grünen EU-Anleihen müssen von einem externen Prüfer kontrolliert werden, um sicherzustellen, dass die Verordnung eingehalten wird und dass die finanzierten Projekte mit der Taxonomie übereinstimmen. Eine besondere, begrenzte Flexibilität ist hier für staatliche Emittenten vorgesehen; 4. Externe Prüfer, die Dienstleis-tungen für Emittenten grüner EU-Anleihen erbringen, müssen bei der Europäischen Wert-papiermarktaufsichtsbehörde registriert sein und von dieser überwacht werden. Dies wird die Qualität und Zuverlässigkeit ihrer Dienstleistungen und Prüfungen sicherstellen, um Investoren zu schützen und die Marktintegrität zu gewährleisten. Für staatliche Emittenten ist hier eine spezifische, begrenzte Flexibilität vorgesehen.“

### **Gewerbliche Immobilienfinanzierungen: S&P bewertet Risiko von CRE-Cover Assets**

Im Zuge des Ausbruchs der Coronakrise sowie den dadurch ausgelösten und/oder be-schleunigten Anpassungsprozessen an den Immobilienmärkten, werden regelmäßig die möglichen negativen Konsequenzen für gewerbliche Immobilienfinanzierungen hervorge-hoben. Dies ist im Kontext einer in Teilen erwarteten Abflachung der Nachfrage von Büro-kapazitäten und Verkaufsflächen durchaus nachvollziehbar. Inwiefern diese Einschätzung Implikationen für Covered Bonds hat, ist auch ein Bestandteil eines jüngst von S&P vorge-legten Kommentars. Im Rahmen des Beitrags wird bestätigt, dass die Commercial Real Es-tate (CRE)-Segmente Retail, Hotel und Offices stärker von der Pandemie betroffen sind. Die im Vergleich zu Residential Assets geringere Ausbreitung von CRE-Cover Assets verbindet die Analyse u.a. mit den kürzeren Laufzeiten von bzw. höheren Anzahlungen für CRE-Finanzierungen. Die größten Anteile identifiziert S&P für Deutschland, Österreich, Däne-mark sowie Spanien. In Bezug auf das Management von CRE-Cover Assets wird zudem klar-gestellt, dass Covered Bonds als Dual Recourse-Produkt die Zyklik in CRE-Finanzierungen steuerbar machen. Andererseits erfordert aber das höhere Ausfallrisiko sowie die höheren Verlustquoten (im Vergleich zu Residential Assets) eine höhere erforderliche Übersiche-rungsquote mit Blick auf das Rating. Während S&P auch für die Programme mit CRE-Anteilen stabile Ratings erwartet, wird im Rahmen des Kommentars das Ankaufprogramm der EZB auch als Ursache dafür gesehen, dass die unterschiedlichen Risikoprofile von Deckungsstöcken mit und ohne CRE-Anteil sich am Markt bzw. spreadseitig nicht widerspie-geln.

# Marktüberblick

## SSA/Public Issuers

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, CIIA

### Teaser 1: „Strategic Review“ der EZB

Selten passte das Wort „Runderneuerung“ so gut wie zum „Strategic Review“ der EZB. Neben dem Facelift für die Strategie und dem neuen Inflationsziel will sich die EZB künftig auch in der Geldpolitik (im Rahmen des CSPP) im Kampf gegen den Klimawandel engagieren. Näheres hierzu finden Sie heute im [ersten](#) unserer beiden Cross Asset. Die Frankfurter Währungshüter streben nun mittelfristig einen symmetrischen Anstieg der Verbraucherpreise von 2% an. Die alte Formulierung – „unter, aber nahe 2%“ – war gewissermaßen in Misskredit geraten, weil sie in der wörtlichen Auslegung nahelegt, die EZB wolle eine zu hohe Inflation stärker bekämpfen als eine zu niedrige.

### Teaser 2: EZB-Ratssitzung am 22. Juli

Unserer Meinung nach werden in acht Tagen zwei Themen die Szenerie der EZB bestimmen: Die neue Strategie, die erstmalig Anwendung finden wird und gut kommuniziert werden muss, sowie die Inflationsdebatte. Die Inflationsrate in Deutschland – gemessen als Veränderung des Verbraucherpreisindex (VPI) zum Vorjahresmonat – lag im Juni 2021 bei 2,3%. Nach dem kontinuierlichen Anstieg seit Jahresbeginn habe sich die Inflationsrate damit etwas abgeschwächt (Mai 2021: +2,5%). Wie das Statistische Bundesamt (Destatis) weiter mitteilt, stiegen die Verbraucherpreise im Vergleich zum Mai 2021 um +0,4%. Die Preiserhöhungen bei den Energieprodukten gegenüber dem Vorjahresmonat haben sich deutlich auf die Inflationsrate ausgewirkt: Ohne Berücksichtigung der Energiepreise hätte die Inflationsrate im Juni 2021 bei +1,6% gelegen, ohne Heizöl und Kraftstoffe nur bei +1,5%. Thematisch dürfte Lagardes Pressekonferenz jedoch mehr zu bieten haben als die Inflationsdebatte (siehe [zweiter Cross Asset-Artikel](#)).

### KfW legt engeres Fundingziel fest

Der KfW-Newsletter gibt Aufschluss zum bisherigen und zukünftigen Funding in 2021. Aufgrund der hohen Investorennachfrage hat sie ihr EUR-Benchmark-Programm um eine Anleihe mit 15-jähriger Laufzeit erweitert. Insgesamt hat sie in der ersten Jahreshälfte bereits drei EUR-Benchmarkanleihen begeben. Der Euro war mit einem Anteil von rund 53% des Refinanzierungsvolumens die Hauptrefinanzierungswährung. Der USD hatte einen Anteil von rund 28% an der Kapitalmarktrefinanzierung. Nach der erfolgreichen Emission ihrer ersten auf den €STR referenzierten Anleihe im Jahr 2019 hat die KfW in diesem Jahr mit Anleihen, die an die Indizes SOFR (Secured Overnight Financing Rate) und SONIA (Sterling Overnight Interbank Average Rate) gekoppelt sind, die Familie der neuen Referenzzinssätze in den Kernwährungen komplettiert und sich damit für die Zukunft gut aufgestellt. Insgesamt kam die KfW in 136 Transaktionen auf bereits EUR 50,5 Mrd. und 14 verschiedene Währungen. Als Reaktion auf die starke Entwicklung des Fördergeschäfts hat sie den Bedarf von EUR 70-80 Mrd. auf EUR 75-80 Mrd. revidiert. Der Refinanzierungsbedarf berücksichtigt auch die unter TLTRO III aufgenommenen Mittel, deren Haltedauer noch von rein wirtschaftlichen Faktoren bestimmt wird. Der Green Bond in Höhe von EUR 4 Mrd. war zudem die größte jemals begebene nichtstaatliche grüne Anleihe. Mit EUR 7,6 Mrd. in elf Währungen steht die KfW bei 76% von geplanten EUR 10 Mrd. im grünen Segment.

**Downgrades für British-Columbia (B.C.) bei Fitch und S&P**

Fitch hat das Langfristrating der Provinz British Columbia von „AAA“ auf „AA+“ herabgestuft. Der Ratingausblick wurde zugleich von „Negativ“ auf „Stabil“ revidiert. Die Herabstufung von BRCOL, so der Bloombergticker, basiert auf dem eigenständigen Kreditprofil, das Fitch zum Zeitpunkt dieser Überprüfung gesenkt hat. Die Ratingmaßnahme spiegelt Fitchs Erwartung wider, dass die Schuldenlast der Provinz in den kommenden Jahren erheblich ansteigen wird, da sie die durch die Pandemie verursachten wirtschaftlichen und fiskalischen Verwerfungen bewältigen muss; sie spiegelt auch den parallelen raschen Anstieg der Kreditaufnahme der Regierung Kanadas wider, den Fitch in seinem Ansatz zur Bewertung kanadischer Provinzen berücksichtigt. Fitch betrachtet Kanadas Sovereign-Rating nicht als Obergrenze für das Rating von British Columbia. Nunmehr liegt die Provinz jedoch auf dem gleichen Niveau wie Kanada und profitiert folglich nicht mehr von der zusätzlichen Anhebung des Ratings um eine Stufe, die Provinzen mit niedrigerem Rating gewährt wird, die Ad-hoc-Maßnahmen des Bundes anerkennen, um den Marktzugang in Zeiten von Schuldenmarktturbulenzen sicherzustellen. Die Bewertung des Risikoprofils spiegelt die intrinsischen wirtschaftlichen Eigenschaften der Provinz sowie die Faktoren Einnahmen, Ausgaben, Verschuldung und Liquidität wider, die gemäß Kriterien für regionale Regierungen und lokale Behörden (RGLAs) berücksichtigt werden. Obwohl die expansiven fiskalpolitischen Maßnahmen der Zentralregierung für Haushalte und Unternehmen landesweit einen schwerwiegenden Schock verhindert und indirekt die Finanzen der Provinzen gestützt haben, belastet der daraus resultierende starke Anstieg der Bundesverschuldung auch die Einschätzung von Fitch zur Schuldentragfähigkeit der Provinzen. Wie bei allen von Fitch bewerteten kanadischen Provinzen verschlechtert sich auch die Schuldentragfähigkeit von B.C. aufgrund der durch die Pandemie verursachten fiskalischen Belastungen auf Provinz- und Bundesebene deutlich. Fitch betrachtet den aktuellen mehrjährigen Haushaltsplan der Provinz als sehr konservativ. Es werde kein expliziter Zeitplan für den Haushaltsausgleich vor dem Budget des nächsten Jahres bekannt gegeben. Fitch geht jedoch davon aus, dass BRCOL, wie schon nach vergangenen Rezessionen, die Defizite schneller als andere kanadischen Provinzen reduzieren wird, vor allem durch Maßnahmen zur Ausgabenkontrolle. Nichtsdestotrotz wird der beträchtliche Anstieg der Kreditaufnahme auf Bundesebene sowie die Notwendigkeit für B.C., Kredite sowohl für Defizite als auch für Investitionen aufzunehmen, dazu führen, dass die wirtschaftliche Haftungslast der Provinz im Vergleich zu früheren Erfahrungen auf einem hohen Niveau bleibt. BRCOL verlor zudem kürzlich auch sein Top-Kreditrating von S&P. Die Agentur argumentierte ähnlich: Die Schulden der Provinz würden in den nächsten Jahren wegen des wirtschaftlichen Corona-Schocks stark ansteigen. Kanadas drittgrößte Provinz werde in diesem Haushaltsjahr ein Defizit aufweisen, das „deutlich größer“ sei als zu Beginn der Pandemie erwartet, was die Zeit bis zur Rückkehr zum ausgeglichenen Haushalt wahrscheinlich verlängern wird, so S&P. Alles in allem werden die herangezogenen Schulden der Provinz bis zum nächsten März wahrscheinlich CAD 102 Mrd. oder 172% der Einnahmen erreichen und bis 2024 auf 195% ansteigen, so S&P anhand ihres Modells. Diese Zahlen bedeuten, dass die wichtigsten fiskalischen und schuldenbezogenen Kennzahlen von B.C. nicht mehr mit denen anderer Regionen mit AAA-Rating vergleichbar sind. Vor der Pandemie lag die Verschuldung bei etwa 123% der Einnahmen. Wir hatten bereits im Zuge der Downgrades deutscher Bundesländer darauf verwiesen, dass der Maßstab an AAA vergleichsweise hoch ist, und B.C. gefährdet sein könnte, aus dem erlauchten Kreis zu fallen. Wir sehen die dortige aktuelle Rekordhitzewelle und Waldbrände im Westen Kanadas zudem ebenfalls mit Sorge durch unsere Ratingbrille.

### Primärmarkt

Das SSA-Segment dominieren in dieser Handelswoche die Regionen und die Supranationals mit je drei Deals, die Supras überragen jedoch mit EUR 17,25 Mrd. den Rest. Kurios ist dabei, dass die Agencies in EUR bereits in der Sommerpause verschwunden zu sein scheinen. Blicken wir direkt auf Andalusien, Baden-Württemberg und Hessen, bevor wir uns der Weltbank und der Europäischen Union ausführlich widmen. Die autonome spanische Region mit dem Bloombergticker ANDAL entschied sich für eine Nachhaltigkeitsanleihe mit 12-jähriger Laufzeit. EUR 500 Mio. wurden letztlich geprintet, 22 Basispunkte über der spanischen Referenzanleihe (SPGB 2.35% 07/30/33). Das Buch betrug am Ende EUR 890 Mio., die Guidance startete drei Basispunkte höher (SPGB +25bp area). Eine kleine Renditeperle, wenn man die Ratings (- / Baa2 / BBB+) sich leisten kann, aber immerhin Risikogewicht 0% im Vergleich zu z.B. französischen Region (20%). BADWUR entschied sich für eine Floating Rate Note mit fünfjähriger Laufzeit. Der Bond umfasst EUR 750 Mio. (WNG). Nähere Details wurden nicht bekannt. Deutsche Bundesländer erfreuen sich unverändert 0% RW. HESSEN wiederum entschied sich für eine siebenjährige Laufzeit. EUR 500 Mio. wechselten hier die Besitzer zu ms -6bp, dort hatte auch die Guidance gelegen. Die Bücher erreichten EUR 740 Mio. „Will not grow“ war auch hier die Maßgabe. Schwenken wir zu den Supras: IDAWBG, als Teil der Weltbank-Gruppe, begibt unter dem Kürzel der IDA (International Development Association) grüne und soziale Anleihen im Sinne der Nachhaltigkeitsrichtlinien und ihrem Framework. EUR 2 Mrd. für zehn Jahre konnten zu ms +3bp eingesammelt werden. Die Guidance hatte bei ms +4bp area gelegen. Die Bücher betrugen am Ende EUR 2,5 Mrd. Wer hier nicht zum Zug kam, musste zwar auf das ESG-Kriterium verzichten, konnte aber auf die EU ausweichen. Spannend und zugleich unglücklich, da erhöhter Erklärungsaufwand gefordert war, war die doppelte EU-Transaktion in gleich drei Programmen: EUR 5,25 Mrd. (WNG) konnten für zehn Jahre für die alten und zugleich bekannten EU-Programme EFSM (EUR 5 Mrd.) und MFA (EUR 250 Mio.) eingesammelt werden. Dies geschah zu ms -6bp bei gestarteten ms -4bp area. Die Bücher lagen am Ende bei über EUR 51 Mrd. Einem dritten EU-Programm entstammte der zweite Teil der Transaktion, welcher sich für 20 Jahre rein auf das alles überschattende NGEU-Programm fokussierte. EUR 10 Mrd. zu ms +7bp konnten eingeworben werden, die Bücher gaben sogar mehr als EUR 96 Mrd. her. Die Guidance hatte noch bei ms +9bp area gelegen.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
EU	SNAT	12.07.	EU000A3KT6B1	19.9y	10.00bn	ms +7bp	AAA / Aaa / AA	-
EU	SNAT	12.07.	EU000A3KT6A3	9.8y	5.25bn	ms -6bp	AAA / Aaa / AA	-
HESSEN	DE	12.07.	DE000A1RQD50	7.0y	0.50bn	ms -6bp	- / - / AA+	-
IDAWBG	SNAT	07.07.	XS2364756036	10.0y	2.00bn	ms +3bp	- / - / AAA	X
BADWUR	DE	07.07.	DE000A14JZT4	5.0y	0.75bn	6mE -6bp	- / - / AA+	-
ANDAL	ES	06.07.	ES0000090888	12.0y	0.50bn	ms +57bp	- / Baa2 / BBB+	X

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research (Rating: Fitch / Moody's / S&P)

## Cross Asset

# Neue Strategie der EZB – Kommunikation bleibt das A und O

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, CIAA // Dr. Frederik Kunze

### Einleitung

Mit ihrer Strategieüberprüfung wollte und will die Europäische Zentralbank sicherstellen, dass die geldpolitische Strategie heute und in Zukunft ihren Zweck erfüllt. Bei der Überprüfung wurden alle Aspekte der Geldpolitik im Rahmen des Mandats, also der Gewährleistung stabiler Preise, behandelt. Die EZB hat sich laut Pressemitteilung die Standpunkte von Menschen aus ganz Europa angehört: Von Bürger\*innen, Wissenschaftler\*innen, Mitgliedern des Europäischen Parlaments und zivilgesellschaftlichen Organisationen. In diesem Artikel diskutieren wir folgende Ergebnisse:

- Neue Strategie sieht symmetrisches mittelfristiges Inflationsziel von 2% vor;
- HVPI als die geeignete Messgröße für die Preisentwicklung bestätigt und die schrittweise Berücksichtigung von selbst genutztem Wohneigentum empfohlen;
- EZB-Rat verabschiedet ambitionierten klimabezogenen Maßnahmenplan.

### Rückschau bzw. Bestandsaufnahme

Seit der letzten Überprüfung der geldpolitischen Strategie im Jahr 2003 haben die Wirtschaft des Euroraums wie auch die Weltwirtschaft tiefgreifende strukturelle Veränderungen durchlaufen. Ein rückläufiges Trendwachstum, das einem langsameren Produktivitätszuwachs und demografischen Faktoren geschuldet ist, sowie die Nachwirkungen der globalen Finanzkrise haben zu einem Rückgang der realen Gleichgewichtszinssätze geführt. Dadurch hat sich der Spielraum der EZB und anderer Zentralbanken verringert, ihre Ziele allein durch Anpassen ihrer Leitzinsen zu erreichen. Globalisierung und Digitalisierung, die Bedrohung der Umwelt und Veränderungen im Finanzsystem stellen – von der EZB formulierte – zusätzliche Herausforderungen für die Durchführung der Geldpolitik dar. Präsidentin Lagarde war daher mit dem Ziel angetreten, diese unterschiedlichen strategischen Punkte unter einen Hut zu bringen und ihre Sinnhaftigkeit sowie Aktualität zu evaluieren. Für die geldpolitische Strategie ist das Mandat, das der EZB gemäß dem Vertrag über die EU und dem Vertrag über die Arbeitsweise der EU übertragen wurde, wegweisend und bindend. Die Hauptaufgabe der EZB ist es, für stabile Preise im Euroraum zu sorgen. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Preisstabilitätsziels möglich ist, unterstützt das Eurosystem die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union, um zur Verwirklichung der Ziele der Union beizutragen, die in Artikel 3 des Vertrags über die Europäische Union festgelegt sind. Zu diesen Zielen gehören ein ausgewogenes Wirtschaftswachstum und eine in hohem Maße wettbewerbsfähige soziale Marktwirtschaft, die auf Vollbeschäftigung und sozialen Fortschritt abzielt, sowie maßgeblicher Umweltschutz und Verbesserung der Umweltqualität. Ferner trägt das Eurosystem zur reibungslosen Durchführung von Maßnahmen bei, die die zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Aufsicht über die Kreditinstitute und der Stabilität des Finanzsystems ergriffen haben. Die heute von uns vorgestellte neue geldpolitische Strategie ist das Ergebnis einer eingehenden Überprüfung, die bereits am 23. Januar 2020 eingeleitet wurde.

**Strategieüberarbeitung: Finalen „Strategic Review“ hatten wir für September erwartet**

Neben den kurz- bis mittelfristigen Impulsen der EZB für die von uns betrachteten Segmente (SSA und Covered Bonds), gilt es auch die langfristige Ausrichtung der Notenbank bzw. der Geldpolitik des Eurosystems zu bewerten. Die nun abgeschlossene Strategieüberarbeitung der EZB dürfte schließlich eher auf mittlere bis lange Sicht weitreichende Implikationen für die Geldpolitik und damit schrittweise auch für das SSA-Segment sowie den Covered Bond-Markt liefern. Allein die Zusammensetzung der 13 Arbeitsfelder bzw. [Work Streams](#) zeigte die letzten Jahre bereits die potenzielle Reichweite des Projekts an, die weit über die Formulierung bzw. Beibehaltung des Inflationsziels hinaus geht. So umfassten die Work Streams wie erwähnt auch u.a. Themengebiete wie Digitalisierung, Beschäftigung, Globalisierung sowie Klimawandel. Dabei lag der Fokus der Überarbeitung grundsätzlich auf den Wechselwirkungen zur Geldpolitik bzw. Teuerungsrate sowie zu den Entscheidungsvariablen der Währungshüter. Allein die Debatte in Bezug auf mögliche Aktivitäten bzw. Steuerungen im Bereich des ESG-Segments zeigt nach unserer Auffassung – als Beispiel – durchaus eindrücklich mögliche neue Wechselwirkungen zu den von uns betrachteten Assetklassen auf. Insbesondere wegen der Tragweite der Überarbeitung (nicht nur in Fragestellung des Inflationszieles) hatten wir nicht mit Ergebnissen aus dem Strategic Review vor der Sommerpause gerechnet.

**Inflation in aller Munde**

Wie von uns erwartet wurde, hat der EZB-Rat bestätigt, dass der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) die geeignete Messgröße bleiben wird, um zu bewerten, ob das Preisstabilitätsziel erfüllt ist. Er räumt jedoch ein, dass der HVPI die für private Haushalte relevante Inflationsrate besser abbilden würde, wenn die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum einfließen würden. Es werde noch mehrere Jahre dauern, bis selbst genutztes Wohneigentum bei der Ermittlung des HVPI vollständig berücksichtigt werde. Unterdessen wird der EZB-Rat künftig bei seinen geldpolitischen Beurteilungen Inflationsmessgrößen heranziehen, die anfängliche Schätzungen der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum berücksichtigen und zu seinem Spektrum an zusätzlichen Inflationsindikatoren gehören. Nach Auffassung des EZB-Rats könne Preisstabilität am besten gewährleistet werden, wenn er mittelfristig eine Inflationsrate von 2% anstrebe. Der EZB-Rat versteht dieses Ziel – neuerdings explizit – als ein symmetrisches Ziel. Symmetrie bedeutet in diesem Zusammenhang, dass der EZB-Rat negative Abweichungen von diesem Zielwert als ebenso unerwünscht betrachtet wie positive. Das Inflationsziel von 2% bildet einen klaren Anker für die Inflationserwartungen, was für die Gewährleistung von Preisstabilität von entscheidender Bedeutung ist. Der EZB-Rat bestätigte zudem die mittelfristige Ausrichtung seiner geldpolitischen Strategie. Diese lässt Spielraum für unvermeidbare kurzfristige Abweichungen vom Inflationsziel sowie für zeitliche Wirkungsverzögerungen und Unsicherheiten bei der Transmission der Geldpolitik auf die Wirtschaft und die Inflation. Durch die Flexibilität der mittelfristigen Ausrichtung wird dem Umstand Rechnung getragen, dass die angemessene geldpolitische Reaktion auf eine Abweichung vom Inflationsziel von den jeweiligen Gegebenheiten abhängt und sich nach Ursache, Ausmaß und Persistenz der Abweichung richtet. Dank dieser Flexibilität kann der EZB-Rat bei seinen geldpolitischen Entscheidungen auch andere Erwägungen einfließen lassen, die für das Erreichen von Preisstabilität relevant sind.

**Bisherige Zwei-Säulen-Strategie wird formal durch neues Rahmenwerk ersetzt**

Grundlage seiner geldpolitischen Beschlüsse, einschließlich der Prüfung der Verhältnismäßigkeit seiner Beschlüsse und potenzieller Nebenwirkungen, war und ist eine umfassende Bewertung aller relevanter Faktoren. Diese Bewertung stützte sich bisher formal auf die Zwei-Säulen-Strategie (monetäre und wirtschaftliche Analyse), hat sich aber im Zeitablauf stetig weiterentwickelt. Nicht zuletzt vor dem Hintergrund sich verändernder struktureller Rahmenbedingungen wird der EZB-Analyserahmen angepasst und soll der veränderten Realität stärker Rechnung tragen. In diesem Zusammenhang wird die Zwei-Säulen-Strategie durch ein neues Rahmenwerk ersetzt, welches ebenfalls zwei Analysen zusammenführt, die ineinandergreifen: 1. die wirtschaftliche Analyse sowie 2. die monetäre und finanzielle Analyse. In diesem Rahmen liegt der Schwerpunkt der wirtschaftlichen Analyse auf den realen und nominalen wirtschaftlichen Entwicklungen. Die Analyse stützt sich u.a. auch auf die Beurteilung von Schocks und die vierteljährlich erhobenen gesamtwirtschaftlichen EZB-Projektionen. Im Fokus liegen laut EZB z.B. außerdem die regelmäßige Analyse struktureller Trends, von Heterogenitäten und Nichtlinearitäten. Die Anpassungen in der wirtschaftlichen Analyse nehmen unter anderem auch Bezug auf Verfügbarkeit neuer Daten und Informationsquellen mit auf. Auch Entwicklungen mit Blick auf quantitative Modellierungen und Berechnungen spiegeln sich hier nunmehr genauso wie die oben genannten Projektionen der EZB-Mitarbeiter im Rahmenwerk wider. Die monetäre und finanzielle Analyse hingegen befasst sich per Definition mit monetären und finanziellen Indikatoren. Die diesbezüglichen geldpolitischen Überlegungen basieren auf einem überarbeiteten integrierten und erweiterten Analyserahmen. Die EZB bekräftigt im Kontext des Strategic Reviews, dass dieser Analyseteil sich seit dem Jahr 2003 im Kontext der Herausforderungen, welche sich im Verlauf und Nachgang der globalen Finanzkrise ergeben haben, schwerpunktmäßig signifikant verschoben hat. Das Hauptaugenmerk liegt dabei auf dem Funktionieren des geldpolitischen Transmissionsmechanismus und möglichen Risiken für die mittelfristige Preisstabilität, die sich aus finanziellen Ungleichgewichten und monetären Faktoren ergeben könnten. In den Augen der EZB kam es für die monetäre Analyse entsprechend zu einer Verlagerung in dem Sinne, dass sich die Hauptaufgabe Risiken für die Preisstabilität über mittel- bis längerfristige Zeithorizonte aufzudecken gewandelt hat und nunmehr eine stärkere Betonung der Bereitstellung von Informationen für die Bewertung der geldpolitischen Transmission besteht. Die EZB stellt außerdem klar, dass die monetäre und finanzielle Analyse auch eine systematischere Bewertung des längerfristigen Aufbaus finanzieller Anfälligkeiten und Ungleichgewichte sowie ihrer möglichen Auswirkungen auf die Tail-Risiken für Produktion und Inflation ermöglicht. Zudem wird bewertet, inwieweit makroprudenzielle Maßnahmen mögliche Finanzstabilitätsrisiken, die aus geldpolitischer Sicht relevant sind, abmildern. Die monetäre und finanzielle Analyse trägt somit der Tatsache Rechnung, dass Finanzstabilität eine Voraussetzung für Preisstabilität ist. Weil makrofinanzielle Verflechtungen in den wirtschaftlichen, monetären und finanziellen Entwicklungen eine zentrale Rolle spielen, muss der wechselseitigen Abhängigkeit zwischen den beiden Analysen in vollem Umfang Rechnung getragen werden. Der integrierte Analyserahmen berücksichtigt also zusammenfassend die Änderungen der wirtschaftlichen Analyse sowie der monetären und finanziellen Analyse, die Bedeutung der Beobachtung des Transmissionsmechanismus für die Kalibrierung geldpolitischer Instrumente sowie die Erkenntnis, dass Finanzstabilität eine Voraussetzung für Preisstabilität ist. Insgesamt wird hier formal nachgezogen, was im Verlauf der vergangenen Jahre ohnehin schon in der ein oder anderen Form Bestandteil der EZB-Analyse gewesen ist. Insofern sehen wir auch wenig Potenzial für nennenswerte Marktimpulse.

### **Klimawandel und Preisstabilität**

Der Klimawandel hat weitreichende Folgen für die Preisstabilität. Sie ergeben sich aus seinen strukturellen und konjunkturellen Auswirkungen auf die Wirtschaft und das Finanzsystem. Die Bewältigung des Klimawandels ist eine globale Herausforderung und eine politische Priorität für die EU. Wir postulieren bereits seit Längerem: Ökonomie und Ökologie bedingen einander und stehen nicht konträr zueinander. Der EZB-Rat zeigt sich laut Pressestatement fest entschlossen, innerhalb seines Mandats dafür zu sorgen, dass das Eurosystem, im Einklang mit den Klimaschutzzielen der EU, die Implikationen des Klimawandels und des Übergangs zu einer CO<sub>2</sub>-armen Wirtschaft für die Geldpolitik und das Zentralbankwesen in vollem Umfang berücksichtigt. Dementsprechend hat sich der EZB-Rat zu einem (in seinen Augen) ambitionierten klimabezogenen Maßnahmenplan verpflichtet – mehr geht natürlich immer. Neben der umfassenden Berücksichtigung von Klimafaktoren in seiner geldpolitischen Beurteilung wird der EZB-Rat seinen geldpolitischen Handlungsrahmen in den Bereichen Offenlegung, Risikobewertung, Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors und Sicherheitenrahmen anpassen.

Der EZB-Rat setzt sich laut separater Pressemitteilung nachdrücklich dafür ein:

- Klimaschutzaspekte stärker in seinen geldpolitischen Handlungsrahmen einfließen zu lassen;
- seine Analysekapazitäten in den Bereichen makroökonomische Modelle, Statistik und Geldpolitik im Hinblick auf den Klimawandel auszubauen;
- bei geldpolitischen Geschäften Klimaschutzaspekte in den Bereichen Offenlegung, Risikobewertung, Sicherheitenrahmen und Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors zu berücksichtigen;
- den Maßnahmenplan im Einklang mit den EU-Maßnahmen und -Initiativen im Bereich Offenlegung und Berichterstattung zur ökologischen Nachhaltigkeit umzusetzen.

### **Kompetenzzentrum Klimawandel**

Das kürzlich ins Leben gerufene Kompetenzzentrum Klimawandel der EZB werde die betreffenden Aktivitäten innerhalb der EZB in enger Zusammenarbeit mit dem Eurosystem koordinieren. Für Vermögenswerte des privaten Sektors – wir sehen hier explizit Corporates und weder Supnationals, Sub-Sovereigns und Agencies noch Covered Bonds oder Banken – wird die EZB Offenlegungsanforderungen als ein neues Zulassungskriterium oder als Grundlage für eine differenzierte Behandlung als Sicherheit oder im Rahmen der Ankäufe von Vermögenswerten festlegen. Diese Anforderungen werden EU-Maßnahmen und -Initiativen im Bereich Offenlegung und Berichterstattung zur ökologischen Nachhaltigkeit berücksichtigen. Sie werden eine einheitlichere Offenlegungspraxis am Markt fördern und gleichzeitig, durch angepasste Anforderungen für KMU, die Verhältnismäßigkeit wahren. Einen detaillierten Plan werde die EZB im Jahr 2022 bekannt geben. Dann werde die EZB auch mit der Durchführung von Klimastresstests beginnen, um die Risikoexposition des Eurosystems in Bezug auf den Klimawandel zu beurteilen. Dieser wird auf der Methodologie ihres gesamtwirtschaftlichen Klimastresstests beruhen. Darüber hinaus wird die EZB prüfen, ob die vom Rahmenwerk für Bonitätsbeurteilungen im Eurosystems zugelassenen Ratingagenturen die Informationen offengelegt haben, die erforderlich sind, um zu verstehen, wie sie Klimarisiken in ihre Bonitätsbeurteilungen einfließen lassen. Des Weiteren wird die Entwicklung von Mindeststandards für die Berücksichtigung von Klimarisiken in ihren internen Ratings in Erwägung gezogen.

**Sicherheitenrahmen ebenfalls betroffen**

Selbst der Sicherheitenrahmen wird hiervon betroffen sein: Die EZB wird relevante Klimarisiken bei der Prüfung der Bewertung und der Risikokontrollmaßnahmen für Vermögenswerte berücksichtigen, die von Geschäftspartnern als Sicherheiten für Kreditgeschäfte des Eurosystems gestellt werden. So soll sichergestellt werden, dass allen relevanten Risiken Rechnung getragen wird, auch denen, die sich aus dem Klimawandel ergeben. Darüber hinaus werde die EZB weiterhin strukturelle Marktentwicklungen bei Nachhaltigkeitsprodukten überwachen. Sie sei bereit, Innovationen im Bereich nachhaltiges Finanzwesen innerhalb ihres Mandats zu fördern. Dies zeigt ihre Entscheidung, an Nachhaltigkeitsziele gebundene Anleihen als Sicherheiten zuzulassen ([22. September 2020](#)).

**CSPP im Fokus**

Die EZB hat laut eigenen Angaben bereits begonnen, relevante Klimarisiken bei ihren Due-Diligence-Prüfungen für ihre Ankäufe von Wertpapieren des Unternehmenssektors in ihren geldpolitischen Portfolios zu berücksichtigen. Künftig werde die EZB die Regelungen, an denen sich die Allokation der Ankäufe von Unternehmensanleihen (rein CSPP nach unserem Verständnis) orientiert, im Einklang mit ihrem Mandat um Klimakriterien ergänzen. Zu diesen Kriterien werde gehören, dass Emittenten mindestens mit den Rechtsvorschriften der EU zur Umsetzung der Ziele des Pariser Abkommens in Einklang stehen oder sich zu diesen Zielen bekennen. Darüber hinaus werde die EZB bis Q1/2023 damit beginnen, klimabezogene Informationen zum Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme – CSPP) zu veröffentlichen (diese ergänzen die [Informationen](#) zu den nicht zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Portfolios). Wie oben bereits ausgeführt, werde die Umsetzung des Maßnahmenplans im Einklang mit den EU-Maßnahmen und -Initiativen im Bereich Offenlegung und Berichterstattung zur ökologischen Nachhaltigkeit erfolgen. Dazu zählen die Richtlinie über die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen, die Taxonomie-Verordnung und die Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor.

**Eurosystem legt detaillierten Fahrplan für klimabezogene Maßnahmen vor**

Das Eurosystem legte zeitlich mit den Pressemitteilungen zur neuen Strategie als Anhang auch einen [detaillierten Fahrplan für klimabezogene Maßnahmen](#) vor. Die Roadmap stellt für neun Kategorien, die neben Projektionen und Szenarioanalysen u.a. auch die Entwicklung klimabezogener Indikatoren auch Themengebiete wie Offenlegung, Klimastresstest sowie Klimarisiken bei Bonitätsbeurteilungen, Klimarisiken im Sicherheitenrahmen sowie im CSPP beinhalten, einen Zeitplan für Maßnahmen der EZB sowie externe Entwicklungen in den Jahren 2021 bis 2024 dar.

**Bekanntgabe und Kommunikation**

Die Bekanntgabe der geldpolitischen Beschlüsse durch die Erklärung zur Geldpolitik, die Pressekonferenz, den Wirtschaftsbericht und die Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzungen („Monetary Policy Accounts“) werde angepasst, um die neue geldpolitische Strategie widerzuspiegeln. Ergänzt werden diese Produkte durch zielgruppengerechte und optisch ansprechende geldpolitische Kommunikationsformate, die sich an die breite Öffentlichkeit richten. Dies sei von entscheidender Bedeutung, damit die Öffentlichkeit die Maßnahmen der EZB verstehe und ihnen Vertrauen entgegenbringe. Nach den positiven Erfahrungen mit den Veranstaltungen der Reihe „Das Eurosystem hört zu“ im Rahmen seiner Strategieüberprüfung beabsichtige der EZB-Rat, öffentliche Informationsveranstaltungen fest in den Austausch zwischen dem Eurosystem und der Öffentlichkeit zu integrieren.

**Direkte Anwendung und neuerliche Überprüfung**

Die erste reguläre geldpolitische Sitzung des EZB-Rats, in der die neue Strategie zur Anwendung kommt, findet bereits in acht Tagen am 22. Juli 2021 statt. Der EZB-Rat beabsichtigt, die Angemessenheit seiner geldpolitischen Strategie regelmäßig auf den Prüfstand zu stellen. Die nächste Bewertung ist 2025 zu erwarten.

**Fazit**

Die EZB war mit ihrem Strategic Review früher dran als erwartet und hat das Inflationsziel angepasst. Zudem stehen Klimaziele und klimabezogene Anleihen von Corporates klar im Fokus der Strategie. Die EZB wird diese Ziele bereits ab nächster Woche umsetzen, sodass die Forward Guidance und das PEPP auf der kommenden EZB-Sitzung unerwartet im Fokus stehen werden. „Wir werden uns die Umstände ansehen, wir werden uns ansehen, welche Forward Guidance wir überprüfen müssen, wir werden uns die Kalibrierung aller Instrumente ansehen, die wir verwenden, um sicherzustellen, dass sie mit unserer neuen Strategie übereinstimmen“, sagte Präsidentin Lagarde. Wer am 22. Juli mit einem lauen EZB-Sommerlüftchen gerechnet hat, wird sich die Pressekonferenz nun dick im Kalender eintragen. Dementsprechend widmen wir unseren zweiten Artikel im Rahmen unserer Wochenpublikation auf den Folgeseiten genau dieser bevorstehenden Sitzung. In Bezug auf die quantitativen bzw. marktspezifischen Auswirkungen der Ergebnisse des Strategic Review sowie die Implikationen für die Finanzmärkte und die für uns im Fokus stehenden Assetklassen sehen wir tatsächlich wenig Potenzial für unmittelbare Impulse. Hier sind es dann doch die konkreten Anpassungen der unkonventionellen Instrumente, die die Richtung vorgeben (werden).

## Cross Asset

# Vorschau EZB: Das erste Meeting unter dem „neuen“ Regime

Autoren: Dr. Frederik Kunze // Dr. Norman Rudschuck, CIIA

### **EZB-Sitzung im Schatten des „Strategic Reviews“ oder jetzt erst recht im Fokus?**

Am 22. Juli steht die nächste EZB-Leitzinsentscheidung an. Nach der nunmehr erfolgten Bekanntgabe der Ergebnisse des „ECB Strategic Review“ (vgl. vorstehender Artikel in dieser Ausgabe) verändern sich die Vorzeichen dieser ansonsten im Vorfeld eher als Sitzung vor dem Sommerloch abgestempelten Zusammenkunft des EZB-Rats. Dabei würden wir keineswegs davon ausgehen, dass die Zinsentscheidung durch die jüngsten Meldungen aus dem EZB-Umfeld in den Schatten gestellt wird. Vielmehr richtet sich unseres Erachtens der Fokus verstärkt auf das Treffen, was als erstes offiziell unter dem neuen Regime der Notenbank abgehalten wird. So oder so stellt sich für die Marktteilnehmer auch für die Juli-Sitzung die Frage, welche Schlussfolgerungen der Rat aus den weiterhin zu beobachtenden Preisauftrieben zieht und ob diese nach wie vor als temporär eingestuft werden. Nachfolgend möchten wir einen fokussierten Ausblick auf das bevorstehende Treffen geben und die Implikationen für das SSA-Segment wie auch den Covered Bond-Markt diskutieren.

### **Zurückliegende EZB-Sitzung im Juni: Beurteilung der Lage noch vergleichbar mit dem aktuellen Rand?**

Wie auch aus dem offiziellen [Bericht zur EZB-Sitzung vom 09. und 10. Juni 2021](#) hervorgeht, basierten die Diskussionen und Abstimmungen der letzten Zusammenkunft des EZB-Rats unter anderem auf der Annahme einer sich insbesondere in den entwickelten Volkswirtschaften weiterhin verbessernden ökonomischen Lage. Insbesondere die Impffortschritte sind hier als Ursache zu benennen. Für eine anziehende konjunkturelle Dynamik im gemeinsamen Währungsraum sprach für den Rat weiterhin die Aussicht auf eine stärkere Nachfrage sowohl aus den Mitgliedsländern als auch auf globaler Ebene, wobei insbesondere Geld- und Fiskalpolitik weiterhin als anhaltende Stützungsfaktoren angesehen wurden. Gleichwohl wurde auch schon im Juni auf genau diese Abhängigkeiten hingewiesen. Ebenso waren die Abwärtsrisiken durch neue Varianten des Virus Thema der Diskussionen. Mit Blick auf die Frage der Rückkehr zur Normalität standen auch die Reaktionen der Konsumenten im Fokus der Debatte. Schließlich sind die Entwicklungen mit Blick auf den Abbau der immensen Ersparnisbildung der Haushalte durch eine hohe Unsicherheit gekennzeichnet. Es könnte sich daraus aber sehr wohl ein starker Nachfrageimpuls ergeben, welcher wiederum Implikationen für die Preisentwicklung mit sich brächte. Im Rahmen der Juni-Sitzung herrschte im EZB-Rat die Meinung vor, dass es notwendig sei, den vorübergehenden Charakter der Inflationsentwicklung zu berücksichtigen. Andererseits wurden ebenso mögliche Zweitrundeneffekte (insbesondere auf die Löhne) diskutiert, wobei hier noch keine Anzeichen für einen steigenden Lohndruck ausgemacht wurden. Insgesamt dürfte der EZB-Rat nach unserer Auffassung auch jetzt zu einer insgesamt vergleichbaren Lagebewertung kommen. Das heißt, der Preisauftrieb, der auch in Deutschland am aktuellen Rand zu beobachten ist, sollte weiterhin als vorübergehend eingestuft und mit den Basiseffekten und der „außergewöhnlichen Situation“ (vgl. [Interview Isabel Schnabel vom 08. Juli](#)) in Verbindung gebracht werden. Mit Blick auf die Sitzung in der kommenden Woche spricht dies wohl eher dafür, dass keine nennenswerten Anpassungen an den geldpolitischen Stellgrößen vorgenommen werden dürften.

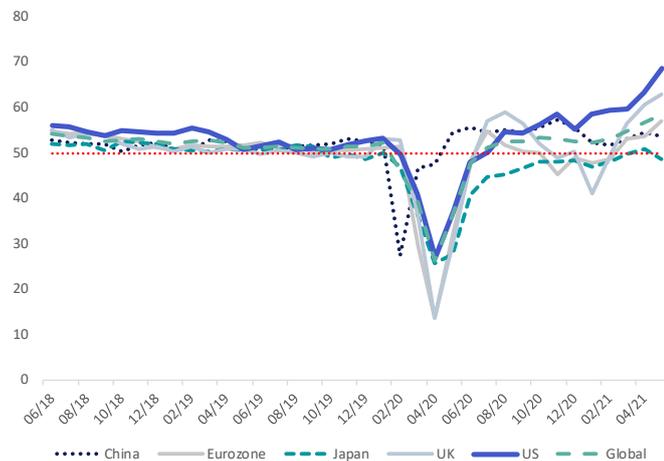
**Ankaufstaktik ebenfalls unverändert?**

Auch wenn die EZB-Strategieüberarbeitung ergeben hat, dass das primäre Instrument des EZB-Rates die Zinspolitik bleibt, werden Anleihekäufe insbesondere beim aktuell zu beobachtenden Zinsniveau ebenfalls elementarer Bestandteil des Werkzeugkastens der Notenbanker bleiben. Nicht zuletzt deshalb rechnen auch wir mit fortgeführten „beschleunigten“ Ankäufen durch das Eurosystem. Tatsächlich könnte es als Folge einer geringeren Dynamik am Primärmarkt (außer EU) zu weniger ausgeprägten Ankäufen kommen. In diesem Kontext erscheint uns aber der Verweis auf die eher langfristig auf Quartale ausgelegte Bewertung des Ankaufverhaltens als sinnvoll. Die jüngsten Äußerungen von Christine Lagarde sehen wir durchaus als bedeutend für die Juli-Sitzung an. So wies die EZB-Präsidentin auf die Notwendigkeit der Überprüfung der „Forward Guidance“ hin und unterstrich die Bedeutung des Treffens der Sitzung am nächsten Donnerstag. In diesem Kontext ginge es schließlich darum, die „Kalibrierung aller Instrumente“ mit Blick auf die neue Strategie zu prüfen. Ihr Kollege im EZB-Rat, der Vorsitzende der französischen Notenbank François Villeroy de Galhau, richtete den Fokus jedoch auch auf die noch in diesem Jahr insgesamt verbleibenden turnusmäßigen Zinssitzungen, von denen es immerhin noch vier gäbe. Das nimmt unserer Einschätzung schon ein wenig Druck mit Blick auf mögliche Adjustierungen der konkreten geldpolitischen Rahmenparameter (inkl. Ankauftempo) am 22. Juli. Tatsächlich würden wir jegliche nennenswerten Anpassungen als verfrüht ansehen, was nicht zuletzt damit zusammenhängt, dass auch die EZB die Pandemie keineswegs als beendet ansieht. Exemplarisch dafür steht die Befürwortung der Entscheidung der EZB-Aufsicht mit Blick auf die Fortführung gelockerter regulatorischer Vorgaben in Bezug auf die Leverage Ratio durch den EZB-Rat. Zu hoch sind auch die Unsicherheiten, die mit den Mutationen des Virus in Verbindung stehen. EZB-Vize Luis de Guindos merkte mit Blick auf EZB-Strategie und Pandemie an, dass es im Juli zu sprachlichen Anpassungen wird kommen müssen während für die September-Sitzung mehr Informationen in Bezug auf den weiteren Pandemieverlauf zur Verfügung stünden.

**Ausblick: EZB-Entscheidung wird vor allem sprachliche Anpassungen hervorbringen**

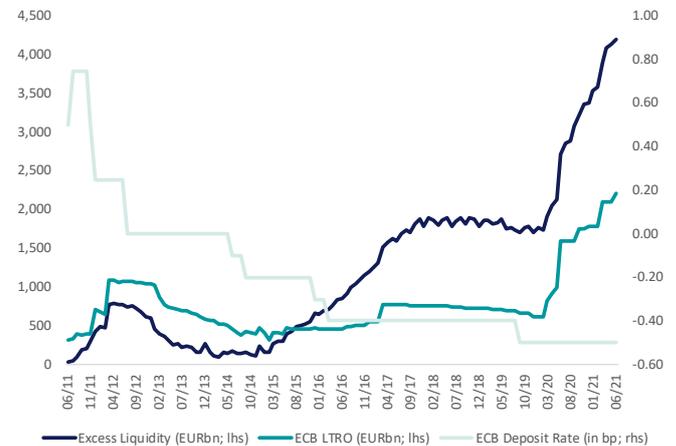
In Bezug auf konkrete Anpassungen der geldpolitischen Steuerungsparameter rechnen wir tatsächlich einmal mehr mit einem „Weiter wie bisher“. So sollten die Leitzinsen unangestastet bleiben. Auch die Rahmenparameter von TLTRO III und APP bzw. PEPP sollten keine Veränderungen erfahren, während die Ausgestaltung des Staffelnzinses ebenfalls unverändert Bestand haben sollten. Vor dem Hintergrund weiter steigender Überschussliquidität sowohl als Folge der Ankaufprogramme als auch im positiven linearen Zusammenhang mit erhöhter TLTRO III-Inanspruchnahme erscheint uns weiterhin eine Anpassung des Multiplikators als Stellschraube für den vom Negativzins ausgenommenen Teil der Überschussreserven (Excess Reserves) als denkbarer Schritt im späteren Verlauf der zweiten Jahreshälfte 2021. Es wird im Juli somit vor allem auf die sprachliche Adaption der neuen Strategie ankommen. Etwas weiter vorausblickend sehen wir durchaus einen gewissen Erklärungsgehalt in den Äußerungen aus dem Umfeld des EZB-Rats. Vor allem Präsidentin Lagarde betrieb nach unserer Auffassung zuletzt ein gewisses Erwartungsmanagement, wenn sie bekräftigt, dass das PEPP „mindestens“ bis Ende März 2022 fortgeführt werde und sie – zumindest theoretisch – einen Übergang der PEPP-Ankäufe in ein anderes wie auch immer geartetes Format in Aussicht stellte. Konkret erscheint uns eine Aufstockung der monatlichen Ankäufe unter dem APP nach einem Ende des PEPP als denkbar. Hier würden wir aber eben im Juli nicht mit Ankündigungen rechnen. Wir erwarten allenfalls ein – wenn auch im Wortlaut ggf. abgeändertes – Referenzieren auf das erhöhte Ankauftempo im Rahmen des PEPP.

## Einkaufsmanagerumfragen (Composite)



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

## EZB: Excess Liquidity, LTRO, Deposit Rate



### Covered Bond-Markt: Implikationen der Juli-Sitzung eher mittelbar

Für den Covered Bond-Markt sehen wir aus der nahenden EZB-Sitzung allenfalls mittelbare Implikationen hervorgehen. Die für den Teilmarkt der gedeckten Schuldverschreibungen relevantesten Instrumente – namentlich das CBPP3 sowie TLTRO III – sollten auch nach dem 22. Juli unverändert ihren Einfluss geltend machen. Die Ankäufe unter dem CBPP3 am Primär- und Sekundärmarkt werden weiterhin Bestand haben. Auch ein dämpfender Einfluss auf das Emissionsverhalten sollte weiterhin gelten, wobei sich der Fokus auf die beiden verbleibenden Tender im September und Dezember 2021 richten wird. Ein TLTRO IV könnte zwar die Angebotsseite erneut empfindlich treffen. Allerdings wären Aussagen hierzu eher dem Lager der Spekulationen zuzurechnen. Es ist aktuell noch zu früh über das „ob“ und „wie“ seriöse Annahmen zu treffen, gleichwohl ist eine vierte Auflage unseres Erachtens etwas unwahrscheinlicher geworden. Die Frage nach einem TLTRO IV ist – auch wenn es eine Frage der ferneren Zukunft ist – von sehr großer Relevanz für das Covered Bond-Segment. Ohne eine vierte Auflage würde nach aktueller Planung die finale Fälligkeit des ersten TLTRO III-Tenders (TLTRO III.1) im September 2022 anstehen, während die letzte Tranche (TLTRO III.10) bis zum 18. Dezember 2024 vollständig zurückzuzahlen wäre. In diesem Zeitraum würde sich nach unserer Einschätzung ohne TLTRO IV ein nennenswerter Fundingbedarf aus den fälligen Tendern ableiten, der auch auf das Covered Bond-Segment bzw. auf die EMU-Emittenten ausstrahlen sollte. In der Folge würde sich in der auf diesen Sachverhalt reduzierten Betrachtung ein nennenswerter Druck auf die ASW-Spreads für EMU-Covered Bonds ergeben, der auch auf die anderen Jurisdiktionen ausstrahlen sollte.

### SSA-Segment: Hohes Angebot trifft unverändert auf hohe Nachfrage

Das hohe und im zweiten Halbjahr noch einmal ansteigende Angebot der SSA-Emittenten (vor allem EU) trifft auf die ungetrübt hohe Nachfrage seitens der Investoren (Primärmarkt) und des Eurosystems (Sekundärmarkt). Alle nennenswerten Spieler sind umfangreich am Markt vertreten und auch die deutschen Bundesländer gehen kontinuierlich auf die Investoren zu. Dies gilt neben den Sub-Sovereigns insbesondere für die üblichen Vertreter der E-Supras (insbesondere EU und EIB, aber auch EFSF und ESM) sowie die KfW. Auch das QE/APP mit monatlich EUR 20 Mrd. an frischem Geld steht zu Unrecht regelmäßig im Schatten des jüngeren, aber deutlich schneller wachsenden PEPP. Spätestens 2022 dürfte dieser Aspekt des Quantitative Easings aber wieder verstärkt im Fokus stehen.

**Klarstellung seitens der EZB fehlt unverändert**

Sorgen bereiten uns unverändert die Diskussionen über die ISIN-Limite, welche sich die EZB für das APP bzw. PSPP selbst auferlegt hat. Hier gilt wie bereits mehrfach dargelegt in der Regel die Grenze je Emittent bzw. Emission von 33%, nur bei Supranationals liegt dieser Wert bei 50%. Hier bezieht die EZB im Rahmen des PEPP keine erläuternde Stellung und entzieht sich dringend erwünschter Transparenz. Mehrere Anfragen unsererseits blieben bis dato beharrlich unbeantwortet. Das Thema Sperrminorität ist jedoch wichtig, sollte es erneut zu Verspannungen im öffentlichen Sektor kommen. Hier täte der EZB mehr Transparenz gut, da sie zu einem Großteil von ihrer Glaubwürdigkeit und dem Marktvertrauen lebt. Anders sind wirksame verbale Interventionen nicht möglich.

**ESG-Bonds im Rahmen der Ankaufprogramme**

Mit dem Strategic Review veröffentlichte die EZB auch einen detaillierten Fahrplan für klimabezogene Maßnahmen. Es wird einen neuen Klimastresstest in Bezug auf die Bilanz des Eurosystems geben, also speziell für Banken. Es werden Klimarisiken bei Bonitätsbeurteilungen für Sicherheiten und Ankäufe von Vermögenswerten einbezogen. Klimarisiken werden sich auch im Sicherheitenrahmen niederschlagen. Und es werden Vorschläge zur Anpassung des CSPP-Rahmens erarbeitet, um Klimaschutzaspekte zu berücksichtigen. Dieser Rahmen wird frühestens ab Mitte 2022 angepasst. Direkte Implikation sehen wir für das SSA-Segment oder den Covered Bonds-Markt nicht, da hier bereits ESG-Anleihen von bekannten Emittenten angekauft werden und die Dichte dieser Anleihen im Zuge des Klimawandels und der Pandemie noch zugenommen hat. Wir sehen PSPP bzw. PEPP sowie CBPP3 hier außen vor bei der aus dem Strategic Review geplanten Überprüfung. Fragen an den EZB-Rat zu weiteren Plänen sind natürlich nicht ausgeschlossen.

**Fazit und Kommentar**

Sommerloch erfolgreich verhindert: Die neue EZB-Strategie wird auch Implikationen für die Juli-Sitzung des EZB-Rates haben und nach unserer Auffassung vor allem zu sprachlichen Adjustierungen führen. Mit Blick auf die geldpolitischen Entscheidungsparameter sehen wir keinerlei Anpassungen voraus und rechnen außerdem damit, dass das erhöhte Ankauf-tempo beibehalten wird. Dies würden wir nicht zuletzt mit der Einschätzung begründen, dass im EZB-Rat die Preisaufrufe weiterhin als temporär angesehen, die Pandemie keinesfalls als beendet erklärt und der Aufschwung damit als mit nennenswerten Unsicherheiten behaftet angesehen würde. Die Kommunikation bleibt das A und O der Europäischen Zentralbank – mehr denn je. Daher zitieren wir Präsidentin Lagarde erneut: „Wir werden uns die Umstände ansehen, wir werden uns ansehen, welche Forward Guidance wir überprüfen müssen, wir werden uns die Kalibrierung aller Instrumente ansehen, die wir verwenden, um sicherzustellen, dass sie mit unserer neuen Strategie übereinstimmen.“ Eine Überführung des PEPP in das APP halten wir derzeit noch für verfrüht.

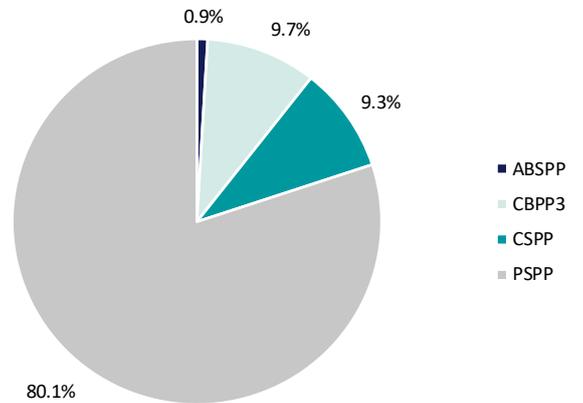
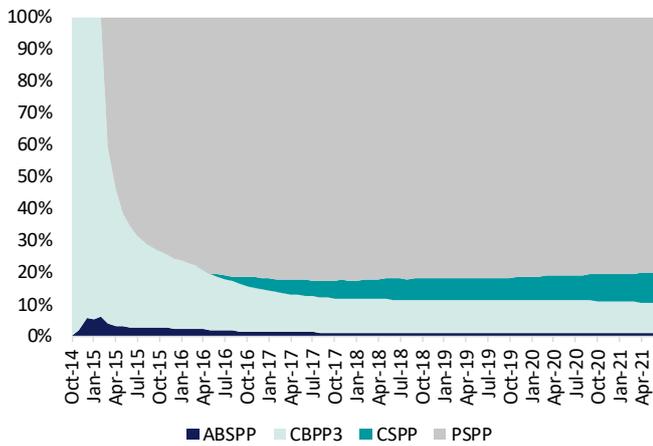
# EZB-Tracker

## Asset Purchase Programme (APP)

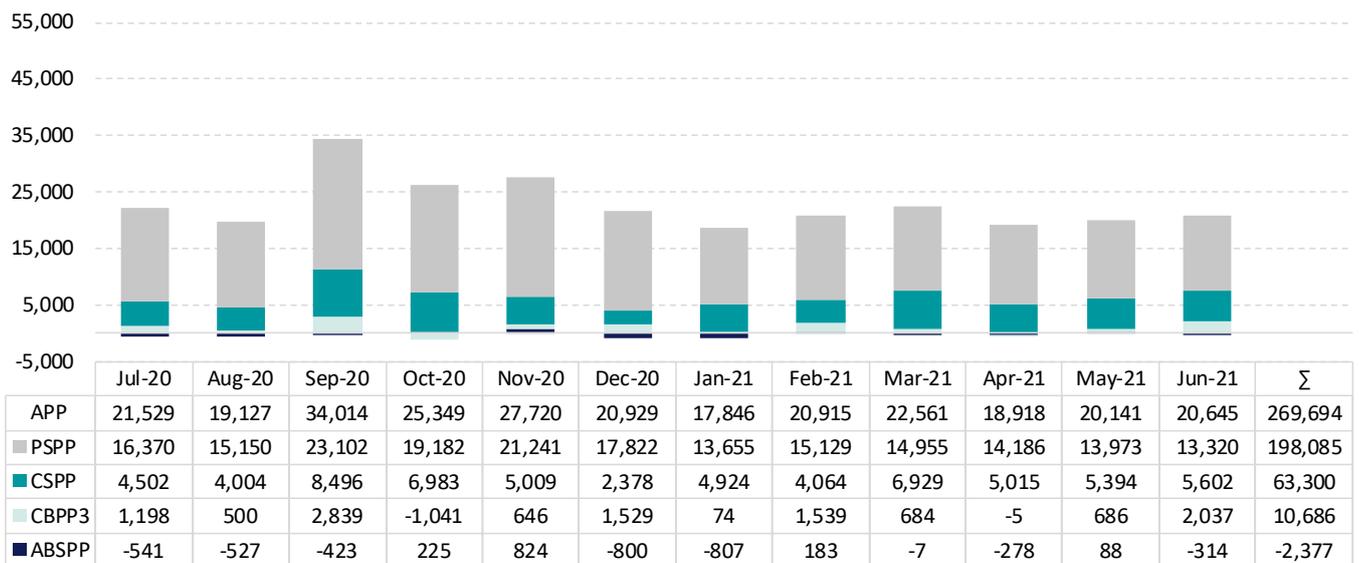
### Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
<b>May-21</b>	28,520	290,104	276,469	2,407,212	3,002,305
<b>Jun-21</b>	28,196	291,764	281,731	2,415,331	3,017,022
<b>Δ</b>	-314	+2,037	+5,602	+13,320	+20,645

### Portfoliostruktur

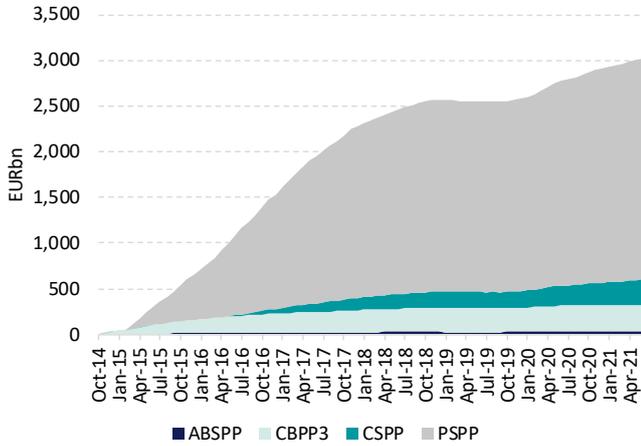


### Monatliche Nettoankäufe (in EURm)

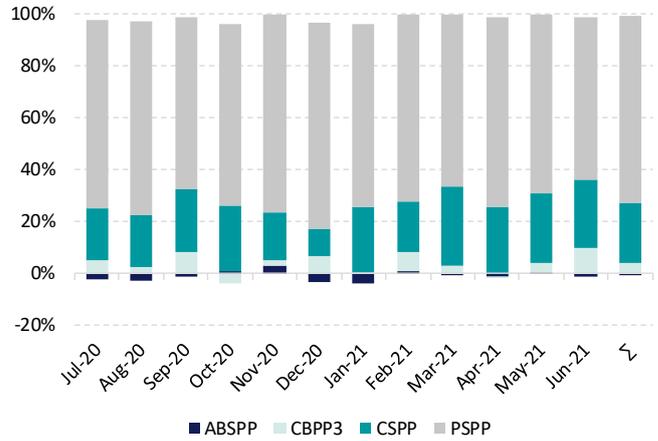


Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

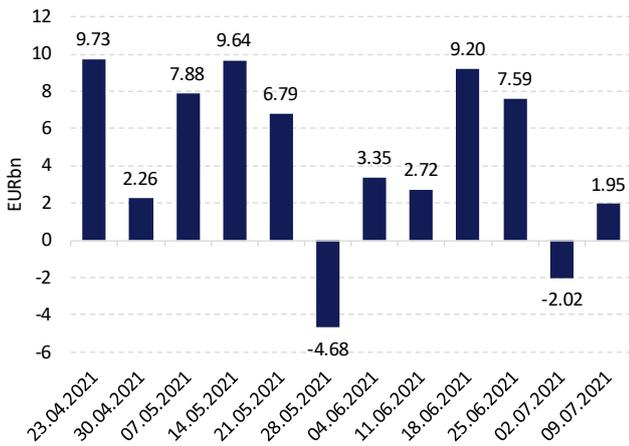
### Portfolioentwicklung



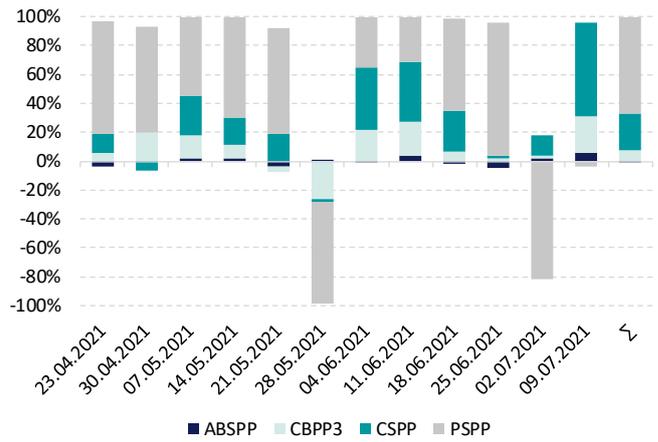
### Verteilung der monatlichen Ankäufe



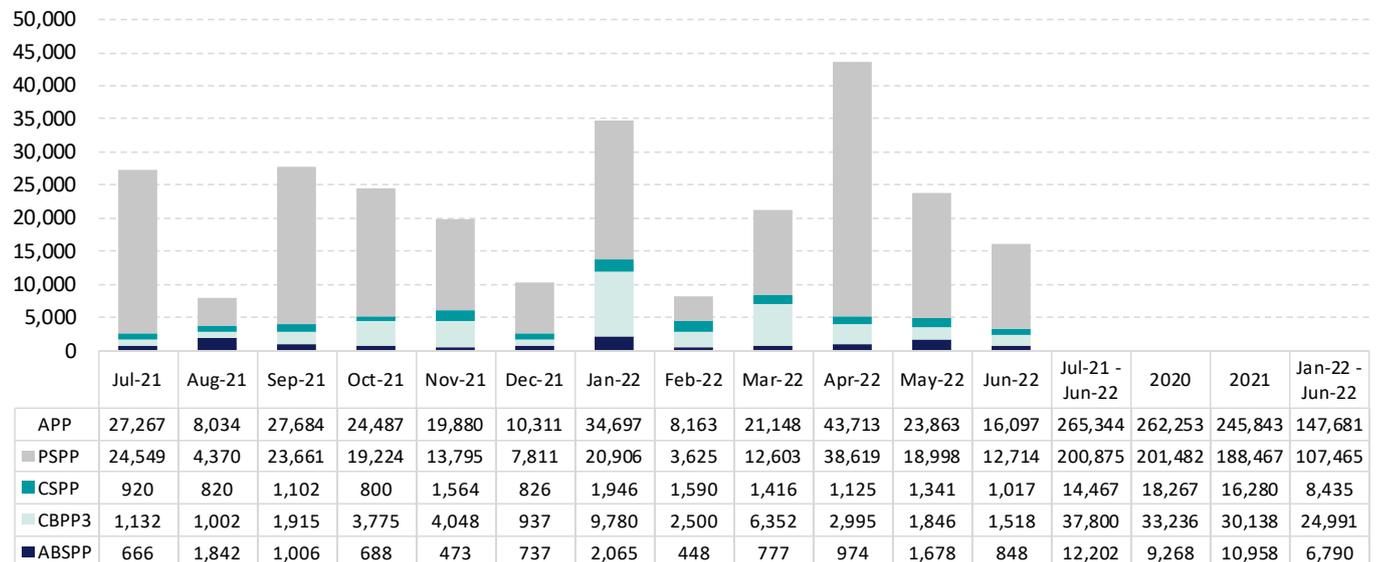
### Wöchentliches Ankaufsvolumen



### Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



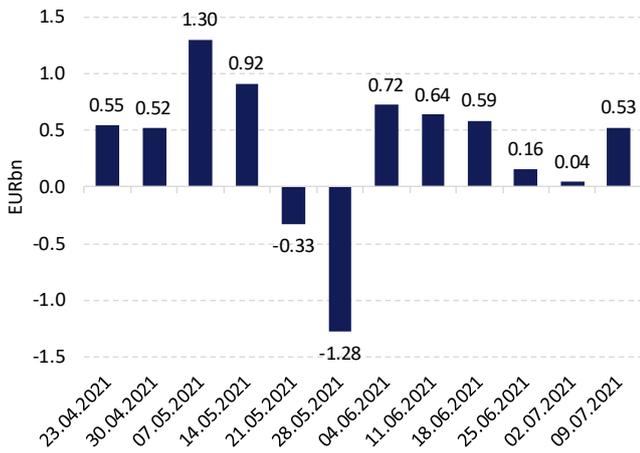
### Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



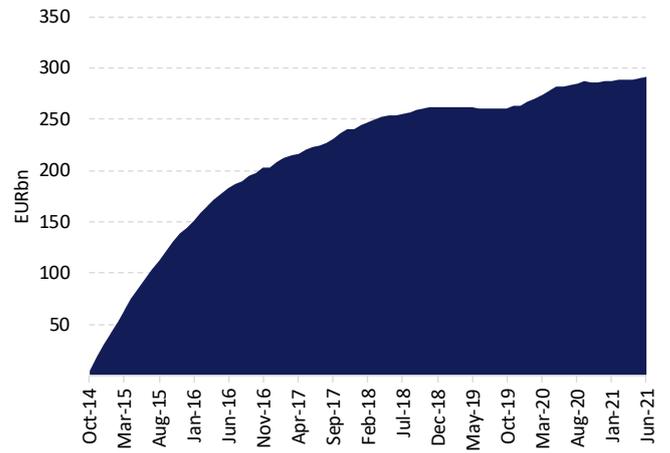
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)

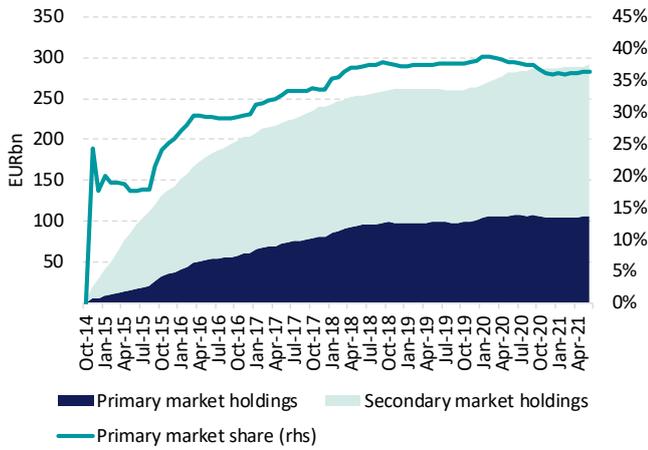
#### Wöchentliches Ankaufvolumen



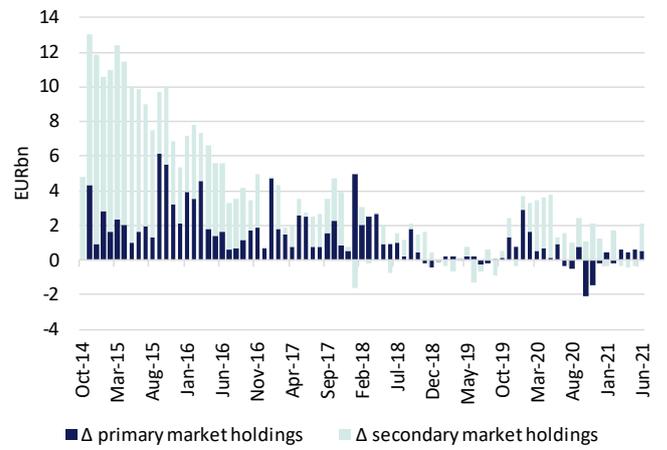
#### Entwicklung des CBPP3-Volumens



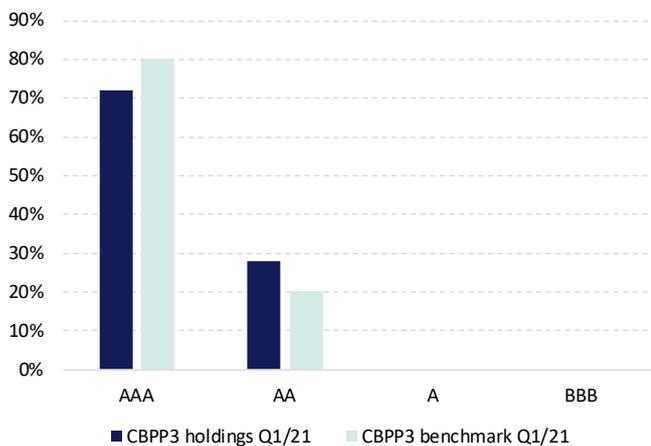
#### Primär-/Sekundärmarktanteile



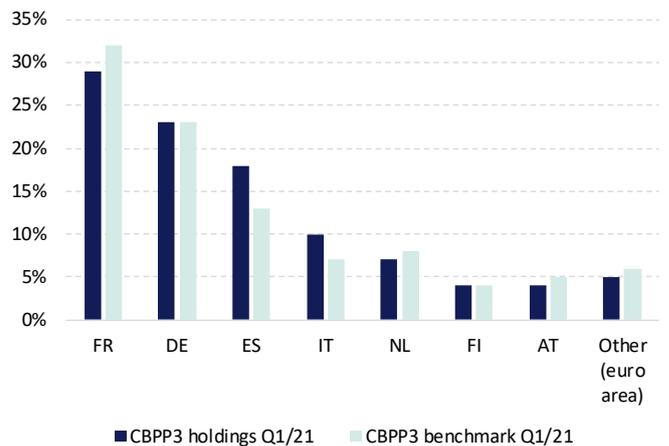
#### Veränderung der Primär-/Sekundärmarktanteile



#### CBPP3-Struktur nach Ratings

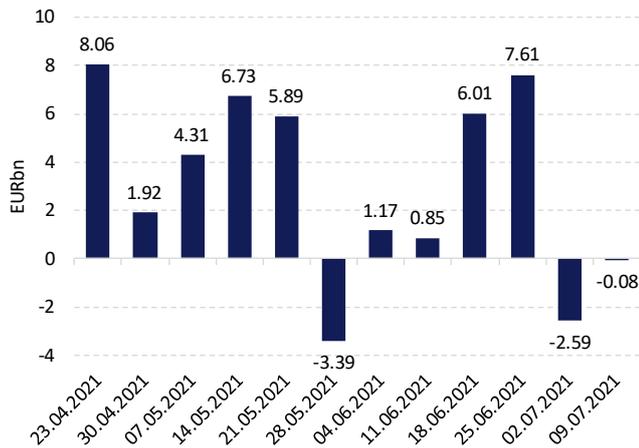


#### CBPP3-Struktur nach Jurisdiktionen

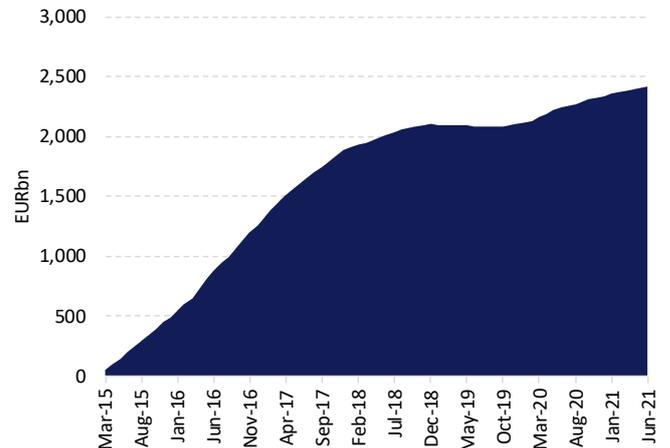


## Public Sector Purchase Programme (PSPP)

### Wöchentliches Ankaufsvolumen



### Entwicklung des PSPP-Volumens



### Gesamtverteilung der PSPP-Ankäufe per Monatsende

Jurisdiktion	Adjustierter Verteilungsschlüssel <sup>1</sup>	Bestand (in EURm)	Erwartete Ankäufe <sup>2</sup> (EURm)	Differenz (EURm)	Ø Restlaufzeit <sup>3</sup> (in Jahren)	Marktdurchschnitt <sup>3</sup> (in Jahren)	Differenz (in Jahren)
AT	2.7%	71,823	68,831	2,992	7.5	7.6	-0.1
BE	3.4%	90,376	85,677	4,699	8.0	10.2	-2.2
CY	0.2%	3,763	5,060	-1,297	9.9	8.8	1.1
DE	24.3%	609,448	619,935	-10,487	6.6	7.6	-1.0
EE	0.3%	397	6,625	-6,228	9.2	7.5	1.7
ES	11.0%	301,766	280,427	21,339	8.0	8.4	-0.4
FI	1.7%	37,685	43,197	-5,512	6.9	7.7	-0.8
FR	18.8%	496,901	480,313	16,588	7.2	8.1	-0.9
GR	0.0%	0	0	0	0.0	0.0	0.0
IE	1.6%	39,425	39,823	-398	8.5	10.1	-1.6
IT	15.7%	421,648	399,514	22,134	7.1	7.9	-0.8
LT	0.5%	5,038	13,611	-8,573	10.2	10.6	-0.4
LU	0.3%	3,427	7,747	-4,320	5.6	7.2	-1.7
LV	0.4%	2,959	9,163	-6,204	11.3	10.4	0.9
MT	0.1%	1,259	2,467	-1,208	9.5	9.2	0.3
NL	5.4%	124,784	137,818	-13,034	7.7	9.0	-1.4
PT	2.2%	47,126	55,041	-7,915	7.0	7.2	-0.2
SI	0.4%	9,438	11,323	-1,885	9.9	10.2	-0.3
SK	1.1%	16,004	26,932	-10,928	8.2	8.3	-0.1
SNAT	10.0%	265,069	254,834	10,235	7.7	8.9	-1.2
<b>Total / Avg.</b>	<b>100.0%</b>	<b>2,548,336</b>	<b>2,548,336</b>	<b>0</b>	<b>7.3</b>	<b>8.2</b>	<b>-0.9</b>

<sup>1</sup> Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras und die Disqualifikation Griechenlands

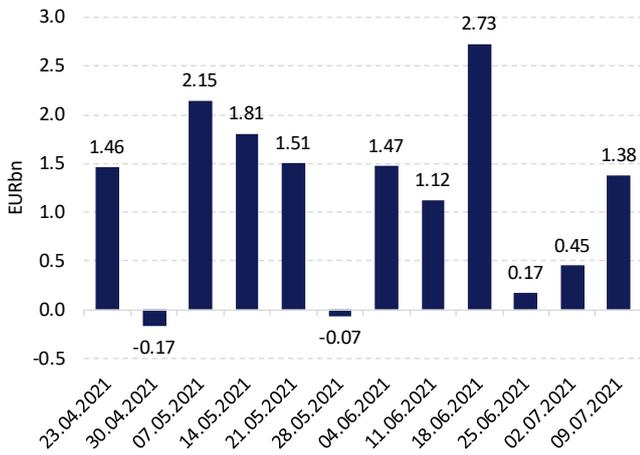
<sup>2</sup> Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel

<sup>3</sup> Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit der für das PSPP ankaufbaren Anleihen (halbjährliche Daten, Q1/2021)

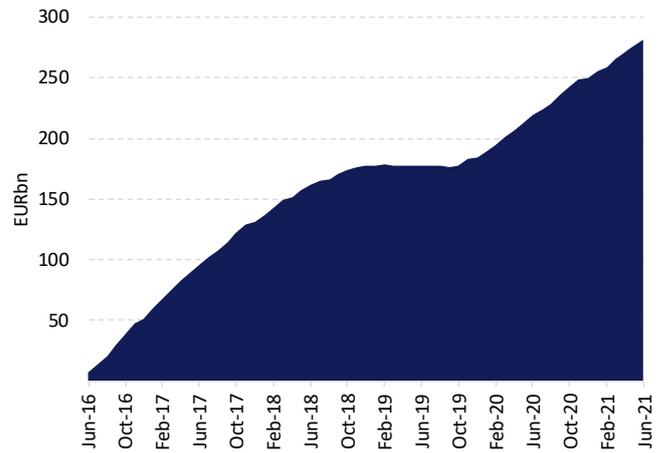
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)

#### Wöchentliches Ankaufsvolumen

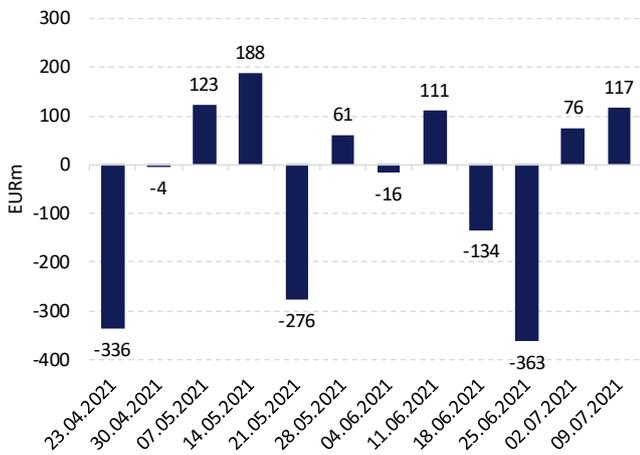


#### Entwicklung des CSPP-Volumens

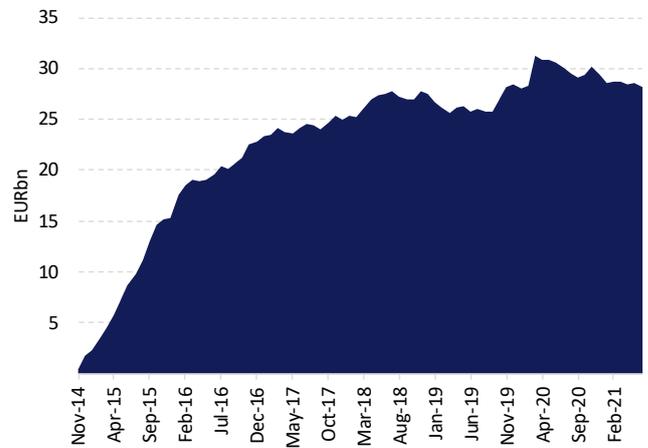


### Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)

#### Wöchentliches Ankaufsvolumen



#### Entwicklung des ABSPP-Volumens



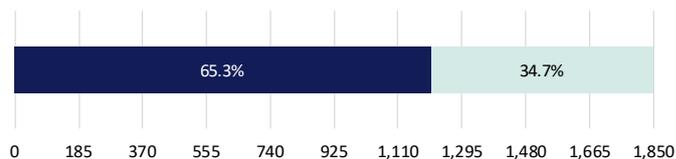
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

#### Volumen des Ankaufprogramms (in EURm)

	PEPP
May-21	1,104,465
Jun-21	1,184,633
<b>Δ</b>	<b>+80,168</b>

#### Bereits investiertes Volumen (in EURbn)



#### Geschätzte Portfolioentwicklung

##### Angenommenes künftiges Ankauftempo

##### Wöchentliches Netto-Ankaufvolumen

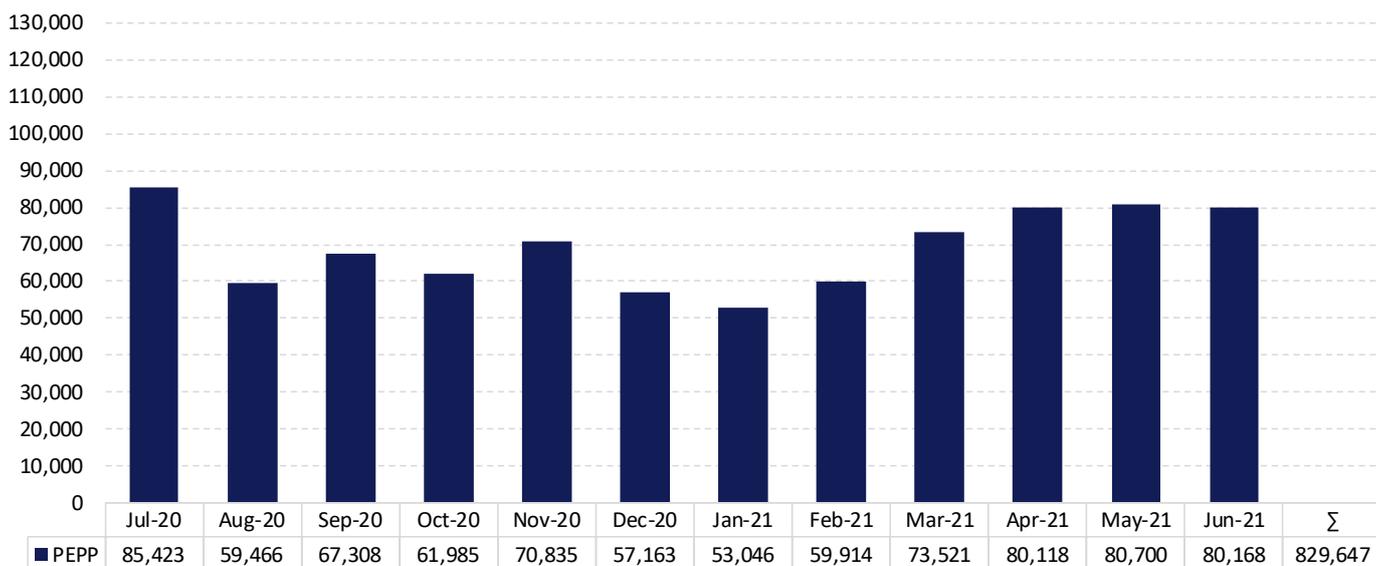
##### PEPP-Limit erreicht in ...

Durchschnittliches bisher angekauftes wöchentliches Nettovolumen

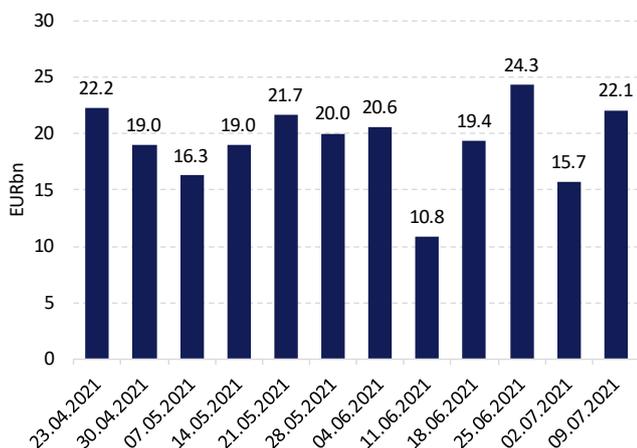
EUR 18.0bn

36 Wochen (18.03.2022)

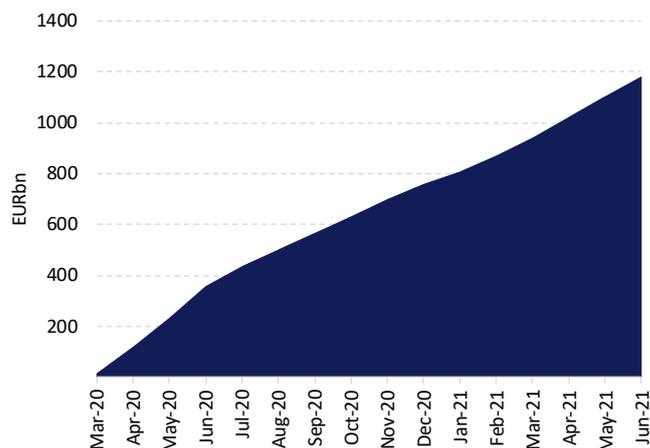
#### Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



#### Wöchentliches Ankaufvolumen



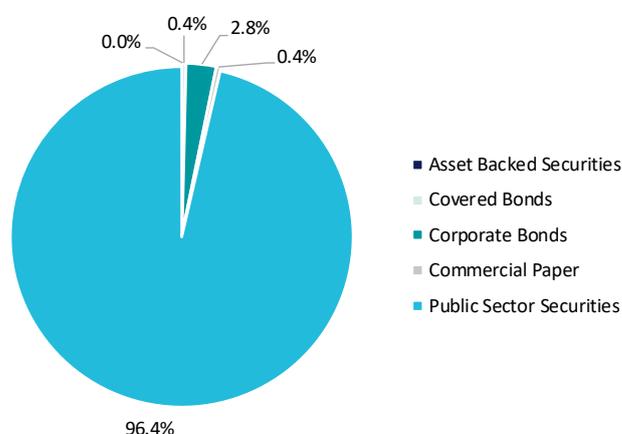
#### Entwicklung des PEPP-Volumens



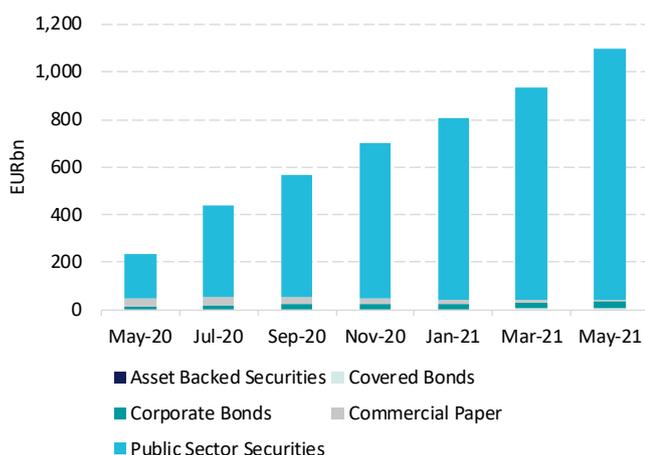
### Volumina der Assetklassen (in EURm)

	Asset-backed Securities	Covered Bonds	Corporate Bonds	Commercial Paper	Public Sector Securities	PEPP
<b>Mar-21</b>	0	4,055	27,058	12,766	893,844	937,723
<b>May-21</b>	0	4,055	31,014	4,590	1,058,882	1,098,541
<b>Δ</b>	0	0	+3,956	-8,176	+165,038	+160,818

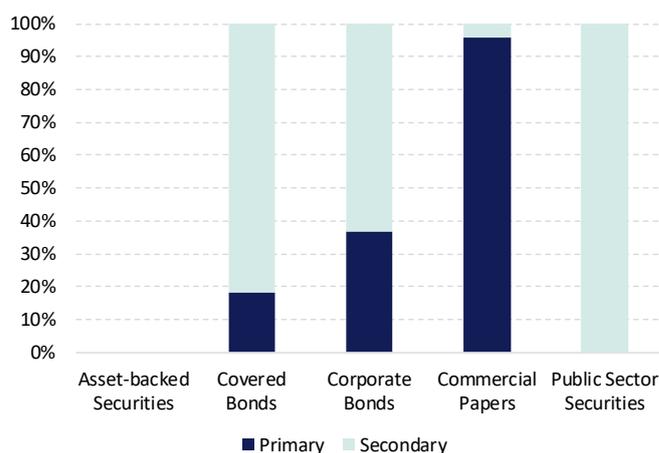
### Portfoliostruktur



### Portfolioentwicklung



### Anteil der Primär-/Sekundärmarktankäufe



### Überblick über Private Sector Assets unter dem PEPP

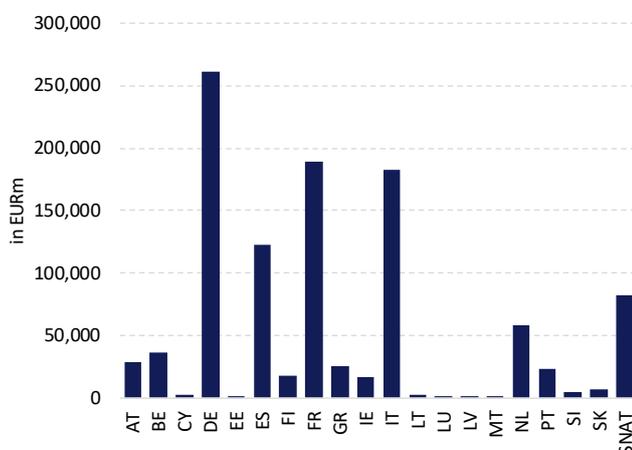
Mai 2021	Asset-backed Securities		Covered Bonds		Corporate Bonds		Commercial Paper	
	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär
<b>Bestand in EURm</b>	0	0	745	3,310	11,431	19,583	4,397	193
<b>Anteil</b>	0.0%	0.0%	18.4%	81.6%	36.9%	63.1%	95.8%	4.2%

Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

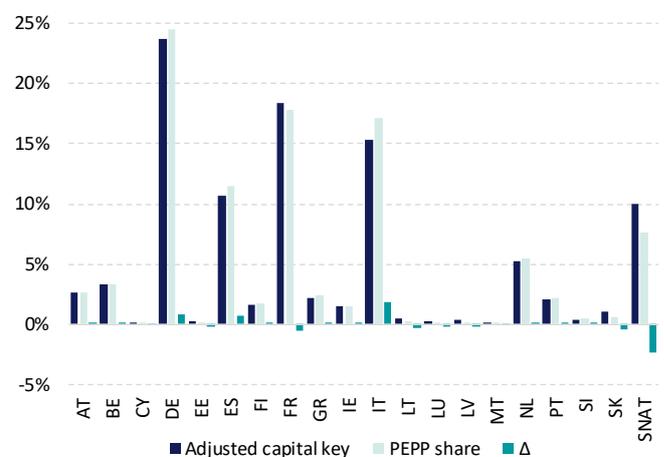
## Überblick über Public Sector Assets unter dem PEPP

Jurisdiktion	Bestand (in EURm)	Adj. Verteilungsschlüssel <sup>1</sup>	PEPP-Anteil	Δ zum adj. Verteilungsschlüssel <sup>2</sup>	Ø Restlaufzeit (in Jahren)	Marktdurchschnitt <sup>3</sup> (in Jahren)	Differenz (in Jahren)
AT	28,731	2.6%	2.7%	0.1%	9.4	6.9	2.6
BE	36,086	3.3%	3.4%	0.1%	6.7	9.1	-2.5
CY	2,060	0.2%	0.2%	0.0%	9.7	8.3	1.4
DE	261,137	23.7%	24.5%	0.8%	6.1	6.8	-0.7
EE	255	0.3%	0.0%	-0.2%	9.0	7.3	1.7
ES	122,583	10.7%	11.5%	0.8%	8.3	7.6	0.7
FI	18,174	1.7%	1.7%	0.1%	7.3	7.5	-0.2
FR	189,672	18.4%	17.8%	-0.6%	8.5	7.7	0.8
GR	25,680	2.2%	2.4%	0.2%	9.5	9.9	-0.5
IE	16,770	1.5%	1.6%	0.1%	9.2	9.5	-0.3
IT	182,946	15.3%	17.2%	1.9%	6.9	7.0	-0.1
LT	2,505	0.5%	0.2%	-0.3%	11.1	9.9	1.2
LU	1,726	0.3%	0.2%	-0.1%	7.0	6.6	0.5
LV	1,344	0.4%	0.1%	-0.2%	9.8	9.7	0.1
MT	305	0.1%	0.0%	-0.1%	7.9	8.7	-0.8
NL	58,043	5.3%	5.5%	0.2%	6.0	8.4	-2.3
PT	23,730	2.1%	2.2%	0.1%	7.4	7.3	0.1
SI	4,838	0.4%	0.5%	0.0%	9.2	9.3	-0.2
SK	6,384	1.0%	0.6%	-0.4%	9.5	8.4	1.1
SNAT	81,801	10.0%	7.7%	-2.3%	10.4	8.4	2.1
<b>Total / Avg.</b>	<b>1,064,769</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>7.6</b>	<b>7.5</b>	<b>0.1</b>

## Bestand Öffentlicher Anleihen nach Jurisdiktionen



## Abweichungen vom adjustierten Kapitalschlüssel

<sup>1</sup> Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras<sup>2</sup> Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel <sup>3</sup> Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit der für das PEPP ankaufbaren Anleihen

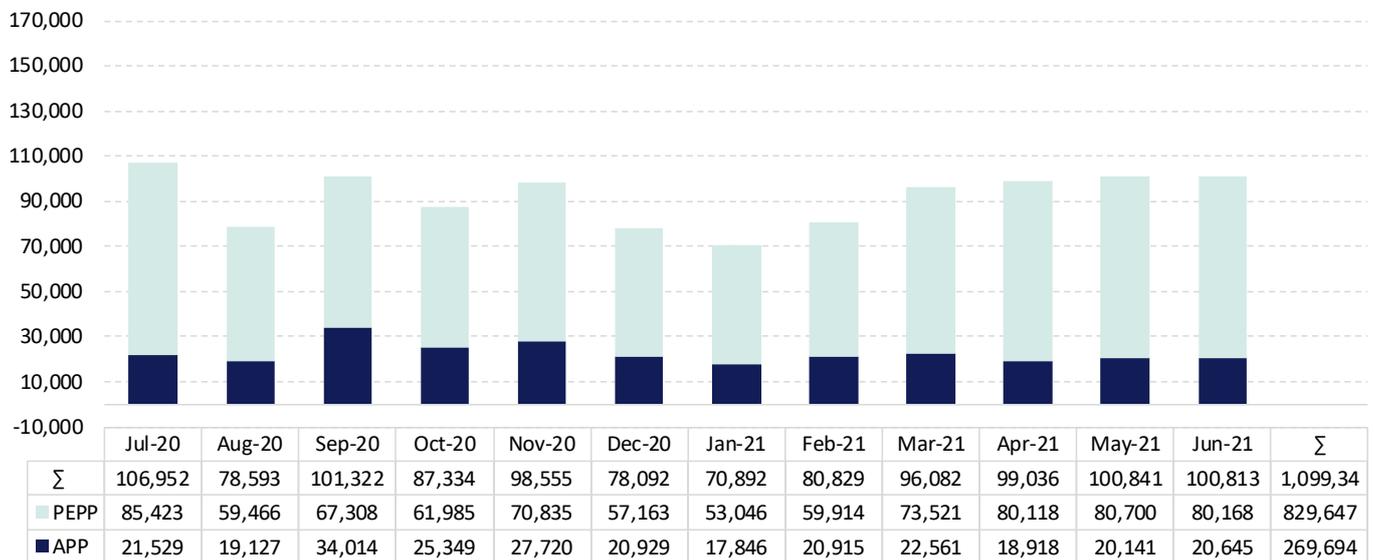
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy &amp; Floor Research

## Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP

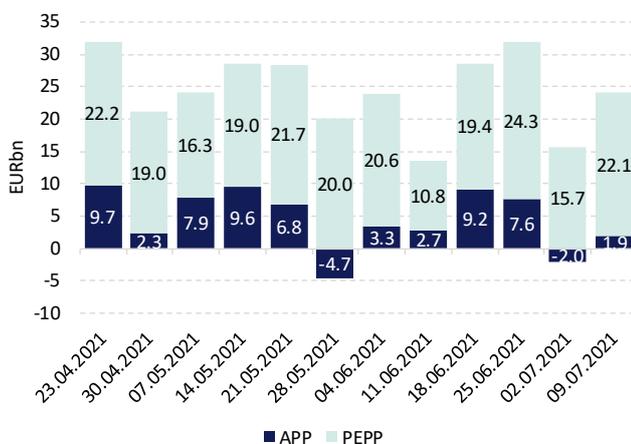
### Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	APP	PEPP	APP & PEPP
<b>May-21</b>	3,002,305	1,104,465	4,106,770
<b>Jun-21</b>	3,017,022	1,184,633	4,201,655
<b>Δ</b>	+20,645	+80,168	+100,813

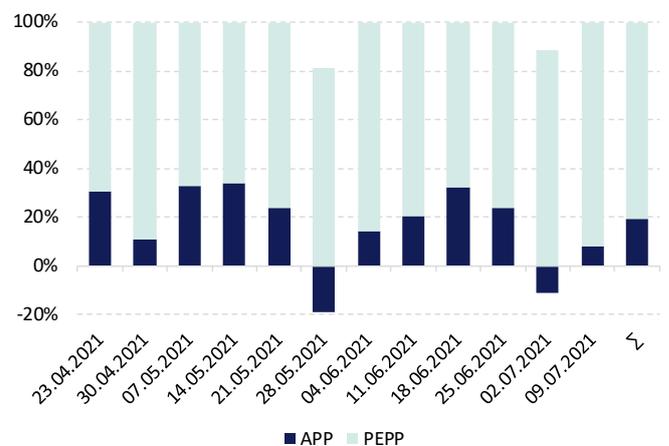
### Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



### Wöchentliches Ankaufvolumen



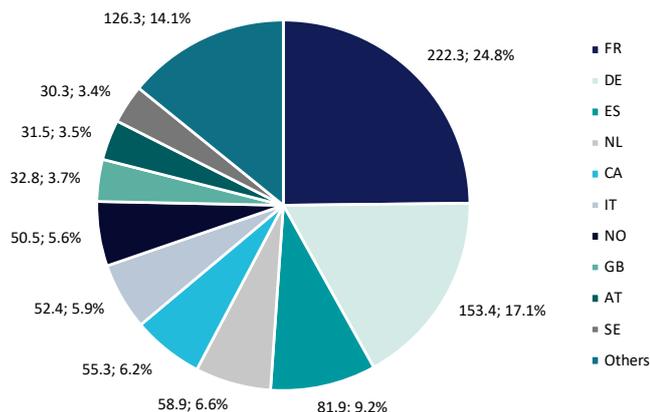
### Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



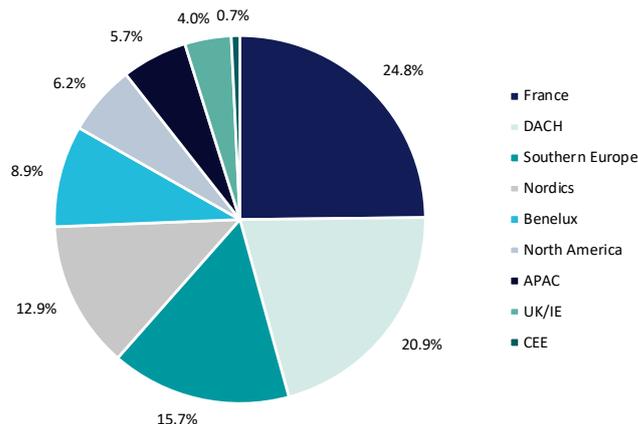
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

# Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



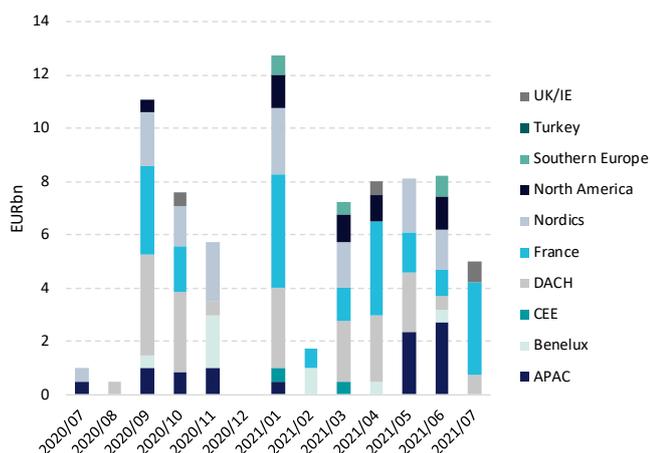
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



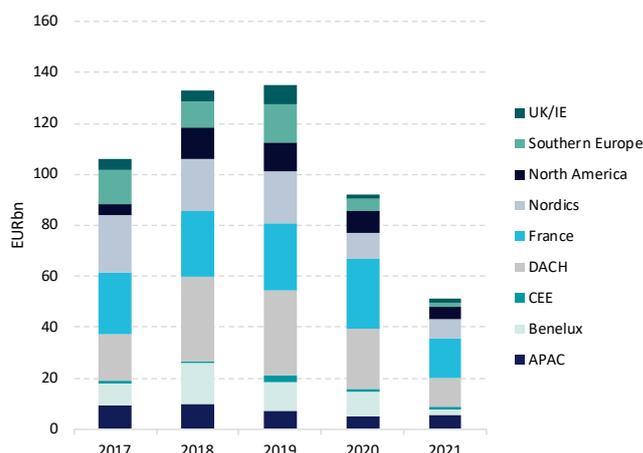
Top-10 Jurisdiktionen

Rank	Country	Amount outst. (EURbn)	No. of BMKs	There of ESG BMKs	Avg. issue size (EURbn)	Avg. initial maturity (in years)	Avg. mod. Duration (in years)	Avg. coupon (in %)
1	FR	222.3	208	205	0.95	10.1	5.5	1.03
2	DE	153.4	229	228	0.61	8.4	4.7	0.43
3	ES	81.9	67	67	1.13	11.4	3.8	1.79
4	NL	58.9	60	60	0.93	11.3	7.3	0.90
5	CA	55.3	48	48	1.12	6.1	3.1	0.26
6	IT	52.4	61	60	0.83	9.1	4.2	1.38
7	NO	50.5	57	57	0.89	7.3	4.0	0.45
8	GB	32.8	39	38	0.87	8.3	3.7	0.90
9	AT	31.5	58	58	0.54	10.0	6.5	0.63
10	SE	30.3	36	36	0.84	7.5	3.5	0.44

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

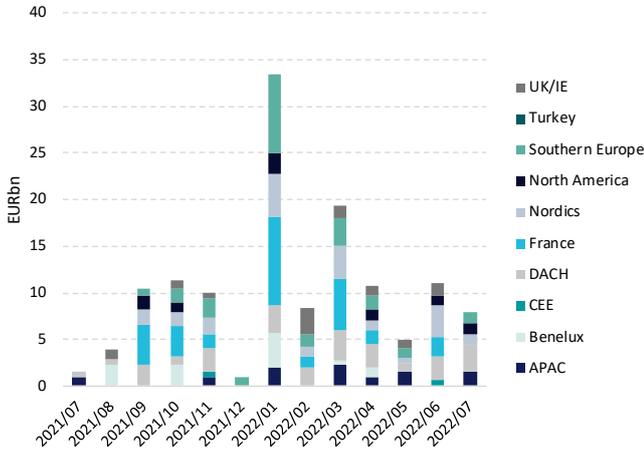


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

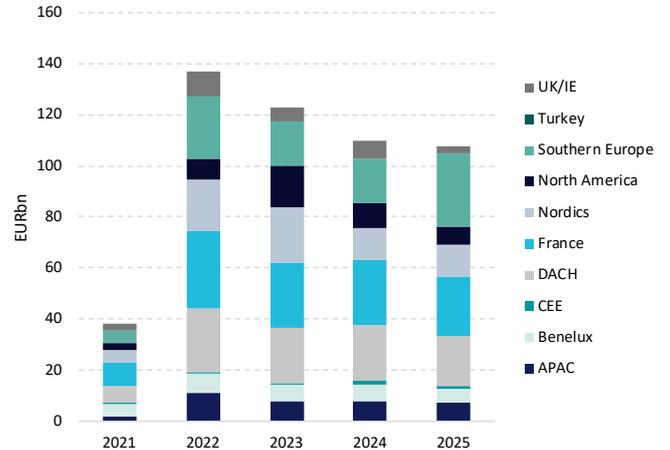


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

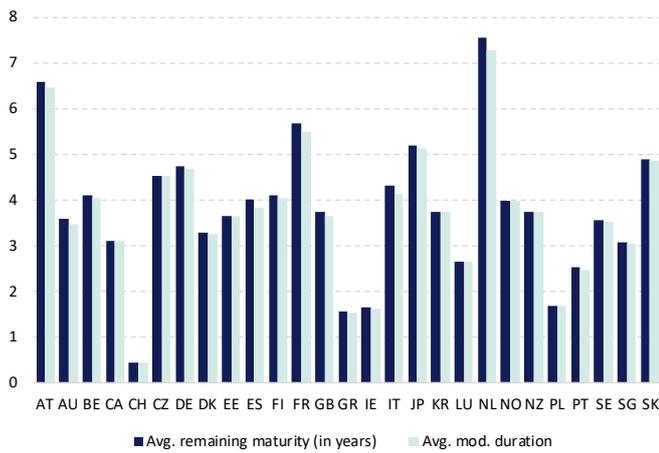
### EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



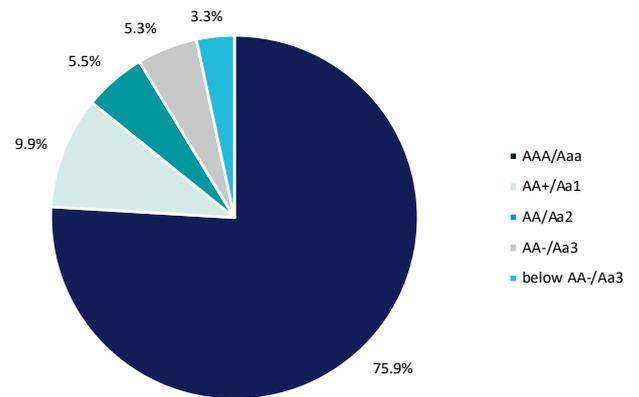
### EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



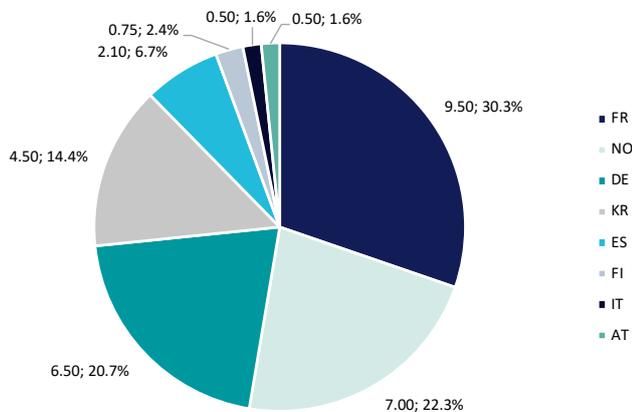
### Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



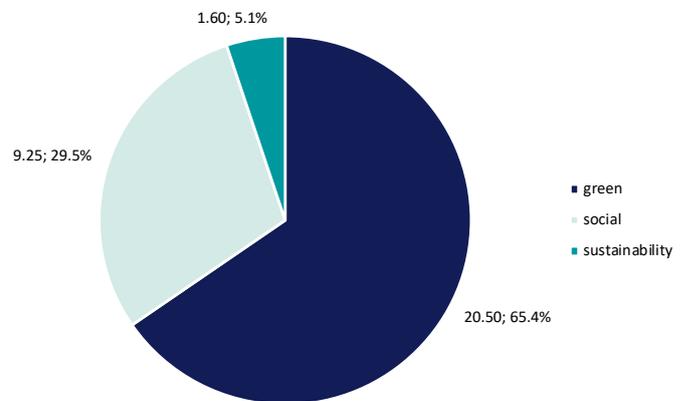
### Ratingverteilung (volumengewichtet)



### EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Land (in EURbn)

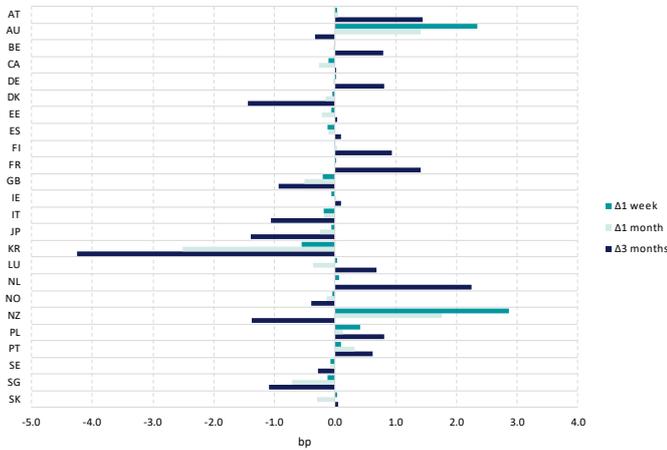


### EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

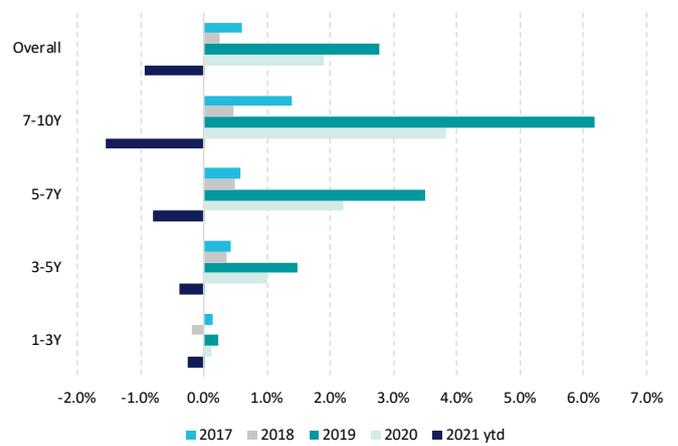


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

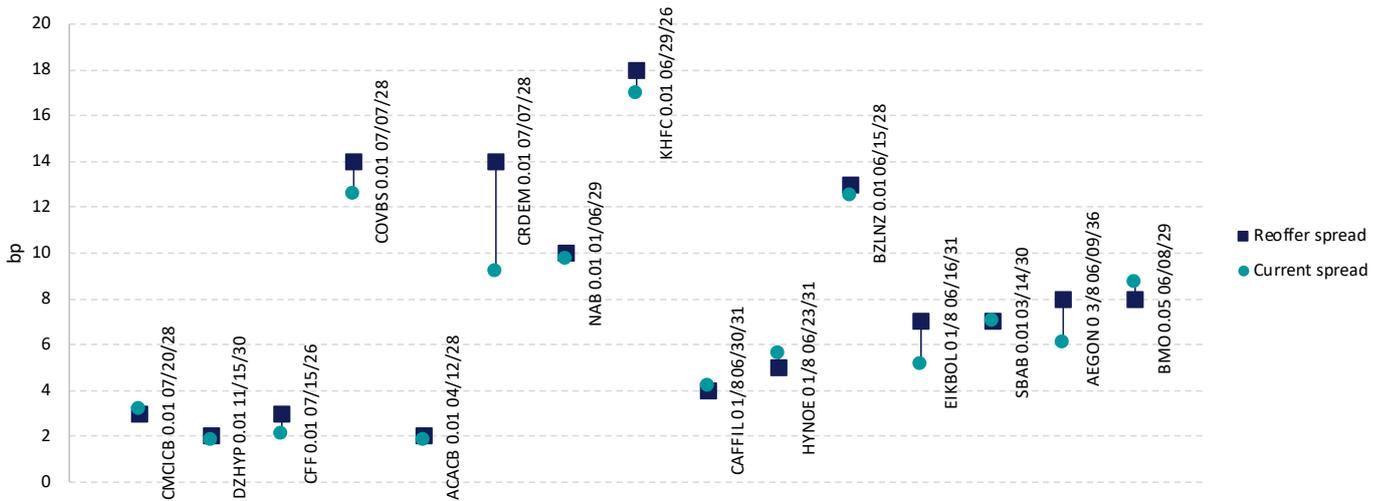
### Spreadveränderung nach Land



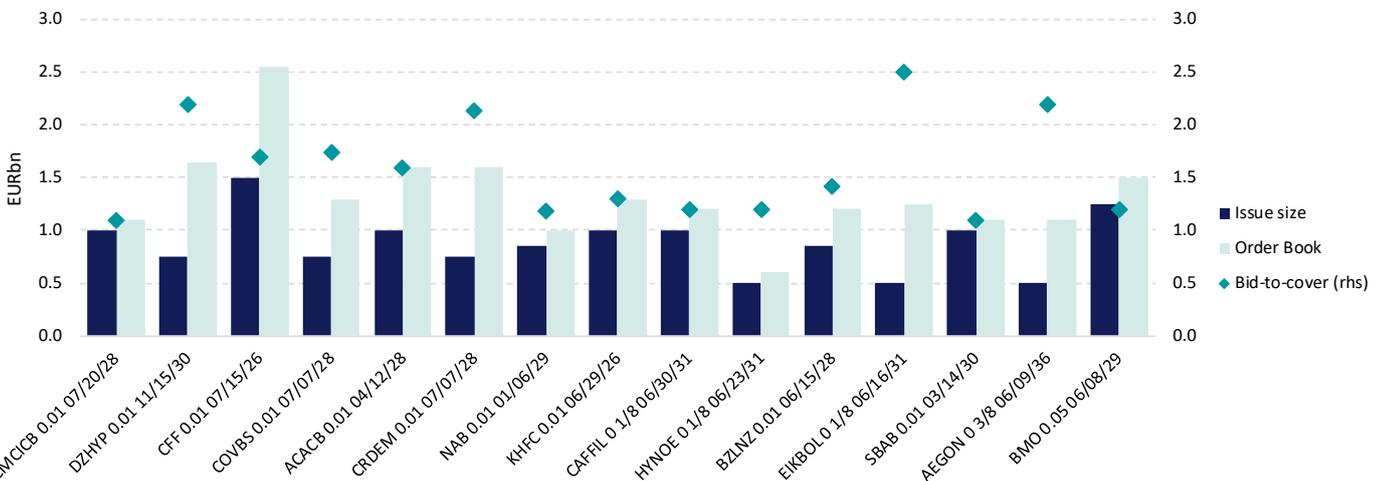
### Covered Bond Performance (Total Return)



### Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

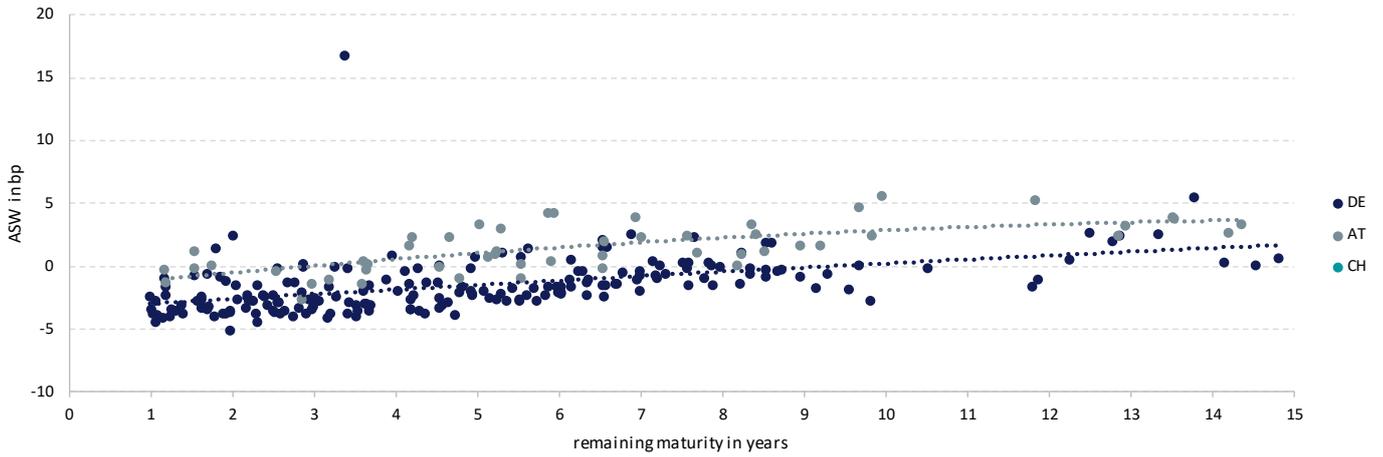


### Orderbücher der letzten 15 Emissionen

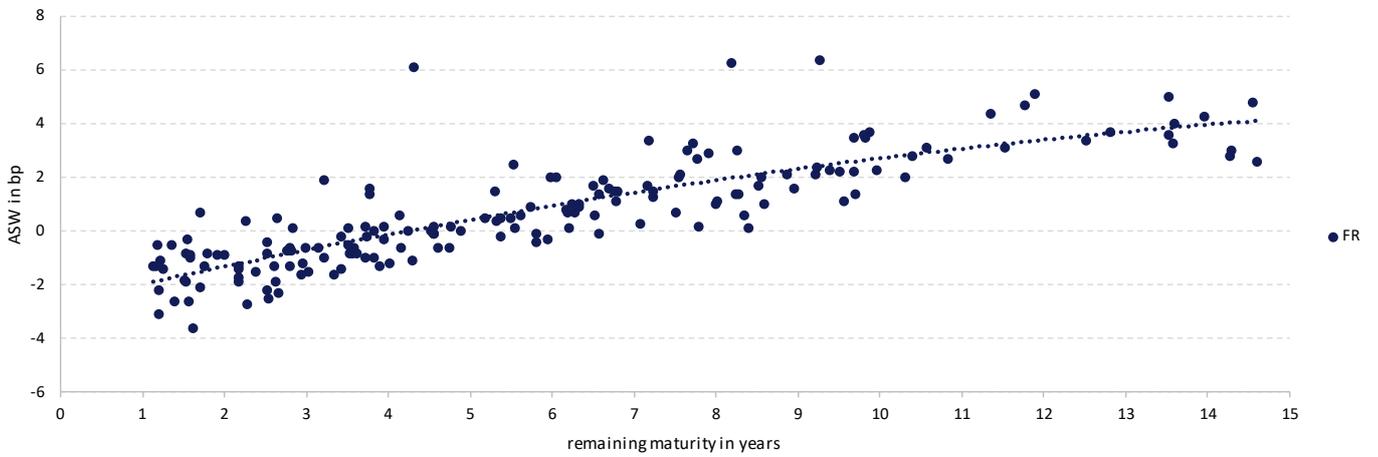


**Spreadübersicht<sup>1</sup>**

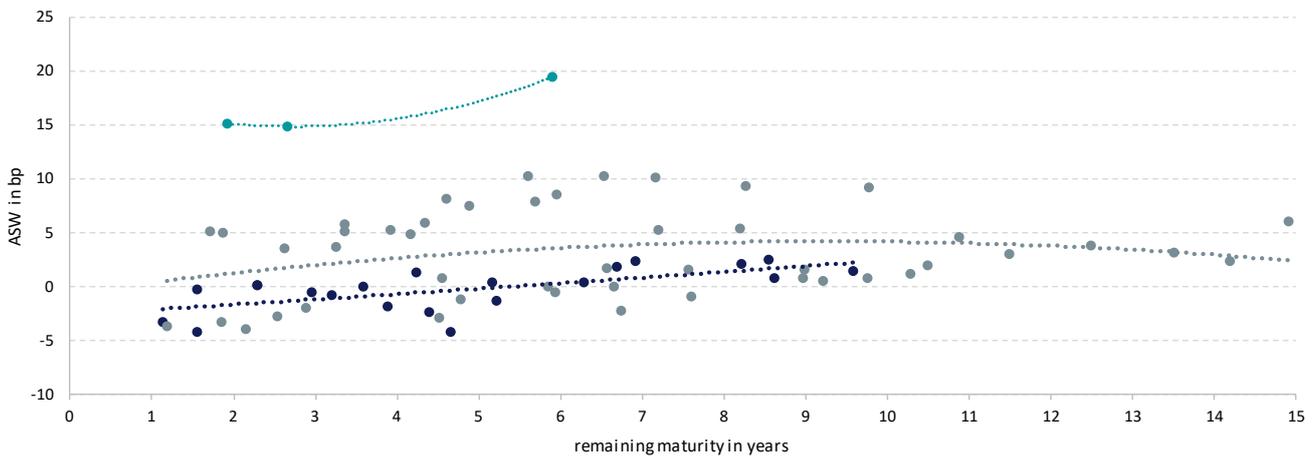
**DACH** 



**France** 

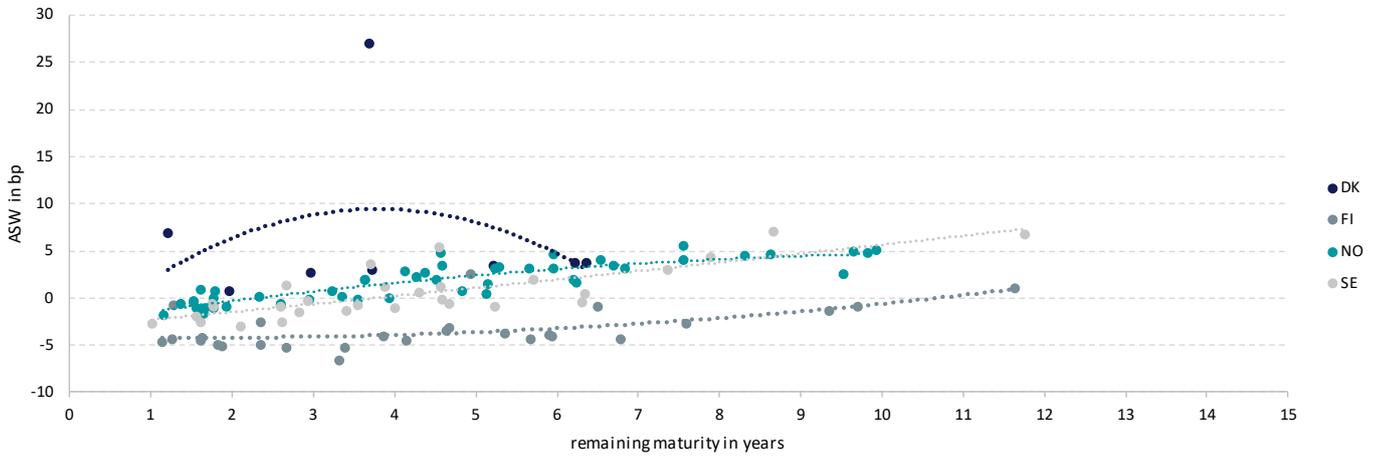


**Benelux** 

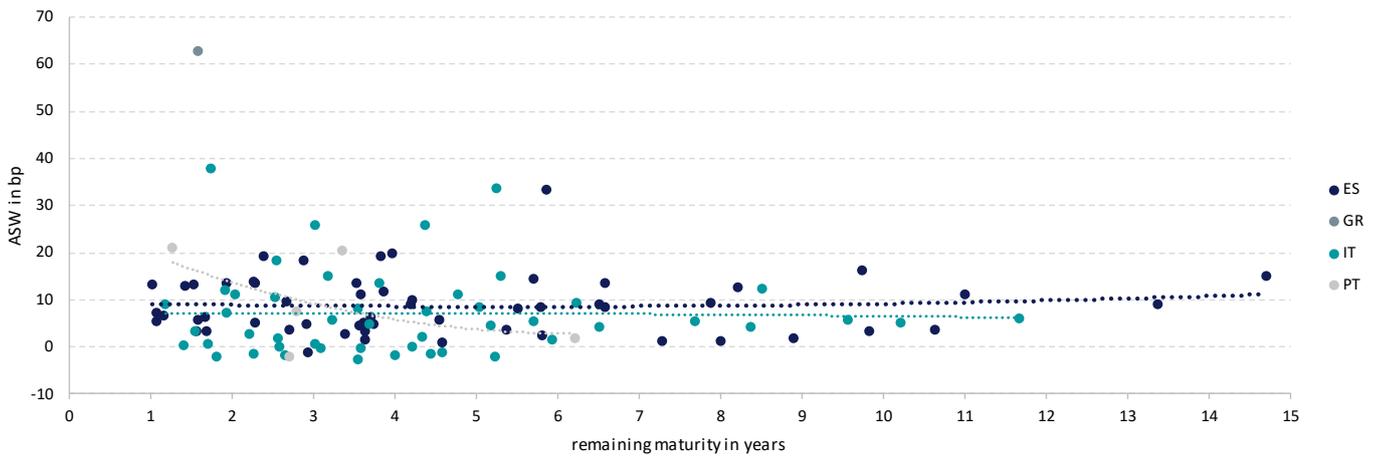


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research <sup>1</sup>Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

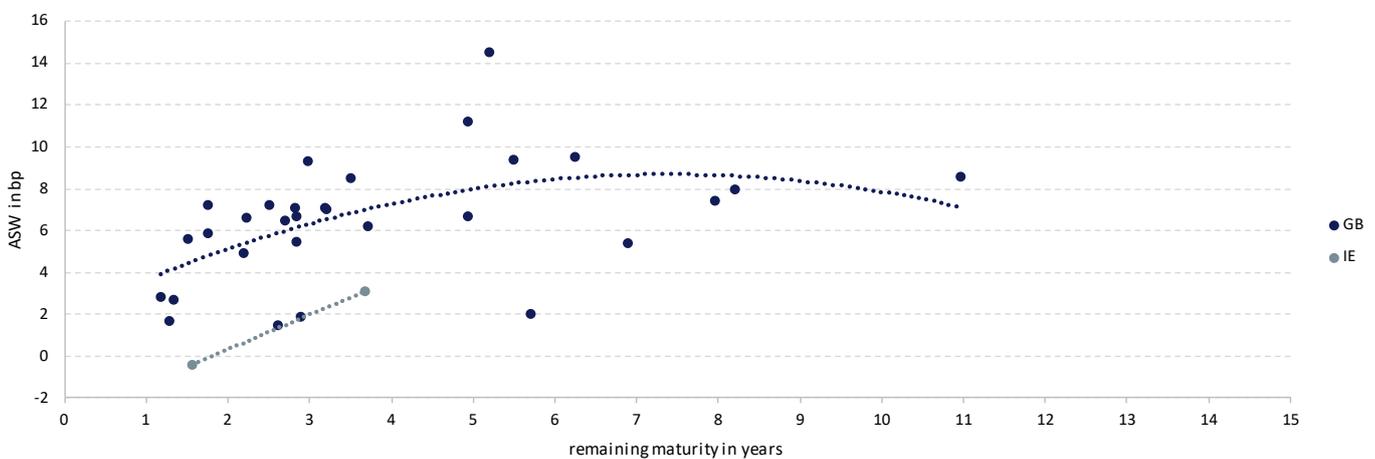
**Nordics** 🇩🇰 🇸🇪 🇳🇴 🇫🇮



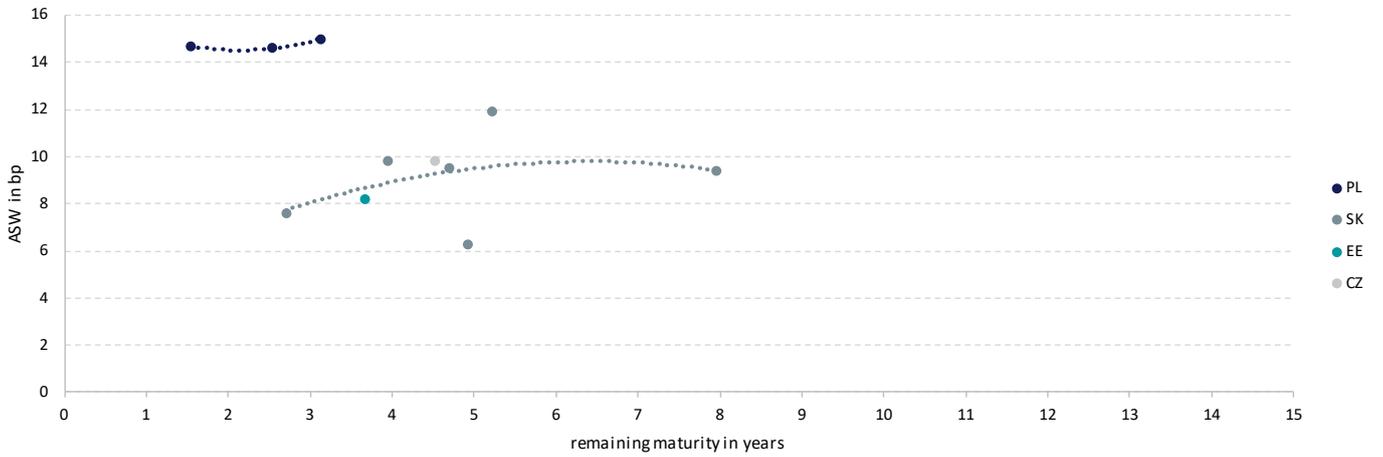
**Southern Europe** 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



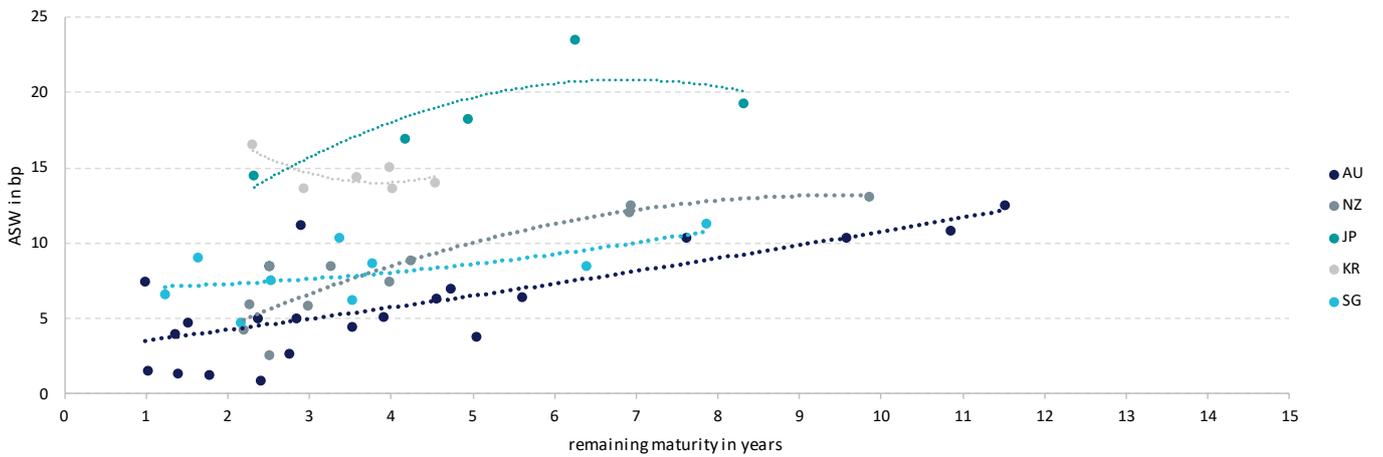
**UK/IE** 🇬🇧 🇮🇪



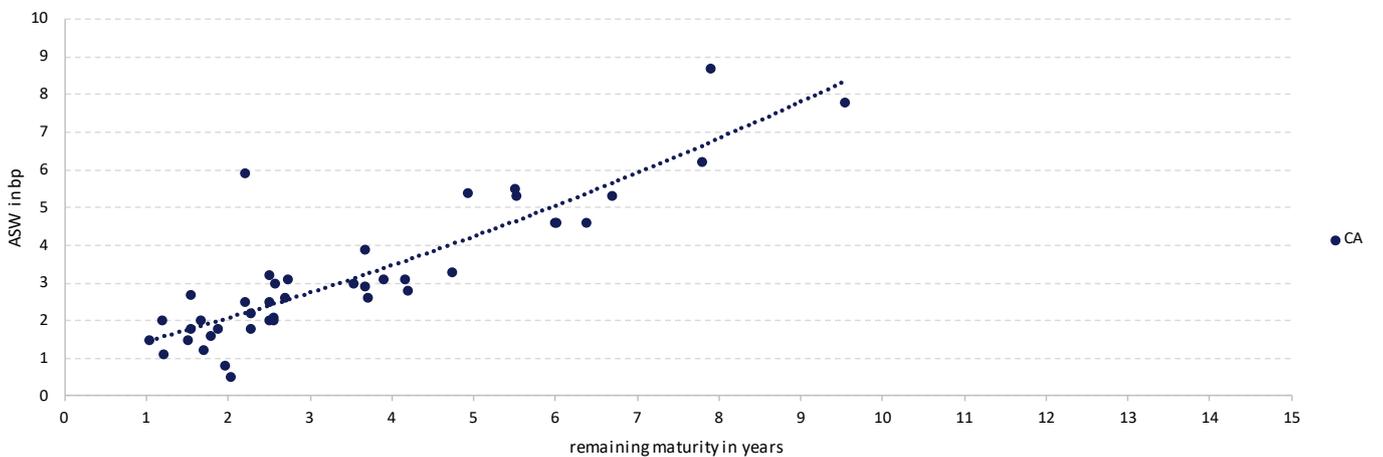
CEE 



APAC 



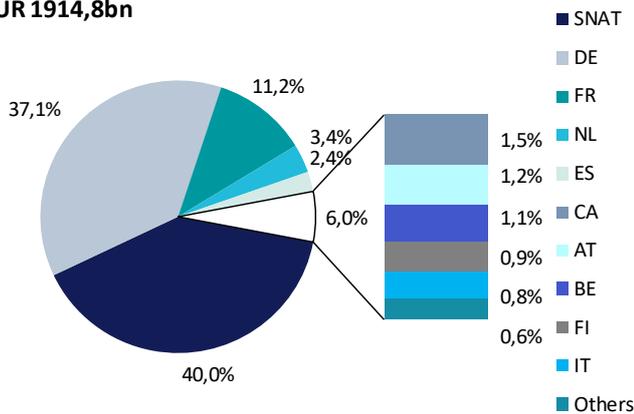
North America 



# Charts & Figures SSA/Public Issuers

## Ausstehendes Benchmarkvolumen

EUR 1914,8bn



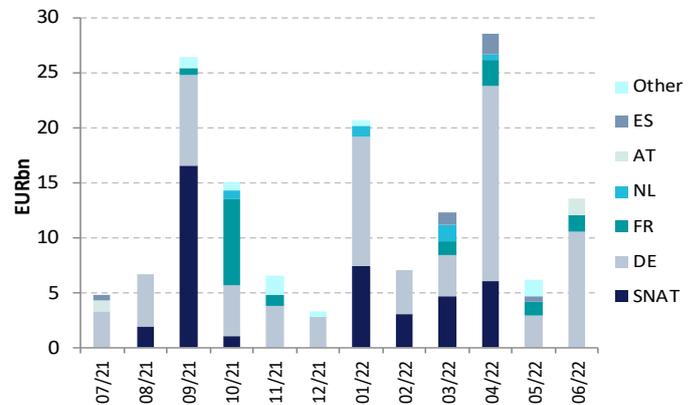
## Top 10 Länderübersicht (EUR Benchmarks)

Country	Vol. (€bn)	No. of bonds	ØVol. (€bn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	765,1	194	3,9	8,2
DE	711,2	558	1,3	6,9
FR	214,5	145	1,5	5,5
NL	64,6	65	1,0	6,5
ES	45,2	56	0,8	5,4
CA	28,5	20	1,4	5,7
AT	22,3	24	0,9	5,2
BE	20,2	24	0,8	14,6
FI	17,0	22	0,8	5,8
IT	15,0	19	0,8	6,1

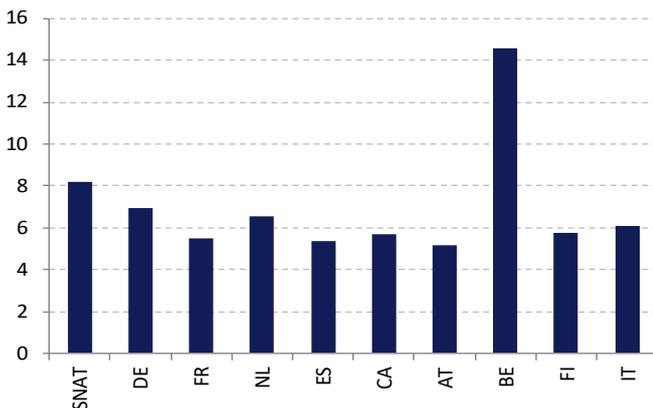
## Benchmarkemissionen je Jahr



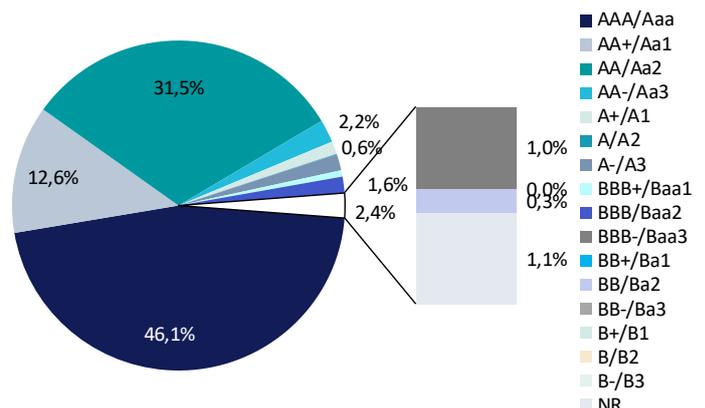
## Benchmarkfälligkeiten je Monat



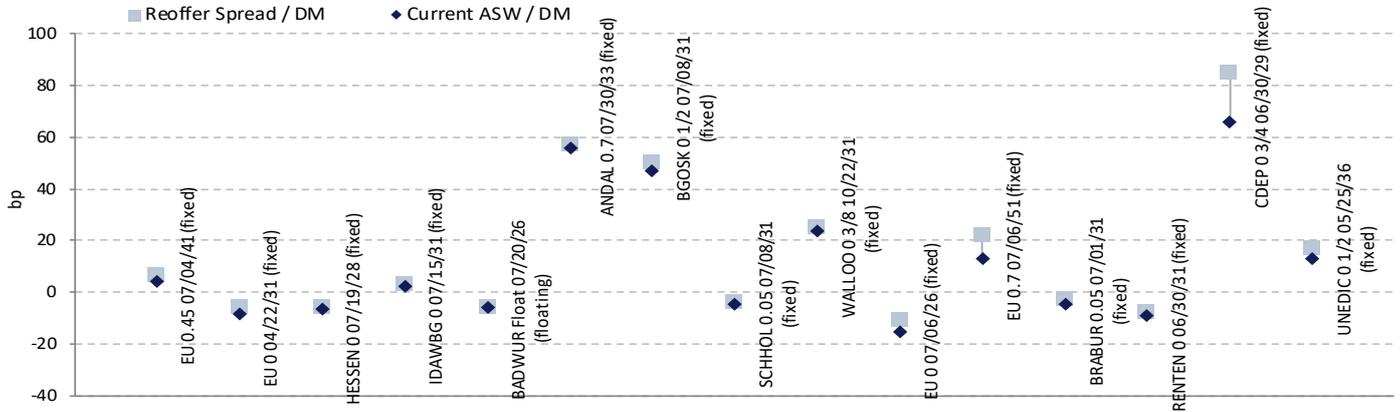
## Vol. gew. Modified Duration nach Land



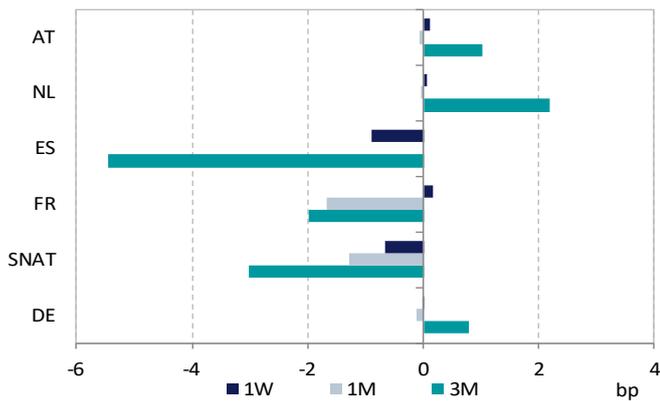
## Ratingverteilung (volumengewichtet)



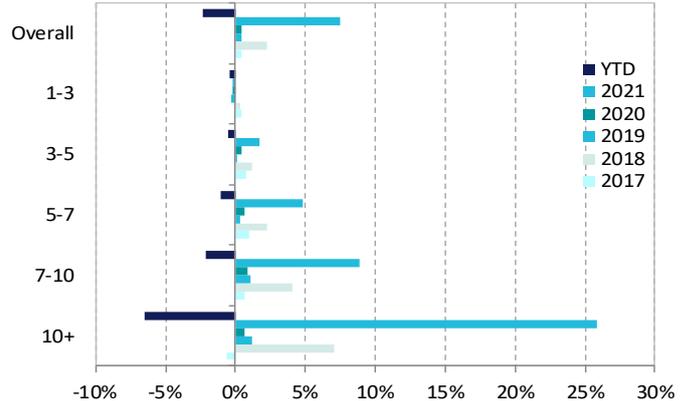
### Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



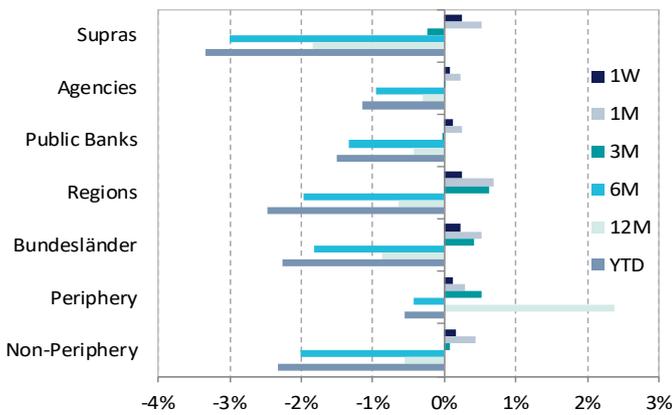
### Spreadentwicklung nach Land



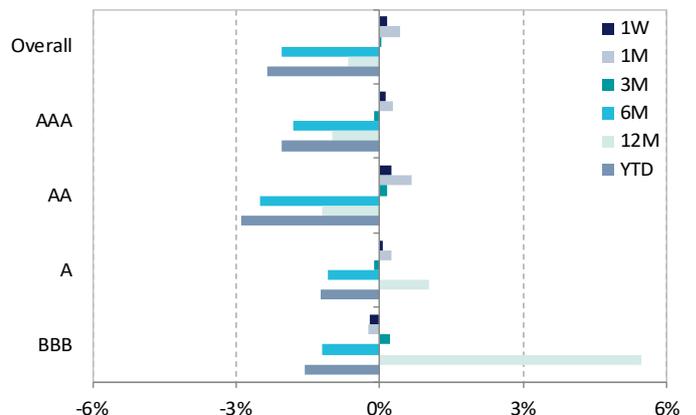
### SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



### SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

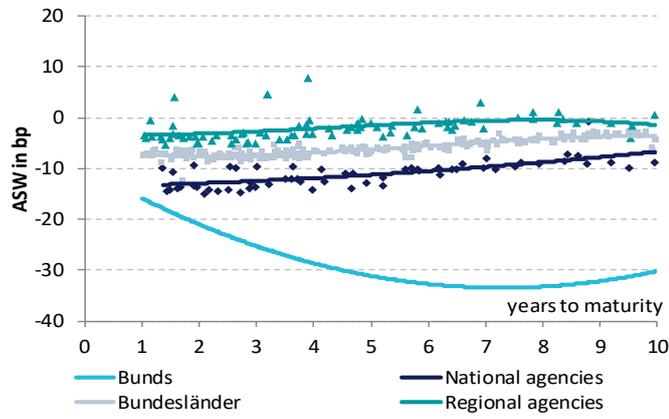


### SSA-Performance nach Rating (Total Return)

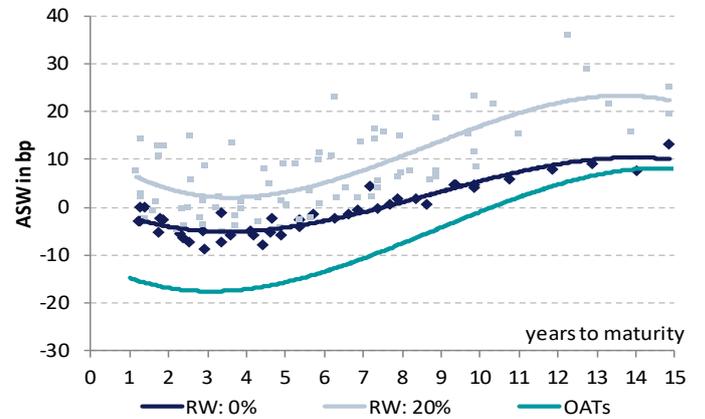


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

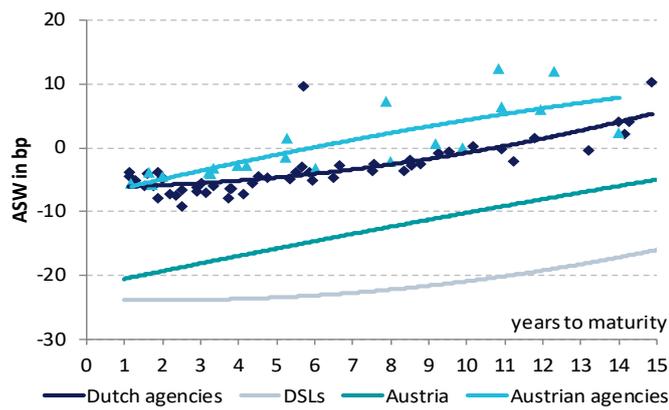
### Germany (nach Segmenten)



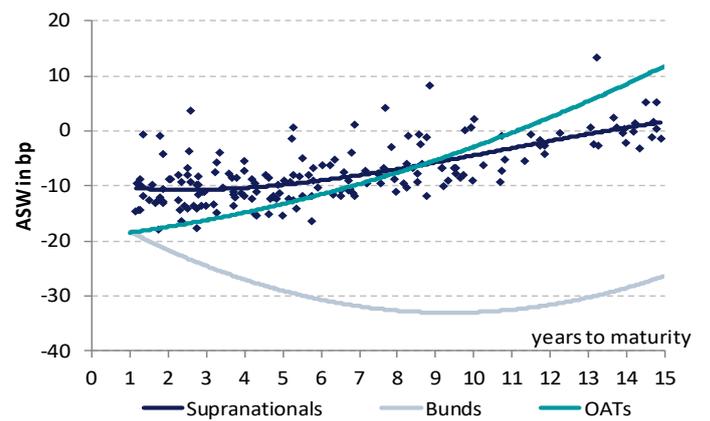
### France (nach Risikogewichten)



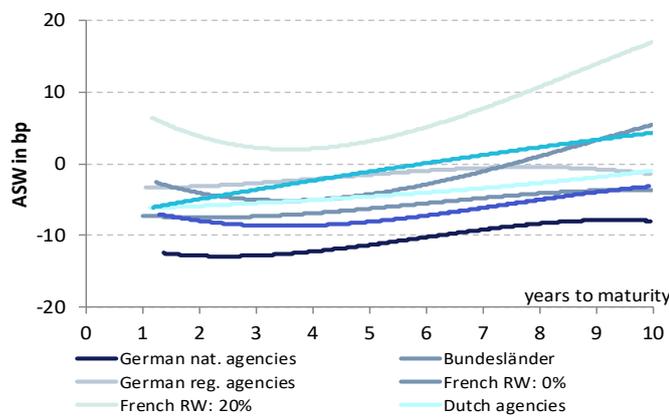
### Netherlands & Austria



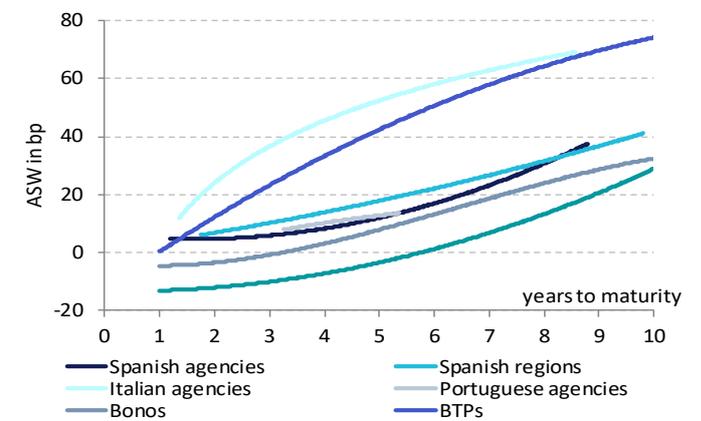
### Supranationals



### Core



### Periphery



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

## Anhang

# Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
24/2021 ♦ 07. Juli	<ul style="list-style-type: none"> <li>Covered Bonds: Halbjahresrückblick und Ausblick für das 2. Halbjahr 2021</li> <li>2021: Die erste Halbzeit ist gespielt – wie weiter im SSA-Segment?</li> </ul>
23/2021 ♦ 30. Jun	<ul style="list-style-type: none"> <li>Australiens Covered Bond-Markt meldet sich zurück: National Australia Bank mit erster australischer Benchmark seit 2019</li> </ul>
22/2021 ♦ 23. Jun	<ul style="list-style-type: none"> <li>TLTRO III.8 weder richtig stark noch außerordentlich schwach: Implikationen für den Covered Bond-Markt</li> <li>Neuordnung der Grundsteuer in Deutschland</li> </ul>
21/2021 ♦ 16. Juni	<ul style="list-style-type: none"> <li>ICMA Green and Social Bond Principles: Neuauflage 2021</li> <li>Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick</li> </ul>
20/2021 ♦ 09. Juni	<ul style="list-style-type: none"> <li>PEPP-Reporting: Höhere Ankaufgeschwindigkeit im II. Quartal</li> <li>Covered Bonds vs. Senior Unsecured Bonds</li> </ul>
19/2021 ♦ 02. Juni	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vorschau EZB: Inflationsgespenst nährt Tapering-Gedanken</li> <li>Covered Bonds in Fremdwährungen: Gleiche Symptomatik wie bei EUR-Benchmarks?</li> </ul>
18/2021 ♦ 19. Mai	<ul style="list-style-type: none"> <li>United Overseas Bank belebt mal wieder den Markt in Singapur</li> <li>Transparenzvorschrift § 28 PfandBG Q1/2021</li> </ul>
17/2021 ♦ 12. Mai	<ul style="list-style-type: none"> <li>ASB Finance eröffnet den Primärmarkt „Down Under“: Unser Ausblick für den Rest des Jahres</li> <li>Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes</li> </ul>
16/2021 ♦ 05. Mai	<ul style="list-style-type: none"> <li>Österreich setzt Anforderungen der Covered Bond-Richtlinie um und vereinheitlicht den bestehenden Rechtsrahmen</li> <li>EIB goes Blockchain</li> </ul>
15/2021 ♦ 28. April	<ul style="list-style-type: none"> <li>EU-Taxonomie trifft auf Markt für nachhaltige Covered Bonds</li> </ul>
14/2021 ♦ 22. April	<ul style="list-style-type: none"> <li>LCR-Levels und Risikogewichte von EUR-Benchmarks</li> <li>Next Generation EU: NGEU nimmt Gestalt an</li> </ul>
13/2021 ♦ 14. April	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dominante Strategie der EZB: Abwarten, aber nicht untätig sein</li> <li>PEPP-Reporting: Das erste Jahr ist rum; ein zweites folgt (mindestens) noch</li> <li>OSFI mit sofortiger Abkehr vom temporär erhöhten 10%-Limit: (Un)mittelbare Implikationen für kanadische Benchmarks</li> </ul>
12/2021 ♦ 31. März	<ul style="list-style-type: none"> <li>Besonderes I. Quartal und revidierte Angebotsprognose 2021</li> <li>Collective Action Clauses (CACs)</li> </ul>
11/2021 ♦ 24. März	<ul style="list-style-type: none"> <li>Überraschende Dynamik: Eurosystem reicht über TLTRO III.7 EUR 331 Mrd. an EMU-Banken aus</li> <li>Deutsche Pfandbriefsparkassen im IV. Quartal 2020</li> </ul>
10/2021 ♦ 17. März	<ul style="list-style-type: none"> <li>Transparenzvorschrift § 28 PfandBG Q4/2020</li> <li>Kreditermächtigungen der deutschen Bundesländer 2021</li> </ul>
09/2021 ♦ 10. März	<ul style="list-style-type: none"> <li>Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick</li> <li>Oldenburgische Landesbank erweitert Subbenchmarksegment</li> </ul>

## Anhang Publikationen im Überblick

### **Covered Bonds:**

**Issuer Guide Covered Bonds 2020**  
**Risikogewichte und LCR-Level von Covered Bonds**  
**Transparenzvorschrift §28 PfandBG**  
**Transparenzvorschrift §28 PfandBG Sparkassen**

### **SSA/Public Issuers:**

**Issuer Guide – Supranationals & Agenices 2019**  
**Issuer Guide – Kanadische Provinzen & Territorien 2020**  
**Issuer Guide – Deutsche Bundesländer 2020**  
**Issuer Guide – Down Under 2019**

### **Fixed Income:**

**ESG Update**  
**ESG Reportinganalyse**  
**EZB hält Kurs, legt aber Kohlen nach – PEPP bis 2022 verlängert**  
**EZB legt Notfallprogramm zur Corona-Pandemie auf**  
**EZB reagiert auf Coronarisiken**

# Anhang

## Ansprechpartner in der NORD/LB

### Markets Strategy & Floor Research



**Melanie Kiene**

Banks  
 +49 511 361-4108  
 +49 172 169 2633  
[melanie.kiene@nordlb.de](mailto:melanie.kiene@nordlb.de)



**Dr. Norman Rudschuck**

SSA/Public Issuers  
 +49 511 361-6627  
 +49 152 090 24094  
[norman.rudschuck@nordlb.de](mailto:norman.rudschuck@nordlb.de)



**Dr. Frederik Kunze**

Covered Bonds  
 +49 511 361-5380  
 +49 172 354 8977  
[frederik.kunze@nordlb.de](mailto:frederik.kunze@nordlb.de)



**Henning Walten**

Covered Bonds  
 +49 511 361-6379  
 +49 152 545 67178  
[henning.walten@nordlb.de](mailto:henning.walten@nordlb.de)

### Sales

Institutional Sales	+49 511 9818-9440
Sales Sparkassen & Regionalbanken	+49 511 9818-9400
Sales MM/FX	+49 511 9818-9460
Sales Europe	+352 452211-515

### Origination & Syndicate

Origination FI	+49 511 9818-6600
Origination Corporates	+49 511 361-2911

### Treasury

Collat. Management/Repos	+49 511 9818-9200
Liquidity Management	+49 511 9818-9620 +49 511 9818-9650

### Trading

Covereds/SSA	+49 511 9818-8040
Financials	+49 511 9818-9490
Governments	+49 511 9818-9660
Länder/Regionen	+49 511 9818-9550
Frequent Issuers	+49 511 9818-9640

### Sales Wholesale Customers

Firmenkunden	+49 511 361-4003
Asset Finance	+49 511 361-8150

**Disclaimer:**

Dieser Report (nachfolgend als „Information“ bezeichnet) ist von der **NORDEUTSCHEN LANDESBANK GIROZENTRALE („NORD/LB“)** erstellt worden. Die für die **NORD/LB** zuständigen Aufsichtsbehörden sind die Europäische Zentralbank („EZB“), Sonnemannstraße 20, D-60314 Frankfurt am Main, und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“), Graurheindorfer Str. 108, D-53117 Bonn und Marie-Curie-Str. 24-28, D-60439 Frankfurt am Main. Eine Überprüfung oder Billigung dieser Präsentation oder der hierin beschriebenen Produkte oder Dienstleistungen durch die zuständige Aufsichtsbehörde ist grundsätzlich nicht erfolgt.

Diese Information richtet sich ausschließlich an Empfänger in Deutschland, Australien, Belgien, Dänemark, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Indonesien, Irland, Italien, Japan, Kanada, Korea, Luxemburg, Neuseeland, Niederlande, Österreich, Polen, Portugal, Republik China (Taiwan), Schweden, Schweiz, Singapur, Spanien, Thailand, Tschechische Republik, Vereinigtes Königreich, Vietnam und Zypern (nachfolgend als „relevante Personen“ oder „Empfänger“ bezeichnet). Die Inhalte dieser Information werden den Empfängern auf streng vertraulicher Basis gewährt und die Empfänger erklären mit der Entgegennahme dieser Information ihr Einverständnis, diese nicht ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der NORD/LB an Dritte weiterzugeben, ganz oder in Teilen zu kopieren oder in andere Sprachen zu übersetzen und/oder zu reproduzieren. Die in dieser Information untersuchten Werte sind nur an die relevanten Personen gerichtet und andere Personen als die relevanten Personen dürfen nicht auf diese Information vertrauen. Insbesondere darf weder diese Information noch eine Kopie hiervon 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 Information stellt keine Finanzanalyse i.S.v. Art. 36 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565, sondern eine Marketingmitteilung i.S.v. Art. 36 Abs. 2 dieser Verordnung dar. Vor diesem Hintergrund weist die NORD/LB ausdrücklich darauf hin, dass diese Information nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurde und auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen unterliegt.** Gleichzeitig stellt diese Information eine Anlageempfehlung bzw. Anlagestrategieempfehlung im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 dar und erfüllt die anwendbaren Bestimmungen dieser Verordnung sowie der Del. VO (EU) 2016/958 sowie des Wertpapierhandelsgesetzes (vgl. hierzu die Zusätzlichen Angaben am Ende dieser Information).

Diese Information ist erstellt worden vom Bereich Markets Strategy & Floor Research, der innerhalb der NORD/LB organisatorisch dem Handelsbereich (Markets) zugeordnet ist und der den Kunden der Bank gegenüber umfangreiche Wertpapierdienstleistungen anbietet. Diesbezüglich können daher zwischen dem Floor Research und dem Handelsbereich Informationen ausgetauscht werden, die ggf. den Inhalt der vorliegenden Information beeinflussen. Vor diesem Hintergrund ist weiterhin nicht auszuschließen, dass die NORD/LB eigene Bestände in den in dieser Information beschriebenen Finanzinstrumente oder von den hierin beschriebenen Emittenten hält, sich an der Emission solcher Finanzinstrumente beteiligt, sonstige Dienstleistungen gegenüber solchen Emittenten erbringt oder andere finanzielle Interessen an diesen Finanzinstrumenten oder Emittenten hat. Es ist ebenfalls nicht auszuschließen, dass die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Markets Strategy & Floor Research indirekt an den Gesamterfolg des Bereiches Markets gebunden ist, eine direkte Verbindung der Vergütung mit Geschäften bei Wertpapierdienstleistungen oder Handelsgebühren ist jedoch untersagt. Vor diesem Hintergrund bestehen potentielle Interessenkonflikte, die die Objektivität der hierin enthaltenen Empfehlungen grds. beeinflussen könnten.

Die NORD/LB hat allerdings umfangreiche Vorkehrungen zum Umgang mit etwaigen Interessenkonflikten und deren Vermeidung getroffen:

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

Geschäftsbereiche, die regelmäßig Zugang zu sensiblen und vertraulichen Informationen haben können, werden von der Compliance-Stelle als Vertraulichkeitsbereiche eingestuft und funktional, räumlich und durch dv-technische Maßnahmen von anderen Bereichen getrennt. Der Handelsbereich (Markets) ist als ein solcher Vertraulichkeitsbereich eingestuft. Der Austausch von Informationen zwischen einzelnen Vertraulichkeitsbereichen bedarf der Genehmigung der Compliance-Stelle.

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. 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. Die Mitarbeiter des Bereichs Markets Strategy & Floor Research 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 diese Mitarbeiter zu identifizieren.

Weitere Informationen hierzu sind unserer Interessenkonflikt-Policy zu entnehmen, die auf Nachfrage bei der Compliance Stelle der NORD/LB erhältlich ist.

**Weitere Wichtige Hinweise:**

Diese Information und die hierin enthaltenen Angaben wurden ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und werden ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Es ist nicht beabsichtigt, dass diese Information 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 individuelle 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 der NORD/LB für zuverlässig erachtet wurden. Da insoweit allerdings keine neutrale Überprüfung dieser Quellen vorgenommen wird, kann die NORD/LB keine Gewähr oder Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen übernehmen. Die aufgrund dieser Quellen in der vorstehenden Information geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile der Mitarbeiter des Bereichs Markets Strategy & Floor Research der NORD/LB dar. Veränderungen der Prämissen können einen erheblichen Einfluss auf die dargestellten Entwicklungen haben. Weder die NORD/LB, noch ihre 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 Information 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 Information in Bezug genommenen Finanzinstrumente oder darauf bezogener Instrumente negativ beeinflussen. Im Zusammenhang mit Wertpapieren (Kauf, Verkauf, Verwahrung) fallen Gebühren und Provisionen an, welche die Rendite des Investments mindern. Die Bewertung aufgrund der historischen Wertentwicklung eines Wertpapiers oder Finanzinstruments lässt sich nicht zwingend auf dessen zukünftige Entwicklung übertragen.

Diese Information 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 Information stellt eine persönliche Empfehlung an einen Empfänger der Information dar. Auf die in dieser Information Bezug genommenen Wertpapiere oder sonstigen Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht für die persönlichen Anlagestrategien und -ziele, die finanzielle Situation oder individuellen Bedürfnisse des Empfängers geeignet.

Ebenso wenig handelt es sich bei dieser Information im Ganzen oder in Teilen um einen Verkaufs- oder anderweitigen Prospekt. Dementsprechend stellen die in dieser Information enthaltenen Inhalte lediglich eine Übersicht dar und dienen nicht als Grundlage einer möglichen Kauf- oder Verkaufsentscheidung eines Investors. Eine vollständige Beschreibung der Einzelheiten von Finanzinstrumenten oder Geschäften, die im Zusammenhang mit dem Gegenstand dieser Information stehen könnten, ist der jeweiligen (Finanzierungs-) Dokumentation zu entnehmen. Soweit es sich bei den in dieser Information dargestellten Finanzinstrumenten um prospektpflichtige eigene Emissionen der NORD/LB handelt, sind allein verbindlich die für das konkrete Finanzinstrument geltenden Anleihebedingungen sowie der jeweilig veröffentlichte Prospekt der NORD/LB, die insgesamt unter [www.nordlb.de](http://www.nordlb.de) heruntergeladen werden können und die bei der NORD/LB, Georgsplatz 1, 30159 Hannover kostenlos erhältlich sind. Eine eventuelle Anlageentscheidung sollte in jedem Fall nur auf Grundlage dieser (Finanzierungs-) Dokumentation getroffen werden. Diese Information 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 Information sind, sowie für weitere und aktuellere Informationen im Hinblick auf bestimmte Anlagemöglichkeiten sowie für eine individuelle Anlageberatung einen unabhängigen Anlageberater konsultieren.

Jedes in dieser Information in Bezug genommene Finanzinstrument kann ein hohes Risiko einschließlich des Kapital-, Zins-, Index-, Währungs- 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 NORD/LB und mit ihr verbundene Unternehmen können an Geschäften mit den in dieser Information dargestellten Finanzinstrumenten oder deren Basiswerte für eigene oder fremde Rechnung beteiligt sein, weitere Finanzinstrumente ausgeben, die gleiche oder ähnliche Ausgestaltungsmerkmale wie die der in dieser Information dargestellten Finanzinstrumente haben sowie Absicherungsgeschäfte zur Absicherung von Positionen vornehmen. Diese Maßnahmen können den Preis der in dieser Information dargestellten Finanzinstrumente beeinflussen.

Soweit es sich bei den in dieser Information dargestellten Finanzinstrumenten um Derivate handelt, können diese je nach Ausgestaltung zum Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses einen aus Kundensicht anfänglichen negativen Marktwert beinhalten. Die NORD/LB behält sich weiterhin vor, ihr wirtschaftliches Risiko aus einem mit ihr abgeschlossenen Derivat mittels eines spiegelbildlichen Gegengeschäfts an Dritte in den Markt abzugeben.

Nähere Informationen zu etwaigen Provisionszahlungen, die im Verkaufspreis enthalten sein können, finden Sie in der Broschüre „Kundeninformation zum Wertpapiergeschäft“, die unter [www.nordlb.de](http://www.nordlb.de) abrufbar ist.

Die in dieser Information enthaltenen Angaben ersetzen alle vorherigen Versionen einer entsprechenden Information und beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information. Zukünftige Versionen dieser Information ersetzen die vorliegende Fassung. Eine Verpflichtung der NORD/LB, die Angaben in dieser Information zu aktualisieren und/oder in regelmäßigen Abständen zu überprüfen, besteht nicht. Eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann daher nicht gegeben werden. Mit der Verwendung dieser Information erkennt der Empfänger die obigen Bedingungen an.

Die NORD/LB gehört dem Sicherungssystem der Deutschen Sparkassen-Finanzgruppe an. Weitere Informationen erhält der Empfänger unter Nr. 28 der Allgemeinen Geschäftsbedingungen der NORD/LB oder unter [www.dsgv.de/sicherungssystem](http://www.dsgv.de/sicherungssystem).

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Australien:**

DIE NORD/LB IST KEINE NACH DEM BANKING ACT 1959 OF AUSTRALIA AUTORISIERTE BANK ODER DEPOSIT TAKING INSTITUTION. SIE WIRD NICHT VON DER AUSTRALIAN PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY BEAUFSICHTIGT.

Die NORD/LB bietet mit dieser Information keine persönliche Beratung an und berücksichtigt nicht die Ziele, die finanzielle Situation oder Bedürfnisse des Empfängers (außer zum Zwecke der Bekämpfung von Geldwäsche).

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien:**

Die Bewertung individueller Finanzinstrumente auf der Grundlage der in der Vergangenheit liegenden Erträge ist nicht notwendigerweise ein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die Empfänger sollten beachten, dass die verlautbarten Zahlen sich auf vergangene Jahre beziehen.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:**

Diese Information stellt keinen Prospekt i.S.d. Dänischen Wertpapierrechts dar und dementsprechend besteht keine Verpflichtung, noch ist es unternommen worden, sie bei der Dänischen Finanzaufsichtsbehörde einzureichen oder von ihr genehmigen zu lassen, da diese Information (i) nicht im Zusammenhang mit einem öffentlichen Anbieten von Wertpapieren in Dänemark oder der Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf einem regulierten Markt i.S.d. Dänischen Wertpapierhandelsgesetzes oder darauf erlassenen Durchführungsverordnungen erstellt worden ist oder (ii) im Zusammenhang mit einem öffentlichen Anbieten von Wertpapieren in Dänemark oder der Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf einem regulierten Markt unter Berufung auf einen oder mehrere Ausnahmetatbestände von dem Erfordernis der Erstellung und der Herausgabe eines Prospekts nach dem Dänischen Wertpapierhandelsgesetz oder darauf erlassenen Durchführungsverordnungen erstellt worden ist.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland:**

Es ist empfehlenswert, alle Geschäfts- und Vertragsbedingungen der von der NORD/LB angebotenen Dienstleistungen genau zu prüfen. Falls notwendig, sollten sich Empfänger dieser Information mit einem Fachmann beraten.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland:**

Die in dieser Information beschriebenen Finanzprodukte dürfen, direkt oder indirekt, Einwohnern der Republik Finnland oder in der Republik Finnland nicht angeboten oder verkauft werden, es sei denn in Übereinstimmung mit den anwendbaren Finnischen Gesetzen und Regelungen. Speziell im Falle von Aktien dürfen diese nicht, direkt oder indirekt, der Öffentlichkeit angeboten oder verkauft werden – wie im Finnischen Wertpapiermarktgesetz (746/2012, in der gültigen Fassung) definiert.

Der Wert der Investments kann steigen oder sinken. Es gibt keine Garantie dafür, den investierten Betrag zurückzuerhalten. Erträge in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:**

Die NORD/LB ist teilweise reguliert durch die „Autorité des Marchés Financiers“. Details über den Umfang unserer Regulierung durch die zuständigen Behörden sind von uns auf Anfrage erhältlich.

Diese Information stellt keine Analyse i.S.v. Art. 24 Abs. 1 der Richtlinie 2006/73/EG, Art. L.544-1 und R.621-30-1 des Französischen Geld- und Finanzgesetzes, sondern eine Marketingmitteilung dar und ist als Empfehlung gemäß der Richtlinie 2003/6/EG und 2003/125/EG zu qualifizieren.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:**

Die in dieser Information enthaltenen Informationen beschreiben die Sicht des Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und dürfen vom Empfänger nicht verwendet werden, bevor nicht feststeht, dass sie zum Zeitpunkt ihrer Verwendung zutreffend und aktuell sind.

Erträge in der Vergangenheit, Simulationen oder Vorhersagen sind daher kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse. Investmentfonds haben keine garantierten Erträge und Renditen in der Vergangenheit garantieren keine Erträge in der Zukunft.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Indonesien:**

Diese Information enthält allgemeine Informationen und ist nicht auf die Verhältnisse einzelner oder bestimmter Empfänger zugeschnitten. Diese Information ist Teil des Marketingmaterials der NORD/LB.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Irland:**

Diese Information wurde nicht in Übereinstimmung mit der Verordnung (EU) 2017/1129 (in der gültigen Fassung) betreffend Prospekte (die „Prospektverordnung“) oder aufgrund der Prospektverordnung ergriffenen Maßnahmen oder dem Recht irgendeines Mitgliedsstaates oder EWR-Vertragsstaates, der die Prospektverordnung oder solche Maßnahme umsetzt, erstellt und enthält deswegen nicht alle diejenigen Informationen, die ein Dokument enthalten muss, das entsprechend der Prospektverordnung oder den genannten Bestimmungen erstellt wird.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Japan:**

Diese Information wird Ihnen lediglich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und stellt kein Angebot und keine Aufforderung zur Abgabe von Angeboten für Wertpapiertransaktionen oder Warentermingeschäfte dar. Wenngleich die in dieser Information enthaltenen tatsächlichen Angaben und Informationen Quellen entnommen sind, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich erachten, übernehmen wir keinerlei Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser tatsächlichen Angaben und Informationen.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:**

Diese Information wurde allein für Informationszwecke im Zusammenhang mit den hierin enthaltenen Produkten erstellt und ist unter keinen Umständen als ein öffentliches Angebot oder als ein sonstiges (direktes oder indirektes) Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren in einer Provinz oder einem Territorium Kanadas zu verstehen. Keine Finanzmarktaufsicht oder eine ähnliche Regulierungsbehörde in Kanada hat diese Wertpapiere dem Grunde nach bewertet oder diese Information überprüft und jede entgegenstehende Erklärung stellt ein Vergehen dar. Mögliche Verkaufsbeschränkungen sind ggf. in dem Prospekt oder anderer Dokumentation des betreffenden Produktes enthalten.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:**

Diese Information wurde Ihnen kostenfrei und lediglich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Alle in der Information enthaltenen Inhalte sind Sachinformationen und spiegeln somit weder die Meinung noch die Beurteilung der NORD/LB wider. Die in der Information enthaltenen Informationen dürfen somit nicht als Angebot, Vermarktung, Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes oder Anlageberatung hinsichtlich der in der Information erwähnten Anlageprodukte ausgelegt werden.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Luxemburg:**

Unter keinen Umständen stellt diese Information ein individuelles Angebot zum Kauf oder zur Ausgabe oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder zur Abnahme von Finanzinstrumenten oder Finanzdienstleistungen in Luxemburg dar.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Neuseeland:**

Die NORD/LB ist keine in Neuseeland registrierte Bank. Diese Information stellt lediglich eine allgemeine Information dar. Sie berücksichtigt nicht die finanzielle Situation oder Ziele des Empfängers und ist kein persönlicher Finanzberatungsservice („personalized financial adviser service“) gemäß dem Financial Advisers Act 2008.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in den Niederlanden:**

Der Wert Ihres Investments kann schwanken. Erzielte Gewinne in der Vergangenheit bieten keinerlei Garantie für die Zukunft. (De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst).

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Österreich:**

Keine der in dieser Information enthaltenen Informationen stellt eine Aufforderung oder ein Angebot der NORD/LB oder mit ihr verbundener Unternehmen dar, Wertpapiere, Terminprodukte oder andere Finanzinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen oder an irgendeiner Anlagestrategie zu partizipieren. Nur der veröffentlichte Prospekt gemäß dem Österreichischen Kapitalmarktgesetz kann die Grundlage für die Investmententscheidung des Empfängers darstellen.

Aus Regulierungsgründen können Finanzprodukte, die in dieser Information erwähnt werden, möglicherweise nicht in Österreich angeboten werden und deswegen nicht für Investoren in Österreich verfügbar sein. Deswegen kann die NORD/LB ggf. gehindert sein, diese Produkte zu verkaufen bzw. auszugeben oder Anfragen zu akzeptieren, diese Produkte zu verkaufen oder auszugeben, soweit sie für Investoren mit Sitz in Österreich oder für Mittelsmänner, die im Auftrag solcher Investoren handeln, bestimmt sind.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Polen:**

Diese Information stellt keine Empfehlung i.S.d. Regelung des Polnischen Finanzministers betreffend Informationen zu Empfehlungen zu Finanzinstrumenten oder deren Aussteller vom 19.10.2005 dar.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Portugal:**

Diese Information ist nur für institutionelle Kunden gedacht und darf nicht (i) genutzt werden von, (ii) in irgendeiner Form kopiert werden für oder (iii) verbreitet werden an irgendeine andere Art von Investor, insbesondere keinen Privatkunden. Diese Information stellt weder ein Angebot noch den Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von in der Information behandelten Wertpapiere dar, noch kann sie als eine Anfrage verstanden werden, Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, sofern diese Vorgehensweise für ungesetzlich gehalten werden könnte. Diese Information basiert auf Informationen aus Quellen, von denen wir glauben, dass sie verlässlich sind. Trotzdem können Richtigkeit und Vollständigkeit nicht garantiert werden. Soweit nicht ausdrücklich anders angegeben, sind alle hierin enthaltenen Ansichten bloßer Ausdruck unserer Recherche und Information, die ohne weitere Benachrichtigung Veränderungen unterliegen können.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Republik China (Taiwan):**

Diese Information stellt ausschließlich allgemeine Informationen bereit und berücksichtigt nicht die individuellen Interessen und Bedürfnisse, Vermögensverhältnisse und Investitionsziele von Investoren. Die Inhalte der Information sollen nicht als Empfehlung oder Beratung zum Erwerb eines bestimmten Finanzprodukts ausgelegt werden. Investitionsentscheidungen sollen nicht ausschließlich auf Basis dieser Information getroffen werden. Für Investitionsentscheidungen sollten immer eigenständige Beurteilungen vorgenommen werden, die einbeziehen, ob eine Investition den persönlichen Bedürfnissen entspricht. Darüber hinaus sollte für Investitionsentscheidungen professionelle und rechtliche Beratung eingeholt werden.

NORD/LB hat die vorliegende Information mit einer angemessenen Sorgfalt erstellt und vertraut darauf, dass die enthaltenen Informationen am Veröffentlichungsdatum verlässlich und geeignet sind. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für Genauigkeit oder Vollständigkeit gegeben. In dem Maß, in dem die NORD/LB ihre Sorgfaltspflicht als guter Verwalter ausübt wird keine Verantwortung für Fehler, Versäumnisse oder Unrichtigkeiten in der Information übernommen. Die NORD/LB garantiert keine Anlageergebnisse, oder dass die Anwendung einer Strategie die Anlageentwicklung verbessert oder zur Erreichung Ihrer Anlageziele führt.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Schweden:**

Diese Information stellt keinen Prospekt, kein öffentliches Angebot, kein sonstiges Angebot und keine Aufforderung (und auch keinen Teil davon) zum Erwerb, Verkauf, Zeichnung oder anderen Handel mit Aktien, Bezugsrechten oder anderen Wertpapieren dar. Sie und auch nur Teile davon dürfen nicht zur Grundlage von Verträgen oder Verpflichtungen jeglicher Art gemacht oder hierfür als verlässlich angesehen werden. Diese Information wurde von keiner Regulierungsbehörde genehmigt. Jedes Angebot von Wertpapieren erfolgt ausschließlich auf der Grundlage einer anwendbaren Ausnahme von der Prospektspflicht gemäß der EU Prospektverordnung (Verordnung (EU) 2017/1129 und kein Angebot von Wertpapieren erfolgt gegenüber Personen oder Investoren in einer Jurisdiktion, in der ein solches Angebot vollständig oder teilweise rechtlichen Beschränkungen unterliegt oder wo ein solches Angebot einen zusätzlichen Prospekt, andere Angebotsunterlagen, Registrierungen oder andere Maßnahmen erfordern sollte.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Schweiz:**

Diese Information wurde nicht von der Bundesbankkommission (übergegangen in die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA am 01.01.2009) genehmigt. Die NORD/LB hält sich an die Vorgaben der Richtlinien der Schweizer Bankiervereinigung zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse (in der jeweils gültigen Fassung). Diese Information stellt keinen Ausgabeprospekt gemäß Art. 652a oder Art. 1156 des Schweizerischen Obligationenrechts dar. Diese Information wird allein zu Informationszwecken über die in dieser Information erwähnten Produkte veröffentlicht. Die Produkte sind nicht als Bestandteile einer kollektiven Kapitalanlage gemäß dem Bundesgesetz über Kollektive Kapitalanlagen (CISA) zu qualifizieren und unterliegen daher nicht der Überwachung durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Singapur:**

Diese Information richtet sich ausschließlich an zugelassene Anleger („Accredited Investors“) oder institutionelle Anleger („Institutional Investors“) gemäß dem Securities and Futures Act in Singapur. Diese Information ist lediglich zur allgemeinen Verbreitung gedacht. Sie stellt keine Anlageberatung dar und berücksichtigt nicht die konkreten Anlageziele, die finanzielle Situation oder die besonderen Bedürfnisse des Empfängers. Die Einholung von Rat durch einen Finanzberater („financial adviser“) in Bezug auf die Geeignetheit des Investmentproduktes unter Berücksichtigung der konkreten Anlageziele, der finanziellen Situation oder der besonderen Bedürfnisse des Empfängers wird empfohlen, bevor der Empfänger sich zum Erwerb des Investmentproduktes verpflichtet.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Tschechischen Republik:**

Es gibt keine Garantie dafür, den investierten Betrag zurückzuerhalten. Erträge in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Der Wert der Investments kann steigen oder sinken. Die in dieser Information enthaltenen Informationen werden nur auf einer unverbindlichen Basis angeboten und der Autor übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit des Inhalts.

**Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich:**

Die NORD/LB unterliegt einer teilweisen Regulierung durch die „Financial Conduct Authority“ (FCA) und die „Prudential Regulation Authority“ (PRA). Details über den Umfang der Regulierung durch die FCA und die PRA sind bei der NORD/LB auf Anfrage erhältlich. Diese Information ist „financial promotion“. Empfänger im Vereinigten Königreich sollten wegen möglicher Fragen die Londoner Niederlassung der NORD/LB, Abteilung Investment Banking, Telefon: 0044 / 2079725400, kontaktieren. Ein Investment in Finanzinstrumente, auf die in dieser Information Bezug genommen wurde, kann den Investor einem signifikanten Risiko aussetzen, das gesamte investierte Kapital zu verlieren.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Zypern:**

Diese Information stellt eine Analyse i.S.d. Abschnitts über Begriffsbestimmungen der Zypriotischen Richtlinie D1444-2007-01 (Nr. 426/07) dar. Darüber hinaus wird diese Information nur für Informations- und Werbezwecke zur Verfügung gestellt und stellt keine individuelle Aufforderung oder Angebot zum Verkauf, Kauf oder Zeichnung eines Investmentprodukts dar.

**Zusätzliche Angaben**

Redaktionsschluss: 14. Juli 2021 08:49h

**Offenlegung möglicher Interessenkonflikte bei der NORD/LB gem. § 85 Abs. 1 WpHG i.V.m. Art. 20 der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Art. 5 und 6 der del. Verordnung (EU) 2016/958**

Keine

**Quellen und Kursangaben**

Für die Erstellung der Anlageempfehlungen nutzen wir emittentenspezifisch jeweils Finanzdatenanbieter, eigene Schätzungen, Unternehmensangaben und öffentlich zugängliche Medien. Wenn in der Information 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 Anlageempfehlungen verwenden wir jeweils unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Wertpapieranalyse, quantitative / statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen aus der technischen Information. Hierbei ist zu beachten, dass die Ergebnisse der Information 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. Der Empfehlungshorizont liegt bei 6 bis 12 Monaten. Die vorstehende Information wird wöchentlich erstellt. Ein Anspruch des Empfängers auf Veröffentlichung von aktualisierten Informationen besteht nicht. Nähere Angaben zu unseren Bewertungsgrundlagen erhalten Sie unter [www.nordlb-pib.de/Bewertungsverfahren](http://www.nordlb-pib.de/Bewertungsverfahren).

**Empfehlungssystematik**

**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.

**Anteile Empfehlungsstufen (12 Monate)**

**Positiv:** 37%

**Neutral:** 55%

**Negativ:** 8%

**Empfehlungshistorie (12 Monate)**

Eine Übersicht über unsere gesamten Rentenempfehlungen der vergangenen 12 Monate erhalten Sie unter [www.nordlb-pib.de/empfehlungsubersicht\\_renten](http://www.nordlb-pib.de/empfehlungsubersicht_renten). Das Passwort lautet "renten/Liste3".

Emittent / Anleihe	Datum	Empfehlung	Gattung	Anlass
--------------------	-------	------------	---------	--------