



Im Rahmen unserer letzten Ausgabe für das Jahr 2021 bedanken wir uns ganz herzlich bei all unseren Leserinnen und Lesern und wünschen Ihnen und Ihren Familien ein frohes Weihnachtsfest sowie einen guten Rutsch in das neue Jahr 2022!

Die nächste Ausgabe unseres Covered Bond & SSA View erscheint am **12. Januar 2022**.

Ihr Covered Bond & SSA Team

NORD/LB Markets Strategy & Floor Research



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	6
Vorschau EZB: PEPP am Ende, APP mit Booster?!	9
Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2022	16
SSA-Ausblick 2022: Öffentliche Hand zwischen EZB & Corona	22
EZB-Tracker	
Asset Purchase Programme (APP)	30
Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)	35
Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP	38
Charts & Figures	
Covered Bonds	39
SSA/Public Issuers	45
Ausgaben im Überblick	48
Publikationen im Überblick	49
Ansprechpartner in der NORD/LB	50

Flooranalysten:

Dr. Frederik Kunze

Covered Bonds

frederik.kunze@nordlb.de

Dr. Norman Rudschuck, CIAA

SSA/Public Issuers

norman.rudschuck@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

Bank of Nova Scotia beschert Primärmarkt 2021 mit größter EUR-Benchmark des Jahres und trifft auf großes Investoreninteresse

Wir wiederholen es an dieser Stelle bereits seit einigen Wochen, dass sich das Jahr 2021 dem Ende neigt, der Primärmarkt aber offenkundig noch nicht am Ende ist. So ist es auch nicht unüblich, dass Emittenten den Dezember für ein mögliches Pre-Funding nutzen. Mit einem adäquaten Timing und bei Berücksichtigung der spezifischen Situation des entsprechenden Instituts kann dieser Weg von Erfolg gekrönt sein. Mit der Bank of Nova Scotia (BNS) hat ein kanadischer Emittent den Primärmarkt in der vorweihnachtlichen Zeit in jedem Fall mit einer erfolgreichen Platzierung beschert. Tatsächlich handelt es sich bei der EUR-Benchmark bei sechsjähriger Laufzeit und mit einem Volumen von EUR 1,75 Mrd. um die größte Emission des Jahres 2021. Die letzten großen Deals im EUR-Benchmarksegment gehen auf das bereits vom Coronavirus geprägte Frühjahr 2020 zurück. Hier gingen in einer außerordentlichen und von Unsicherheiten geprägten Marktphase mit Credit Agricole Home Loan SFH (01. April 2020; EUR 2,0 Mrd.) und Credit Mutuel Home Loan SFH (02. April 2020; EUR 1,75 Mrd.) zwei französische Emittenten auf die Investoren zu. Aus Kanada platzierte zuletzt Toronto Dominion eine EUR-Benchmark über EUR 1,75 Mrd. (27. November 2019). Der BNS-Deal aus der vergangenen Handelswoche ist nach einem Bond aus dem September (BNS 0.01 09/14/29; EUR 1,5 Mrd.; 8y) bereits die zweite Covered Bond-Platzierung des Emittenten im laufenden Jahr. Beim jüngsten Primärmarktauftritt wurde für den Start in die Vermarktungsphase eine Initial Guidance von ms +10bp area gewählt. Der Reoffer-Spread wurde schließlich bei ms +6bp und somit mit einer dezenten Prämie von einem Basispunkt über Fair Value festgelegt (Emissionsrendite: -0,004%). Das Orderbuch stand letztlich bei EUR 2,4 Mrd. (76 Investoren). Die Allokation erfolgt zu 41% an Accounts aus Deutschland und Österreich, gefolgt von UK und den Nordics (jeweils 18%) sowie den Benelux-Ländern (17%) und Frankreich (4%). Nach Investorenart dominierten Banken (43%) und Asset Manager (40%), gefolgt von Central Banks/OI (17%). BNS reiht sich damit entsprechend in die Riege derjenigen Emittenten ein, die in den vergangenen Monaten von einem aufnahmebereiten Markt profitierten und sowohl ihre Vorstellungen mit Blick auf den Spread als auch in Bezug auf die Emissionsgröße umsetzen konnten.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
BNS	CA	08.12	XS2421186268	6.0y	1.75bn	ms +6bp	AAA / Aaa / -	-

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

BayernLB GBP-Deal: Aus GBP 250 Mio. WNG wird GBP 300 Mio.

Eine mehr als nur robuste Nachfrage war zuletzt auch für Benchmarks abseits des Euro festzustellen. Jüngstes Beispiel dafür ist der GBP-Deal der BayernLB. Der Öffentliche Pfandbrief wurde zu Beginn der Vermarktungsphase (3y; mit IPT: UKT +72bp area) mit einer Deal-Größe von GBP 250 Mio. (WNG) angekündigt. Im Zuge des Bookbuildings zog der Deal jedoch großes Investoreninteresse auf sich zu. Die Final Terms wurden schließlich mit einem Spread von UKT +68bp angegeben, wobei das finale Orderbuch bei GBP 750 Mio. stand und die Emittentin eine Erhöhung der Deal Size um GBP 50 Mio. auf GBP 300 Mio. kommunizierte.

S&P legt Covered Bond-Ausblick für das Jahr 2022 vor

Die Ratingexperten von S&P haben vor wenigen Tagen ihren Ausblick für den Covered Bond-Markt im Jahr 2022 vorgelegt. Im Rahmen ihrer Analyse geht S&P u. a. davon aus, dass 2022 von einer stärkeren Emissionsaktivität geprägt sein wird. Wie dynamisch diese Entwicklung ist, steht nach Auffassung der Ratingagentur im engen Zusammenhang zum geldpolitischen Kurs der EZB. Hier rechnen die Ratingexperten auch mit Blick auf die Leitzinsen mit keinen allzu raschen Anpassungen. S&P erwartet die sich an die Rückführung der Anleihekäufe anschließende Leitzinsanhebung erst im Jahr 2024. Bezogen auf die Risikobewertung der von S&P gerateten Covered Bond-Programme wird im Rahmen des Ausblicks ein Bild der Stabilität sowohl mit Blick auf wohnwirtschaftliche Hypothekenfinanzierung als auch in Bezug auf gewerbliche Assets sein. Die Umsetzung der europäischen Covered Bond-Mindeststandards, die in einigen Jurisdiktionen verspätet erfolgt, hält laut S&P mit Blick auf die Nachzügler keine negativen Ratingimplikationen bereit. Diejenigen Länder für die eine Umsetzung bereits abgeschlossen ist, sollten mit Blick auf die Risikobewertung tendenziell hingegen profitieren.

EU-Taxonomie: Startschuss für ersten delegierten Rechtsakt zum 01. Januar 2022

Mit dem Ende des Zeitraums der formalen Prüfung des delegierten Rechtsakts zur EU-Taxonomie ([EU Taxonomy Delegated Act](#)) durch die nationalen Gesetzgeber ist seit dem 09. Dezember 2021 das formale Inkrafttreten dieser Verordnung besiegelt. Der delegierte Rechtsakt der EU-Klimataxonomie legt die technischen Bewertungskriterien (Technical Screening Criteria, TSC) für Wirtschaftstätigkeiten, mit denen ein wesentlicher Beitrag zum Klimaschutz bzw. zur Anpassung an den Klimawandel geleistet werden kann, fest. Die Verordnung wird ab dem 01. Januar 2022 Anwendung finden. Das Schaffen von Anreizen für Investoren sich an entsprechenden Projekten zu beteiligen, die laut EU-Taxonomie als „grün“ klassifiziert werden, steht bei den Motiven hinter dem Rechtsakt im Vordergrund. Mit Blick auf den Covered Bond-Markt und die diesem Segment maßgeblich zugrundeliegenden Hypothekenfinanzierungen äußerte sich die European Mortgage Federation bzw. das European Covered Bond Council (EMF-ECBC) wohlwollend zu dem formalen Rechtsakt. In einer taggleichen Pressemitteilung bezogen sich die Vertreter des EMF-ECBC auf die Relevanz und Bedeutung des Immobiliensektors im Kontext der EU-Taxonomie. EMF-ECBC-Generalsekretär Luca Bertalot verwies in diesem Kontext auf die leitende Funktion der EU-Taxonomie auch für den Bankensektor. Dabei sieht er eine essentielle Rolle für die Klassifizierung von Vermögensgegenständen, die mit den Kriterien der EU-Taxonomie übereinstimmen. Mit Blick auf den Covered Bond-Markt ist diese Entwicklung insbesondere im Zusammenhang mit einem europäischen Standard für Green Bonds zu beachten und dürfte bereits auf kurze Sicht Anpassungen am Markt nach sich ziehen. Dies deckt sich auch mit der Einschätzung unseres Origination Teams. So geht Philipp Bank in seiner Rolle als NORD/LB Head of Sustainable Bond Origination davon aus, dass bereits in 2022 einige Emittenten ihre Green Bond Frameworks als Folge der EU-Taxonomie im Hinblick auf ihre Selektionskriterien anpassen werden. Nach unserer Auffassung ist diese Entwicklung allein schon aus Transparenz- bzw. Nachvollziehbarkeitsgründen zu begrüßen. Gleichwohl dürfte es noch ein langer Prozess sein, bis sämtliche Emittenten des Green Covered Bond-Universums ihre grünen Rahmenwerke und Emissionen vollumfänglich auf die Einhaltung der technischen Anforderungen der EU-Taxonomie angepasst haben werden.

Fitch Global Housing Market Outlook: Nachlassende Dynamik

Vor wenigen Tagen hat die Ratingagentur Fitch die eigenen Einschätzungen zur Preisentwicklung an den global relevanten Immobilienmärkten vorgelegt. Insgesamt wird in der Studie von einem positiven Wachstum in 2022 ausgegangen, allerdings mit einer gegenüber 2021 moderateren Dynamik. Maßgebliche Faktoren bleiben nach wie vor eine anhaltende Nachfrage, ein begrenztes Angebot sowie die allgemeinen Finanzierungsbedingungen. In einigen Teilmärkten sei aber laut Fitch in 2022 bereits mit steigenden Zinsniveaus bei der Immobilienfinanzierung zu rechnen, was den Preisauftrieb stellenweise dämpfen könnte. In diesem Kontext sind auch die hohen Preisniveaus mit den Verschuldungsquoten in Betracht zu ziehen, die auch regulatorische Eingriffe provozieren könnten. Fitch sieht nachlassende Preisauftriebe u.a. für die Covered Bond-Jurisdiktionen Niederlande, Kanada, Dänemark, Italien, Frankreich und Deutschland. Bei den Gründen identifiziert Fitch beispielsweise Ungleichgewichte bei Angebot und Nachfrage als wesentlichen Einflussfaktor für den Preisauftrieb, weist aber zugleich auf die dämpfenden Effekte steigender Zinsen sowie von regulatorischen Maßnahmen hin. Für Deutschland rechnet Fitch in 2022 zum Beispiel noch mit einem Plus von 7%-9% (nach geschätzten 13% für 2021). Die Käuferseite sieht Fitch durch hohe Preise, die Nebenkosten beim Hauserwerb und marktübliche Eigenkapitalanteile stärker begrenzt als noch in 2021. Die Erschwinglichkeit steht unter anderem im Zentrum der Fitch-Bewertung zu Frankreich. Hier weist der Bericht einen erwarteten Zuwachs von 2% bis 4% in 2022 aus (für 2021 erwartet: 6%). Eine wesentliche stärkere Dynamik dürfte nach Auffassung des zuständigen Fitch-Analysten für die Niederlande zu Buche schlagen. Die Agentur rechnet mit einem Zuwachs von 10%-12% in 2022, was aber durchaus als tendenzielle Abkühlung gegenüber dem Vorjahr (2021e: 20%) angesehen werden kann. In den Niederlanden liegen die Ursachen weiterhin auf Seiten des knappen Angebots. Ein verbessertes makroökonomisches Umfeld sowie begrenztes Potenzial für rückständige Forderungen sieht Fitch für Italien. Die Hauspreisentwicklung sollte sich in einer Range von 1% bis 3% aufhalten, nachdem Fitch für 2021 mit 3% rechnet.

EMF legt Quarterly Review of European Mortgage Markets für das II. Quartal 2021 vor

Rückblickend auf das II. Quartal 2021 hat die European Mortgage Federation in ihrem jüngsten [Quarterly Review of European Mortgage Markets](#) auf eine weiterhin anhaltende Dynamik bei wohnwirtschaftlichen Hypothekenfinanzierungen hingewiesen. Im II. Quartal 2021 kletterte der Bestand an Mortgages für die betrachteten Länder um 6,2% Y/Y (Vorquartal: 5,7%). Die Bruttokreditvergabe zog um EUR 388 Mrd. an, was ein Plus von 31% Y/Y markiert (Vorquartal: 14% Y/Y). Ebenso sei ein anhaltender Auftrieb bei den Immobilienpreisen zu beobachten, was unter anderem auf die Finanzierungsbedingungen sowie den allgemeinen Nachfragetrend zurückzuführen sei. Ähnlich wie die Fitch-Analyse des globalen Häusermarktes konstatiert aber auch die EMF für die betrachteten europäischen nationalen Immobilienmärkte gewisse Unterschiede in Bezug auf die Dynamik. Dies gilt auch für die für die allgemeinen Preistrends relevanten Finanzierungsbedingungen. So weist der Report auf dezente Zinsanstiege bei Immobilienkrediten beispielsweise in Italien aber auch in einigen nordeuropäischen Ländern (z. B. in Dänemark) hin. Rückgänge waren unter anderem in den Niederlanden zu vermelden, während sich auch in Frankreich der abwärts gerichtete Trend fortsetzte.

Marktüberblick

SSA/Public Issuers

Autor: Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Outlook 2021

In der heutigen Ausgabe präsentieren wir Ihnen unseren [SSA-Ausblick auf das Jahr 2022](#). Dieser wird im SSA-Segment maßgeblich bestimmt durch die Corona-Maßnahmen öffentlicher Emittenten sowie den bevorstehenden geldpolitischen Anpassungen im Rahmen der morgigen EZB-Sitzung am 16. Dezember. Diese halten wir aus vielerlei Gründen für richtungweisend für das kommende Jahr und damit insbesondere für das Renditeniveau. Dementsprechend stellen wir unserem Ausblick einen separaten [Cross Asset-Artikel](#) zu den Erwartungen an die EZB-Sitzung voran.

Alles neu macht 2022 – zumindest für ESM, EFSF und EU aus Investorensicht

Ein liebgewonnenes Planungsdetail gerät der Investorenschar ab 2022 abhanden: ESM und EFSF stellen die wochengenaue Planung der Fundingzeitfenster ein. Dieses Element hatte seit 2012 für eine gewisse Planbarkeit und Berechenbarkeit für den gesamten Markt gesorgt. Es werden künftig nur noch die Fundingvolumina für das zurückliegende (2021), aktuelle (2022) und nachfolgende Jahr (2023) mitgeteilt sowie ein Ausblick auf die Fundingfenster der Bill-Auktionen für das jeweils bevorstehende Halbjahr gegeben (siehe unten). Wir haben unsere Tabellen daher angepasst und ergänzt. In 2022 plant die EFSF mit EUR 19,5 Mrd., der ESM mit EUR 8,0 Mrd. Für 2023 lauten die beiden Zahlen EUR 20 Mrd. bzw. erneut EUR 8,0 Mrd. Nachteilig ist, dass sich nun auch andere Emittenten nicht mehr an den beiden großen supranationalen Playern orientieren können. Ebenfalls wichtig: Sobald der Ratifizierungsprozess des geänderten ESM-Vertrags abgeschlossen ist, wird der ESM zum Backstop für den Single Resolution Fund (SRF) und damit zum Sicherheitsnetz mit doppeltem Boden. Die bereitgestellte Unterstützung wird sich an der Größe des SRF orientieren, bis zu einer nominalen Obergrenze von EUR 68 Mrd. Was sich bei ESM und EFSF neun Jahre lang bewährt hat, wird nun bei der Europäischen Union eingeführt: Für das 1. Halbjahr 2022 wurden fünf Zeitfenster für mögliche EU-Anleihen mitgeteilt (siehe weiter unten). Jedoch verzichten alle drei Emittenten auf eine quartalsbasierte Detailbetrachtung ihres Fundings.

Langfristige Fundingplanung einschließlich 2023 (EUR Mrd.)

	2021	2022	2023	Σ
EFSF	16,5	19,5	20,0	56,0
ESM	8,0	8,0	8,0	24,0
Σ	24,5	27,5	28,0	80,0

Zeitfenster für ...

	... ESM-Bill-Auktionen (3M / 12M / 6M)			... ESM-Bill-Auktionen (3M / 12M / 6M)			
Januar	DI, 04.	DI, 11.	DI, 18.	April	DI, 05.	DI, 12.	DI, 19.
Februar	DI, 01.	DI, 08.	DI, 15.	Mai	DI, 03.	DI, 10.	DI, 17.
März	DI, 01.	DI, 08.	DI, 15.	Juni	DI, 07.	DI, 14.	DI, 21.

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

EU plant mit EUR 50 Mrd. in H1/2022

Für die EU ist in fünf Syndizierungen während des 1. Halbjahres 2022 mit insgesamt EUR 50 Mrd. Funding zu rechnen. Wir wurden von der niedrigen Zahl überrascht und erwarten für das 2. Halbjahr mindestens einen Wert von EUR 70 Mrd., wenn nicht sogar eher in Richtung EUR 100 Mrd. EU-Bills kommen hier stets noch hinzu.

Zeitfenster für ...**... EU-Anleiheemissionen**

06. KW	07. bis 11. Februar
12. KW	21. bis 25. März
14. KW	04. bis 08. April

... EU-Anleiheemissionen

19. KW	09. bis 13. Mai
25. KW	20. bis 24. Juni

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

Newsletter der International Investment Bank (IIB) – Serbien 10. Anteilseigner

Am 08. Dezember fand das vierte Treffen des höchsten Entscheidungsgremiums der International Investment Bank (IIB), Board of Governors, in Budapest statt. Mehr als ein Jahr früher als geplant hat die Bank das Ziel ihres Darlehensportfolios in Höhe von EUR 1,2 Mrd. überschritten. Das Portfolio ist nach Förderinstrumenten, geografischen Gebieten und Sektoren stark diversifiziert, da es die Interessen aller IIB-Mitgliedstaaten abdeckt. Der Anteil der europäischen Investitionen am Gesamtvolumen des Portfolios liegt bei über 55%. Hier zeigt sich in der Kommunikationsstrategie immer wieder die Abnabelung von Russland analog zur gefahrenen Strategie. Das laufende Jahr ist für die IIB auch in Bezug auf die Kapitalmarktaktivitäten laut eigenen Angaben ein Meilenstein gewesen. Neben dem kontinuierlichen Trend zur Erweiterung und Diversifizierung der Investorenbasis hat die Bank zum ersten Mal in ihrer Geschichte Mittel im Rahmen ihres MTN-Programms zu einem negativen Zinssatz aufgenommen und konnte im Laufe des Jahres mehrfach auf diesem Erfolg aufbauen. Darüber hinaus begab die IIB im Jahr 2021 Anleihen mit der bisher längsten Laufzeit von 20 Jahren. Das qualitative Wachstum der Treasury-Aktiva ist ebenfalls nennenswert: Mehr als 67% des Treasury-Portfolios sind für hoch bewertete ESG-Instrumente bestimmt. Der wichtigste Punkt auf der Tagesordnung war jedoch der Antrag der Republik Serbien auf Aufnahme in die IIB. Seit über 50 Jahren wurde mal wieder ein Beitrittskandidat diskutiert. Infolgedessen wurde einstimmig beschlossen, die Republik Serbien als Anteilseignerstaat aufzunehmen. Die Vertreter der Mitgliedsstaaten betonten, dass die Erweiterung der Basis durch die Aufnahme Serbiens den Interessen aller Länder voll und ganz entspricht. Sie wird es der IIB ermöglichen, ihre Tätigkeit in Europa auszuweiten und damit den „europäischen“ strategischen Kurs der letzten Jahre fortzusetzen, die Kapitalausstattung zu erhöhen, die finanzielle Stabilität weiter zu verbessern und die geografische Diversifizierung durch den Zugang zu den Märkten der Balkanregion zu fördern. Darüber hinaus wird die Mitgliedschaft Serbiens dem Ausbau seiner Handels- und Wirtschaftsbeziehungen mit den IIB-Ländern auf bilateraler und multilateraler Ebene durch die Umsetzung von Projekten mit einer Integrationskomponente einen zusätzlichen Impuls verleihen. Fasst man die Zwischenergebnisse der letzten neun Jahre seit dem Neustart der Bank im Jahr 2012 zusammen, so lassen sich die folgenden Haupterfolge hervorheben. Das Gesamtvolumen der Investitionen in den Volkswirtschaften der Mitgliedstaaten belief sich auf 3,1 Mrd. EUR. Das Darlehensportfolio wuchs um das 13-fache von EUR 95,6 Mio. auf mehr als EUR 1,2 Mrd. Die Aktiva stiegen fast um das Fünffache von EUR 367 Mio. EUR auf EUR 1,8 Mrd. Das Gesamtvolumen der von der Bank vergebenen Finanzierungen beläuft sich auf EUR 2,5 Mrd. Der Anteil der notleidenden Kredite ging von 75,3% (kein Tippfehler) des Gesamtportfolios auf 2,3% zurück.

Primärmarkt

Vielen Dank für Ihre Geduld in den vergangenen Wochen, wir sind nun wieder lieferfähig und haben ein paar Transaktionen aufzuarbeiten: Die ersten Staaten veröffentlichen bereits ihr Fundingziel für das kommende Jahr, so sind Frankreich mit EUR 260 Mrd. und Belgien mit EUR 41,2 Mrd. zu nennen. Frankreich wird wieder Green Bonds darunter haben und schaut sich auch das eher rare Segment „Green Linker“ (inflation-indexed green bond) an. Dies gesellt sich an zusätzlichem Angebot zu den oben diskutierten Fundingzahlen von ESM, EFSF und der EU. Der Blick in den Rückspiegel zeigt zudem einen bunten Strauß an Transaktionen, die das Handelsjahr 2021 abrunden. MADRID brachte EUR 500 Mio. in einem siebenjährigen Green Bond (WNG) zu +11bp über der staatlichen Referenzanleihe (SPGB 1.4% 07/30/28). Die Orderbücher waren mit mehr als EUR 1,2 Mrd. gefüllt. Die spanische Hauptstadt und ihre Aktivitäten sehen wir auch im Fokus für das Jahr 2022 im Rahmen unserer Publikationen „Beyond Bundesländer“. Aber es zeigen sich auch immer wieder Deals aus der zweiten oder sogar dritten Reihe. Hier wären vor allem Galicien und die Kanaren zu nennen, die zum Jahresende interessante Mandatierungen draußen hatten. Galicien entschied sich für eine sechsjährige Nachhaltigkeitsanleihe flankiert von Investorencalls. EUR 500 Mio. (WNG) sollten es am Ende werden. Die geschah zu SPGB +19bp zur identischen Referenz wie bei MADRID (SPGB 1.4% 07/30/28). Der Ticker JUNGAL wird sich bestimmt auch 2022 regelmäßig finden lassen, dafür spricht das Orderbuch in Höhe von EUR 800 Mio. sowie der Pick-up gegenüber anderen Regionen innerhalb und außerhalb Spaniens. Für eine längere Laufzeit entschieden sich die Kanaren, die ein Konsortium für EUR 300 Mio. (10y) mandatiert hatten und ihre Will not grow-Transaktion +23bp über der spanischen Referenzanleihe (SPGB 0.5% 10/31/31) platzieren konnten. Die Bücher lagen am Ende bei EUR 460 Mio. Das Segment abseits deutscher Bundesländer rundete Ville de Paris ab. VDP entschied sich für EUR 300 Mio. (WNG) in einer Nachhaltigkeitsanleihe mit langer Laufzeit (20y). Die Bücher erreichten EUR 490 Mio. und der Deal kam bei OAT +22bp zustande (interpoliert zwischen FRTR 0.5% 05/25/40 & FRTR 0.5% 06/25/44). Auch hier bereiten wir ein Special für 2022 vor, um die Emittenten des Großraums Paris (VDP und IDF) entsprechend zu würdigen. Bei den Regionen bleibend, aber auf Deutschland schwenkend landen wir bei Thüringen: EUR 500 Mio. für 30 Jahre waren angesagt. Dieser Deal kam zu ms +8bp. Bremen hingegen entschied sich für einen Tap (EUR 250 Mio.) in ihrer 2041er-Laufzeit. Der Deal kam zu ms +5bp. Ebenfalls für einen Tap entschied sich SCHHOL, die ihre 2026er-Laufzeit um EUR 300 Mio. aufstockte und sonst keine Informationen bereitstellte. Die EIB hielt zudem noch zwei Deals bereit: EUR 350 Mio. in einem Tap zu ms -21bp (SAB, Nachhaltigkeitsanleihe) sowie EUR 750 Mio. zu ms -20bp (CAB, Klimaanleihe). Während der SAB-Deal mit Informationen geizte, brachte es der CAB-Deal auf ein Orderbuch von EUR 5,75 Mrd. Die Guidance wurde bei ms -18bp area gestartet. Unsere heutige Rückschau soll die selten gesehene französische SFIL mit ihrem Green Bond abrunden: EUR 500 Mio. (WNG) für zehn Jahre waren angekündigt und kamen zu OAT +19bp (FRTR 0% 11/25/31). Auf solche Namen warten die ESG-Investoren. Frohes Fest!

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
EIB	SNAT	01.12.	XS2419364653	5.9y	0.75bn	ms -20bp	- / - / AAA	X
JUNGAL	ES	24.11.	ES0001352618	6.7y	0.50bn	ms +19bp	- / - / -	X
SFILFR	FR	22.11.	FR0014006V25	10.0y	0.50bn	ms +6bp	- / Aa3 / AA	X
THRGN	DE	22.11.	DE000A3H3G17	30.0y	0.50bn	ms +8bp	AAA / - / -	-
MADRID	ES	16.11.	ES00001010G6	6.7y	0.50bn	ms +11bp	- / - / A-	X

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

Cross Asset

Vorschau EZB: PEPP am Ende, APP mit Booster?!

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

EZB-Sitzung: Flexibel bleiben bei Unsicherheit und trotz Inflations Sorgen

Am morgigen Donnerstag steht die letzte turnusmäßige – und höchstwahrscheinlich bedeutendste – EZB-Sitzung des ausklingenden Jahres an. Dabei ist es nach unserer Auffassung durchaus bezeichnend für die aktuelle Lage, dass die Zusammenkunft in einem virtuellen Format stattfindet, wie die Notenbank jüngst mitteilte. Eine Rückkehr zu dem, was vor dem Ausbruch der Pandemie gemeinhin als „Normalität“ bezeichnet wurde, dürfte wie für viele weitere Lebensbereiche noch eine Weile auf sich warten lassen. Dies sollte nach unserer Auffassung auch für den geldpolitischen Kurs des EZB-Rates gelten, wenngleich wesentliche aktuell im Einsatz befindliche Instrumente noch auf die vorpandemische Zeit zurückgehen. Doch Ankaufprogramme und langfristige Refinanzierungsgeschäfte haben im Zuge des Ausbruchs von COVID-19 eine signifikante Neuausrichtung erfahren. Mit der durch die Omikron-Variante hervorgerufenen Verschärfung der pandemischen Lage wird es zudem für die EZB nicht einfacher bei der eigenen Kursbestimmung, die von einer anziehenden Teuerungsrate ausgehenden Gefahren adäquat gegen die konjunkturellen Risiken einer nicht ausreichend akkommodierenden Geldpolitik – bzw. nicht hinreichend günstigen Finanzierungsbedingungen – abzuwägen. Die Notenbanksitzung am morgigen Donnerstag hält in dieser Gemengelage einiges bereit. Mit der zu erwartenden Revision der Inflationsprognosen für die Jahre 2022 und 2023 und der ersten Kommunikation der Erwartungen für 2024 erhalten die Marktteilnehmer zunächst bedeutende Einblicke im Hinblick auf die volkswirtschaftlichen Grundannahmen bei der weiteren geldpolitischen Ausrichtung. Darüber hinaus steht zweifelsohne die über den März 2022 hinausgehende Ausrichtung bzw. konkrete Ausgestaltung der EZB-Ankaufprogramme im Fokus des Interesses. Das „Ende“ des pandemischen Notfallankaufprogramms (PEPP) hat der EZB-Rat bereits weitgehend in der Außendarstellung vorbereitet. Auch auf dem Weg zum März 2022 rechnen wir bereits mit Adjustierungen beim Ankauftempo. Ebenso dürfte das APP einen neuen Anstrich durch die EZB erhalten, während wir mit Blick auf andere geldpolitische Steuerungsparameter eher weniger Veränderungen erwarten. Demnach sollte der Leitzins ebenso unverändert bleiben wie die Parametrisierung des Staffelpolitiksystems. Auch mit Blick auf TLTRO rechnen wir in 2021 nicht mehr mit nennenswerten Ankündigungen. Im Rahmen unseres EZB-Ausblicks möchten wir diese und andere Aspekte diskutieren und dabei auch auf konkrete Implikationen für die von uns betrachteten Assetklassen eingehen.

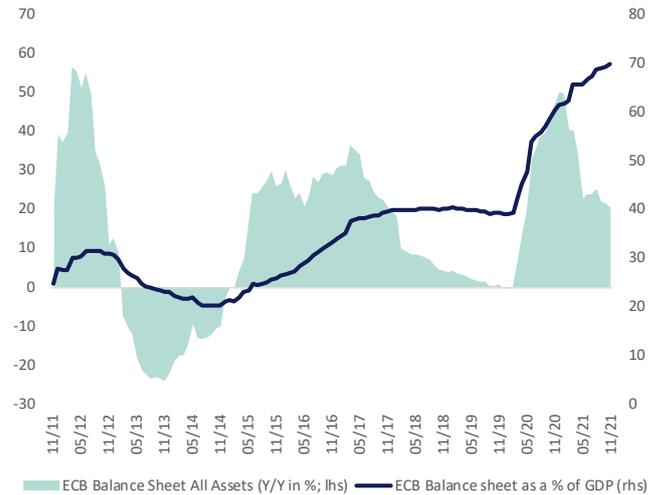
Inflationsentwicklung: „Vorübergehend“ am Ende?

In unseren vorangegangenen EZB-Previews haben wir uns wiederholt die Frage gestellt, wie lange eigentlich von einem transitorischen Preisanstieg gesprochen werden kann. Die Debatte inwiefern das Wording eines „vorübergehenden“ Preisauftriebs durch den EZB-Rat beibehalten werden darf, spitzt sich nun mehr zu einem Zeitpunkt zu, an dem von der neuen Virusvariante bzw. der pandemischen Lage neue Abwärtsrisiken drohen. Werden diese falsch eingeschätzt, drohen signifikante Bremsspuren im Erholungsprozess. Das Gefahrenpotenzial schließt dabei im Falle einer zu starken Reduzierung der Ankaufaktivitäten auch die Möglichkeit signifikanter Renditeanstiege bei den im Fokus der Ankaufprogramme stehenden öffentlichen Emissionen (und hier insbesondere der Staatsanleihen) mit ein.

Preisentwicklung: EMU, US, GER, FR



EZB: Entwicklung der Bilanz



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

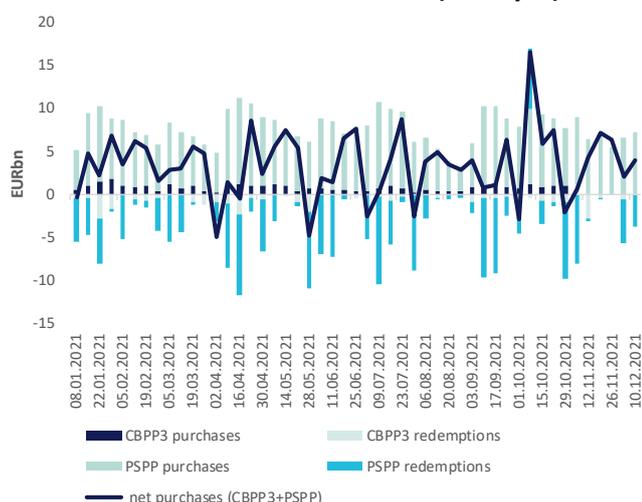
Inflationsentwicklung: Die Gefahr von Zweitrundeneffekten

Wird hingegen nicht hinreichend auf eine ausufernde Inflationsentwicklung reagiert, wäre in der nicht allzu fernen Zukunft eine wesentlich drastischere Reaktion erforderlich. Vor allem für den Fall, dass sich an den Finanz- und Kapitalmärkten eine Erwartungshaltung weiter festigt, nach der die EZB zu lang am Terminus des „vorübergehenden“ Preisauftriebs festhält, könnte sich durch Zweitrundeneffekte diese Erwartung ökonomisch bestätigen. Insofern bleibt es für den EZB-Rat, zwischen zwei riskanten Pfaden abzuwägen, wobei wir derzeit davon ausgehen würden, dass insbesondere auf der Dezembersitzung klarwerden sollte, dass sich die Notenbank auf dem eingeschlagenen Pfad weiterbewegen wird. Das heißt, das bereits von EZB-Chefin Christine Lagarde angedeutete Ende des PEPP im März 2022 dürfte kommuniziert werden, ohne dabei zu versäumen, das APP aufzustocken und gleichzeitig am Begriff der „transitorischen Inflation festzuhalten“. Wir wären aber keineswegs von einer gewissen sprachlichen Flankierung bzw. Relativierung des Begriffs überrascht.

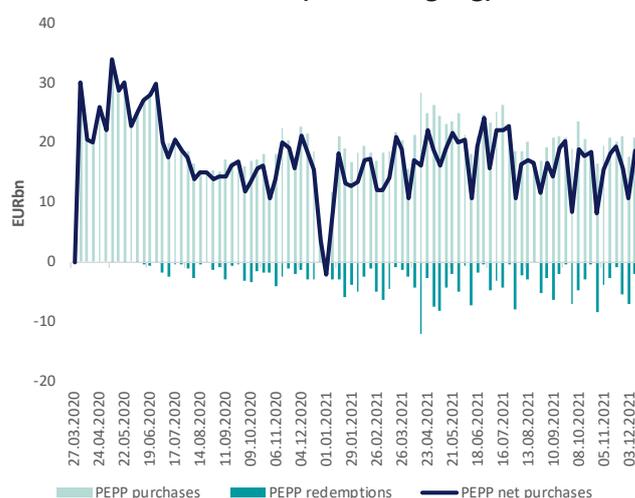
Revision der Inflationsprognosen: Es kann nur eine Richtung geben – zumindest für 2022

Auch vor dem Hintergrund der Erwartung der Beibehaltung des Mantras der transitorischen Inflation wird es insbesondere für die Jahre 2021 und 2022 zu einer nennenswerten Anpassung der bisherigen Inflationserwartung (Septemberprojektionen: 2021: 2,2%; 2022: 1,7%) der EZB kommen müssen. Für das Jahr 2022 wird in den neuen EZB-Projektionen höchstwahrscheinlich ein signifikant über der Septemberprognose liegender Wert formuliert, während für 2023 ein Überschießen des 2%-Inflationsziels weiterhin nicht erwartet werden dürfte, was wiederum zur Einschätzung eines eher transitorischen Preisauftriebs passen würde. Aber auch mit Blick auf das Jahr 2023 würden wir eine – wenn auch dezentere – Aufwärtsrevision der aktuellen Projektion (1,5%) nicht ausschließen. Für die erstmalige Vorhersage für 2024 dürfte die EZB sich wiederum näher in Richtung der 2%-Marke bewegen, ohne diese aber in der Projektion zu überschreiten. In Summe dürften Zinsanhebungen im gesamten neuen Jahr 2022 nach unserer Einschätzung nicht durch den EZB-Rat beschlossen werden, was letztlich auch übereinstimmend mit den Rahmenparametern der Forward Guidance mit Blick auf das Zusammenspiel mit den Inflationsprojektionen wäre.

Ankäufe unter dem PSPP und CBPP3 (2021 ytd)



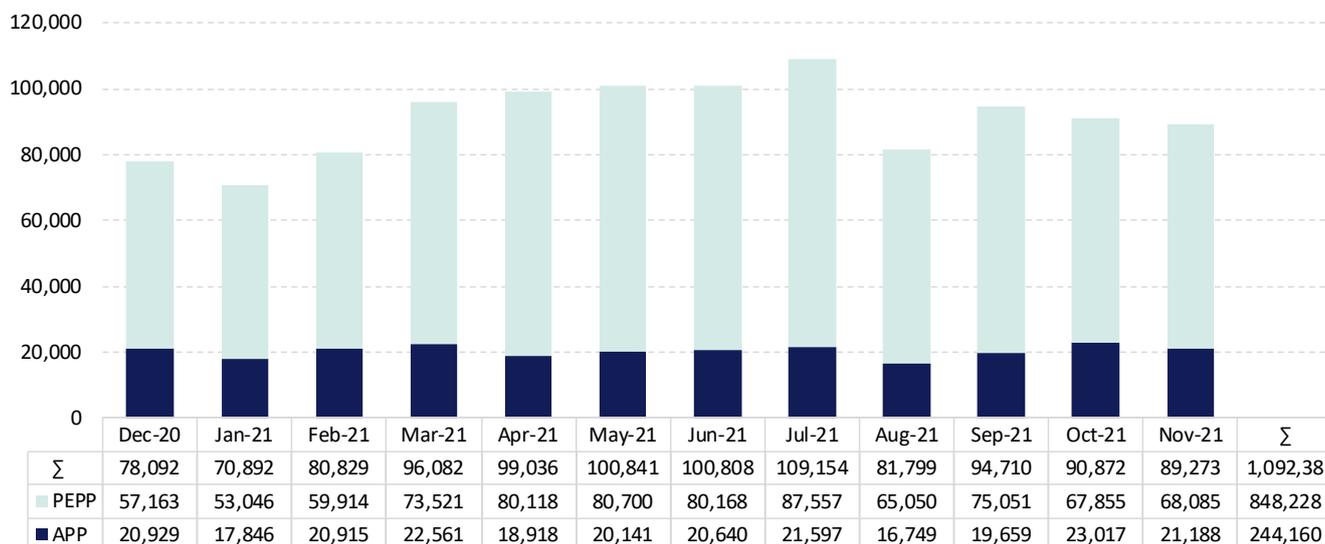
Ankäufe unter dem PEPP (seit Auflegung)



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

Beendigung des pandemischen Notfallprogramms vor Ende der Pandemie

Wir rechnen mit einer Beendigung der Nettoankäufe im Rahmen des PEPP im März 2022. Tatsächlich wird die Entscheidungsfindung für den EZB-Rat durch das Auftauchen der neuen Virusvariante auch nach unserer Auffassung durchaus komplexer. So geht das pandemische Notfallprogramm der Notenbank auf den Ausbruch des Coronavirus im Jahr 2020 zurück und sollte helfen, den negativen Schock abzuwenden. Diese pandemische Notlage kann heute noch keinesfalls als beendet angesehen werden. Gleichwohl stellt sich die Situation am aktuellen Rand durchaus anders dar, als noch im März des Jahres 2020, so dass eine derzeit erfolgende Verschärfung der Infektionslage nicht die Entscheidung für ein Ende des PEPP in etwas mehr als drei Monaten beeinflussen muss. Die jüngsten Wellen haben vor Augen geführt, dass sich der dramatische simultane Angebots- und Nachfrageschock aus dem Jahr 2020 global nicht wiederholt hat. Und obwohl wir die möglichen Gefahren nicht kleinreden wollen, existieren mit den Impfkampagnen und Booster-Initiativen durchaus Mittel gegen die vierte und mancherorts wahrscheinlich fünfte Welle, die nicht geldpolitischer Natur sein müssen. Und letztlich darf auch nicht vergessen werden, dass sich durch die aktuelle Preisentwicklung die Grundbedingungen maßgeblich geändert haben. Noch im März 2021 verwies Lagarde im [EZB-Blog](#) zur Pandemie darauf, dass „das PEPP die Wirtschaft des Euroraums ausreichend stützen kann, um die pandemiebedingte Abwärtsverschiebung des prognostizierten Inflationspfads auszugleichen.“ Dieses Impulses bedarf es am aktuellen Rand sicherlich nicht mehr aus Richtung des PEPP. Da aber keineswegs vollumfänglich auszuschließen ist, dass sich die pandemische Lage derart verschärft, dass die Abwärtsrisiken wieder stärker in den Fokus der Notenbank gerückt werden müssen, ist ein konditionierter Ausstieg aus dem PEPP nicht unrealistisch. Durch die Kommunikation der Möglichkeit, im Bedarfsfall das PEPP-Ende zu widerrufen, könnte der EZB-Rat auch das Vorhalten eines spezifischen Notfallrahmens kommunizieren. Ein denkbares Szenario, in dem das Notfallprogramm entgegen seiner ursprünglichen Implementierung inflationsdämpfend wirken könnte, wäre die Vermeidung von neuerlichen Flaschenhalsrezessionen durch das Zusammenbrechen von Wertschöpfungs- bzw. Zulieferketten. Schließlich könnte das unterstützende Element der Geldpolitik – zumindest in der Theorie – die reale ökonomische Aktivität auch in diesen kritischen Branchen bzw. Bereichen sprichwörtlich am Laufen halten.

Monatliche Nettoankäufe (in EURm)

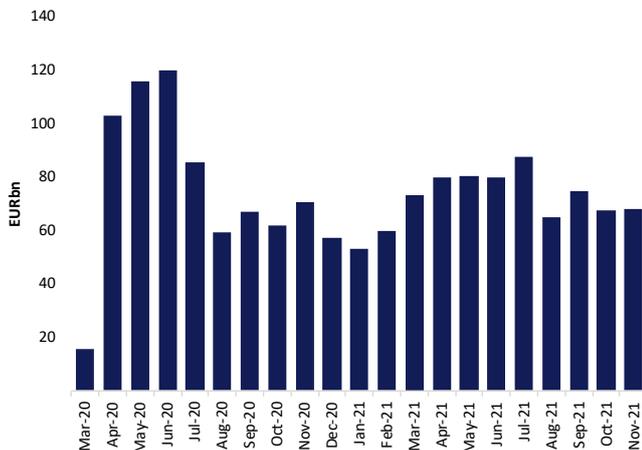
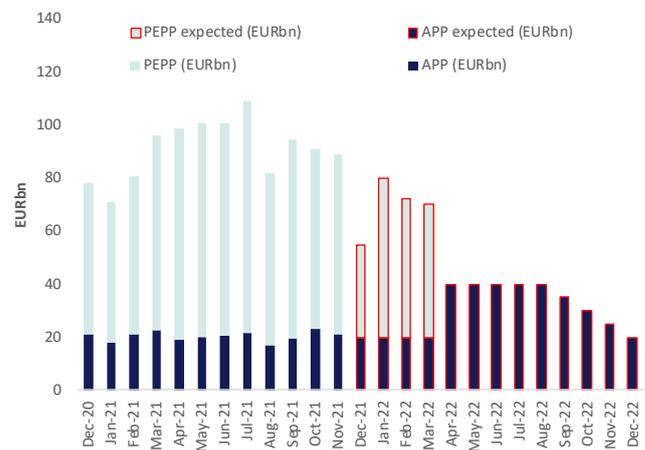
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Wie geht es weiter mit dem PEPP sowie dem APP?

Für das Basisszenario einer sich nicht verschärfenden pandemischen Lage und einem weiteren Vorherrschen des Preisaufliebs rechnen wir damit, dass die EZB die Ankäufe im Rahmen des PEPP zunächst weiterhin mit ihrem moderaten Tempo tätigen und somit den Rahmen von EUR 1.850 Mrd. auf diesem Wege nicht vollumfänglich ausnutzen wird. Während sich in den Monaten Dezember 2021 bis März 2022 bei voller Ausnutzung Ankäufe von monatlich durchschnittlich rund EUR 75 Mrd. ergeben würden, erwarten wir hier mit EUR 50-55 Mrd. im Durchschnitt weiterhin (vgl. z. B. auch unseren [EZB-Preview aus dem November](#)) ein weitaus moderateres Ankauftempo. Gleichwohl erscheint eine anderweitige Verwendung des ungenutzten Teils des „Envelopes“ nicht ausgeschlossen, da das Programm mehr Freiheiten beim Ankauf mit sich bringt als das APP. Die EZB wird außerdem die Fälligkeiten des PEPP – voraussichtlich bis Ende 2023 – weiter reinvestieren und könnte auch hier wieder ein nennenswertes Maß an Flexibilität an den Tag legen. Darüber hinaus rechnen wir damit, dass das APP-Ankaufvolumen temporär erhöht werden dürfte. Wir rechnen in unserem Basisszenario ungefähr mit einer Verdopplung der monatlichen Nettoankäufe von April 2022 bis August 2022 (EUR 40 Mrd.) und einem sukzessiven Rückgang stufenweise um EUR 5 Mrd. auf das Ausgangsniveau (EUR 20 Mrd. pro Monat) zum Jahresende 2022. Dies entspräche EUR 130 Mrd. an zusätzlichem Ankauftvolumen in 2022.

Technische Details bzw. bevorstehende Anpassung der ISIN-Limite?

Für die Zeit ab April 2022 stellt sich außerdem die Frage, inwiefern die EZB Anpassungen an den Regeln des APP vornehmen könnte. Wie bereits erwähnt, sehen wir beim Ankauftempo bzw. den wöchentlichen Transaktionen ein höheres Maß an Flexibilität als sehr wahrscheinlich an. Aktuelle Bloomberg-Umfragen deuten hier zudem eine gewisse Ambivalenz der Marktbeobachter an. So rechnet mit 39% mehr als ein Drittel der befragten EZB-Watcher nicht mit Regeländerungen beim APP auf Sicht der kommenden Monate. Unabhängig davon ist es durchaus wahrscheinlich, dass im Rahmen der Dezembersitzung intensiv über mögliche Adjustierungen an ISIN-Limiten oder Kapitalschlüsseln (Erhöhung Supra-Anteil) diskutiert wird. Wir sehen hier aber keine zeitliche Not, da das Eurosystem auch auf Basis der aktuellen Vorgaben handlungsfähig ist.

PEPP: Monatliche Ankäufe**APP und PEPP: Monatliche Ankäufe und Szenario**

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

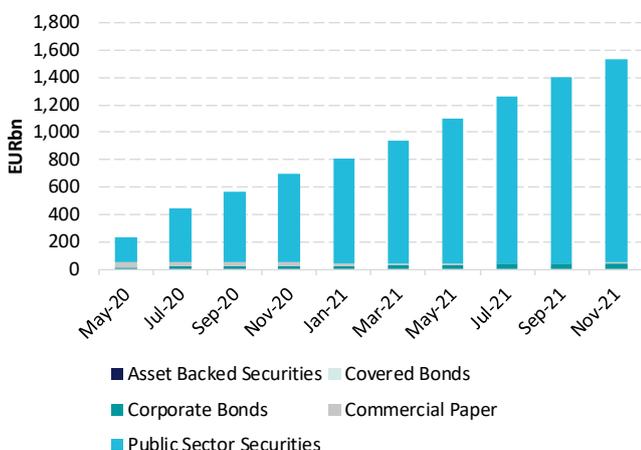
Keine TLTRO-Entscheidung zu erwarten

Mit Blick auf die TLTRO-Tender der EZB rechnen wir auf der morgigen Sitzung eher nicht mit konkreten Entscheidungen und würden dies nicht zuletzt mit dem bisherigen Zeitplan des laufenden TLTRO III-Programms begründen. So erfolgt hier im Dezember mit TLTRO III.10 die letzte Zuteilung. Bezogen auf die Fälligkeiten steht außerdem erst ab September 2022 der erste Termin an. Gleichwohl könnte der EZB-Rat bereits die Jahresmitte 2022 im Hinterkopf haben, da hier nach derzeitiger Ausgestaltung der Konditionen der bestmögliche Zinssatz ausläuft und damit der akkommodierende Effekt von TLTRO III nachlassen könnte. Derzeit wurden den Geschäftsbanken mehr als EUR 2.200 Mrd. am Liquidität über TLTRO III zur Verfügung gestellt. Auch hier wird der EZB-Rat bemüht sein, perspektivisch Klippeneffekte zu vermeiden und möglicherweise unter genauer Beobachtung und Einbeziehung der pandemischen Lage neue Tender ankündigen. Vor dem Hintergrund des aktuellen Zeitplans wird das auch bei der Unterstellung der Notwendigkeit einer hinreichenden Vorlaufzeit jedoch erst ein Thema für das I. Quartal 2022 sein. Unabhängig davon sehen wir in unserem Basisszenario keine abermals so attraktive Konditionsgestaltung voraus. Analog zum PEPP stellt sich auch hier die Ausgangslage ebenso anders dar, als noch zu Beginn der Pandemie. Eine Entlastung der Geschäftsbanken dürfte die EZB außerdem zusätzlich über Anpassungen am Tiering-Faktor im Kontext des Staffelnzinses herbeiführen wollen, so dass ein kompensierender P&L-Effekt, der im Rahmen von TLTRO III für viele Geschäftsbanken zu beobachten war, hier nicht mehr im Fokus stehen dürfte. Auch eine mögliche Anpassung des Tiering-Faktors sollte nach unserer Auffassung erst im neuen Jahr vorgenommen werden und dabei im Zusammenhang eines erwarteten „TLTRO IV“ kommuniziert werden. Tatsächlich sind wir der Auffassung, dass in der derzeit von immer wieder aufkommender Unsicherheit bzw. Ungewissheit mit Blick auf den weiteren pandemischen Verlauf geprägtem Umlauf auch zunehmend taktische Erwägungen eine Rolle spielen könnten. Schließlich können die heute bzw. morgen nicht getroffenen Entscheidungen, die Flexibilität des EZB-Rats in der Zukunft gewissermaßen erhalten. Auch hier sehen wir einen gewissen Charme beim „Sequencing“ der geldpolitischen Ankündigungen.

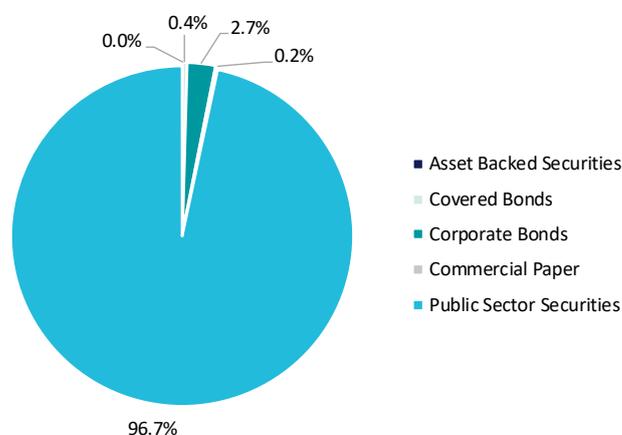
Welche Implikationen hält die EZB-Sitzung für unsere Assetklassen bereit?

Sowohl mit Blick auf das Segment SSA/Public Issuers als auch in Bezug auf den Covered Bond-Markt hält die Dezembersitzung einiges an möglichen Implikationen bereit. Bezogen auf unsere Erwartungen stehen dabei ohne Zweifel die anstehende Beendigung des PEPP sowie die Adjustierungen am APP-Volumen im Vordergrund. Doch auch Hinweise, die den weiteren Umgang der Währungshüter mit der pandemischen Lage und der damit verbundenen Unsicherheit erkennen lassen, würden wir in ihrer Relevanz nicht unterschätzen.

Monatliches PEPP-Ankaufvolumen



Entwicklung des PEPP-Volumens



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

SSA-Segment: Hohes Angebot trifft unverändert auf hohe Nachfrage

Für die öffentliche Hand und das Verharren des Niedrigzinsniveaus waren die Ankaufprogramme des Eurosystems Gold wert. Insbesondere im PEPP entstammen mittlerweile 96,7% des angekauften Volumens dem Public Sector. So kam es selbst durch die frischen Anleihen der EU nicht zu einem Überangebot an aufnahmefähigem Material. Für das SSA-Segment wird vor allem relevant sein, wie die EU und die deutschen Bundesländer mit ihrem Funding in 2022 umgehen werden. Die EU dürfte in 2022 circa EUR 120-150 Mrd. frisches Geld aufnehmen, um ihr NGEU-Programm zu refinanzieren. Damit würde allein dieser Emittent den gesamten Markt für EUR-Covered Bonds übersteigen. Die deutschen Bundesländer dürften ebenfalls einen positiven Net Supply haben, wengleich die Länder noch mit Details zu ihren Kreditermächtigungen geizen und wir nicht vor Mitte Januar mit Konkretisierungen rechnen. Daher trifft insbesondere in Q1 ein hohes Angebot auf eine unverändert hohe Nachfrage. Wengleich sich je nach Ausgestaltung der EZB-Kriterien die Nachfrage des Eurosystems etwas vermindert, haben insbesondere Assetmanager und Bankentreasuries noch hinreichend trockenes Pulver für die anstehenden Neuemissionen. Zudem rechnen wir fest mit Reinvestitionen fälliger Anleihen des Eurosystems bis Ende 2023. Dies alles spricht für seitwärtstendierende Spreads. Auf TLTRO III bzw. IV gehen wir verstärkt im folgenden Absatz ein, da dieses Instrument nur für Förderbanken eine Rolle spielt und in der Vergangenheit zwar genutzt wurde, jedoch für den gesamten Teilmarkt nicht übermäßig zu Buche schlug. Eine Rückkehr der Fundingvolumina auf das Vor-Pandemie-Niveau sehen wir in 2022 noch nicht, zu schwer wiegen die Corona-Belastungen auf den Haushalten, welche der verfassungsrechtliche Hauptgrund für die erneute Aussetzung der Schuldenbremsen in Deutschland auf allen staatlichen Ebenen sind. Auch die Ratingagenturen werden in 2022 ihre Hausaufgaben machen und schauen, welche europäische Regionen die Folgen der Pandemie noch nachhaltig schultern können.

Covered Bonds: Das Ende des PEPP bringt Veränderungen, aber der Covered Bond-Markt blickt eher gebannt auf die Sitzungen im I. Quartal 2022

Im Rahmen unserer Wochenpublikation haben wir regelmäßig Bezug auf die verzerrenden Effekte des APP bzw. des CBPP3 auf den Covered Bond-Markt genommen und gleichzeitig auf die quantitative Bedeutungslosigkeit von Covered Bonds im Kontext des PEPP hingewiesen. Insofern bleiben die direkten Implikationen eines PEPP-Endes für dieses Segment überschaubar. Sofern eine Fortführung des APP in der von uns skizzierten Form eintritt, sehen wir aber durchaus einen nennenswerten Anstieg der Ankäufe von Covered Bonds im Rahmen des CBPP3 voraus. Allein dieser Umstand würde gewissermaßen spreadunterstützend wirken. Gleichwohl rechnen wir aber nicht damit, dass es bei der Verdopplung des APP-Volumens in den Monaten nach dem Ende des PEPP auch zu einer entsprechenden Verdopplung der Ankäufe im Rahmen des CBPP3 kommen muss. Auch hier sollte das Mantra der Flexibilität greifen. Auch im Jahr 2021 hat das Eurosystem am Covered Bond-Markt weniger nachgefragt als in den Jahren zuvor. Während der Anteil des CBPP3 am Gesamt-APP bei 9,6% liegt, kommen die Covered Bonds im Jahr 2021 ytd (Januar bis November 2021) gerade einmal auf 5,2%. Die größere Gefahr geht – zumindest theoretisch – ohnehin von den Entscheidungen aus, die wir für 2022 erwarten. Neuerliche TLTRO-Runden könnten das Angebot an öffentlich-platzierten Covered Bonds einmal mehr nachhaltig schmälern. Wir sehen dies aber ausdrücklich als unser Basisszenario an. Vielmehr könnte ein „TLTRO IV“ am Markt zwar zusätzlich existieren, jedoch aufgrund einer weniger marktfremden Konditionsgestaltung nicht erneut ein derart verzerrendes Ergebnis hervorrufen.

Fazit und Kommentar

„Morgen, Kinder, wird's was geben“ hätte auch der festlich angehauchte Titel unserer EZB-Vorschau sein können. Wir haben uns für die weniger besinnliche Zeile „PEPP am Ende, APP mit Booster?!“ entschieden, da insbesondere das Boostern derzeit in aller Munde ist und fast mehr Verheißung verspricht als das bevorstehende Fest. Während ein Ende des Pandemieankaufprogramms zumindest Hoffnung macht, dass 2022 auch wieder andere Themenkomplexe das Marktgeschehen dominieren, dürfte uns insbesondere das APP in seiner Neuausrichtung wie eine Art Booster vorkommen. Das Inflationsziel der EZB dürfte wieder verstärkt in den Fokus rücken und die Pandemiebekämpfung weiter in den Hintergrund. Dominierend bleibt das Eurosystem dennoch, da allein die Fälligkeiten bis Ende 2023 reinvestiert werden dürften. Dies spricht insbesondere für die Renditen und Spreads im öffentlichen Sektor für eine Seitwärtsbewegung, da diese Assetklasse dem Volumen nach alle anderen Assetklassen im Rahmen der Ankaufprogramme dominiert. Auch aufgrund der allgemeinen Besinnung auf das Wesentliche dürften die Köpfe im EZB-Rat rauchen; es werden harte Nüsse (an)diskutiert oder sogar geknackt werden. Jens Weidmann wird Ende des Jahres eine Lücke bei der Bundesbank hinterlassen – sechs Jahre vor dem regulären Ende seiner Amtszeit. Wir wünschen ihm morgen eine gute Diskussion und eine gelungene letzte Abstimmung, die auf oben skizzierte Fakten hinauslaufen sollte: Ende des PEPP zum Ultimo März 2022, Anpassung des APP, keine Entscheidungen zu TLTRO IV sowie keinerlei Zinswende in 2022 – einmal werden wir noch wach, dann wissen wir, was EZB-Präsidentin Lagarde uns in die Schuhe schiebt. Dem an Corona erkrankten EZB-Vize Luis de Guindos wünschen wir zudem schnelle und vollständige Genesung.

Covered Bonds

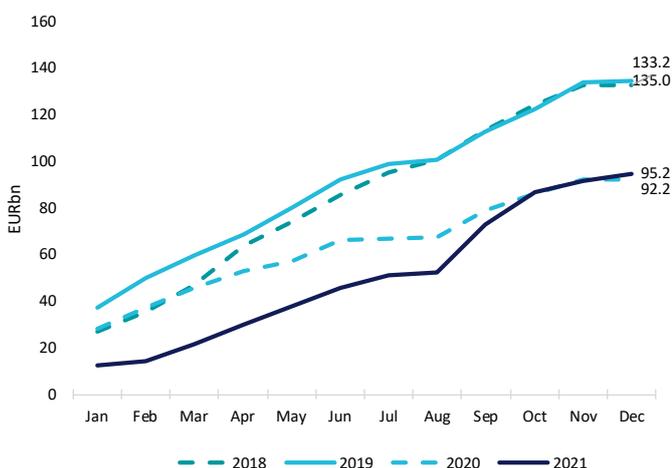
Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2022

Autor: Dr. Frederik Kunze

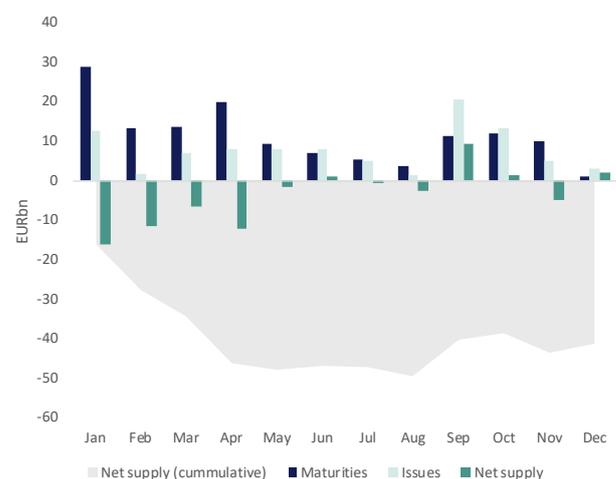
Der Covered Bond-Markt im Jahr 2022: Geprägt nicht nur von der EZB

Im Rahmen unserer Wochenpublikation haben wir uns in der jüngeren Vergangenheit bereits wiederholt zu unseren Einschätzungen für den Covered Bond-Markt im kommenden Jahr geäußert. So rechnen wir in Bezug auf das Emissionsvolumen im EUR-Benchmarksegment mit einer spürbaren Belebung und erwarten Neuemissionen in Höhe von EUR 119 Mrd. (vgl. [NORD/LB Covered Bond & SSA View vom 17. November](#)). Im Hinblick auf den Einfluss der EZB-Geldpolitik auf den Covered Bond-Markt in 2022 haben wir außerdem in der [vorherigen Ausgabe](#) unserer Wochenpublikation ein mögliches Bild gezeichnet und gehen darüber hinaus in unserem heutigen [EZB-Preview](#) darauf weiter ein. Doch tatsächlich wäre es trotz des Einflusses der Geldpolitik auf den Covered Bond-Markt ein zu enges Blickfeld, würde sich für einen 2022er Ausblick nur auf die EZB konzentriert. Schließlich halten die kommenden zwölf Monate noch weitere Entwicklungen oder Meilensteine bereit. Im vorliegenden Artikel möchten wir auf diese eingehen und dabei auch die kurz-, mittel- und längerfristigen Bestimmungsfaktoren für das Emissionsvolumen sowie mögliche Spreadentwicklungen diskutieren.

EUR BMK: Emissionsverlauf



EUR BMK: Net Supply 2021 (ytd)



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

Ein kurzes Schlaglicht auf den aktuellen Rand

Das sich dem Ende neigende Jahr 2021 hat in den vergangenen Handelswochen noch einmal das ein oder andere Lebenszeichen gesendet, was schließlich in einer bei den äußeren Umständen durchaus als rege zu bezeichnenden Emissionstätigkeit in den letzten drei bis vier Monaten des Jahres gemündet ist. Tatsächlich legen die Covered Bond-Emissionen, aber auch der ein oder andere Senior Unsecured-Deal, im Dezember den Schluss nahe, dass einige Emittenten Pre-Funding auch deshalb betreiben, um eine möglicherweise stark ausgeprägte Emissionsaktivität in den ersten Handelswochen des neuen Jahres zu umgehen – ein Gedanke, den wir noch aufgreifen werden.

Primärmarkt 2022: Fälligkeiten treiben wieder stärker das Emissionsaufkommen

Für das Jahr 2022 rechnen wir bei Fälligkeiten im Volumen von EUR 138 Mrd. und Neuemissionen in der Größenordnung von EUR 119 Mrd. zwar erneut mit einer Schrumpfung des EUR-Benchmarksegments, prognostizieren hier aber mit einer negativen Net Supply in Höhe von EUR 19 Mrd. einen betragsmäßig deutlich niedrigeren Wert als noch in 2021 (EUR -41 Mrd.). Zudem sehen wir in 2022 mit Blick auf die Jurisdiktionen eine heterogene Landschaft was das Nettoangebot anbelangt. Wir rechnen darüber hinaus mit einem dynamischen Wachstum in der APAC-Region und den Überseemärkten; aber auch – bedingt durch Newcomer – in der CEE-Region. Ausgeprägte Schrumpfungen erwarteten wir erneut für Spanien, was nicht zuletzt eine Folge der voranschreitenden Bankenkonsolidierung sein sollte. Wir sehen die Finalisierung der EU Covered Bond-Harmonisierung eindeutig als stützendes Element, wohingegen der ESG-Trend eher neutral bis leicht stützend sein sollte. Unsicherheitsfaktoren bleiben der weitere Verlauf der Pandemie, aber auch die Erwartungsbildung an den Finanz- und Kapitalmärkten mit Blick auf die Geldpolitik im Euroraum.

NORD/LB-Prognose 2022: Emissionen und Fälligkeiten nach Jurisdiktionen

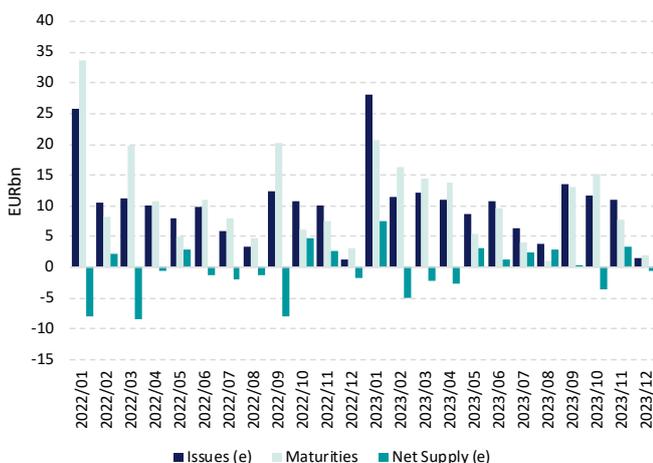
Jurisdiction	Issues 2021 as at 14. December 2021	Outstanding volume as at 14. December 2021	Maturities 2022	Issues 2022e	Net supply 2022e
AT	5.5	32.5	3.0	5.5	2.5
AU	6.0	27.9	7.5	6.0	-1.5
BE	2.5	17.3	2.8	2.5	-0.3
CA	9.0	60.0	8.0	9.0	1.0
CH	0.0	1.3	1.3	0.0	-1.3
CZ	0.5	0.5	0.0	0.5	0.5
DE	21.0	157.2	21.1	21.0	-0.1
DK	1.5	7.0	2.5	1.5	-1.0
EE	0.5	0.5	0.0	0.5	0.5
ES	4.0	80.0	13.7	4.0	-9.7
FI	4.5	29.0	4.8	4.5	-0.3
FR	30.0	221.0	30.8	30.0	-0.8
GB	4.0	30.9	8.3	4.0	-4.3
GR	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
HU	0.5	0.0	0.0	0.5	0.5
IE	0.0	3.5	1.8	0.0	-1.8
IT	4.5	51.9	7.8	4.5	-3.3
JP	1.5	4.9	0.0	1.5	1.5
KR	2.0	5.6	0.0	2.0	2.0
LU	0.0	1.5	0.0	0.0	0.0
NL	5.0	63.3	5.3	5.0	-0.3
NO	7.0	51.0	8.0	7.0	-1.0
NZ	2.5	9.5	1.8	2.5	0.8
PL	0.5	2.1	0.6	0.5	-0.1
PT	0.0	5.8	2.8	0.0	-2.8
SE	3.0	29.6	5.0	3.0	-2.0
SG	1.5	7.3	1.5	1.5	0.0
SK	2.0	3.5	0.0	2.0	2.0
Total	95.15	904.8	138.0	119.0	-19.0

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

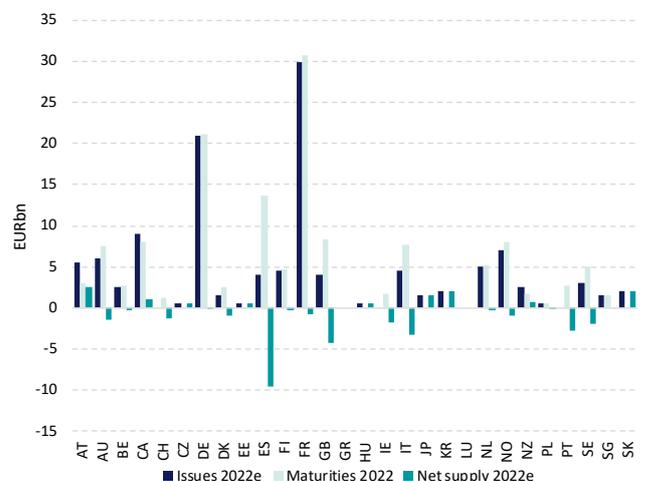
Grundüberlegungen zu den prognostischen Rahmenparametern für 2022

Bei der Ableitung unserer Angebotsprognose in Höhe von EUR 119 Mrd. haben wir eine Vielzahl von Rahmenparametern berücksichtigt bzw. Annahmen getroffen, die insbesondere das Emissionsverhalten auf Jurisdiktionsebene adäquat abbilden sollten. Die Unsicherheit mit Blick auf unsere Angebotsprognose ist in der Logik dieser Vorgehensweise entsprechend auch maßgeblicher Bestimmungsfaktor für die Prognoseunsicherheit mit Blick auf die Spreads. Zu denken wäre in diesem Kontext an eine von unserem Preview abweichende EZB-Geldpolitik, die den Primärmarkt treffen und eine unseres Erachtens ungewünschte Renaissance der einbehaltenen Covered Bonds mit sich bringen könnte. Andererseits könnten insbesondere Wachstumsmärkte wie die CEE-Region oder auch die Emittenten aus Kanada und dem Asien-Pazifik-Raum eine höhere Dynamik an den Tag legen, als wir heute vermuten. Auch ein ausgeprägteres Wachstum der Immobilienmärkte oder eine – u. a. durch die Aktivität im ESG-Segment verstärkte – Dynamik bei Public Sector Covered Bonds könnte theoretisch in 2022 verantwortlich für eine Überraschung nach oben sein. In Bezug auf die erwartete Spreadentwicklung bildet die Angebotsprognose wie eingangs erwähnt die Grundlage für die markttechnische Betrachtung, in der wir die Fälligkeiten gegenüberstellen, um auf die Net Supply für 2022 (erwartet: EUR -19 Mrd.) zu kommen. In Verbindung mit der Nachfrageseite – hier taucht dann erneut die EZB als bedeutender Spieler auf, der in 2022 durch Reinvestitionen und Nettoankäufe den Markt dominieren wird – können wir schließlich mögliche Impulse für die Spreads ableiten. Aus Richtung der Fundamentalfaktoren (z. B. Kreditqualität der Emittenten oder Werthaltigkeit der Cover Assets) können ebenso Impulse auf die Spreads ausgehen, wobei wir hier in den kommenden zwölf Monaten nicht mit starken Veränderungen rechnen würden. Kurzfristig könnte vor allem die Marktstimmung als treibender Faktor für Spreadbewegungen sorgen. Große Überraschungen auf der morgigen EZB-Sitzung oder auf dem ersten Treffen in 2022 könnten z. B. genau dann zu Ausweitungen führen, wenn die Ankaufprogramme schneller als erwartet zurückgefahren würden bzw. dieses angekündigt würde.

Net Supply-Prognose 2022/23



Net Supply-Prognose 2022 nach Jurisdiktionen



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

EZB-Nachfrage wird signifikant bleiben, aber nicht alleiniger Einflussfaktor sein

Auch in 2022 wird der Covered Bond-Markt durch das Eurosystem als Käufer, der preisinsensitiv auftritt, begleitet. Gleichwohl gehen wir davon aus, dass in 2022 auch etwas mehr Platz für Investoren sein wird. Während sich die EZB bei den APP-Ankäufen mit einem Covered Bond-Anteil von 5,2% auch aufgrund des geringeren Angebots in 2021 zurückgehalten hat, sehen wir das Eurosystem keineswegs dazu gezwungen, bei den Ankäufen in 2022 auf das historische Level eines APP-Anteils von knapp 10% zu kommen. Gleichmaßen muss eine Erhöhung des APP (vgl. [EZB-Preview](#)) nicht zu einem pro rata-Anstieg bei den Ankäufen im Rahmen des CBPP3 führen. Wie die eingangs erwähnten Anzeichen für Pre-Funding in 2021 andeuten dürften in den ersten Handelswochen ein hohes Emissionsaufkommen auch am Covered Bond-Markt zu erwarten sein. Dies sollte in der Tendenz auch eine Rückkehr von signifikant positiven Neuemissionsprämien zur Folge haben. In einer entsprechenden Marktphase sehen wir es außerdem als sehr wahrscheinlich an, dass die Sekundärmarktpreise den Neuemissionen folgen würden, was – zumindest zeitweise – dezente Spreadsteigerungen zur Folge haben könnte.

Ratings: Fundamentaldaten für Covered Bonds äußerst robust in 2022 erwartet

Mit Blick auf die fundamentale Entwicklung des Marktes ist von einem äußerst robusten Bild auszugehen. Diese Einschätzung leiten wir nicht zuletzt aus den jüngst veröffentlichten Ratingausblicken der Ratingagenturen ab. Sowohl mit Blick auf die Emittentenratings als auch in Bezug auf die Covered Bond-Programme stehen hier die Zeichen auf Stabilität. In der Tendenz sehen die Agenturen eher Verbesserungen der Kreditqualität als Folge der Covered Bond-Harmonisierung. Auch die Immobilienmärkte in den Covered Bond-Jurisdiktionen sollten sich in 2022 durch ein signifikantes Maß an Stabilität auszeichnen. Das Wachstumstempo dürfte sich in einigen Regionen aber merklich abschwächen. Es sollte dabei aber auch nicht ignoriert werden, dass sich durch die Preisentwicklungen der vergangenen Jahre für einige Märkte ein nennenswertes Rückschlagspotenzial für die Zeit nach 2023 aufgebaut haben dürfte. Wir sehen in diesem Zusammenhang aber die mitigierende Wirkung der Anforderungen an die Qualität der Deckungswerte, Beleihungsausläufe sowie Übersicherungsquoten als hinreichend an, um Covered Bonds von diesen Verwerfungen abzuschirmen.

NORD/LB Spread Forecast 2022

Current levels					as of 30/06/2022(e)					Expected spread change				
in bp	3y	5y	7y	10y	in bp	3y	5y	7y	10y	in bp	3y	5y	7y	10y
AT	-0.4	0.5	0.9	2.6	AT	4.0	5.0	4.5	6.0	AT	4.4	4.5	3.6	3.4
AU	1.8	5.1	8.5	12.5	AU	10.0	9.0	12.5	16.0	AU	8.2	3.9	4.0	3.5
BE	-2.2	-1.3	-0.1	3.5	BE	2.0	3.0	4.5	7.0	BE	4.2	4.3	4.6	3.5
CA	0.9	2.7	4.7	5.7	CA	7.0	7.0	8.5	9.0	CA	6.1	4.3	3.8	3.3
CZ	8.8	8.8			CZ		13.0			CZ		4.2		
DE	-3.5	-3.1	-2.6	-1.1	DE	0.0	1.0	1.5	2.0	DE	3.5	4.1	4.1	3.1
DK	0.9	1.9	2.1		DK	9.0	6.0	6.5		DK	8.1	4.1	4.4	
EE	7.5	7.5			EE		12.0			EE		4.5		
ES_Multi	11.7	15.8	15.2	11.4	ES_Multi	18.0	20.0	19.5	14.0	ES_Multi	6.3	4.2	4.3	2.6
ES_Single	5.5	4.5	4.8	5.5	ES_Single	11.0	9.0	8.5	9.0	ES_Single	5.5	4.5	3.7	3.5
FI	-5.2	-4.3	-3.2	-1.5	FI	-1.0	0.0	0.5	2.0	FI	4.2	4.3	3.7	3.5
FR	-2.1	-1.2	-0.2	2.8	FR	1.0	3.0	3.5	6.0	FR	3.1	4.2	3.7	3.2
GB	5.5	6.6	6.0	6.7	GB	11.0	11.0	10.5	10.0	GB	5.5	4.4	4.5	3.3
IE	-0.2	1.9			IE	2.0	6.0			IE	2.2	4.1		
IT	4.4	3.9	3.8	6.5	IT	25.0	8.0	7.5	10.0	IT	20.6	4.1	3.7	3.5
JP	14.2	19.1	19.9	16.9	JP	21.0	23.0	23.5	20.0	JP	6.8	3.9	3.6	3.1
KR	12.2	12.5			KR	28.0	17.0			KR	15.8	4.5		
LU	14.2	17.6	17.6		LU	17.0	22.0	21.5		LU	2.8	4.4	3.9	
NL	1.4	3.1	2.3	2.2	NL	4.0	7.0	6.5	5.0	NL	2.6	3.9	4.2	2.8
NO	-1.3	0.8	2.0	2.5	NO	4.0	5.0	6.5	6.0	NO	5.3	4.2	4.5	3.5
NZ	4.1	8.7	13.3	15.0	NZ	11.0	13.0	17.5	18.0	NZ	6.9	4.3	4.2	3.0
PL	11.9				PL	26.0				PL	14.1			
PT	4.6	3.8	-1.2		PT	21.0	8.0	2.5		PT	16.4	4.2	3.7	
SE	-2.3	-0.4	1.4	4.1	SE	2.0	4.0	5.5	7.0	SE	4.3	4.4	4.1	2.9
SG	3.7	5.7	7.6	7.8	SG	12.0	10.0	11.5	11.0	SG	8.3	4.3	3.9	3.2
SK	6.9	7.6	7.9	8.0	SK		12.0	12.5	11.0	SK		4.4	4.6	3.0

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

Spreaderwartungen für 2022: Leicht aufwärts

In der Summe sehen wir ein dezentes Aufwärtspotenzial bei den Spreads über alle von uns betrachteten Laufzeiten und Jurisdiktionen hinweg. Diese Entwicklung sehen wir vor allem als Resultat der leicht veränderten markttechnischen Rahmenbedingungen an, rechnen aber auch mit durch die allgemeine Marktstimmung getriebenen temporären Spreadausweitungen bis zur Jahresmitte 2022. Zeitlich darüber hinaus sollte uns die aus dem Vorjahr in weiten Teilen bekannte Seitwärtsbewegung erhalten bleiben.

Was bringt die Covered Bond-Harmonisierung?

Mit der verbindlichen Anwendung der neuen – auf Basis der Covered Bond-Richtlinie umgesetzten – nationalen rechtlichen Rahmenwerke zum 08. Juli 2022 geht die EU-Harmonisierung über die Zielgerade. Wie bereits angedeutet wirken sich die Anpassungen in der Summe positiv auf die Kreditqualität der Covered Bonds in allen Jurisdiktionen aus. Das Gefahrenpotenzial bei nicht rechtzeitiger bzw. nicht vollständiger Umsetzung ist durch weitreichende Grandfathering-Regelungen begrenzt. Neben der Kreditverbesserung sollte die EU-Harmonisierung nach unserer Einschätzung auch ein begünstigender Faktor für das Wachstum des Segments sein. So sehen wir es als Impuls für neue Emittenten oder auch neue Jurisdiktionen an. Über das Jahr 2022 hinaus sehen wir außerdem wichtige Vorhaben wie die Drittstaatenanerkennung oder auch die Entwicklung eines Marktes für European Secured Notes (ESN) als weitere Dual Recourse-Klasse als interessante Entwicklungen an.

ESG, ein Schlagwort auch für den Covered Bond-Markt im Jahr 2022

Das Inkrafttreten des delegierten Rechtsakts zur EU-Taxonomie (vgl. [Marktteil Covered Bonds](#)) ist ein bedeutender Meilenstein für grüne Finanzierungen und damit letztlich auch für Green Covered Bonds. So sollte das Jahr 2022 auch im Zeichen einer weitgreifenden Überarbeitung von grünen bzw. nachhaltigen Rahmenwerken auch zur Platzierung von Covered Bonds stehen. Wir sehen das ESG-Segment auch im Covered Bond-Universum weiter auf Wachstumskurs. Dabei sollten die Green Covered Bonds weiterhin eine dominante Stellung in Bezug auf das Emissionsvolumen einnehmen. Mit der generischen Weiterentwicklung von Marktstandards und Vorgaben wird sich auch der Covered Bond-Markt weiterentwickeln (müssen). Das gilt nicht zuletzt auch für die zugrundeliegenden Assets. So muss z. B. bei einigen hypothekarischen Deckungswerten davon ausgegangen werden, dass sich auch gegen den Trend der allgemeinen Preissteigerungen Verschlechterungen bei der Werthaltigkeit ergeben. Neben der nicht gegebenen Möglichkeit der Nutzung als Deckungswert für Green Covered Bonds ist in diesem Zusammenhang an eine zu starke Abweichung von energetischen Standards aber auch an höhere Kosten der Bewirtschaftung zu denken. Beides kann die Kreditqualität belasten. Allerdings sehen wir eine hohe Wahrscheinlichkeit dafür, dass Hauseigentümer perspektivisch im stärkeren Umfang Maßnahmen zur Renovierung, Modernisierung bzw. energetischen Sanierung auf den Weg bringen werden. Im Umkehrschluss würde die EU-Taxonomie damit ein wesentliches Ziel des Plans erreichen. Abseits der grünen Assets bzw. Green Covered Bonds sehen wir auch nennenswertes Potenzial für Social Bonds bzw. soziale Deckungswerte. Auch die stärkere Verschuldung der öffentlichen Hand im Zuge der Coronakrise kann hier nach unserer Auffassung in dieser Argumentation herangezogen werden. So nehmen die Lokalregierungen in Europa vielerorts Aufgaben wahr, die mit den Anforderungen an Social Covered Bonds vereinbar sein könnten. Insbesondere in Frankreich, Deutschland und Spanien ist zudem generell von gut entwickelten Public Sector-Teilmärkten zu sprechen. Im Hinblick auf hypothekarisch-besicherte Social Covered Bonds hat zuletzt das Vereinigte Königreich mit dem Deal der Yorkshire Building Society den Fokus auf sich gelenkt.

Emissionen abseits der EUR-Benchmarks: Auch ein Thema in 2022

Auch wenn das EUR-Benchmarksegment den für uns bedeutendsten Teil des Covered Bond-Segments markiert, lohnt nach unserer Auffassung immer wieder der Blick auf das EUR-Subbenchmarksegment wie auch auf die Benchmark-Teilmärkte abseits des Euro. Dies gilt auch für das kommende Jahr 2022. Mit Blick auf das EUR-Subbenchmarksegment würden wir das dahingehend begründen, dass dieser Teilmarkt für einige Emittenten die Möglichkeit eröffnet, auch bei vergleichsweise kleinen Cover Pools regelmäßig auf die Investoren zuzugehen. Dies kann insbesondere für Debütanten ein sinnvoller Weg sein, wenn damit das Ziel verfolgt wird, sowohl eine eigene Kurve als auch eine Investorenbasis aufzubauen. Auch mit Blick auf die öffentliche Platzierung von Green Covered Bonds dürfte in 2022 für einige Emittenten ein gewisser Charme vom EUR-Subbenchmarksegment ausgehen. In Bezug auf Covered Bond-Benchmarks wird auch das Jahr 2022 einige Deals bereithalten. Dabei rechnen wir insbesondere mit Deals aus der Asien-Pazifik-Region (vor allem Australien aber auch Südkorea) als auch aus Kanada. Doch auch einige deutsche Pfandbriefbanken sollten insbesondere die Währungen US-Dollar und Pfund Sterling in das Visier nehmen. Wir rechnen je nach Emittent und Währung auch für 2022 mit einem nicht eindeutigen Mix aus von möglichen Pricing-Vorteilen sowie vom tatsächlichen FX-Fundingbedarf getriebenen Emissionen abseits des Euro. Eine Sonderrolle nehmen dabei sicherlich einmal mehr Jurisdiktionen wie Norwegen, Schweden sowie insbesondere Dänemark und das Vereinigte Königreich ein, da hier bei Covered Bonds der Rückgriff auf die Heimatwährung nicht unüblich ist.

Fazit

Die Geldpolitik wird auch im Jahr 2022 der bedeutendste Einflussfaktor auf das Geschehen am Covered Bond-Markt bleiben. Vor allem das Ankaufprogramm CBPP3 wird hier signifikant auf die Spreadentwicklung einwirken und das Niveau insgesamt niedrig halten. Tatsächlich würden wir – trotz der augenscheinlichen Dominanz dieses Themas – die Bedeutung anderer Entwicklungen und Trends nicht kleinreden wollen. Denn auch hier hält 2022 einiges bereit. Die Zielgerade der Covered Bond-Harmonisierung und der damit im engen Zusammenhang stehende Startschuss für Folgeprojekte ist nur ein Thema. So kann ein neues Covered Bond-Gesetz auch als Wiege für neue oder wiederkehrende Emittenten dienen. Ebenso ist das ESG-Segment in seiner Relevanz nicht zu unterschätzen. Schließlich können auch Covered Bonds damit sowohl einem steigenden Investoreninteresse nachkommen als auch ihre eigenen ESG-Ziele unterstützen und dabei die gesamte Wertschöpfungskette mit einbeziehen. Dass ESG-Emissionen bei Covered Bonds nicht den EUR-Benchmarks vorenthalten sind, zeigen auch die Emissionen grüner EUR-Subbenchmarks in 2021. Wir sehen aber nicht nur deshalb das EUR-Subbenchmarksegment auf Wachstumskurs und rechnen insgesamt mit weiterem Wachstum in diesem an Bedeutung gewinnenden Nischenmarkt.

SSA/Public Issuers

SSA-Ausblick 2022: Öffentliche Hand zwischen EZB & Corona

Autor: Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Öffentliche Emittenten zwischen Pandemie und EZB-Ankaufprogrammen

Unseren Ausblick auf die morgige letzte EZB-Sitzung des Jahres vorangestellt, gehen wir im Basisszenario davon aus, dass die EZB nicht nur ihren Instrumentenkasten überdenkt, sondern auch wegweisend handeln wird. So scheint es, als würde sie das Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) trotz hoher Fallzahlen in vielen Ländern gepaart mit der Omikron-Variante dennoch zum Ende März 2022 auslaufen lassen ([siehe separater Artikel](#)). Danach rückt dann wieder verstärkt in den Fokus, ob und wie zusätzlich das ursprüngliche Asset Purchase Programme (APP) ausgeweitet und/oder verlängert werden wird, in welchem ebenfalls vorrangig Titel öffentlicher Emittenten erworben werden (Public Sector Purchase Programme; PSPP). Damit wäre der größte Teil der Nachfrageseite durch einen einzigen Player abgedeckt. Die EZB wird auch über das Jahr 2021 hinaus als „Staubsauger“ auf dem SSA-Sekundärmarkt agieren. Staatsfinanzierung durch die Vordertür, sprich am Primärmarkt, wird auch weiterhin untersagt bleiben. Jedoch halten auch die institutionellen Investoren eine Menge trockenes Pulver bereit: Sicher nicht nur, um in das Segment ESG (Anlagekriterien: Environmental, Social, Governance) zu investieren, sondern auch, um ihre LCR-Portfolien zu steuern oder Asset-Liability-Management zu betreiben und folglich Aktiv- und Passivseite der Bilanz in Einklang zu bringen. Unverändert scheint der Anlagezustand der institutionellen Investoren schnell beschrieben zu sein, wenn auch nach Jahren der Niedrigzinsphase weiterhin Bonds mit deutlich negativen Renditen und/oder Spreads gezeichnet werden (müssen).

EZB: Viel hilft viel?

Auch das Jahr 2022 dürfte für das SSA-Segment somit ganz im Zeichen des expansiven geldpolitischen Kurses der EZB stehen. Ab spätestens April 2022 greift dann eine Fallunterscheidung: Während im Rahmen des PEPP dann nur noch bis Ende 2023 in Fälligkeiten reinvestiert werden dürfte, kommt über das APP bzw. PSPP monatlich frisches Geld in den Markt. Von einer Ankündigung der Notenbank, die monatlichen Wertpapierkäufe einzustellen, sind wir unserer Analyse nach weit entfernt. Somit ebnet die EZB ein Stückweit den Weg für seitlich tendierende Spreads für den gesamten Jahresverlauf 2022. Zumindest erwarten wir keine technisch getriebene Spreadausweitung am Rentenmarkt, wenngleich eine sentimentgetriebene Ausweitung möglich wäre (Impfdurchbrüche und weitere Covid-Varianten). Dies gilt insbesondere für die bei uns im Fokus stehenden europäischen Supranationals und Agencies sowie deutsche Bundesländer. Aber auch andere Regionen innerhalb des Eurowährungsraums mit deutlich geringerem Angebot an Anleihen (so zum Beispiel belgische oder französische Regionen) sind hiervon betroffen. Überseeregionen wie in Kanada oder Down Under profitieren ebenfalls vom Niedrigzinsumfeld mit Blick auf ihre Refinanzierung, sind jedoch auch teilweise anders von der Pandemie betroffen als Deutschland. Dies gilt auch für nicht vorhersagbare Naturkatastrophen wie Waldbrände, wodurch das Emissionsvolumen in der Vergangenheit bereits mehrfach unterjährig anstieg. Die EZB-Ratsmitglieder sowie das dem Rat vorstehende Direktorium haben klare Aussagen bisher vermieden und wegweisende Entscheidungen auf die morgige finale Sitzung in 2021 geschoben. Im Folgenden wollen wir unsere Einschätzungen für 2022 vorstellen.

Der (Net) Supply muss noch differenzierter als in der Vergangenheit betrachtet werden

Mittlerweile haben die meisten Emittenten ihre Refinanzierung für das laufende Jahr abgeschlossen bzw. befinden sich auf der Funding-Zielgeraden. Insgesamt dürfte es 2021 zu EUR-Benchmarkemissionen (der von uns analysierten SSAs) in einer Größenordnung von über EUR 324 Mrd. gekommen sein. Nach z.B. rund EUR 190 Mrd. in 2017 oder EUR 166 Mrd. in 2019 ist dies pandemiebedingt ein abermaliger Anstieg (2020: EUR 303 Mrd.). Immerhin kamen deutsche Bundesländer 2021 ohne Nachtragshaushalte durch das Pandemiejahr. Zudem waren alle am Markt gespannt, dass nicht nur die EZB mit ungeahnten Summen agiert und hantiert, sondern auch die Europäische Union bis dato entschieden gehandelt und bis 2026 noch sehr viel vorhat. Dies wird das Fundingvolumen in 2022 (und darüber hinaus) ebenfalls maßgeblich beeinflussen. Für das kommende Jahr gehen wir folglich – mit einer gewissen Unsicherheit behaftet – von EUR-Benchmarkemissionen von abermals über EUR 300 Mrd. aus. Dies würde rückblickend gesehen erneut dem Vorkrisenvolumen von zwei Jahren kumuliert entsprechen.

Fokus: Deutsche Bundesländer

Aufgrund der Pandemielage war 2020 nach einem ersten Spreadschreck ein sehr hoher Aktionismus insbesondere in EUR-Benchmarks festzustellen. Selbst BAYERN und SAXONY kehrten dereinst an den Kapitalmarkt zurück – zwei echte und zugleich rare Alternativen im besten Ratingsegment. Auch in 2021 traf hier ein überproportional hohes Angebot auf eine riesige Nachfrage. Nun scheint mit Blick auf das PEPP der Einstieg in den Ausstieg aus den ersten quantitativen Maßnahmen der EZB anzustehen. Je nach Impffortschritt und Varianten könnten die Spreads sogar erst noch einmal nachgeben, bevor sie sich in etwa auf dem jetzigen Niveau stabilisieren und bis Ende 2022 in einem recht engen Kanal seitwärts laufen dürften.

Kreditemächtigungen deutscher Bundesländer: 2021 vs. 2022e (in EUR Mrd.)

	2021	2022e
Baden-Württemberg	21,39	9
Bayern	11,96	1
Berlin	6,61	6
Brandenburg	4,55	2
Bremen	2,79	3
Hamburg	4,57	2
Hessen	8,04	7
Mecklenburg-Vorpommern	3,20	1
Niedersachsen	7,64	7
Nordrhein-Westfalen	29,20	14
Rheinland-Pfalz	7,88	6
Saarland	2,20	2
Sachsen	2,80	1
Sachsen-Anhalt	1,75	2
Schleswig-Holstein	3,78	3
Thüringen	1,00	1
Summe	119,36	67

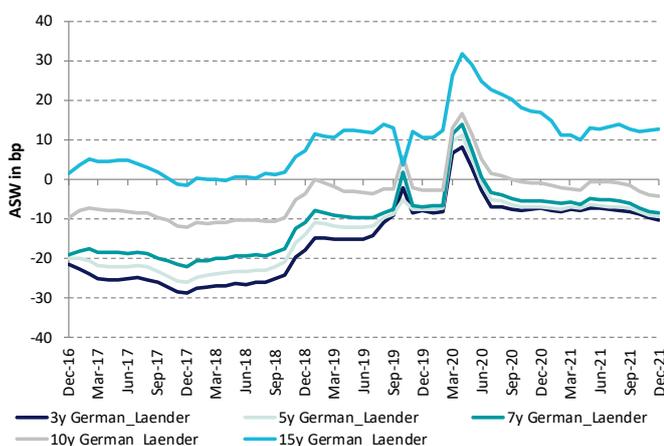
e = estimate

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

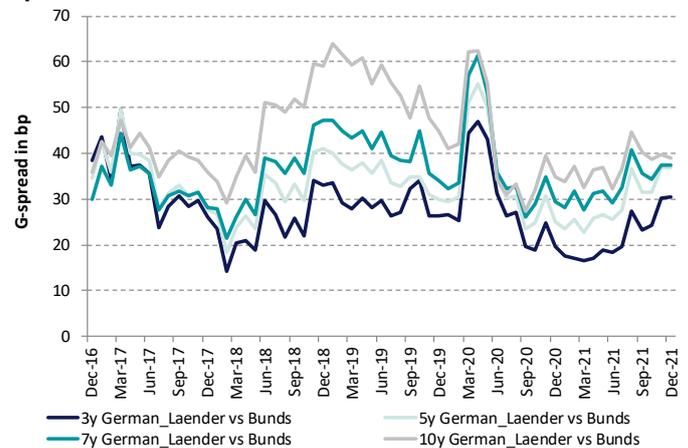
Bundesländer mit niedrigerem Funding in 2022 erwartet

Im Bereich der Regional Bonds stellen die Anleihen deutscher Bundesländer unverändert den mit Abstand bedeutendsten Sub-Sovereign-Markt dar – vor allem in 2020, aber auch in 2021 haben hier die 16 Länder ihren Vorsprung und somit ihre Bedeutung erneut ausgebaut. Zuvor war allerdings seit Jahren ein Rückgang der Fundingvolumina festzustellen. Für 2022 rechnen wir brutto mit der Platzierung neuer Anleihen im Umfang von EUR 65-85 Mrd. Demgegenüber stehen Fälligkeiten in Höhe von knapp EUR 57 Mrd. In beiden Fällen handelt es sich nicht nur um EUR-Benchmark-Anleihen, sondern auch um Fremdwährungen sowie Schuldscheindarlehen, jedoch dürfte der Trend eines positiven Net Supply somit vorgezeichnet sein und die Relevanz deutscher Länderanleihen in diesem Segment erneut unterstreichen. In den Jahren zuvor profitierten die Haushalte der Bundesländer von der soliden konjunkturellen Entwicklung in Deutschland. Sowohl die gesamtwirtschaftliche Entwicklung pre-Corona als auch die in die Zukunft gerichteten Stimmungsindikatoren deuteten auf eine Fortsetzung des robusten gesamtwirtschaftlichen Umfeldes hin, was sich bis Corona positiv auf die Einnahmen- und Ausgabensituation der öffentlichen Haushalte ausgewirkt hatte. Zum anderen war die Haushaltsdisziplin der Bundesländer vor dem Hintergrund der seit 2020 auch auf Länderebene geltenden Schuldenbremse bereits sehr viel ausgeprägter als in der Vergangenheit. Im Jahr der Aktivierung der Schuldenbremse hätten sich wohl auch selbst die größten Pessimisten nicht träumen lassen, dass diese umgehend aufgrund einer Notlage außer Kraft gesetzt werden musste und auch für 2021 sowie 2022 ausgesetzt bleibt. Dieser Tatbestand ist gesetzlich vorab so eingeplant gewesen mit der Hoffnung, diesen Passus nie bis selten ziehen zu müssen, und wenn dann eher aufgrund einer „normalen“ Rezession. Das für 2022 von uns erwartete und gegenüber den Jahren 2020 und 2021 zwar rückläufige Primärmarktangebot, historisch gesehen aber immer noch hohe Volumen, sollte aus unserer Sicht dazu führen, dass die notenbankinduzierten Spreadbewegungen in diesem Segment sehr begrenzt bleiben. Da bei der Refinanzierung der Bundesländer in den letzten Jahren eine stärkere Fokussierung auf lange Laufzeiten zu erkennen war, dürfte dies aus unserer Sicht auch im kommenden Jahr Bestand haben. Mit Stand vom 10. Dezember 2021 wurden seit 2015 über 524 unterschiedliche deutsche Anleihen erworben. Demgegenüber stehen 107 ISINs von anderen europäischen, regionalen Emittenten (u.a. VDP, IDF, WALLOO, FLEMSH, MADRID).

Spreadbewegungen deutscher Bundesländer



Spreads Bundesländer vs. Bunds



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research; Daten vom 13.12.2021 eod

Andere europäische Regionen im Rahmen des PSPP

Während die deutschen Bundesländer vermutlich bereits wie beschrieben agieren werden, schauen wir auch immer wieder auf die französischen Regionen Île-de-France (IDF) und Ville de Paris (VDP) oder auch auf die belgischen Pendants (u.a. FLEMSH und WALLOO) sowie aus Übersee kanadische Provinzen (BRCOL, ALTA etc.). Dieses Segment nennen wir seit 2021 „Beyond Bundesländer“. Insbesondere die Franzosen tun sich auch immer wieder als ESG-Emittenten hervor. Auch aus Madrid kam wieder verstärkt Supply, immerhin wurde diese Region bereits mit 21 unterschiedlichen ISINs in die Bücher des Eurosystems gebucht. Durch das Raster fiel lange Zeit die Generalitat de Catalunya. Das Rating der spanischen Autonomen Gemeinschaft Katalonien (Ticker: GENCAT) lag stets nicht im Bereich „Investment Grade“ und war daher lange nicht für das Eurosystem ankaufbar. Das hat sich mittlerweile geändert und ein Bond fand den Weg in die Bücher des Eurosystems. Andere spanische Regionen hingegen sind schon in nennenswertem Umfang angekauft worden, wie die nachstehende Tabelle zeigt. Auch weniger bekannte Ticker wie die belgischen LCFB und BRUCAP tauchen hier auf. In besagten Regionen erwarten wir in 2022 ebenfalls anziehende Fundingaktivitäten, wie u.a. die Benchmarkanleihen aus JUNGAL, NIEDOE, WALLOO oder LCFB unterstrichen. Aber auch GOVMAD sowie AZORES verstärkten den Trend mit ihren Sub-Benchmarks. Interessant ist unverändert, dass nicht ein einziger Bond einer italienischen Region erworben wurde. Unserer Einschätzung nach ist der Gesamtmarkt italienischer Staatsanleihen hinreichend groß, um nicht von BTPs abweichen zu müssen und den Kapitalschlüssel dennoch einhalten zu können. Dies galt in ungleich kleinerem Umfang lange Zeit auch für Österreich.

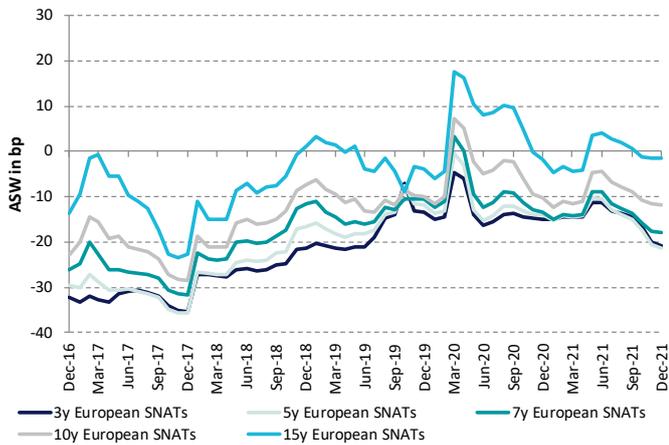
EZB-Ankaufliste für das PSPP – regionale europäische Emittenten

Emittent	Jurisdiktion	Anzahl bereits angekaufter ISINs	Emittent	Jurisdiktion	Anzahl bereits angekaufter ISINs
BADWUR	DE	23	IDF	FR	5
BAYERN	DE	13	VDP	FR	3
BERGER	DE	52	MADRID	ES	21
BREMEN	DE	51	CASTIL	ES	6
BRABUR	DE	22	BASQUE	ES	10
HESSEN	DE	50	ARAGON	ES	1
HAMBRG	DE	28	ANDAL	ES	6
NIESA	DE	58	BALEAR	ES	1
MECVOR	DE	3	JUNGAL	ES	2
NRW	DE	75	NAVARR	ES	1
RHIPAL	DE	40	GENCAT	ES	1
SAARLD	DE	10	WALLOO	BE	16
SCHHOL	DE	36	FLEMSH	BE	14
SAXONY	DE	8	LCFB	BE	7
SACHAN	DE	10	BRUCAP	BE	4
THRGN	DE	20	GOVMAD	PT	3
BULABO	DE	1	AZORES	PT	5
LANDER	DE	24	NIEDOE	AT	1
Summe	Σ	524	Summe	Σ	107

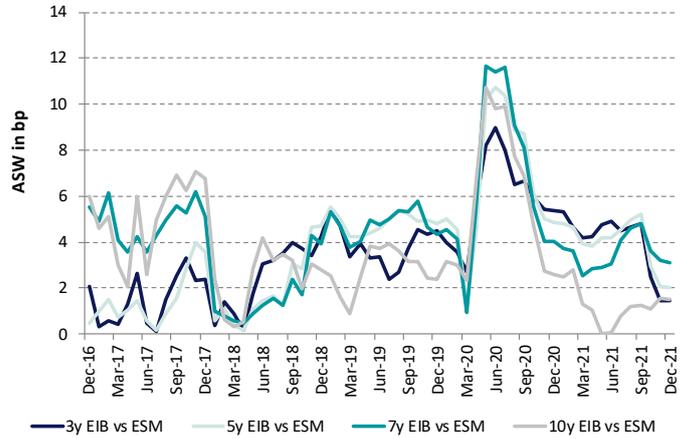
Supranationals im Bann politisch-pandemischer Entscheidungen

Die Supranationals stellen nach wie vor eine wichtige Kategorie im SSA-Universum dar und sind seit 2021 in unserer Abgrenzung größer als alle deutschen EUR-Benchmark-Emittenten zusammen. Ein im Regelfall sehr gutes Rating, die hohe Liquidität sowie regulatorische Vorzüge sprechen auch weiterhin für die Anleihen supranationaler Emittenten. Die Gouverneure der EIB, Europas Finanzminister, haben bereits 2019 einstimmig vereinbart, dass der Brexit die Finanzierungstätigkeit und das Geschäftsmodell der EIB nicht beeinträchtigen werde. Unlängst brachten Rumänien und Polen zusätzliches Kapital ein, sodass die EIB eine höhere Kapitalbasis hat als vor dem Brexit. Ein regelmäßiger Akteur am Primärmarkt wird die EIB natürlich auch 2022 bleiben, die wir mit einem Fundingziel zwischen EUR 60-70 Mrd. – erneut aufgeteilt auf eine Vielzahl unterschiedlichster Währungen – erwarten. Demgegenüber stehen Fälligkeiten in Höhe von „nur“ EUR 48,7 Mrd. Auf europäischer Ebene wird das Bild insgesamt von einigen großen Adressen bestimmt: So lässt sich etwa die Ausweitung der EUR-Benchmarkemissionen in diesem Jahr zu einem großen Teil auf den spürbar gestiegenen Fundingbedarf der EU im Rahmen ihres NGEU-Programms zurückführen. Dies gilt auch für 2022 bzw. wird sogar noch ausgebaut, da auf die bisherigen EUR 71 Mrd. allein im ersten Halbjahr EUR 50 Mrd. Kapitalmarktfunding für NGEU folgen werden („Next Generation EU“: Covid-19-Aufbaupaket). Für die zweite Jahreshälfte erwarten wir mindestens weitere EUR 70 Mrd., wären aber auch nicht von Zahlen in Richtung EUR 100 Mrd. überrascht. EU-Bills ergänzen diese Werte stets und sind folglich nicht inkludiert. Im Rahmen ihrer eigentlichen Tätigkeit hatte die EU in der Vergangenheit oft einen neutralen Net Supply. Die Fälligkeiten in 2022 in Höhe von EUR 2,7 Mrd. werden wie gehabt verlängert. Wir erwarten somit bis zu EUR 150 Mrd. an Funding der EU (alles EUR-Benchmarks, teilweise Green). Für den ESM erwarten wir für das kommende Jahr einen negativen Net Supply von rund EUR 4 Mrd., während EUR 8 Mrd. an neuer Ware auf den Markt drängen (Fälligkeiten: EUR 12,1 Mrd.). Dies gilt vorbehaltlich und mit Ausschluss der bisher nicht bezifferbaren ECCL und Corona-Notfallhilfen des ESM. Für die EFSF erwarten wir erstmals seit Jahren einen Anstieg der Neuemission auf nun EUR 19,5 Mrd. nach EUR 16,5 Mrd. in 2021. In der Vergangenheit handelte es sich hier stets um eine (deutliche) Reduktion der Neuemissionen (nach z.B. EUR 28,0 Mrd. frischer Ware in 2018 und EUR 49,0 Mrd. in 2017). Demgegenüber stehen Fälligkeiten in Höhe von EUR 17,5 Mrd. Dies entspricht einem positiven Net Supply von EUR 2 Mrd. für die EFSF. Hier erwarten wir auch keinerlei Planänderungen. Zudem rechnen wir damit, dass der ESM auch weiterhin mit mindestens einer USD-Anleihe im kommenden Jahr an den Markt kommen wird und planen auch mit einem Social Bond. Interessant wird zudem sein, wann und wie schnell sich wirklich eine Transformation des ESM in einen Europäischen Währungsfonds (EWF) ergibt – analog zum IWF. Apropos Transformation und politischer Wille: Interessant wird sein, wie die sich gerade in Erneuerung bzw. im Umbau befindliche Kapitalmarktstruktur der EIB nach dem Brexit und die (unternehmens-)politische Neuausrichtung auf das gesamte ESG-Segment auf die Assetklasse „Green Bonds“ auswirken wird. Hinzu gesellen sich bis 2026 rund EUR 225 Mrd. Green Bonds der EU. Der Part der Social Bonds seitens der EU scheint im Rahmen der SURE-Aktivitäten in 2021 erstmal wieder beendet zu sein. Die EU dominiert insbesondere das grüne Segment in EUR-Benchmarks auf kurze bis mittlere Sicht mit frischem Material und schwingt sich zu dem größten Green Bond-Emittenten der Welt auf.

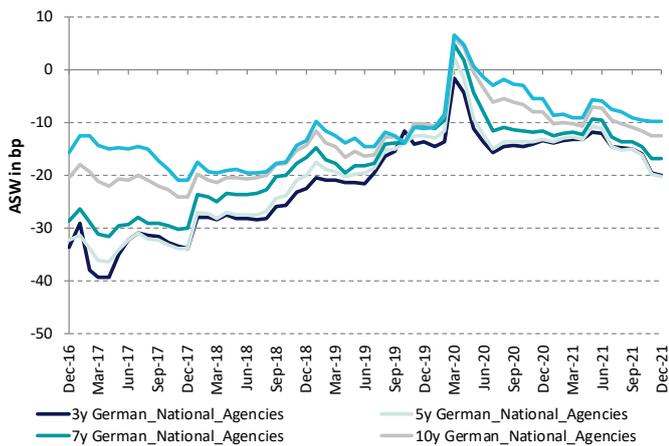
Spreadbewegungen europäischer Supranationals



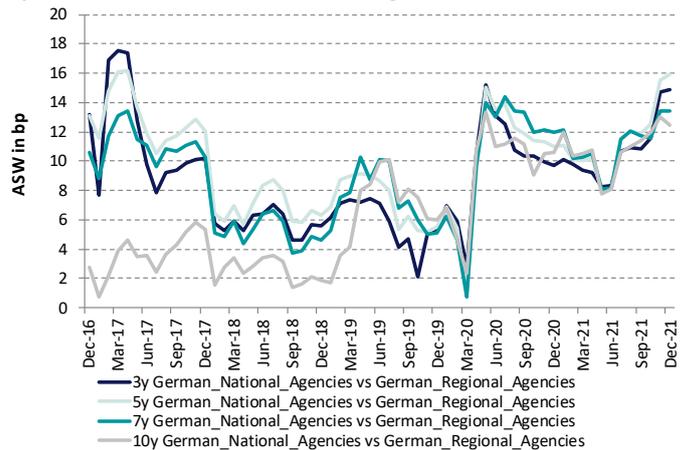
Spreaddifferenzen: EIB vs. ESM



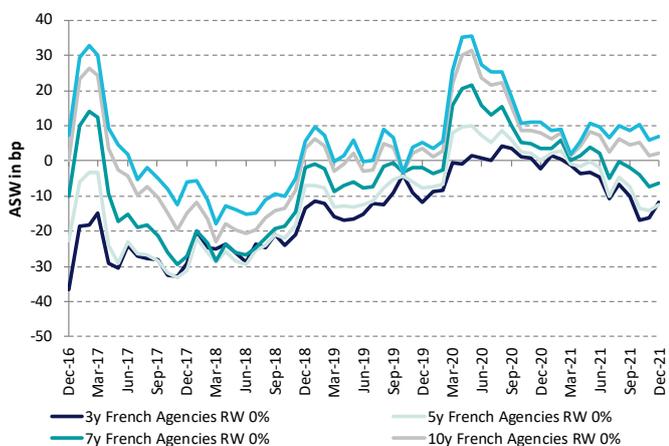
Spreadbewegungen deutscher nationaler Agencies



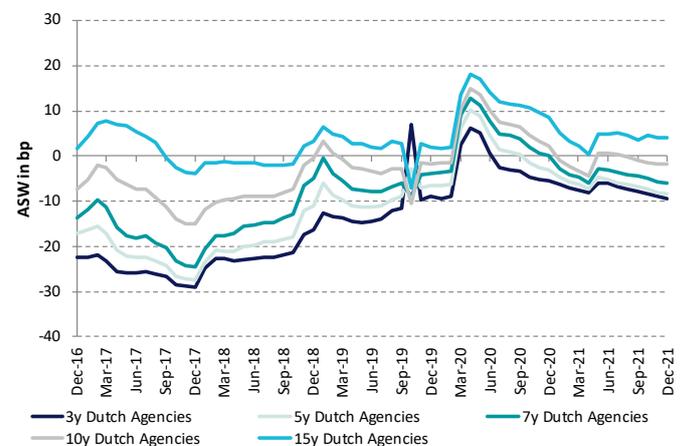
Spreaddifferenzen: Deutsche Agencies



Spreadbewegungen französischer Agencies (10%)



Spreadbewegungen niederländischer Agencies



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research; Daten vom 13.12.2021 eod

Deutsche Agencies insgesamt mit stabilem Net Supply

Für den deutschen Agency-Markt rechnen wir insgesamt mit einem stabilen Net Supply bei einem langsamen Wiederanziehen der Volumina für klassische Förderprogramme anstelle von Soforthilfen und Coronaprogrammen. Vieles wurde auch in 2021 durch Corona überlagert. Nichtsdestotrotz gehen wir bei dem dominantesten Marktteilnehmer, der KfW, von einem erheblichen Fundingvolumen aus, wenngleich hier auch Töpfe der Bundesregierung wie z.B. der Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF) angezapft werden können. Im Fall der KfW schwankte das Fundingvolumen in 2020 erheblich und wurde im Jahresverlauf nach unten angepasst. Lag der Bedarf 2019 noch bei über EUR 80 Mrd., wurde die Zahl für 2020 von EUR 75 Mrd. auf EUR 65 Mrd. sogar heruntergenommen. Bis Ende November 2021 waren nunmehr bereits EUR 82,6 Mrd. zu verzeichnen. In unseren Augen dürfte sich das Gesamtfunding 2022 erneut bei über EUR 80 Mrd. einpendeln. Wir rechnen nun täglich mit den genauen Zahlen aus Frankfurt. Demgegenüber steht ein Fälligkeitsvolumen in Höhe von EUR 69,5 Mrd. Der Net Supply wäre bei einem Erwartungswert von mindestens EUR 80 Mrd. dementsprechend positiv (Minimum EUR +10,5 Mrd.). Zum anderen ist das Funding deutscher Agencies (dieses Segment beinhaltet nicht nur Förderbanken) in der Vergangenheit auch durch Abwicklungsanstalten wie FMSWER oder ERSTAA getrieben, die naturgemäß in immer geringerem Umfang ihre Abbauportfolien refinanzieren. Diese beiden Emittenten werden nicht im Rahmen der Ankaufprogramme PSPP und PEPP seitens des Eurosystems erworben und bieten immer einen gewissen Pick-up gegenüber den Förderbanken bei ähnlichem Rating. Wie bereits bei den deutschen Bundesländern rechnen wir bei den bekannten Agency-Adressen nicht mit steigenden Spreads, da sie weiterhin im Rahmen der quantitativen Lockerung vom Eurosystem nachgefragt werden. Insgesamt gehen wir für den deutschen Markt davon aus, dass die Fundamentalanalyse für die einzelnen Emittenten wieder stärker in den Vordergrund rückt und neben den Nettoinvestitionen die Reinvestments des Eurosystems jedwede Spreadsteigerungen dämpfen.

Franzosen dominieren heterogenen Agency-Markt vor Niederländern und Nordics, Überseeregionen kaum prognostizierbar

Erinnern wir uns kurz an das Fundingziel der EU für 2020: EUR 800 Mio. Pandemiebedingt stieg es auf über EUR 41 Mrd. für 2020 um das mehr als Fünzigfache (!) an. Ähnliches galt für UNEDIC, welche mit EUR 3 Mrd. starteten, ihr Fundingziel mehrfach unterjährig nachjustierten und letztlich bei über EUR 20,5 Mrd. lagen. Da war 2021 fast ein Ruhepol im Vergleich zu dem hektischen Treiben am Primärmarkt, da deutlich weniger nachgeschärft werden musste. Nicht im Detail betrachten wollen wir daher an dieser Stelle französische Agencies (RW 0% und 20%), da dieses gezeichnete Bild der Unsicherheit auch für CADES gilt. Klar ist, dass Player in diesem Segment weiter erhebliche Fundingvolumina am Primärmarkt zu platzieren haben und auch im ESG-Segment unterwegs sein werden. Hier dürfte perspektivisch die Präsidentschaftswahl am 10. April 2022 in den Fokus rücken, welche vor fünf Jahren durchaus zu nennenswerten Spreadveränderungen geführt haben. Deutlich stabiler und vorhersagbarer sind hingegen niederländische Förderbanken. So wird das Funding der BNG für 2022 voraussichtlich wieder bei EUR 14 Mrd. liegen. Zudem sind deren Sustainability bzw. Social Housing Bonds bereits sehr etabliert. Ähnliches gilt für die NWB: Sie gibt jedes Jahr EUR 8-10 Mrd. Hier tauchen ESG-Kriterien in Form von Water Bonds, Affordable Housing sowie Social Development Goals auf. Beide Niederländer diversifizieren zudem stark über Währungen – stärker diversifizieren nur noch die Nordics. Schwer prognostizierbar sind EUR-Benchmarks der kanadischen Provinzen. Alle Emittenten bevorzugen primär ihre Heimatwährung, nutzen den Euro nur opportunistisch, sobald sich ein Fenster auf Basis von Cross Currency Swaps öffnet.

ESG, nicht nur ein rein grünes Segment: Environmental, Social, Governance

Das Volumen emittierter Green Bonds nahm seit der ersten Green Bond-Emission in 2007 stark und nahezu exponentiell zu. Zwischenzeitlich stagnierte das Wachstum nach 2017 jedoch auf sehr hohem Niveau. Der Wachstumspfad schien folglich zunächst unterbrochen. Nichtsdestotrotz konnte der Meilenstein von über EUR 100 Mrd. Emissionsvolumen per annum übersprungen werden. Einen zusätzlichen Schub erhielt das ESG-Segment sowohl von der grünen Emissionsseite als auch von der sozialen. Allein das SURE-Programm der EU besteht aus fast EUR 100 Mrd. Social Bonds. Von 2021 bis 2026 wird sich die EU zum größten grünen Emittenten weltweit aufschwingen. Auch die französischen Emittenten UNEDIC und CADES sind hier in großen Volumina unterwegs. Grundsätzlich wurde hier nicht nur auf Social Housing oder Social Inclusion gesetzt, sondern Corona wurde von zig Emittenten aufgegriffen, um den sozialen Folgen und Folgeschäden zu begegnen. Interessant wird darüber hinaus auch 2022 sein, wie die sich gerade in Erneuerung bzw. im Umbau befindliche Kapitalmarktstruktur der EIB auf das Segment „Green Bonds“ auswirken wird. Nicht nur Ursula von der Leyen will und wird die EIB grüner machen. Der Transformationsprozess ist in vollem Gange und der Weg des Erfinders der Green Bonds ist unverändert als Vorreiter zu bezeichnen. Aber auch die KfW oder Nordrhein-Westfalen haben mittlerweile eine nachhaltige bzw. grüne und zugleich liquide Kurve aufgebaut. Hinzu kommt der Plan der EU, in ihrem NGEU-Programm mindestens EUR 225 Mrd. bis 2026 als grüne Anleihen emittieren zu wollen, wovon „erst“ EUR 12 Mrd. eingeworben worden sind.

Fazit und Ausblick

Wir erwarten, dass das SSA-Segment im Jahr 2022 wieder etwas weniger im Zeichen von Corona, der Maßnahmen der öffentlichen Emittenten gegen die Pandemie und den Ankaufprogrammen der EZB stehen wird. Details zu rückläufigen Netto-Investments (egal ob PSPP oder PEPP) bzw. Tendenzen des Eurosystems in Richtung Drosselung erfahren wir in der morgigen EZB-Pressekonferenz, die wegweisend für die Geldpolitik im Jahr 2022 sein wird. Zudem erwarten wir in unserem Basisszenario keine drastische Bewegung der Spreadlandschaft. Dies verhindern unserer Ansicht nach nicht nur die frischen Milliarden der noch andauernden, aber abebbenden Nettoankäufe im Rahmen von PSPP und PEPP, sondern auch die milliardenschweren Reinvestitionen in beiden Programmzweigen. Auf Sicht von drei bis fünf Jahren könnten die Spreadlevels aus dem Jahr 2016 eine realistische Zielgröße für die meisten Emittenten innerhalb unserer Coverage darstellen. Gespannt sind wir zudem auf die Saisonmuster, wie stark der Januar wird (die EU wird erst im Februar an den Markt kommen). Davon unberührt sind politische Diskussionen sowie ökonomische Entwicklungen die z.B. durch einen Handelskrieg, diverse Wahlen (vor allem Frankreich ist zu nennen) und/oder die Pandemielage induziert werden könnten. Da sind die grüne Transformation der EIB, der EU und des ESM hin zu einem Europäischen Währungsfonds fast schon Randthemen – wenn auch zukunftssträchtiger Natur.

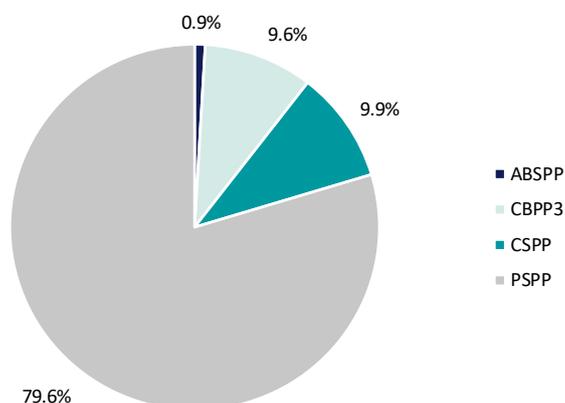
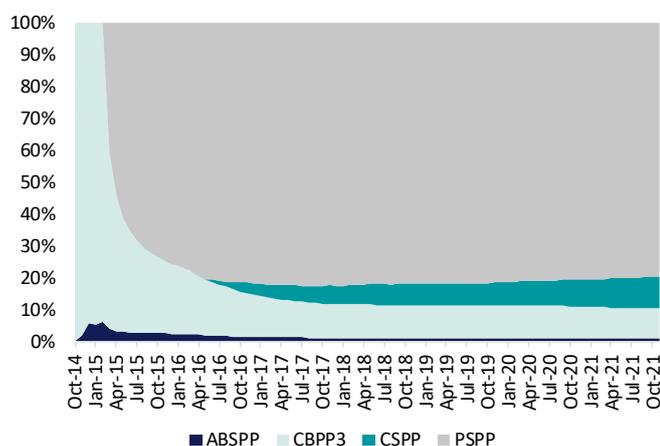
EZB-Tracker

Asset Purchase Programme (APP)

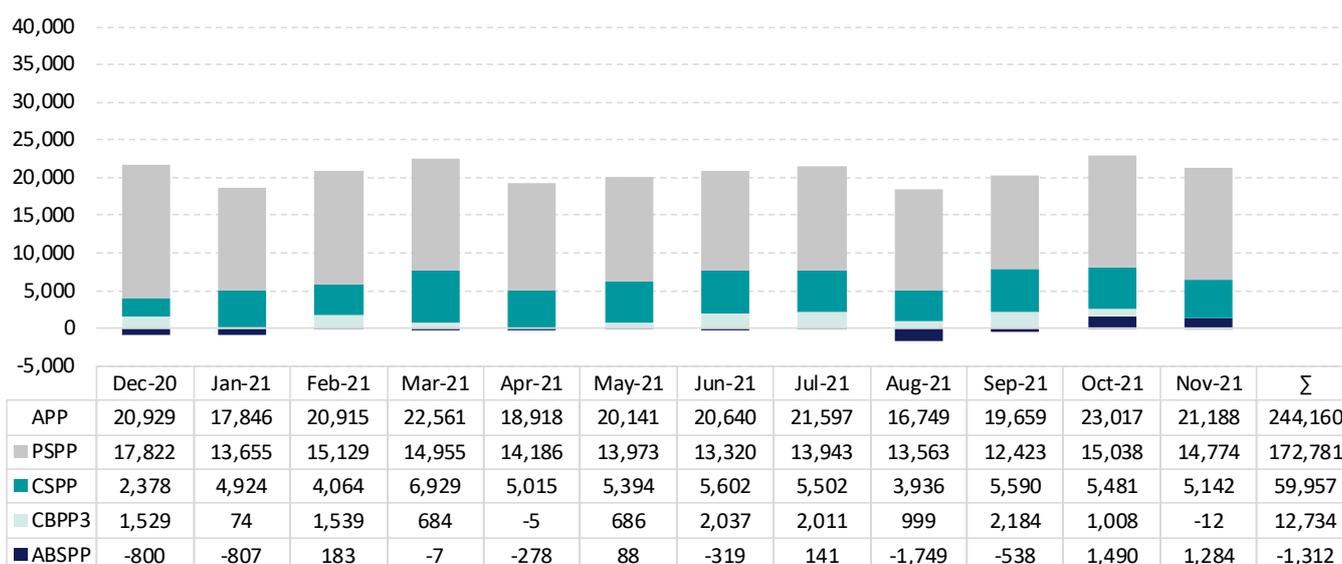
Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Oct-21	27,502	297,598	301,885	2,464,316	3,091,301
Nov-21	28,786	297,586	307,026	2,479,090	3,112,488
Δ	+1,284	-12	+5,142	+14,774	+21,188

Portfoliostruktur

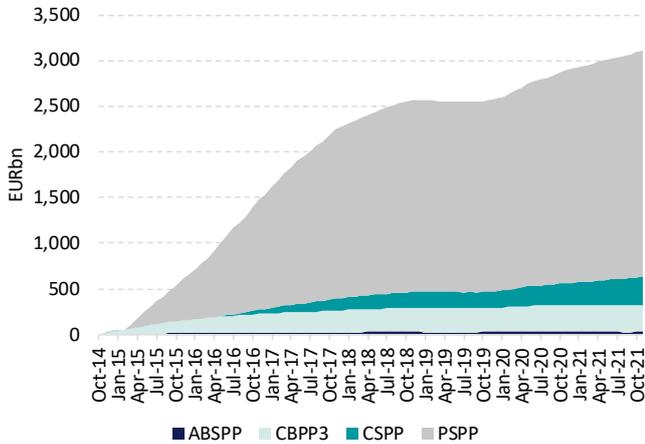


Monatliche Nettoankäufe (in EURm)

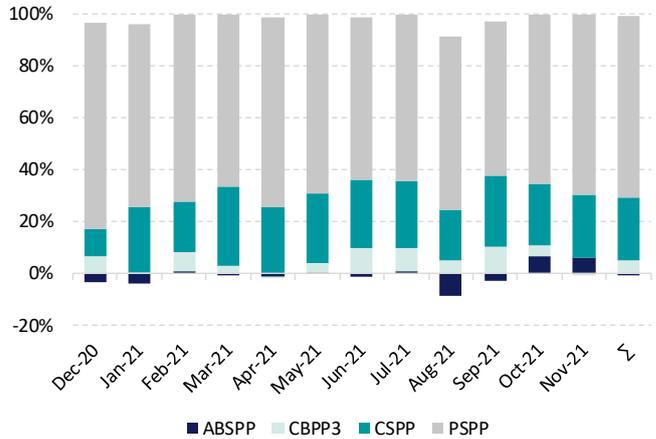


Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

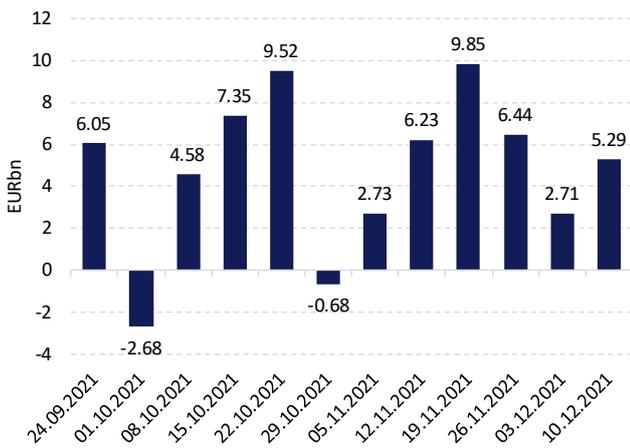
Portfolioentwicklung



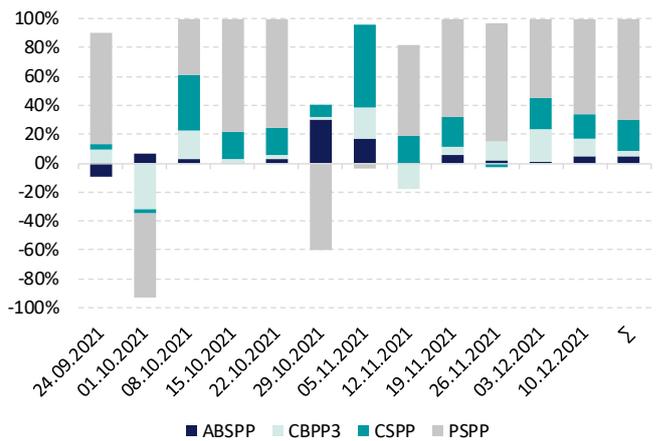
Verteilung der monatlichen Ankäufe



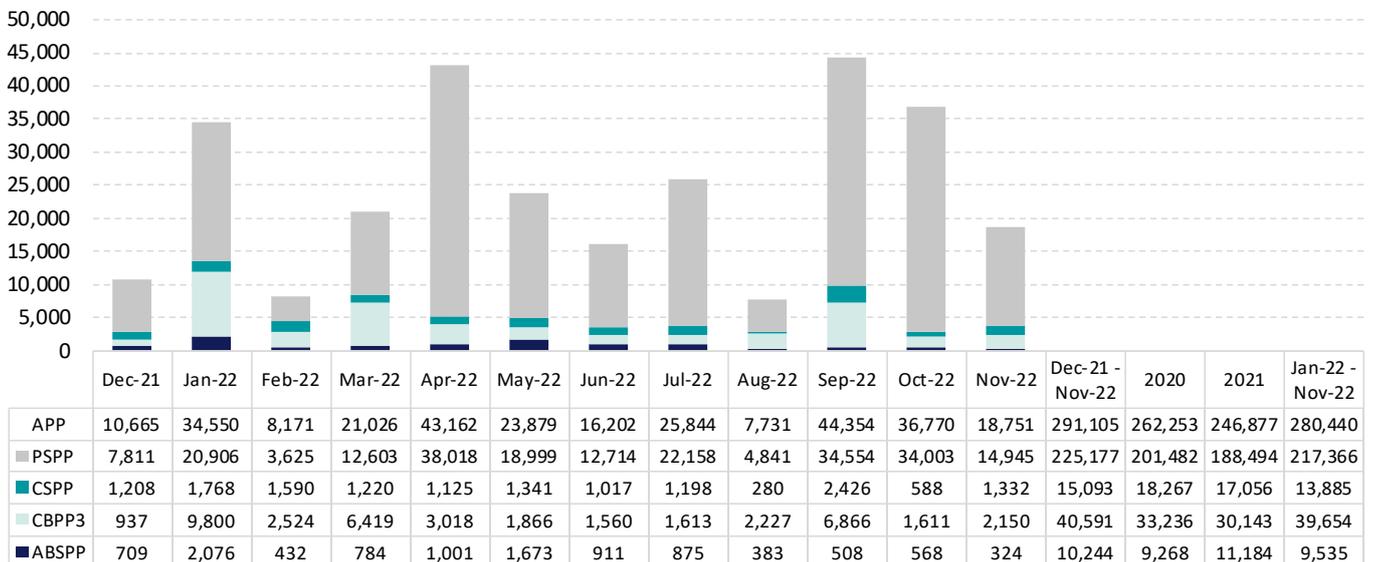
Wöchentliches Ankaufsvolumen



Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



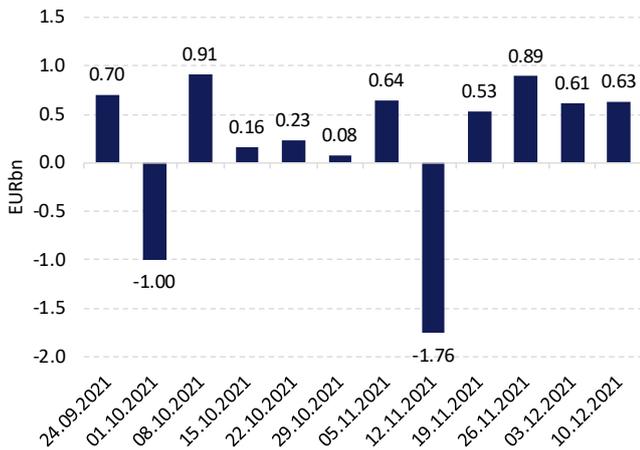
Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



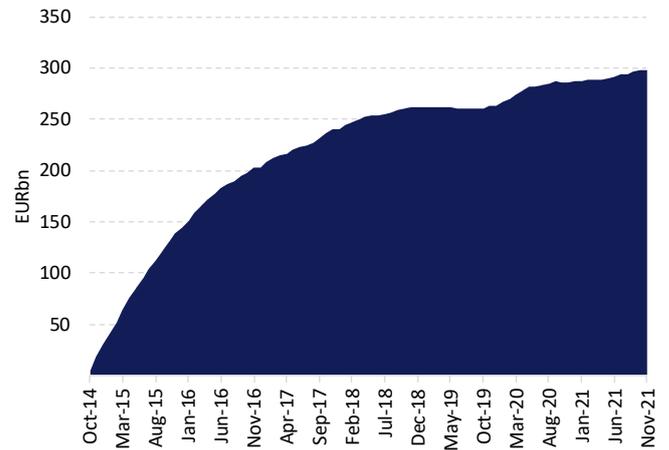
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)

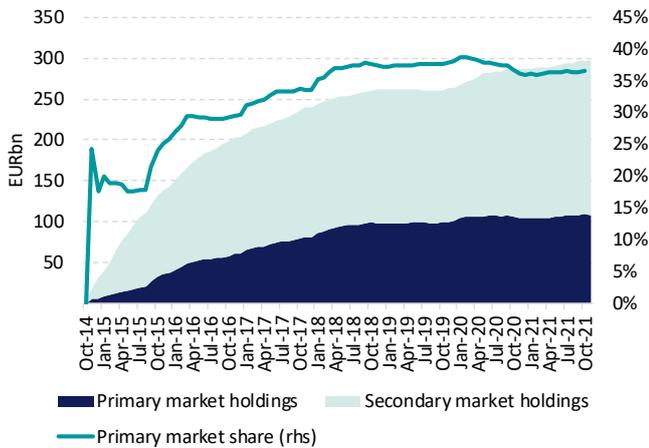
Wöchentliches Ankaufvolumen



Entwicklung des CBPP3-Volumens



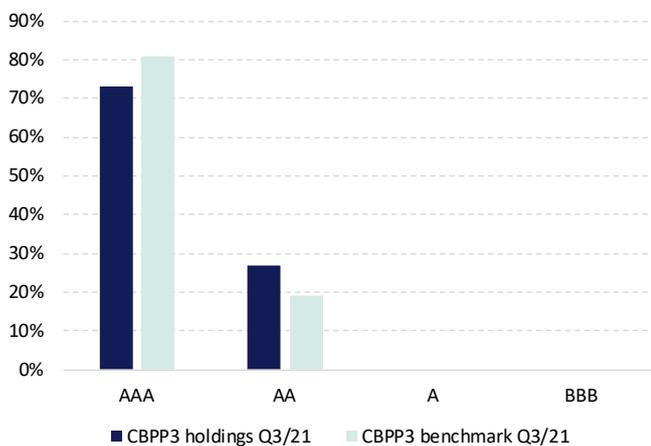
Primär-/Sekundärmarktanteile



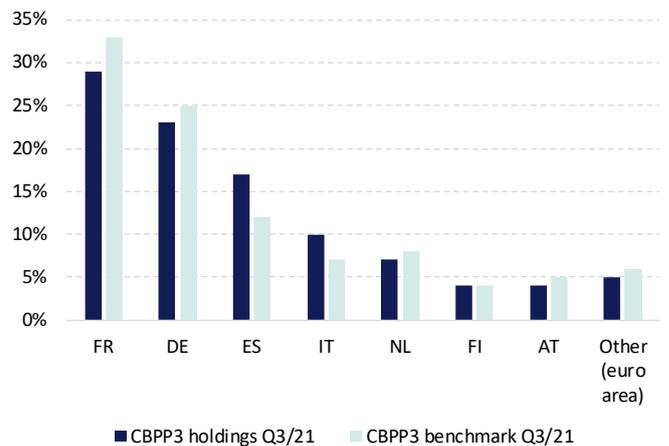
Veränderung der Primär-/Sekundärmarktanteile



CBPP3-Struktur nach Ratings



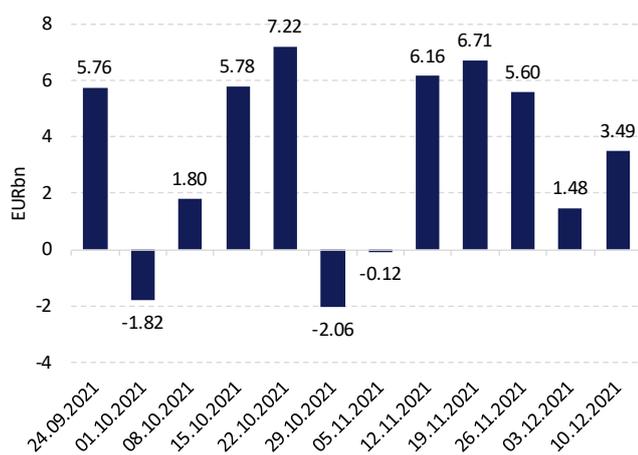
CBPP3-Struktur nach Jurisdiktionen



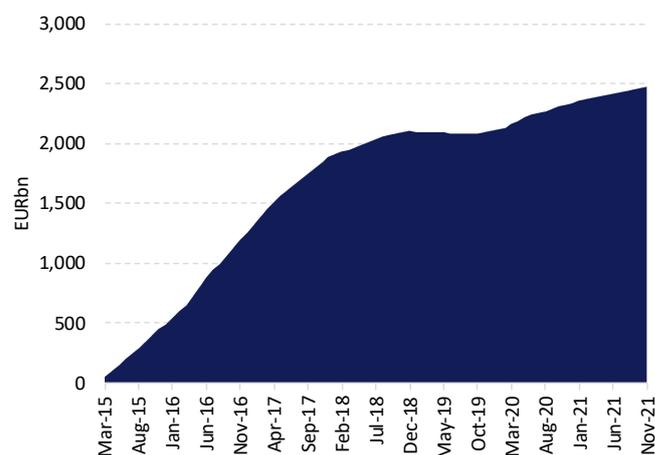
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Public Sector Purchase Programme (PSPP)

Wöchentliches Ankaufsvolumen



Entwicklung des PSPP-Volumens



Gesamtverteilung der PSPP-Ankäufe per Monatsende

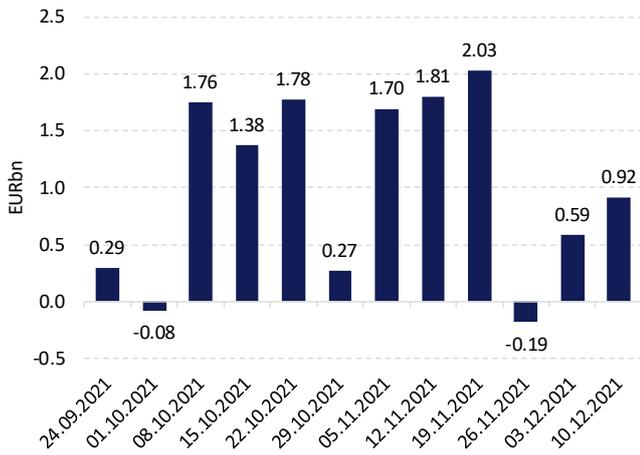
Jurisdiktion	Adjustierter Verteilungsschlüssel ¹	Bestand (in EURm)	Erwartete Ankäufe ² (EURm)	Differenz (EURm)	Ø Restlaufzeit ³ (in Jahren)	Marktdurchschnitt ³ (in Jahren)	Differenz (in Jahren)
AT	2.7%	71,973	70,715	1,258	7.5	7.6	-0.1
BE	3.4%	90,539	88,022	2,517	8.0	10.2	-2.2
CY	0.2%	4,093	5,199	-1,106	9.9	8.8	1.1
DE	24.3%	632,164	636,901	-4,737	6.6	7.6	-1.0
EE	0.3%	408	6,806	-6,398	9.2	7.5	1.7
ES	11.0%	303,516	288,102	15,414	8.0	8.4	-0.4
FI	1.7%	40,616	44,379	-3,763	6.9	7.7	-0.8
FR	18.8%	512,340	493,457	18,883	7.2	8.1	-0.9
GR	0.0%	0	0	0	0.0	0.0	0.0
IE	1.6%	40,771	40,913	-142	8.5	10.1	-1.6
IT	15.7%	429,794	410,447	19,347	7.1	7.9	-0.8
LT	0.5%	5,422	13,983	-8,561	10.2	10.6	-0.4
LU	0.3%	3,815	7,959	-4,144	5.6	7.2	-1.7
LV	0.4%	3,281	9,414	-6,133	11.3	10.4	0.9
MT	0.1%	1,311	2,534	-1,223	9.5	9.2	0.3
NL	5.4%	125,899	141,590	-15,691	7.7	9.0	-1.4
PT	2.2%	50,457	56,547	-6,090	7.0	7.2	-0.2
SI	0.4%	10,233	11,633	-1,400	9.9	10.2	-0.3
SK	1.1%	16,912	27,669	-10,757	8.2	8.3	-0.1
SNAT	10.0%	274,533	261,808	12,725	7.7	8.9	-1.2
Total / Avg.	100.0%	2,618,077	2,618,077	0	7.3	8.2	-0.9

¹ Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras und die Disqualifikation Griechenlands² Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel³ Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit der für das PSPP ankaufbaren Anleihen (halbjährliche Daten, Q1/2021)

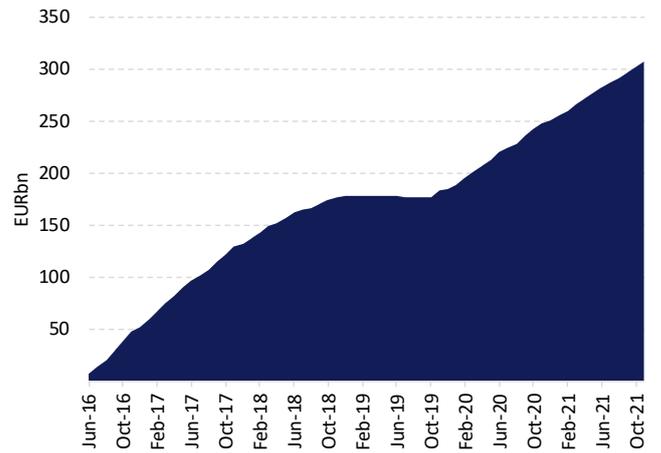
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)

Wöchentliches Ankaufsvolumen

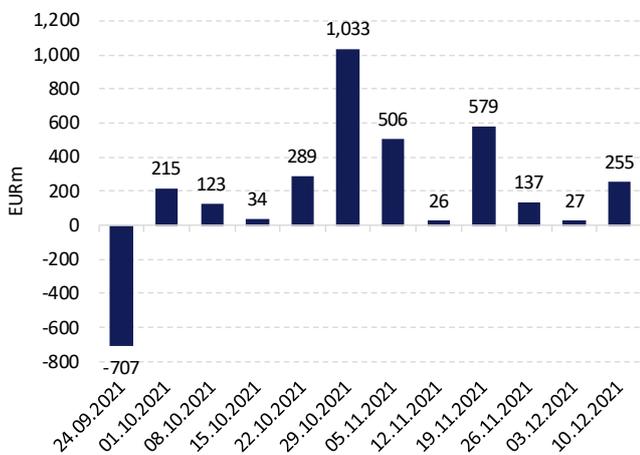


Entwicklung des CSPP-Volumens

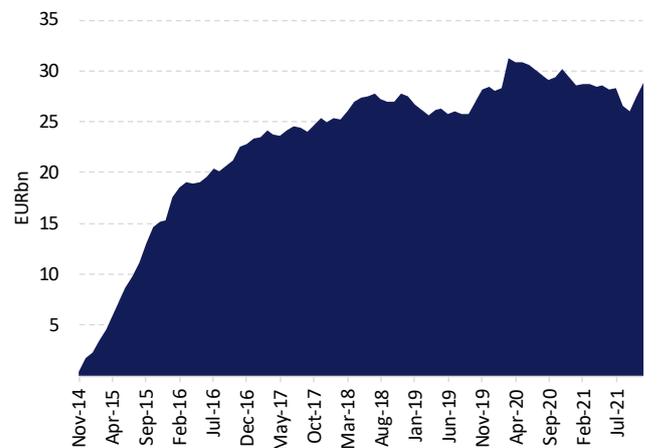


Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)

Wöchentliches Ankaufsvolumen



Entwicklung des ABSPP-Volumens



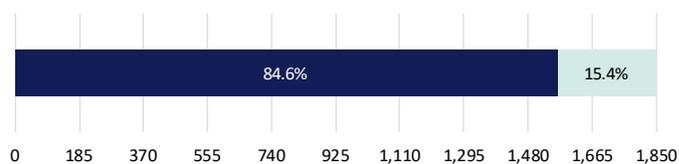
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

Volumen des Ankaufprogramms (in EURm)

	PEPP
Oct-21	1,480,146
Nov-21	1,548,231
Δ	+68,085

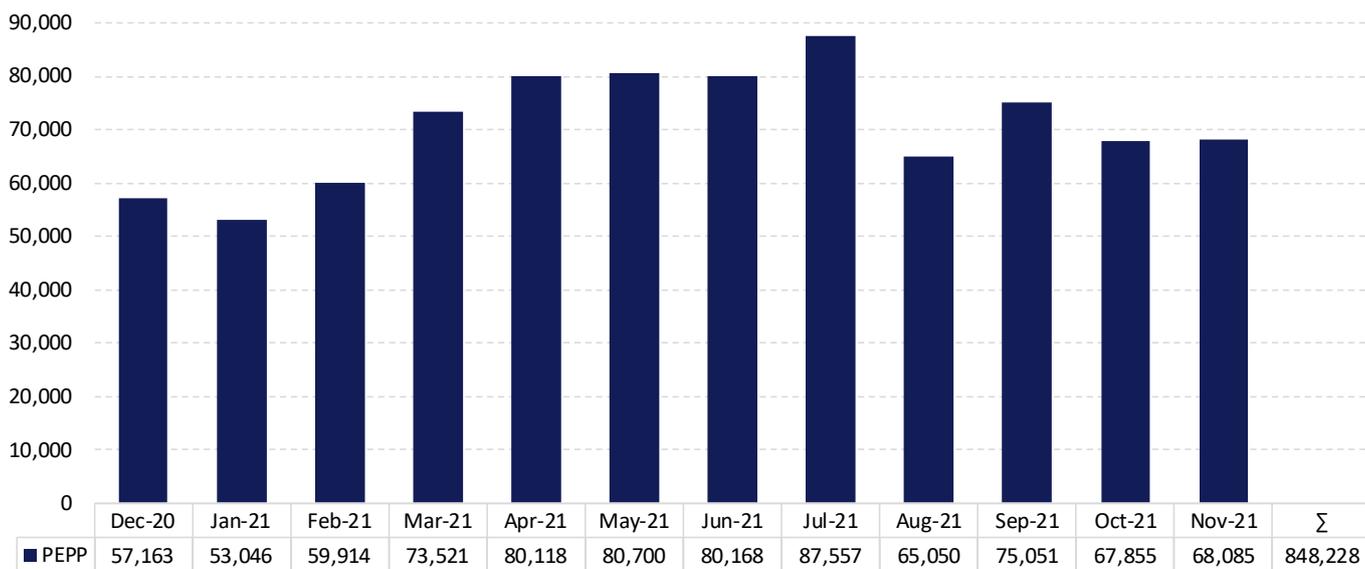
Bereits investiertes Volumen (in EURbn)



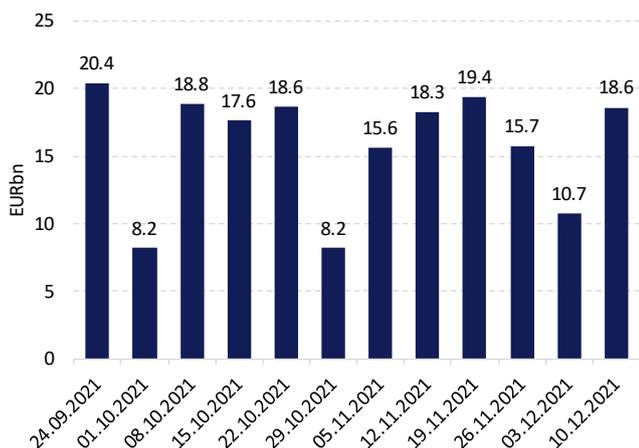
Geschätzte Portfolioentwicklung

Angenommenes künftiges Ankauftempo	Wöchentliches Netto-Ankaufvolumen	PEPP-Limit erreicht in ...
Durchschnittliches bisher angekauftes wöchentliches Nettovolumen	EUR 17.6bn	16 Wochen (01.04.2022)

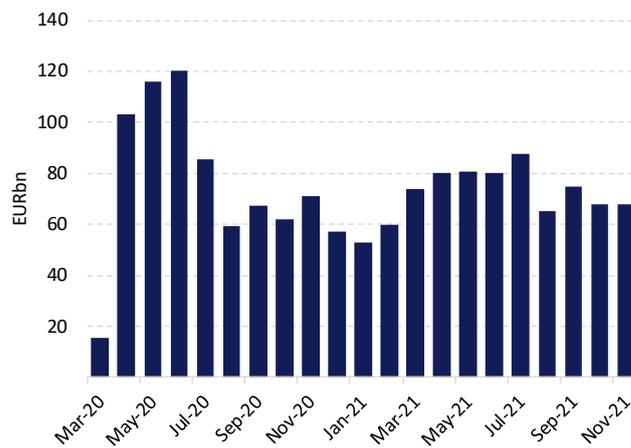
Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



Wöchentliches Ankaufovolumen



Entwicklung des PEPP-Volumens

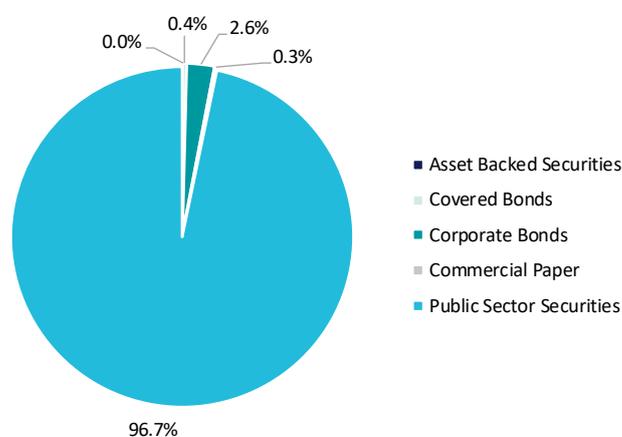
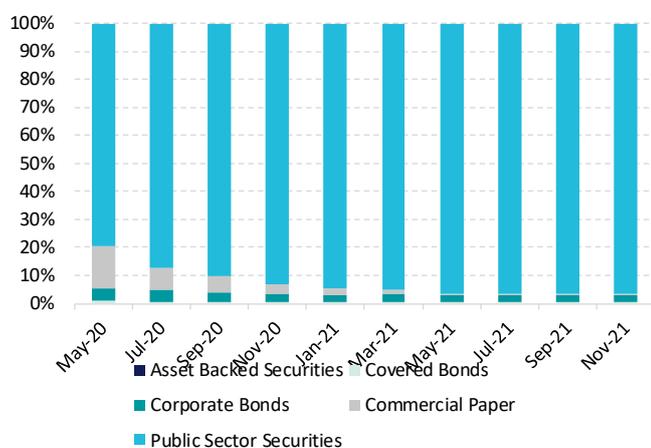


Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

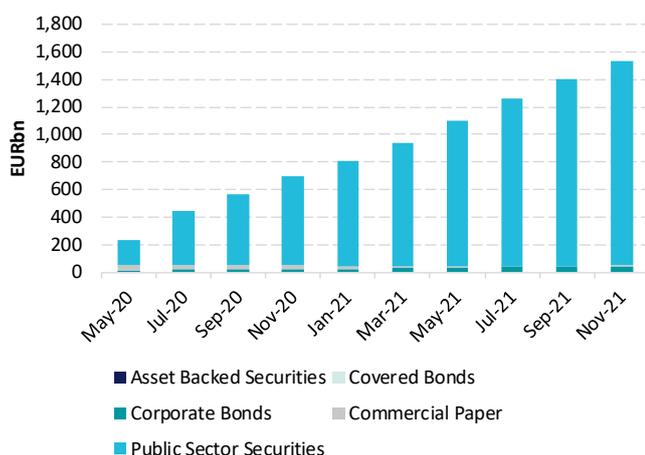
Volumina der Assetklassen (in EURm)

	Asset-backed Securities	Covered Bonds	Corporate Bonds	Commercial Paper	Public Sector Securities	PEPP
Sep-21	0	6,079	37,139	3,314	1,353,076	1,399,609
Nov-21	0	6,079	39,871	4,032	1,485,567	1,535,549
Δ	0	0	+2,732	+717	+132,491	+135,940

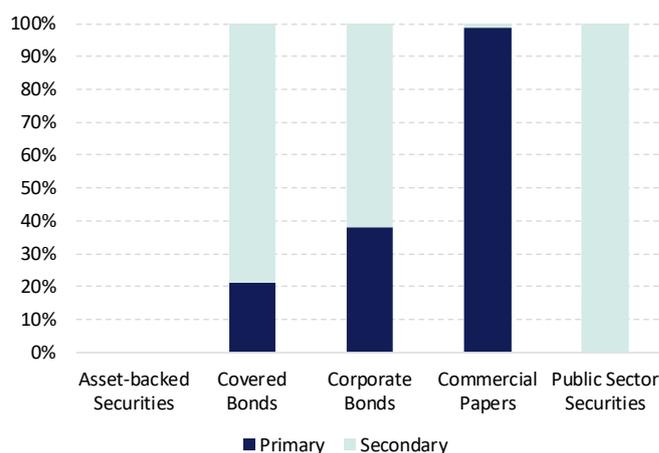
Portfoliostruktur



Portfolioentwicklung



Anteil der Primär-/Sekundärmarktankäufe



Überblick über Private Sector Assets unter dem PEPP

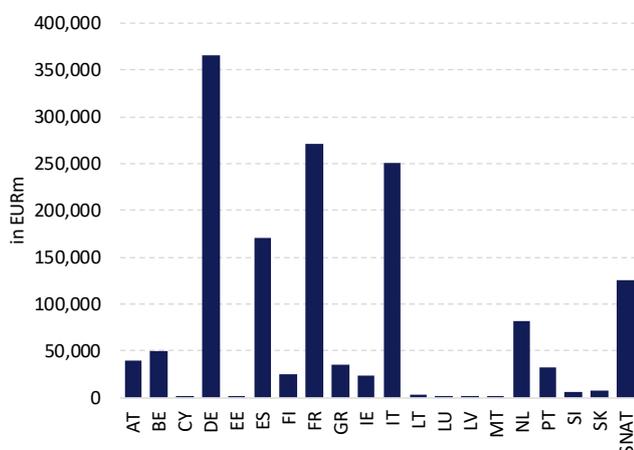
November 2021	Asset-backed Securities		Covered Bonds		Corporate Bonds		Commercial Paper	
	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär
Bestand in EURm	0	0	1,298	4,781	15,101	24,770	3,989	43
Anteil	0.0%	0.0%	21.4%	78.7%	37.9%	62.1%	98.9%	1.1%

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

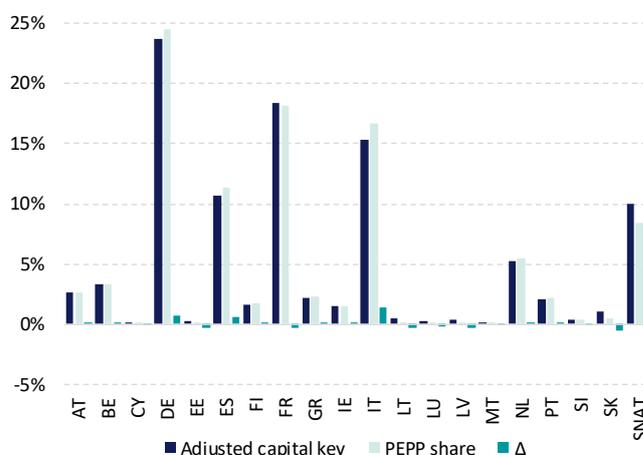
Überblick über Public Sector Assets unter dem PEPP

Jurisdiktion	Bestand (in EURm)	Adj. Verteilungsschlüssel ¹	PEPP-Anteil	Δ zum adj. Verteilungsschlüssel ²	Ø Restlaufzeit (in Jahren)	Marktdurchschnitt ³ (in Jahren)	Differenz (in Jahren)
AT	40,331	2.6%	2.7%	0.1%	8.4	7.0	1.3
BE	50,666	3.3%	3.4%	0.1%	6.7	9.1	-2.4
CY	2,418	0.2%	0.2%	0.0%	8.7	8.1	0.6
DE	366,630	23.7%	24.5%	0.7%	6.2	6.8	-0.6
EE	256	0.3%	0.0%	-0.2%	8.5	6.8	1.7
ES	170,306	10.7%	11.4%	0.6%	8.0	7.6	0.4
FI	25,499	1.7%	1.7%	0.0%	7.1	7.4	-0.3
FR	271,410	18.4%	18.1%	-0.3%	8.2	7.5	0.7
GR	34,935	2.2%	2.3%	0.1%	8.9	9.6	-0.7
IE	23,549	1.5%	1.6%	0.0%	8.8	9.1	-0.3
IT	250,889	15.3%	16.7%	1.5%	7.1	6.9	0.2
LT	2,939	0.5%	0.2%	-0.3%	11.0	10.1	0.9
LU	1,904	0.3%	0.1%	-0.2%	6.5	6.1	0.4
LV	1,625	0.4%	0.1%	-0.2%	9.5	9.2	0.3
MT	480	0.1%	0.0%	-0.1%	10.8	9.1	1.7
NL	81,494	5.3%	5.4%	0.2%	7.4	8.6	-1.2
PT	33,097	2.1%	2.2%	0.1%	6.8	7.2	-0.4
SI	6,143	0.4%	0.4%	0.0%	9.4	9.2	0.1
SK	7,262	1.0%	0.5%	-0.5%	7.5	8.5	-1.0
SNAT	126,308	10.0%	8.4%	-1.6%	10.5	8.5	2.0
Total / Avg.	1,498,141	100.0%	100.0%	0.0%	7.6	7.5	0.1

Bestand Öffentlicher Anleihen nach Jurisdiktionen



Abweichungen vom adjustierten Kapitalschlüssel

¹ Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras² Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel ³ Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit der für das PEPP ankaufbaren Anleihen

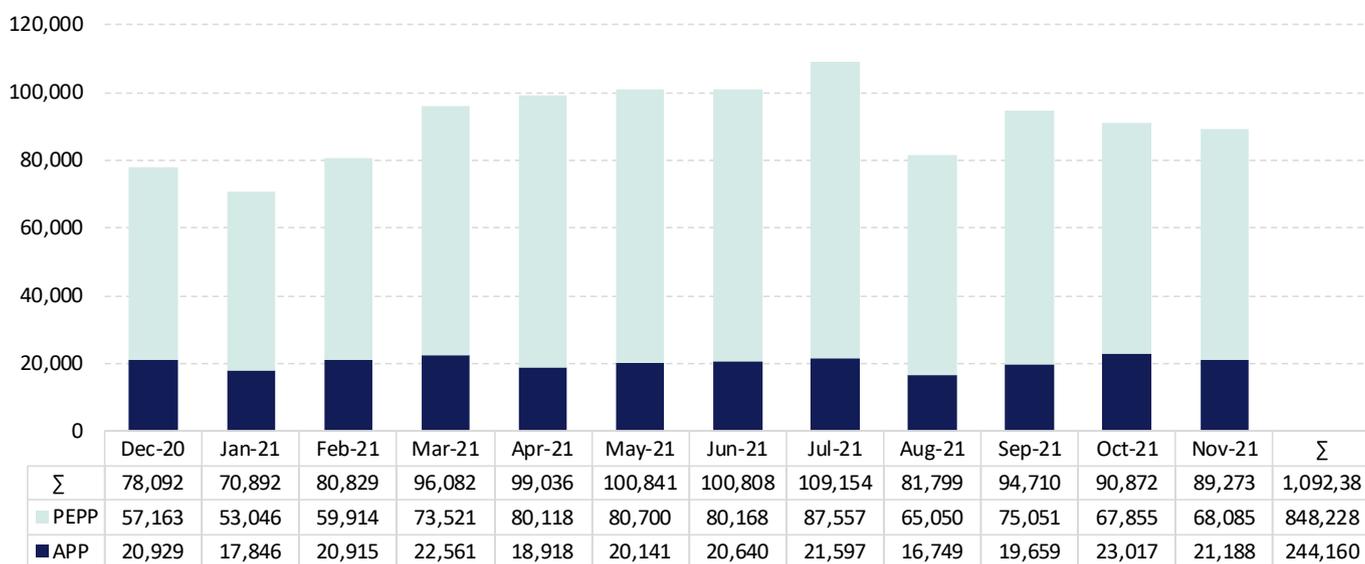
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP

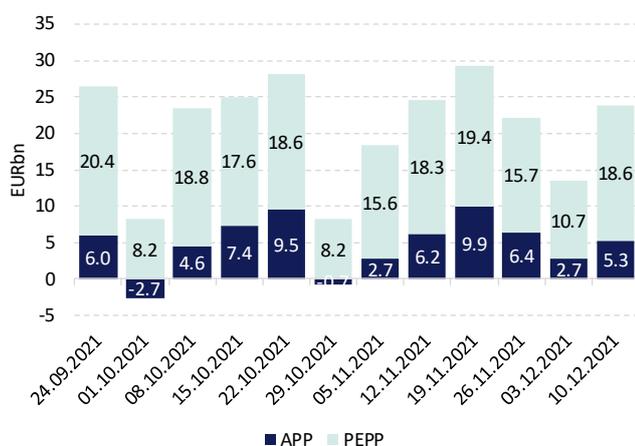
Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	APP	PEPP	APP & PEPP
Oct-21	3,091,301	1,480,146	4,571,447
Nov-21	3,112,488	1,548,231	4,660,719
Δ	+21,188	+68,085	+89,273

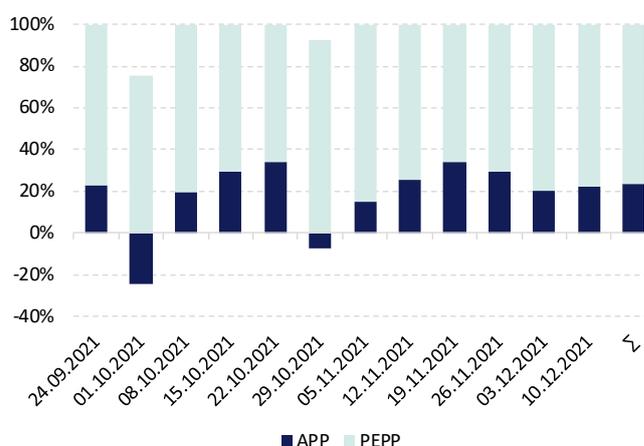
Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



Wöchentliches Ankaufvolumen



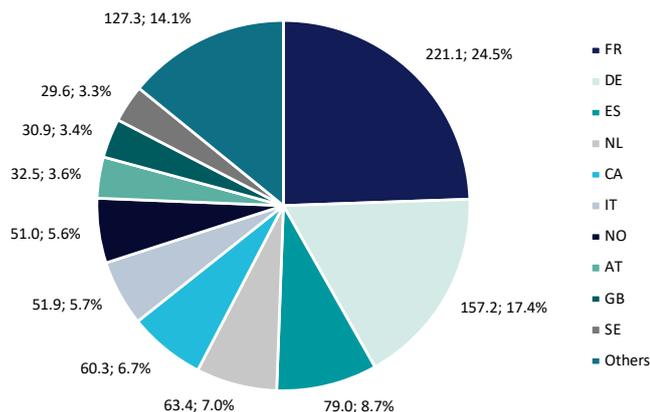
Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



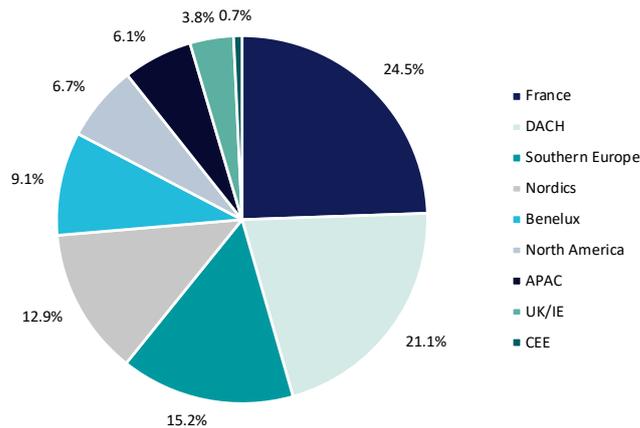
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



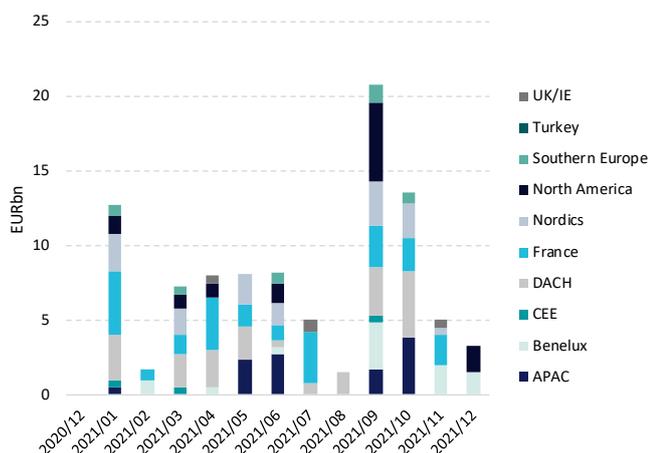
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



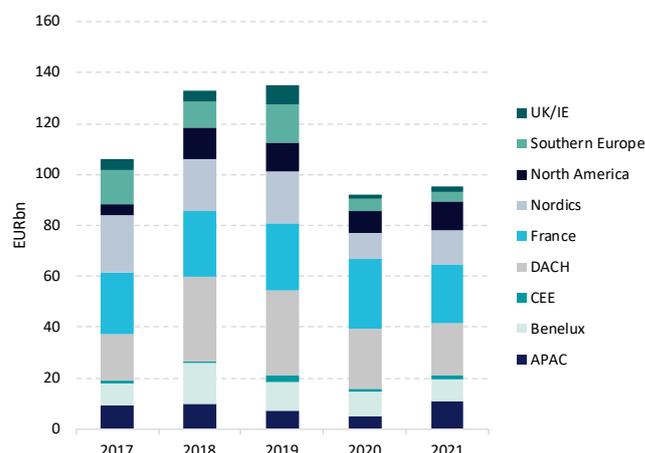
Top-10 Jurisdiktionen

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	221.1	210	11	0.94	10.1	5.5	0.94
2	DE	157.2	232	16	0.61	8.4	4.6	0.42
3	ES	79.0	64	4	1.13	11.7	3.7	1.82
4	NL	63.4	65	0	0.92	11.6	7.6	0.79
5	CA	60.3	52	0	1.12	6.1	3.2	0.22
6	IT	51.9	61	1	0.82	9.0	4.0	1.30
7	NO	51.0	58	9	0.88	7.3	3.9	0.37
8	AT	32.5	60	2	0.54	9.9	6.2	0.60
9	GB	30.9	37	1	0.86	8.5	3.6	0.91
10	SE	29.6	36	0	0.82	7.6	3.5	0.41

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

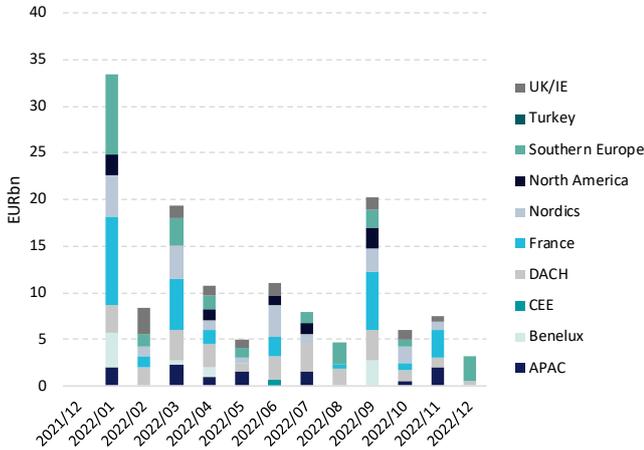


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

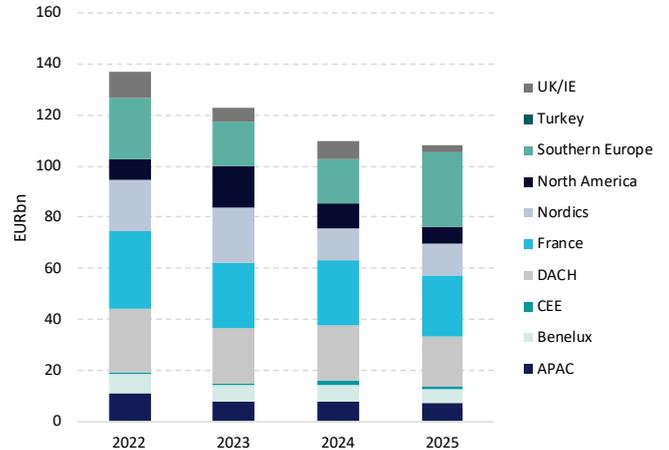


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

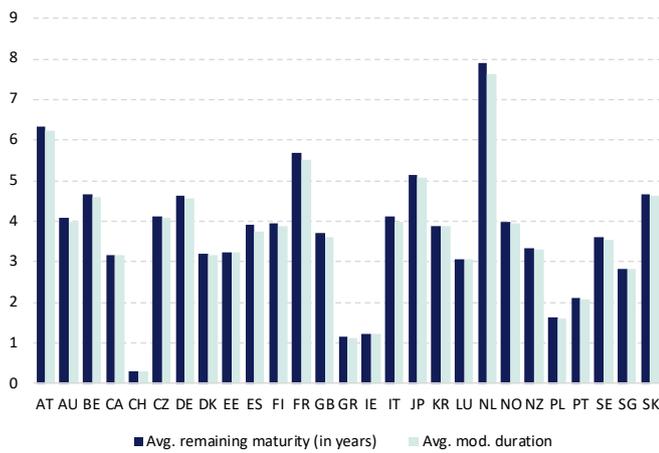
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



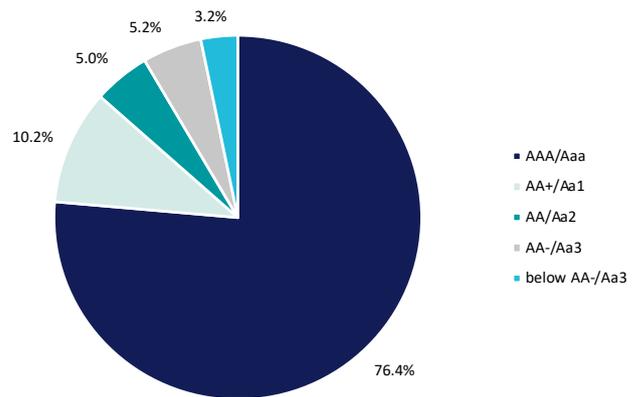
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



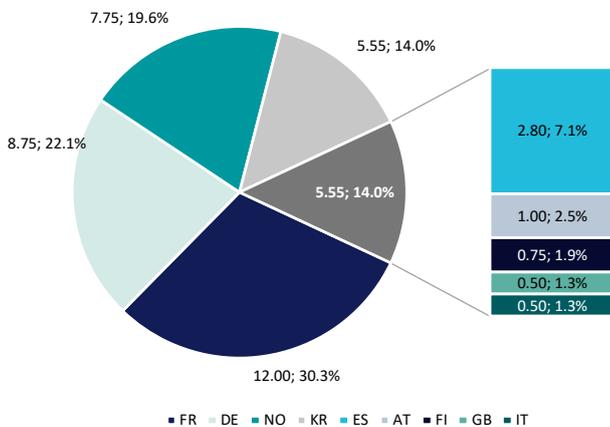
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



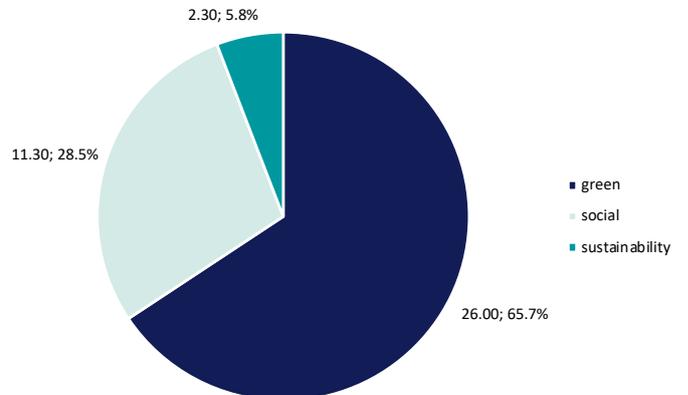
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

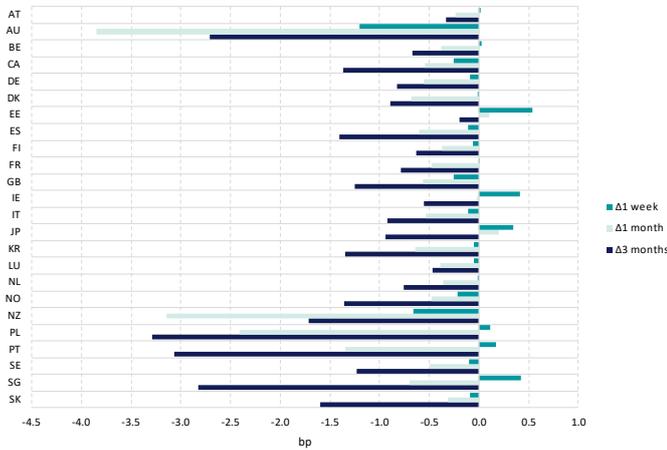


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

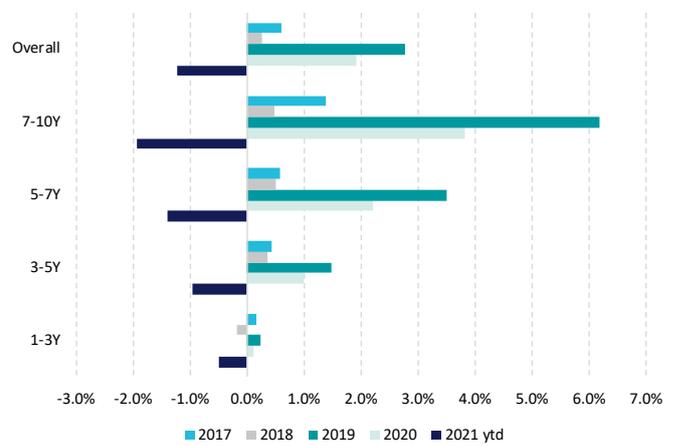


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

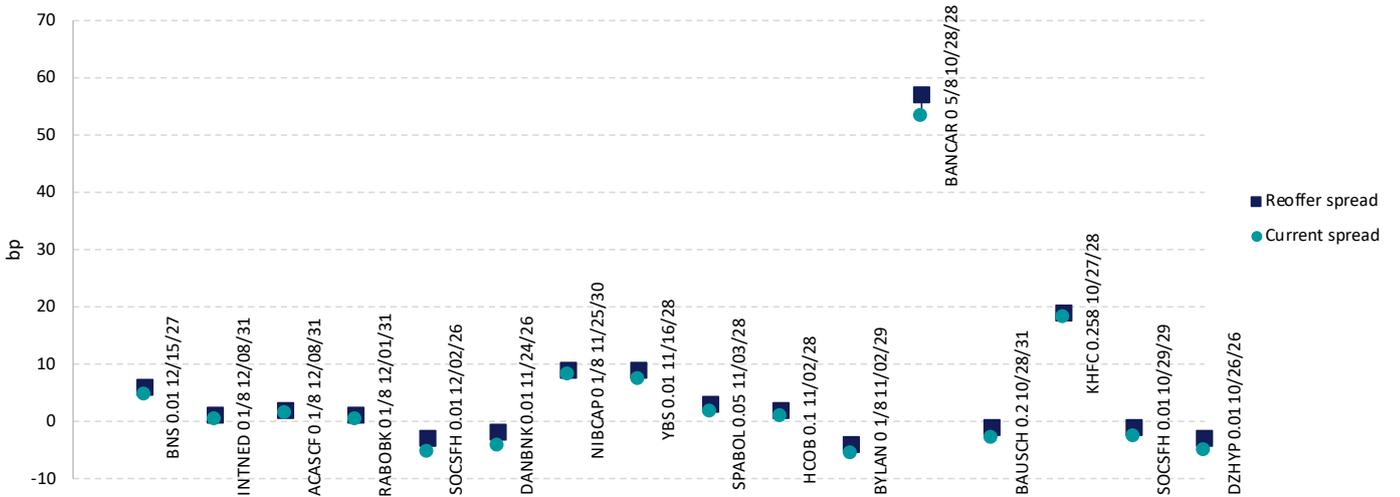
Spreadveränderung nach Land



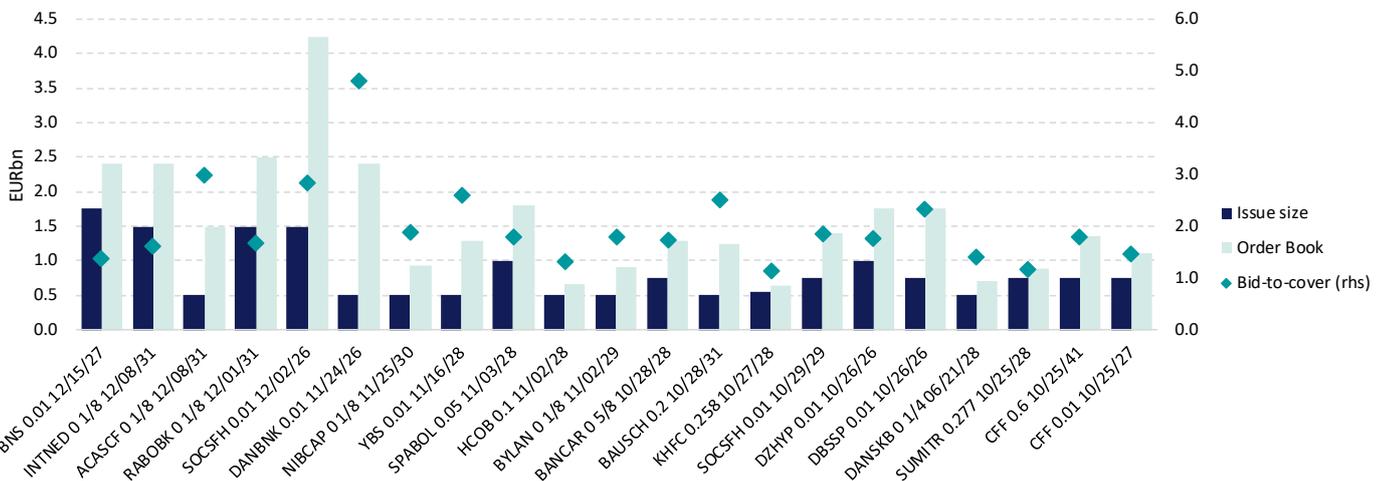
Covered Bond Performance (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

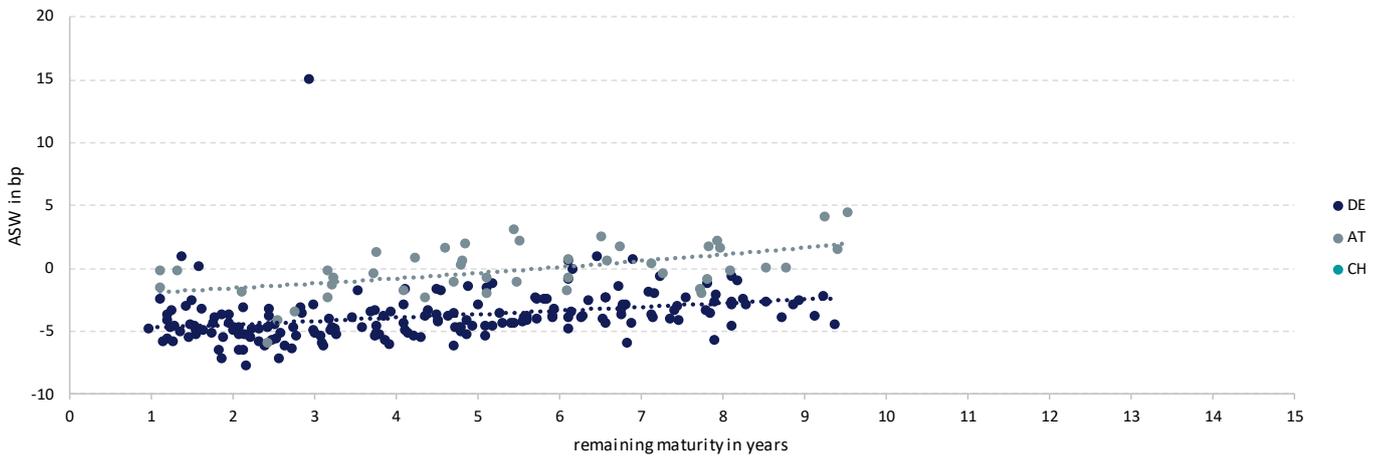


Orderbücher der letzten 15 Emissionen

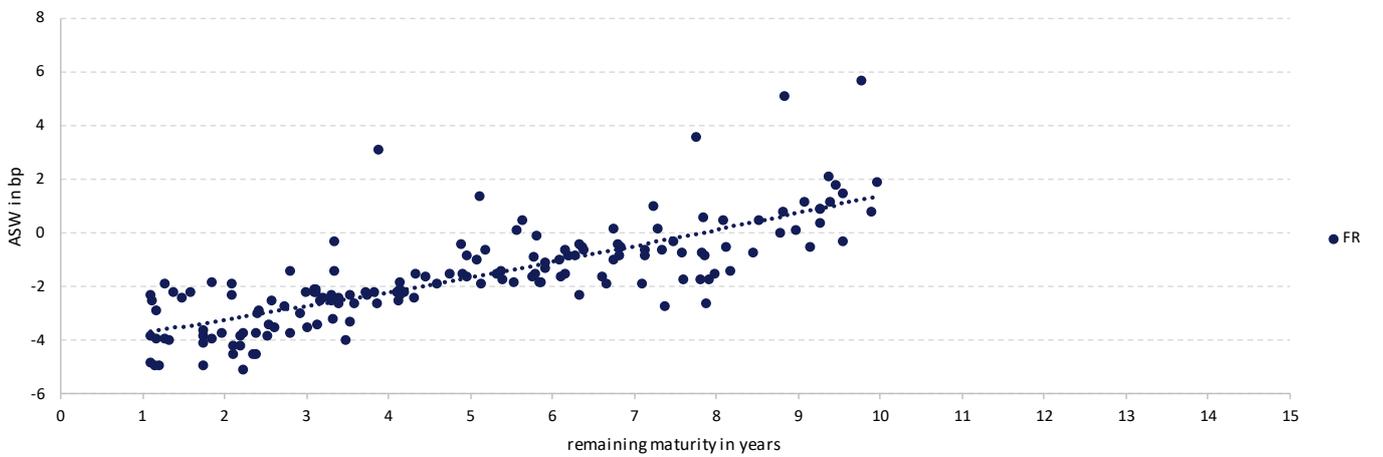


Spreadübersicht¹

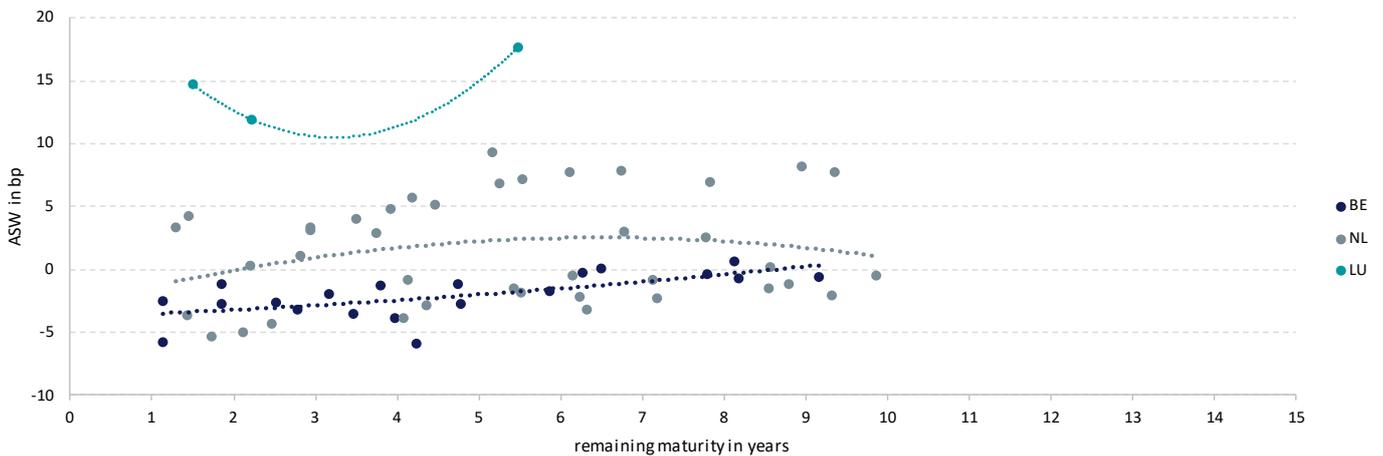
DACH 



France 

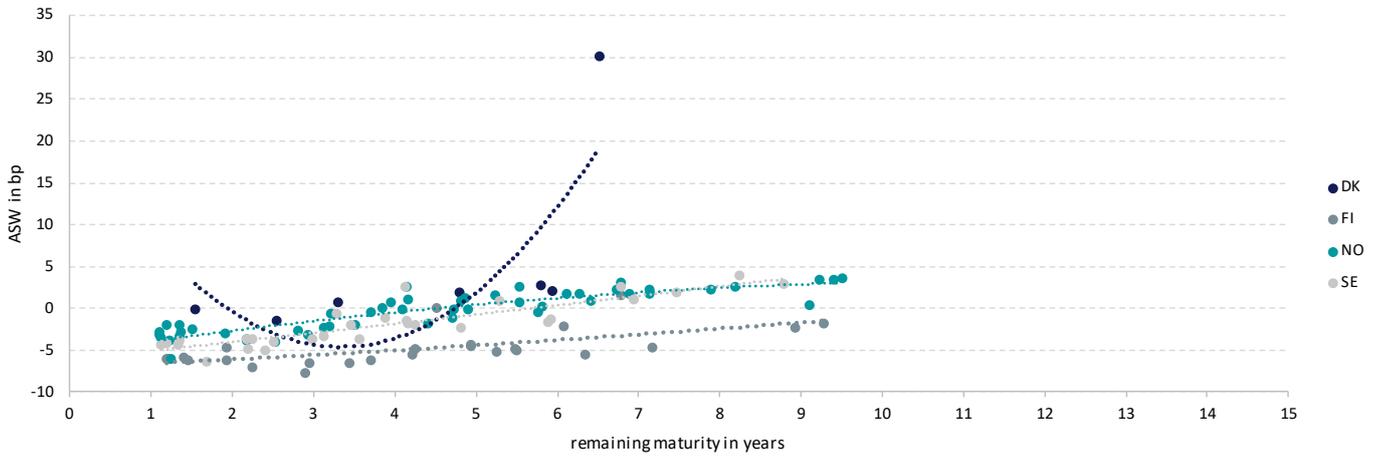


Benelux 

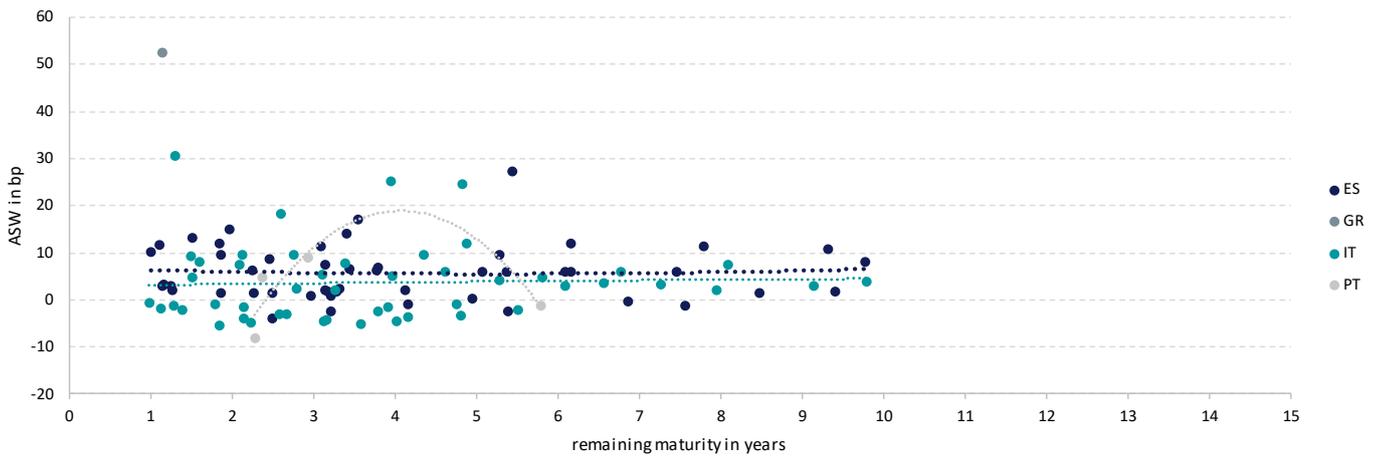


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research ¹Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

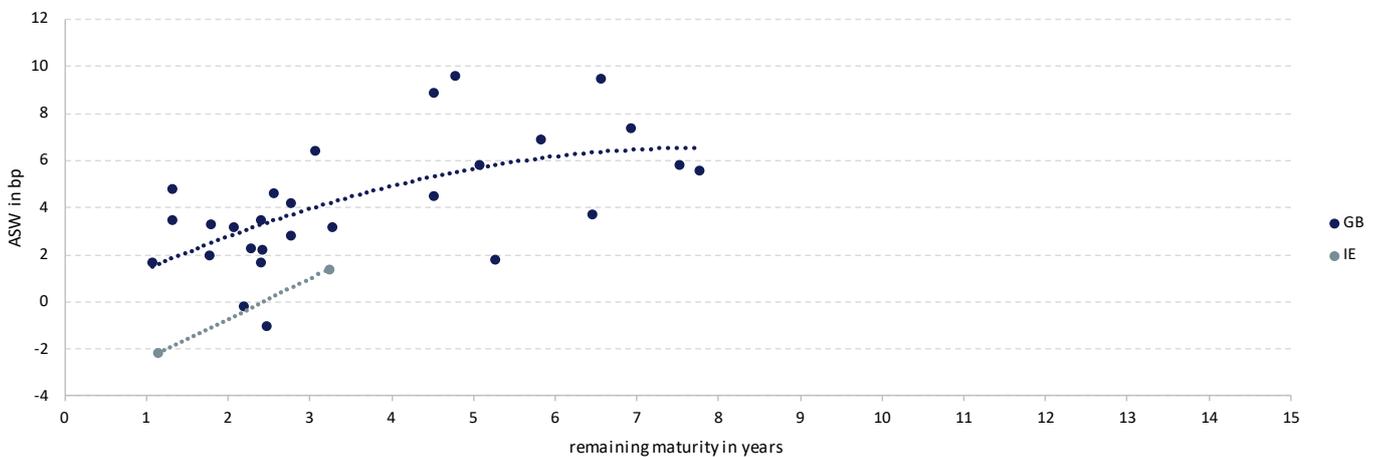
Nordics 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪



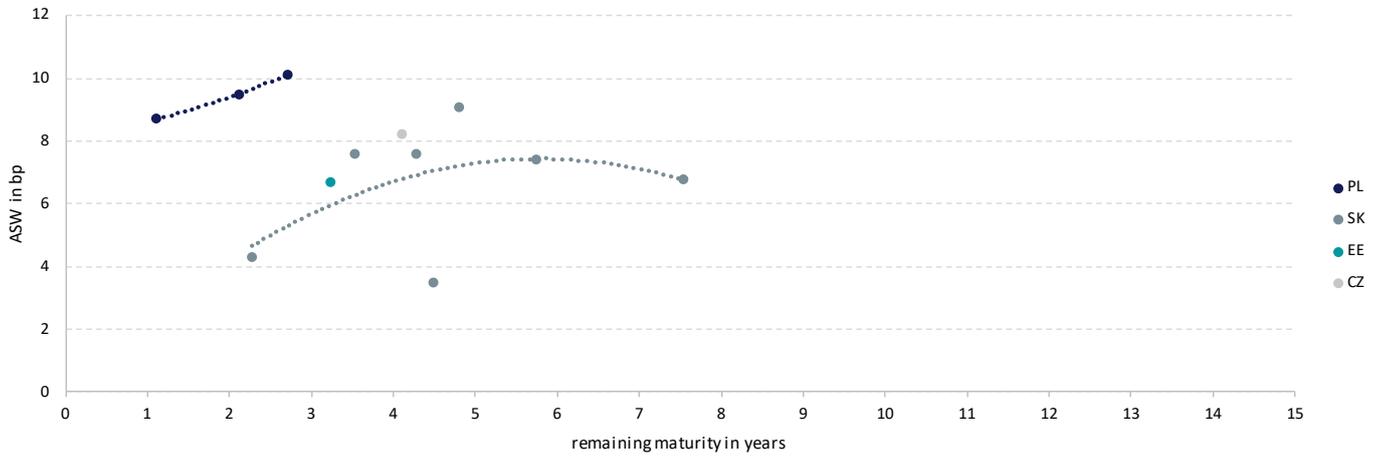
Southern Europe 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



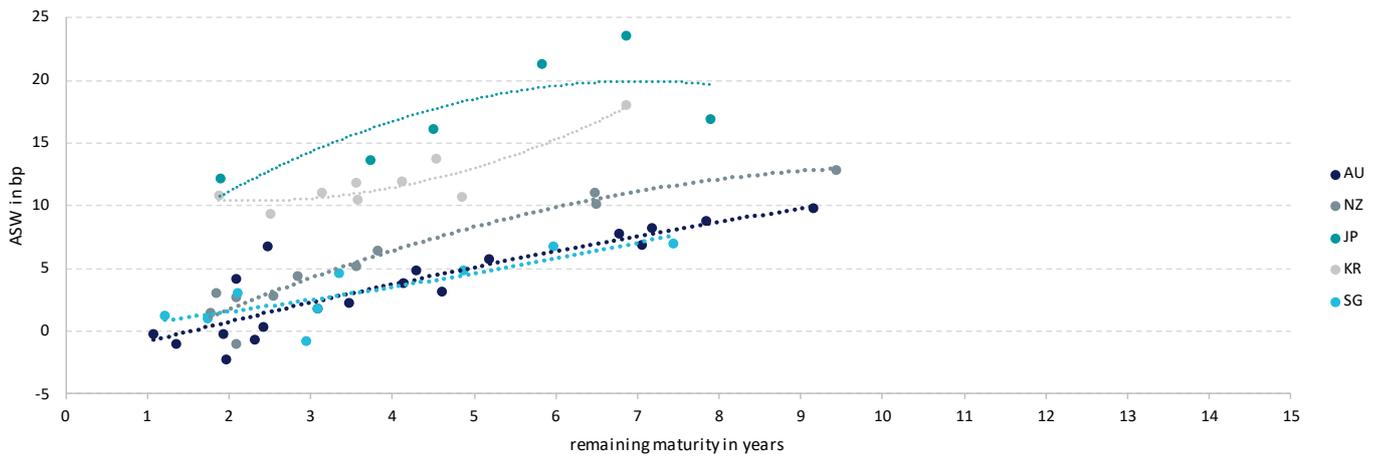
UK/IE 🇬🇧 🇮🇪



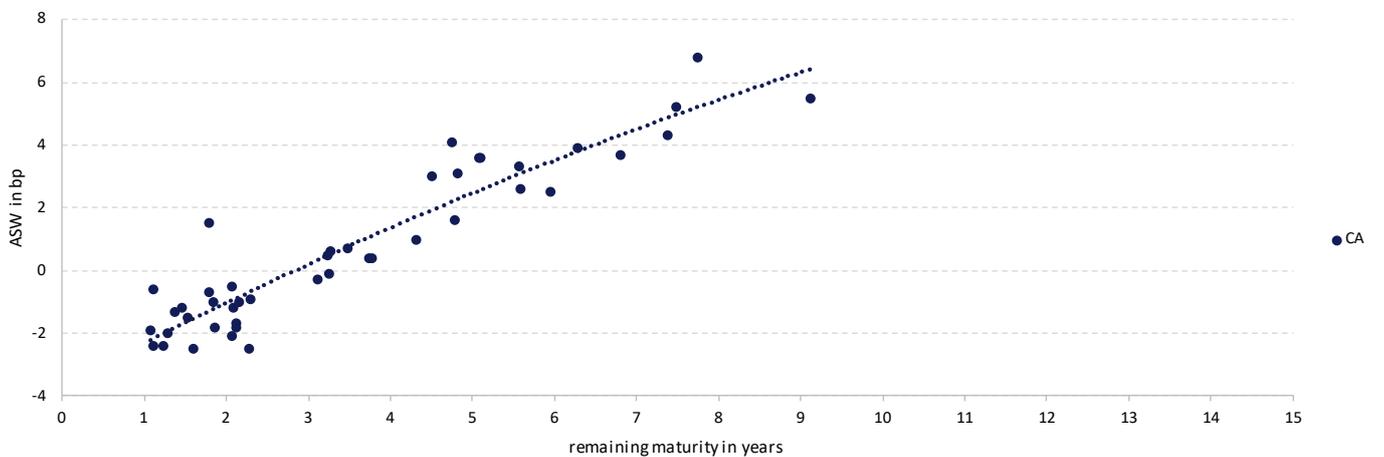
CEE 



APAC 



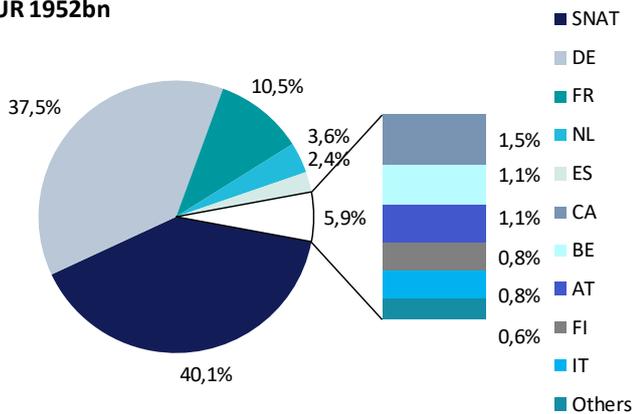
North America 



Charts & Figures SSA/Public Issuers

Ausstehendes Benchmarkvolumen

EUR 1952bn



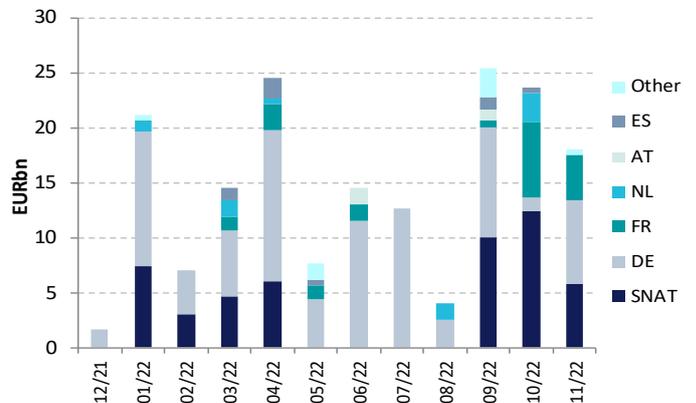
Top 10 Länderübersicht (EUR Benchmarks)

Country	Vol. (€bn)	No. of bonds	ØVol. (€bn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	782,9	194	4,0	8,6
DE	732,1	573	1,3	6,8
FR	205,0	145	1,4	5,7
NL	70,9	68	1,0	6,6
ES	46,8	59	0,8	5,1
CA	28,5	20	1,4	5,3
BE	21,7	25	0,9	13,9
AT	21,2	23	0,9	5,0
FI	16,0	20	0,8	6,1
IT	15,0	19	0,8	5,7

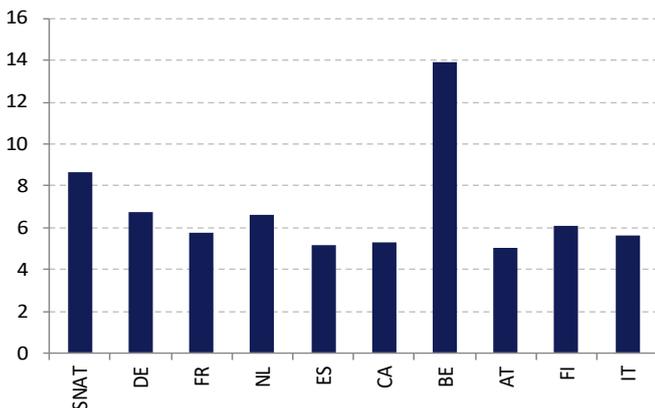
Benchmarkemissionen je Jahr



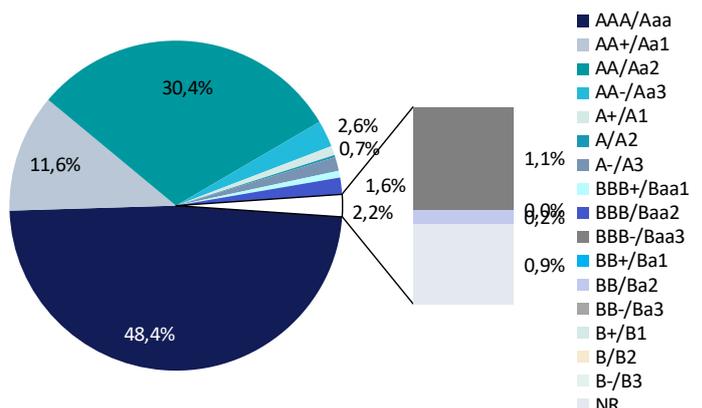
Benchmarkfälligkeiten je Monat



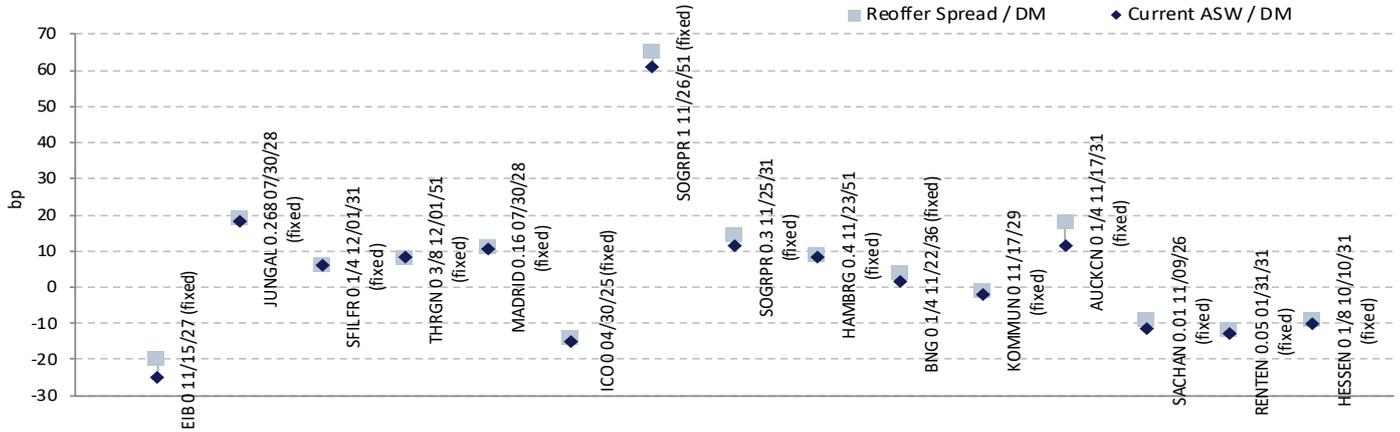
Vol. gew. Modified Duration nach Land



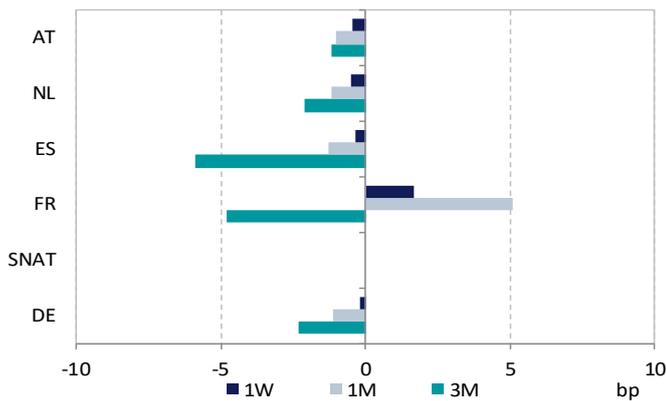
Ratingverteilung (volumengewichtet)



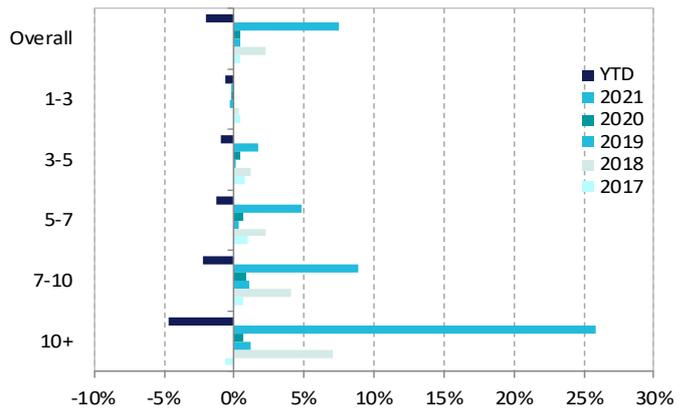
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



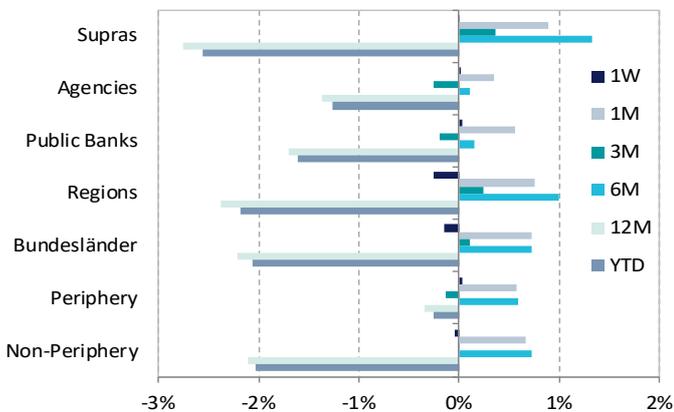
Spreadentwicklung nach Land



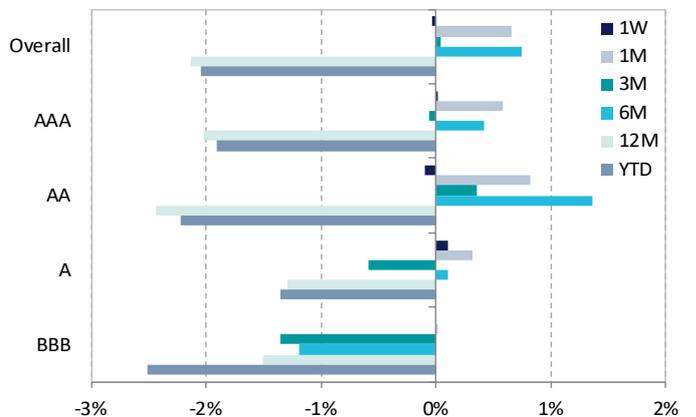
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

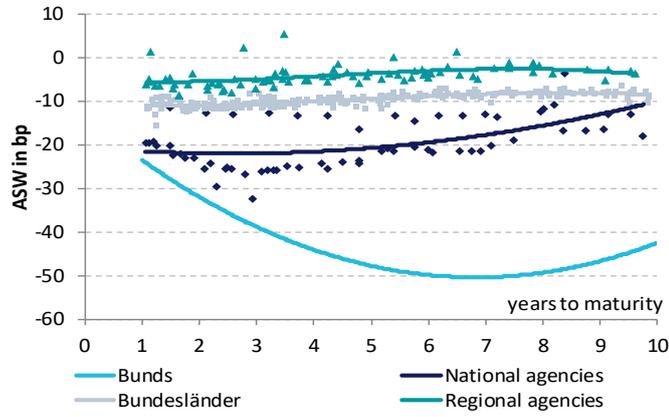


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

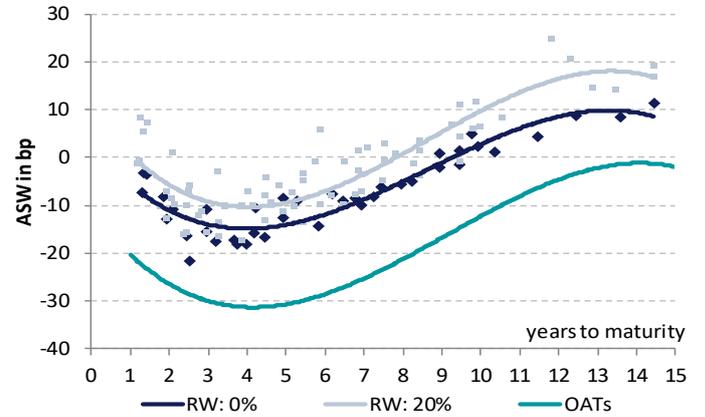


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

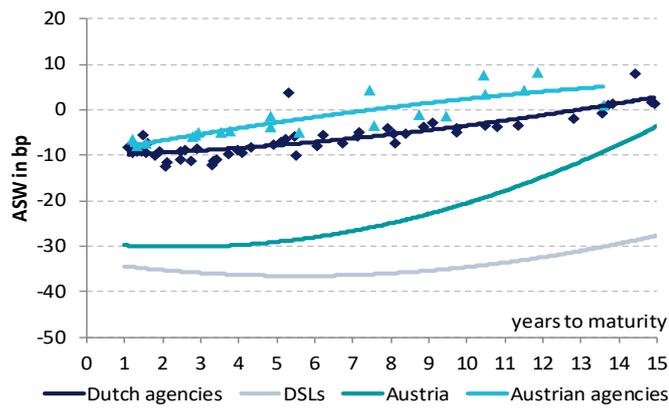
Germany (nach Segmenten)



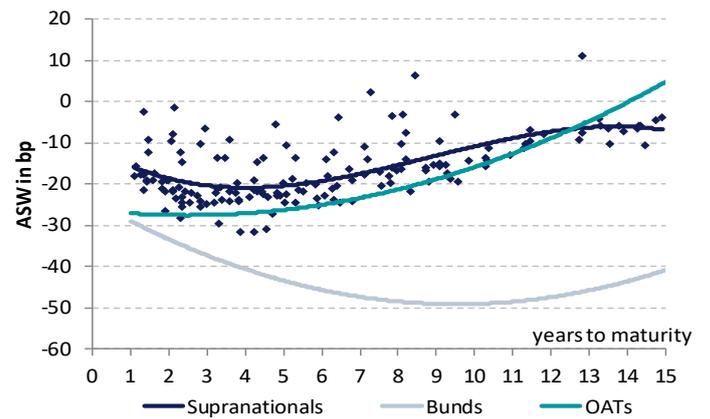
France (nach Risikogewichten)



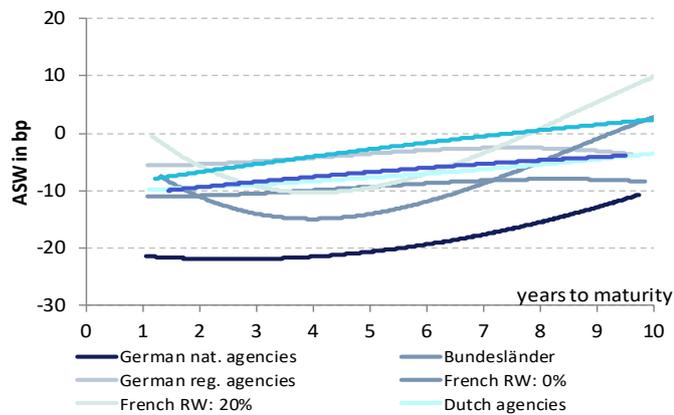
Netherlands & Austria



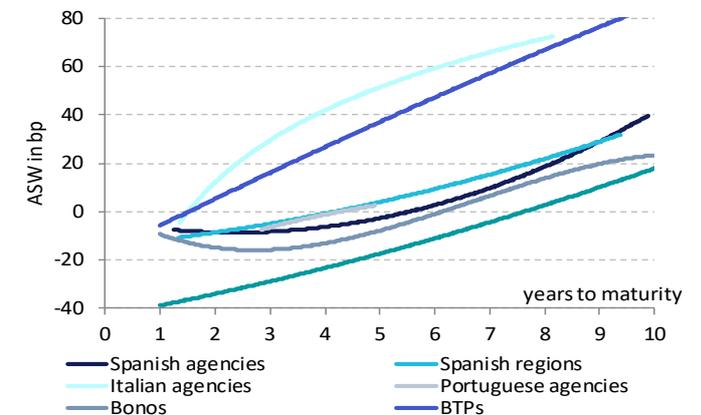
Supranationals



Core



Periphery



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

Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
39/2021 ♦ 08. Dezember	<ul style="list-style-type: none"> Die EZB, ihre Geldpolitik und der Covered Bond-Markt: Eine „Was wäre wenn?“-Überlegung Der Ratingansatz von Moody's
38/2021 ♦ 01. Dezember	<ul style="list-style-type: none"> Vereinigtes Königreich: EUR-Benchmarksegment im Fokus Beyond Bundesländer: Region Pays de la Loire (PDLL)
37/2021 ♦ 24. November	<ul style="list-style-type: none"> Benchmark-Deals abseits des Euro: Wieder mehr Dynamik! Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2021 Beyond Bundesländer: Region Auvergne-Rhône-Alpes (ARA)
36/2021 ♦ 17. November	<ul style="list-style-type: none"> Primärmarktprognose 2022: Zeit für ein Comeback? Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes Beyond Bundesländer: Belgische Regionen im Spotlight
35/2021 ♦ 10. November	<ul style="list-style-type: none"> PEPP vor dem rechnerischen Ende – wird APP bald aufgepeppt? Spaniens großer Wurf: Haucht die neue Covered Bond-Gesetzgebung dem Markt neues Leben ein?
34/2021 ♦ 03. November	<ul style="list-style-type: none"> Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt: EU-Harmonisierung macht Einfluss bereits geltend Beyond Bundesländer: Spanische Regionen im Spotlight
33/2021 ♦ 27. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> Versicherungsunternehmen als Covered Bond-Investoren: Ein Blick auf Solvency II und die EIOPA-Statistik Der Ratingansatz von Scope
32/2021 ♦ 20. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> Vorschau EZB: Zwischenschritt für wegweisenden Dezember? ECBC veröffentlicht Jahresstatistik für 2020 Covered Bonds im Kontext des EZB-Sicherheitenrahmenwerks
31/2021 ♦ 22. September	<ul style="list-style-type: none"> Primärmarkt Covered Bonds: „A September to remember“ Ankündigung: Issuer Guide Deutsche Bundesländer 2021
30/2021 ♦ 15. September	<ul style="list-style-type: none"> Transparenzvorschrift § 28 PfandBG Q2/2021 Fitch: Covered Bond-Ratingansatz Update: Gemeinschaft deutscher Länder (Ticker: LANDER)
29/2021 ♦ 08. September	<ul style="list-style-type: none"> Kanadas Covered Bond-Markt mit neuer Dynamik: Zwei EUR-Debütanten Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes NGEU in den Startlöchern: 3, 2, 1 ... EU-Auktionen!
28/2021 ♦ 01. September	<ul style="list-style-type: none"> Vorschau EZB: Fokus auf Ankauftempo beim PEPP? Frankreich als größte Jurisdiktion im EUR-Benchmarksegment: Ein Covered Bond-Blick auf die „Grande Nation“
27/2021 ♦ 28. Juli	<ul style="list-style-type: none"> NORD/LB Issuer Guide Covered Bonds 2021: Eine feste Größe in bewegten Zeiten Beyond Bundesländer: Madeira und Azoren
26/2021 ♦ 21. Juli	<ul style="list-style-type: none"> Sommerpause ante portas: Ein Blick auf Covered Bonds in US-Dollar und Britischen Pfund
25/2021 ♦ 14. Juli	<ul style="list-style-type: none"> Neue Strategie der EZB – Kommunikation bleibt das A und O Vorschau EZB: Das erste Meeting unter dem „neuen“ Regime
24/2021 ♦ 07. Juli	<ul style="list-style-type: none"> Covered Bonds: Halbjahresrückblick und Ausblick für das 2. Halbjahr 2021 2021: Die erste Halbzeit ist gespielt – wie weiter im SSA-Segment?

Anhang

Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

Issuer Guide Covered Bonds 2021

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 2021

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



Dr. Norman Rudschuck

SSA/Public Issuers
 +49 511 361-6627
 +49 152 090 24094
norman.rudschuck@nordlb.de



Dr. Frederik Kunze

Covered Bonds
 +49 511 361-5380
 +49 172 354 8977
frederik.kunze@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 **NORDDEUTSCHEN 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 Bereichs 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 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 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.

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 Warendermingeschäfte 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 wird 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: 15. Dezember 2021 08:56h

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.

Empfehlungssystematik

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

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

Negativ: Negative Erwartungen für den Emittenten, einen Anleihtypen 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/empfehlungsuersicht_renten. Das Passwort lautet "renten/Liste3".

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