

Covered Bond & SSA View

NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	7
Jahresrückblick 2021 – Covered Bonds	12
Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick	20
SSA-Jahresrückblick 2021: Rekorde über Rekorde	26
EZB-Tracker	
Asset Purchase Programme (APP)	39
Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)	44
Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP	47
Charts & Figures	
Covered Bonds	48
SSA/Public Issuers	54
Ausgaben im Überblick	57
Publikationen im Überblick	58
Ansprechpartner in der NORD/LB	59

Flooranalysten:

Dr. Frederik Kunze

Covered Bonds

frederik.kunze@nordlb.de

Dr. Norman Rudschuck, CIIA

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

Gelungener Jahresstart am ersten Handelstag: Aareal mit Hypothekendarlehenpfandbrief und Erste Bank mit Dual Tranche

Die ersten Marktauftritte des neuen Jahres gehen geballt auf Deutschland und Österreich zurück. Bereits am 03. Januar – und damit am ersten Handelstag des Jahres – kündigte die Aareal Bank ihren Hypothekendarlehenpfandbrief (EUR 750 Mio.) an, während die Erste Bank aus Österreich die Mandatierung für eine Dual Tranche (EUR 750 Mio.; 6,5y & EUR 750 Mio. 15y) mitteilte. Bei Öffnung der Orderbücher am 04. Januar profitierten die Emittenten grundsätzlich von einem positiven Marktumfeld. Die beiden Bonds der Erste Bank vereinten Orderbücher im Volumen von insgesamt EUR 3,7 Mrd. auf sich, wobei insbesondere die Transaktion mit Fälligkeit in 2029 mehr Nachfrage auf sich zog. Während der 15y-Deal bei ms +5bp gepreist wurde (Guidance: ms +9bp area), lag der Emissionsspread des 6,5y Deals bei ms -3bp (Guidance: ms +3bp area). Aus den Reoffer Spreads lassen sich Neuemissionsprämien von +1bp (15y) bzw. -1bp (6,5y) ableiten. Der auf die Erste Bank folgende Aareal Deal engte sich in der Vermarktungsphase um vier Basispunkte gegenüber der anfänglichen Guidance (ms +3bp area) ein. Bei einem Reoffer Spread von ms -1bp summierten sich die Orderbücher für den Deal mit achtjähriger Laufzeit auf EUR 1,45 Mrd. (70 Investoren). Bei einer positiven Emissionsrendite (0,195%) ergab sich eine Investorenverteilung, die neben Banken (44%) und Central Banks/OI (34%) auch einen nennenswerten Anteil von Real Money-Investoren aufwies (Funds: 21%). In Bezug auf die geografische Verteilung dominierten wenig überraschend Accounts aus Deutschland (79%). Am Mittwoch folgten – ebenfalls aus der DACH-Region – Benchmarks von Commerzbank und BAWAG. Für beide Bonds wählten die Institute jeweils Laufzeiten von zehn Jahren. Auch bei diesem etwas längeren Laufzeitenbereich zogen die Neuemissionen ein eindrucksvolles Maß an Orders an. Sowohl der Covered Bond der Commerzbank (EUR 1 Mrd.; Reoffer Spread: ms -1bp; NIP: -1bp) als auch die BAWAG-Benchmark (EUR 500 Mio.; Reoffer Spread: ms +1bp; NIP +1bp) konnten sich in der Vermarktungsphase um fünf Basispunkte einengen und wurden nahezu auf der Kurve gepreist. In der ersten Handelswoche des Jahres summiert sich das neu platzierte EUR-Benchmarkvolumen auf EUR 3,75 Mrd., wobei sich nach unserer Auffassung das hohe Investoreninteresse durch die summierten Orderbücher (EUR 9,13 Mrd.) sowie die mittlere Neuemissionsprämie von Null approximieren lässt. Dieses Nachfrageverhalten resultiert nicht zuletzt aus den für den ersten Monat des Jahres zu erwarteten Fälligkeiten im EUR-Benchmarksegment. Von den für 2022 anstehenden Fälligkeiten in Höhe von EUR 138 Mrd. entfallen immerhin fast EUR 34 Mrd. auf den Januar. Wenig überraschend liegt die Emissionsdynamik in der ersten Handelswoche deutlich über dem von der Unsicherheit zum Jahreswechsel 2020/21 geprägten Jahresstart 2021. Hier tat sich ebenfalls die Aareal als früh aktiver Emittent hervor und blieb mit der zweifach überzeichneten EUR-Benchmark über EUR 500 Mio. tatsächlich das einzige Institut, dass sich damals in der ersten Handelswoche auf die Investoren zubewegte.

Zweite Handelswoche: Primärmarkt bleibt lebhaft, Investoren fragen weiter nach

Nachdem sich die erste Handelswoche bereits lebhaft präsentierte, obwohl sie durch gesetzliche Feiertage (u.a. in UK und einigen deutschen Bundesländern) etwas ausgebremst wurde, bleibt die Emissionsaktivität wenig überraschend auch in der Woche zwei auf einem hohen Niveau. Zum Wochenstart ging die UniCredit Bank auf ihre Investoren zu und platzierte einen Covered Bond über EUR 1 Mrd. bei ms flat. Nach der anfänglichen Guidance (ms +4bp area) stand auch für diesen Deal eine Einengung um vier Basispunkte zu Buche. Die Bid-to-Cover Ratio lag bei EUR 2 Mrd. Am gestrigen Dienstag zeigten sich sowohl die Helaba als auch CAFFIL – als „First Mover“ aus Frankreich mit einer Dual Tranche am Markt. Die Helaba ging sowohl mit einem Hypothekendarlehen (5,5y; Guidance: ms flat area) als auch mit einem Öffentlichen Darlehen (15y; Guidance: ms +6bp area) an den Markt. Der Hypothekendarlehen (EUR 1,25 Mrd.) wurde schließlich bei ms -5bp gepreist während beim deutlich länger laufenden durch öffentliche Assets besicherten Covered Bond über EUR 1 Mrd. der Reoffer Spread bei ms +3bp lag. Die zusammengefassten Orderbücher (EUR 4,9 Mrd.) zeigen ein insgesamt hohes Investoreninteresse an, wobei der kürzer laufende Hypothekendarlehen eindeutig stärker gefragt war. Die IPT der CAFFIL-Transaktion lagen bei ms +5bp area (EUR 750 Mio. WNG; 10y) bzw. bei ms +10bp area (EUR 500 Mio. WNG; 20y). Auf Basis von Orderbüchern in Höhe von EUR 1,6 Mrd. (10y) bzw. EUR 900 Mio. (20y) engten sich die finalen Reoffer Spreads spürbar, auf ms flat bzw. ms +6bp, ein. Auch in den ersten beiden Handelstagen der zweiten Handelswoche traf das Angebot auf eine mehr als nur robuste Nachfrage. Die Neuemissionsprämien spiegelten das mit einem Mittel anhaltend niedrigen Niveau entsprechend eindrucksvoll wider.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
HELABA	DE	11.01.	XS2433240764	15.0y	1.00bn	ms +3bp	- / Aaa / -	-
HELABA	DE	11.01.	XS2433126807	5.5y	1.25bn	ms -5bp	- / Aaa / -	-
CAFFIL	FR	11.01.	FR0014007PY7	20.0y	0.50bn	ms +6bp	- / Aaa / AA+	-
CAFFIL	FR	11.01.	FR0014007PX9	10.0y	0.75bn	ms +0bp	- / Aaa / AA+	-
UniCredit Bank	DE	10.01.	DE000HV2AYS3	11.0y	1.00bn	ms +0bp	- / Aaa / -	-
BAWAG	AT	05.01.	XS2429205540	10.0y	0.50bn	ms +1bp	- / Aaa / -	-
Commerzbank	DE	05.01.	DE000CZ45WY7	10.0y	1.00bn	ms -1bp	- / Aaa / -	-
Erste Group Bank	AT	04.01.	AT0000A2UXN9	15.0y	0.75bn	ms +5bp	- / Aaa / -	-
Erste Group Bank	AT	04.01.	AT0000A2UXM1	6.5y	0.75bn	ms -3bp	- / Aaa / -	-
Aareal Bank	DE	04.01.	DE000AAR0314	8.0y	0.75bn	ms -1bp	- / Aaa / -	-

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

Sekundärmarkt: Neuemissionen performen, lange Laufzeiten weniger stark nachgefragt

Sekundärmarktseitig konnten die neu emittierten EUR-Benchmarks insgesamt performen. In diesem Kontext ist es nach unserer Auffassung auch von Bedeutung, dass die EUR-Swapsätze insbesondere in den für Covered Bonds relevanten Laufzeitbereichen jüngst deutlich angestiegen sind. Eine Folge davon ist die Rückkehr in Renditebereiche spürbar oberhalb der Nulllinie, was letztlich auch von Bedeutung für die Investorenseite ist. Die Marktbewegungen sind aber auch eine Folge neuerlicher Unsicherheit mit Blick auf den pandemischen Verlauf aber auch in Bezug auf mögliche Reaktionen der EZB auf die Preisentwicklung. Nicht zuletzt aufgrund der Beschaffenheit der aktuellen Zinskurve bleiben wir bei der Einschätzung, dass insbesondere das ganz lange Ende weniger stark nachgefragt wird, wobei hier das Angebot ohnehin begrenzt bleiben sollte, auch da attraktivere Renditen nunmehr auch am kürzeren bzw. mittleren Ende realisierbar sind.

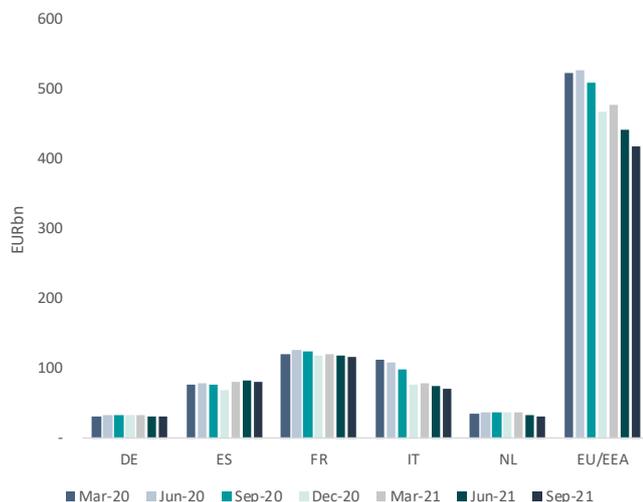
Primärmarkt abseits des Euro: National Australia Bank mit erster GBP-Benchmark, Yorkshire BS platziert GBP Social Covered Bond und CIBC eröffnet USD-Segment

Abseits des EUR-Benchmarksegments verschaffte die National Australia Bank (NAB) dem Sterling Covered Bond-Market die erste Platzierung. Nach zwei Jahren Abwesenheit in diesem Teilmarkt startete NAB mit einer Soft Bullet Benchmark (4y) bei SONIA +30bp area in die Vermarktungsphase. Der Deal wurde schließlich bei SONIA +27bp mit einem Volumen von GBP 1,5 Mrd. emittiert. Die australischen Emittenten gehören auch unseres Erachtens zu denjenigen Häusern, die bei der gedeckten Refinanzierung durchaus regelmäßig Rückgriff auf das FX-Segment nehmen. Eine auf ihrem [Social Financing Framework](#) basierende GBP-Benchmark im Social Format platzierte außerdem die Yorkshire Building Society (YBS). Der Covered Bond über GBP 500 Mio. (WNG; 5y) startete ebenfalls bei SONIA +30bp area in die Vermarktung. Der Reoffer Spread lag schließlich bei SONIA +27bp. Bereits im November 2021 debütierte YBS mit einem Social Covered Bonds im EUR-Benchmarkformat (YBS 0.01 11/16/28) und ist damit gleichzeitig die erste UK-Emittentin überhaupt, die hier im ESG-Segment bisher aktiv war. Die erste USD-Benchmark in 2022 geht auf die Canadian Imperial Bank of Commerce (CIBC) zurück, die erfolgreich einen Deal über USD 2,5 Mrd. bei SOFR +48bp platzieren konnte.

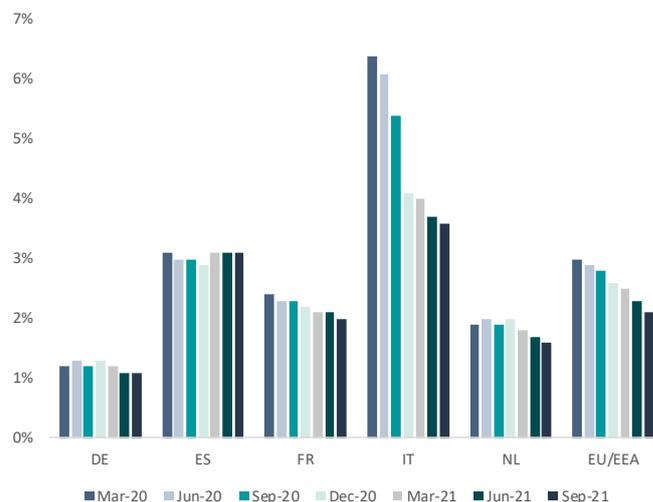
Financials: EBA Risk Dashboard Q3/2021 deutet robuste Fundamentaldaten an

Pünktlich zum Jahresstart hat die European Banking Authority (EBA) Daten zur Asset-Qualität im europäischen Bankensektor vorgelegt (vgl. [Pressemitteilung](#)). Der Datenkranz schließt nunmehr auch das III. Quartal 2021 mit ein. Wie bereits in den vorherigen Veröffentlichungen deutet sich auf Basis der EBA-Statistik in Summe eine weitere Verbesserung der Asset-Qualität an. Offenkundig wird dies nicht zuletzt durch die sowohl absoluten als auch relativen NPL-Rückgänge. Nicht ganz unabhängig davon halten sich auch die Kapitalquoten der Institute oberhalb der regulatorischen Mindestwerte. Gleichwohl gilt es bei einer differenzierten Bewertung der Datenlage auch weiterhin Unterschiede zwischen einzelnen Regionen und Sektoren zu berücksichtigen. In der sektoralen Betrachtung ist z.B. ein anhaltend hohes – wenngleich rückläufiges – NPL-Niveau zu konstatieren. Die EBA weist zugleich auf zu berücksichtigende Unsicherheiten mit Blick auf diejenigen Darlehen, die von Moratorien und/oder öffentlichen Garantieprogrammen profitieren, hin und stellt in diesem Kontext auch auf die aktuellen Entwicklungen – insbesondere den Pandemieverlauf – ab. In Bezug auf Liquiditätsausstattung bzw. Erfüllung der LCR-Anforderungen zeigt sich ein unverändert robustes Bild. Auch wenn die Aussagekraft der Daten aufgrund des Berichtstichtages zu relativieren ist, sehen wir uns durch das aktuelle Risk Dashboard darin bestätigt, dass der EBA-relevante Covered Bond-Markt mit Blick auf die Asset-Qualität keine unmittelbaren negativen Auswirkungen aus der Coronakrise zu verzeichnen hat. Die Emittenten laufen demnach z.B. nicht systematisch Gefahr Ratingherabstufungen zu erfahren, was sich auch mit den Ausblicken der Ratingagenturen deckt. Qualitätsverschlechterungen bei den Bankaktiva, die es zweifelsohne im Einzelfall zu beklagen gibt, kommen außerdem allein aufgrund der gesetzlichen Anforderungen für Covered Bonds nicht nachhaltig in den Deckungsstöcken an. Diese grundsätzliche Sichtweise lässt nach unserem Dafürhalten auch auf andere Regionen (so z.B. die APAC-Region, UK oder Kanada übertragen). Wehrmutstropfen bleibt hingegen die Fundingseite, wenngleich wir es als positives Signal werten, dass immerhin 25% der von der EBA befragten Institute über einen Zeitraum von zwölf Monaten bei der Refinanzierung auch Rückgriff auf Covered Bonds nehmen wollen. Wir würden sogar so weit gehen zu unterstellen, dass diese Quote bei einer heute durchgeführten Befragung signifikant darüber liegen würde.

NPL-Entwicklung für ausgewählte Länder (in EUR Mrd.)



NPL-Entwicklung für ausgewählte Länder (in %)



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

Ankündigung: NORD/LB Markets Prognosetag am 19. Januar 2022 mit dem Thema „Rückkehr der Inflation – gekommen, um zu bleiben?“

Der NORD/LB Prognosetag stellt bereits seit vielen Jahren eine fest etablierte Größe dar, wenn es um den Auftakt in ein neues Jahr geht. Am 19. Januar 2022 laden wir Sie wieder sehr herzlich zu unserer Markets Kundenveranstaltung ein. Gemeinsam mit unseren Gästen beschäftigen wir uns mit dem Fokusthema Inflation. Dabei findet das Event erneut im digitalen Format statt. Im Rahmen der Veranstaltung stellt unser Chefvolkswirt Christian Lips die Fundamental- und Marktprognosen des NORD/LB Research für das Jahr 2022 vor. Im Anschluss daran wird Prof. Dr. Jürgen Stark, ehemals Direktoriumsmitglied des EZB Rates, auf bedeutende Aspekte der Inflationsentwicklung eingehen und dabei neben den strukturellen Rahmenbedingungen unter anderem den internationalen Kontext von Preisentwicklung und Geldpolitik beleuchten. Das Online Event wird durch eine Paneldiskussion mit dem Titel „Nominal, real, katastrophal – wohin treibt der Preisauftrieb die Finanzmärkte?“ abgerundet. Neben den beiden Vorrednern konnten wir für das Panel mit Volker Pätzold (Kapitalanlage VGH), Prof. Dr. Beyerle (Catella Real Estate AG) sowie Martin Hartmann (NORD/LB Leiter Markets) weitere ausgewiesene Kapitalmarktexperten gewinnen, was eine facettenreiche Diskussionsrunde verspricht. Sie haben im Rahmen der gesamten Veranstaltung die Möglichkeit, sich durch Ihre Fragen aktiv einzubringen. Bei Interesse an dem Event oder für Ihre Rückfragen steht Ihnen Jan Dröge, unter jan.droege@nordlb.de oder Telefon 0511 – 361 6889 gern zur Verfügung.

Marktüberblick

SSA/Public Issuers

Autor: Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Outlook 2022

In der letzten Ausgabe des Jahres 2021 haben wir Ihnen unseren [SSA-Ausblick auf das Jahr 2022](#) präsentiert. Dieser wird im SSA-Segment maßgeblich bestimmt durch die Corona-Maßnahmen öffentlicher Emittenten sowie die geldpolitischen Anpassungen seitens der EZB. Diese halten wir aus vielerlei Gründen für maßgeblich für das kommende Jahr und damit insbesondere für das Renditeniveau. Lesen Sie hier noch einmal die relevanten Informationen der EZB-Entscheidung im Rahmen unseres [NORD/LB Fixed Income-Specials](#) im Detail. Kurzzusammenfassung: PEPP endet mit Ablauf Q1/2022 (nicht voll ausgeschöpft nach unseren Berechnungen), Reinvestitionen des PEPP bis Ende 2024, APP wird in Q2/2022 auf monatlich EUR 40 Mrd. verdoppelt, in Q3 auf EUR 30 Mrd. reduziert und erreicht in Q4 wieder sein derzeitiges monatliches Volumen (EUR 20 Mrd.).

Ausgewählte deutsche Fundingzahlen 2022

Das Jahr ist noch sehr frisch, umso lohnender ist ein Blick auf die geplanten Fundingzahlen, die bis dato öffentlich zugänglich sind. Nach einem abermals äußerst erfolgreichen Jahr 2021 mit einem Rekordwert in Höhe von EUR 82 Mrd. Fundingvolumen, welches seitens der KfW mittels 211 Transaktionen in 15 unterschiedlichen Währungen durchgeführt wurde, plant diese nun in 2022 mit EUR 80-85 Mrd. So hat die Förderbank mittels 37 grüner Transaktionen in 13 verschiedenen Währungen umgerechnet über EUR 16 Mrd. (knapp 20%) an den internationalen Kapitalmärkten aufgenommen. „Das ist doppelt so viel im Vergleich zum Vorjahr und umfasst Rekordemissionen in Euro, US-Dollar und Australischen Dollar“, so die KfW. Sie plant zudem für 2022 mit mindestens EUR 10 Mrd. an grünen Emissionen. Das Gros der Mittelaufnahme werden Benchmarkanleihen in EUR und USD ausmachen, die bei Erstemission ein Volumen von EUR 3-5 Mrd. bzw. USD erzielen. Der Plan sehe vor, ausgewählte ausstehende EUR-Benchmarkanleihen bis zu einem Volumen von EUR 7 Mrd. aufzustocken. Für 2022 erwartet die Landwirtschaftliche Rentenbank ein Refinanzierungsvolumen von EUR 11 Mrd. mit Laufzeiten von mehr als zwei Jahren. Dies wären marginal mehr als in 2021. Die durchschnittliche Laufzeit der Emissionen sank auf 6,5 Jahre (2020: 7,3 Jahre). Bis zu 50% ihres mittel- und langfristigen Refinanzierungsvolumens will sie über Benchmarks in EUR bzw. USD aufnehmen. „Wir können uns vorstellen, dass die Rentenbank in den nächsten Jahren in weitere Bundesprogramme zur Transformation der Agrarwirtschaft eingebunden wird. Den dadurch möglicherweise erhöhten Refinanzierungsbedarf berücksichtigen wir in unseren Planungen“, so Nikola Steinbock, seit 01. Januar 2022 Vorstandssprecherin der Rentenbank. Die Rentenbank nahm 2021 Mittel in sieben Währungen auf. Der Anteil der US-Dollar-Emissionen lag bei 25% (2020: 47%), der Anteil des Euro stieg auf 62% (zuvor 42%). Der Anteil des Britischen Pfund blieb mit 4% nahezu konstant (5%). Für die NRW.BANK rechnen wir mit einem ähnlichen Refinanzierungsvolumen wie in 2021: EUR 11-12 Mrd. Hier war die Aufgliederung sehr interessant, welche nach EUR (32%), EUR Green (8%) und EUR Social (13%) unterscheidet im Rahmen der Investorenpräsentation. Die Duration über alle Währungen hinweg wurde mit 5,4 Jahren angegeben (Basis: EUR 11,4 Mrd.).

Supranationals als große Marktteilnehmer

Zu den deutschen Agencies gesellen sich vor allem die vier großen Luxemburger Institutionen EU und EIB sowie ESM und EFSF: Die jeweiligen Fundingziele der beiden Letztgenannten – EUR 8,0 Mrd. (ESM) bzw. EUR 19,5 Mrd. (EFSF) – stehen bereits seit vielen Monaten fest. Beide Emittenten geben mit EUR 8,0 Mrd. bzw. EUR 20,0 Mrd. auch bereits ihre Zahlen für 2023 an! Mit dem Dezember-Newsletter wurden uns sonst immer die Zeitfenster für die ersten drei Monate bzw. die genauen Kalenderwochen zugänglich gemacht sowie die Aufteilung der Volumina pro Quartal. Dies entfällt ab 2022 für ESM und EFSF. Für den ESM erwarten wir für das kommende Jahr einen negativen Net Supply von rund EUR 4 Mrd. Demgegenüber stehen bei der EFSF 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 laufenden Jahr an den Markt kommen wird und planen einen Social Bond ein. Die EU übernimmt quasi die Detailplanung der unterschiedlichen Fundingfenster von ESM/EFSF und ist dabei ein sehr gutes Stichwort: Wir erwarten sie in 2022 mit EUR 120-150 Mrd. Dies wären rein rechnerisch EUR 2,5-3 Mrd. pro voller Kalenderwoche. Zur Erinnerung: In 2021 begab die EU verstärkt Social Bonds im Rahmen des SURE-Programmes (EUR 50,1 Mrd.), das NGEU-Programm besteht zu circa 30% aus Green Bonds. EUR 5,5 Mrd. hat die EU zudem „regulär“ zu refinanzieren bzw. zu verlängern in H1 (MFA, EFSM und BoP). Hinzu kommt das Funding für den Fonds „Next Generation EU“. Dieser wurde für H1/2022 überraschend niedrig mit EUR 50 Mrd. angesetzt. Hier dürfte die zweite Jahreshälfte interessant(er) werden, rechnen wir doch mit Minimum EUR 70 Mrd. bzw. in der Spitze halten wir sogar EUR 100 Mrd. für möglich. Die EIB schätzt ihren Fundingbedarf im Jahr 2022 auf EUR 60-70 Mrd. In seiner Dezember-Sitzung genehmigte der Verwaltungsrat laut Pressemitteilung der EIB die Beschaffung von bis zu EUR 70 Mrd., sodass der Bank ein gewisser Spielraum nach oben bleibt. Im Jahr 2022 wird die EIB voraussichtlich Fälligkeiten in Höhe von insgesamt EUR 48,7 Mrd. zurückzahlen, sodass ein positiver Net Supply von mindestens EUR 12 Mrd. entstehen würde, was deutlich mehr wäre als in den vergangenen beiden Jahren – und sogar EUR 22 Mrd. betragen, sollte die obere Grenze getestet werden.

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

Zeitfenster für ...

	... EU-Anleiheemissionen	... EU-Anleiheemissionen
06. KW	07. bis 11. Februar	19. KW 09. bis 13. Mai
12. KW	21. bis 25. März	25. KW 20. bis 24. Juni
14. KW	04. bis 08. April	

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

Bund veröffentlichte Planung kurz nach unserer letzten Ausgabe

Wenngleich wir den Bund als Emittenten hier im Floor Research nicht detailliert betrachten, ist seine Kurve doch die Referenz für einen Großteil unserer institutionellen Kundschaft. Somit gehen wir in der angemessenen Kürze auf das Angebot Deutschlands ein: Zur Finanzierung des Bundeshaushalts und seiner Sondervermögen plant der Bund, im Jahr 2022 Wertpapiere in Summe von rund EUR 410 Mrd. durch Auktionen zu emittieren. Davon sind EUR 195 Mrd. dem Kapitalmarkt zuzuordnen sowie EUR 208 Mrd. dem Geldmarkt. Zusätzlich sollen inflationsindexierte Bundeswertpapiere durch Auktionen in Höhe von EUR 6-8 Mrd. Euro begeben werden. Neben den Auktionen ist auch die Begebung von Bundeswertpapieren über vier Syndikate geplant, deren Emissionsvolumen jeweils im Rahmen des Verfahrens festgelegt wird. Das vergleichsweise hohe Emissionsvolumen sei laut Pressemitteilung wie im vergangenen Jahr (Plan 2021: EUR 469-471 Mrd.) insbesondere auf die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie, die sich erheblich auf die Einnahmen und Ausgaben des Bundeshaushalts und seiner Sondervermögen auswirke, zurückzuführen. Zu den mitfinanzierten Sondervermögen des Bundes gehören unter anderem der zur Begegnung der wirtschaftlichen Pandemiefolgen in 2020 etablierte Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF) sowie der im Zuge der Finanzmarktkrise 2008 eingerichtete Finanzmarktstabilisierungsfonds (FMS). Beide werden von der Finanzagentur verwaltet. Und hier schließt sich der Kreis für andere Agencies mit Blick auf unsere Coverage, da sich die KfW aus dem WSF bedient und die Abwicklungsanstalten durch den FMS garantiert werden. Die Emissionsplanung für das Jahr 2022 sieht für Grüne Bundeswertpapiere ein ähnliches Gesamtvolumen vor wie in 2021 (EUR 12,5 Mrd.). Für Q3/2022 plant der Bund die syndizierte Begebung einer neuen Grünen Bundesobligation mit Fälligkeit im Oktober 2027. Konventioneller Zwilling dieser Grünen Bundesobligation soll die Bundesobligation mit Fälligkeit im Oktober 2027 sein, die am 28. Juni 2022 begeben werden soll. Im Jahr 2022 sind darüber hinaus insgesamt vier Aufstockungen bei den drei umlaufenden zehn- bzw. 30-jährigen Grünen Bundeswertpapieren geplant. Die insgesamt drei Aufstockungen der beiden zehnjährigen Grünen Bundeswertpapiere werden im Auktionsverfahren umgesetzt, das Aufstockungsvolumen wird jeweils EUR 1,5 Mrd. betragen. Für die Aufstockung des 30-jährigen Grünen Bundeswertpapiers ist eine syndizierte Begebung geplant, das Emissionsvolumen wird im Laufe des Verfahrens festgelegt. Deutsche Besonderheit am Markt: Bei der Emission eines Grünen Bundeswertpapiers wird zeitgleich das konventionelle Zwillingwertpapier um den gleichen Betrag aufgestockt. Die Erhöhung des umlaufenden Volumens erfolgt in den Eigenbestand des Bundes.

Anpassungen des ESM-Vertrages wirken sich auch auf Bundesanleihen aus

Wie im vergangenen Jahr berichtet, wurde der ESM-Vertrag angepasst. Die Stichworte sind hier Collective Action Clauses (CACs) und Umstellung von „double-limb“ auf „single-limb“. Durch die Einführung von einstufigen Umschuldungsklauseln (single-limb) bei allen staatlichen Emittenten des Euroraums werden sich nun nach und nach die Emissionsbedingungen für Bundeswertpapiere ändern. Details ergeben sich aus den Veröffentlichungen des [ESDM](#) (Economic and Financial sub-committee on EU sovereign debt market). In diesem Zuge werden die Standard-Fälligkeitstermine bei Bundesanleihen vom 15. auf den 16. der Monate Februar, Mai, August und November angepasst. Die neuen Emissionsbedingungen werden für Neuemissionen ab dem ersten Tag des übernächsten Monats nach Inkrafttreten des ESM-Änderungsvertrages genutzt. Die taggenauen Fälligkeitstermine von neuen Bundesanleihen werden mit den entsprechenden Quartalsupdates des Emissionskalenders bekanntgegeben.

Aktuellste Pressemitteilungen zu den deutschen öffentlichen Schulden

Die öffentlichen Schulden sind Q3/2021 erneut gestiegen: Der Öffentliche Gesamthaushalt (Bund, Länder, Gemeinden und Gemeindeverbände sowie Sozialversicherung einschließlich aller Extrahaushalte) war beim nicht-öffentlichen Bereich (Kreditinstitute sowie sonstiger inländischer und ausländischer Bereich, z.B. private Unternehmen im In- und Ausland) zum Quartalsende mit EUR 2.284,2 Mrd. verschuldet. Dies entspricht einer Pro-Kopf-Verschuldung von EUR 27.477. Eine ähnlich hohe Verschuldung hatte es zuletzt Ende 2012 – und somit weit vor der Pandemie – mit EUR 2.068,3 Mrd. gegeben. Bis Corona waren die öffentlichen Schulden jedes Jahr gesunken. Wie das Statistische Bundesamt (Destatis) auf Basis vorläufiger Ergebnisse weiter mitteilte, stieg die öffentliche Verschuldung zum Ende des III. Quartals damit gegenüber dem Jahresende 2020 um weitere +5,1% bzw. EUR 111,3 Mrd. Der Anstieg ist im Wesentlichen in der Aufnahme finanzieller Mittel für Maßnahmen zur Bewältigung der Corona-Krise begründet. Gegenüber dem II. Quartal nahm der Schuldenstand um +1,4% oder EUR 32,3 Mrd. zu. Laut Destatis waren mit Ausnahme der Sozialversicherung am Ende von Q3 alle Ebenen des öffentlichen Gesamthaushalts stärker verschuldet als zum Jahresende 2020. Am stärksten erhöhte sich in diesem Zeitraum die Verschuldung des Bundes, und zwar um +7,2% bzw. um EUR 101,4 Mrd. auf EUR 1.504,9 Mrd. Die Länder waren Ende Q3 mit EUR 645,2 Mrd. verschuldet, dies entspricht einem Anstieg um +1,4% bzw. EUR 9,2 Mrd. gegenüber dem Jahresende 2020. Die Verschuldung ist in fast allen Ländern angestiegen. Prozentual nahm sie in Bayern am stärksten zu (+12,4%) gefolgt von Sachsen (+11,0%) und Nordrhein-Westfalen (+6,0%). In den meisten Ländern stand die höhere Verschuldung größtenteils im Zusammenhang mit der Corona-Krise. In Sachsen ergab sich der Zuwachs zu einem großen Teil aus Aufnahmen für den „Corona-Bewältigungsfonds“ sowie einer Umschichtung der Kreditaufnahmen. Der Anstieg in NRW sei laut Pressemitteilung auf eine Erhöhung der Wertpapiersschulden des Landes für das „Sondervermögen zur Finanzierung aller direkten und indirekten Folgen der Bewältigung der Corona-Krise“ sowie der Ersten Abwicklungsanstalt (EAA) zurückzuführen. Dabei handelt es sich um einen Nettoeffekt regulärer Kapitalmarkttransaktionen aus Tilgungen verbriefteter Verbindlichkeiten und neuer Emissionen. Den stärksten prozentualen Schuldenrückgang verzeichnete Bremen (-12,5%). Dieser beruht vor allem auf den gegenüber dem Jahresende 2020 geringeren Schuldenaufnahmen für die Bereitstellung von Barsicherheiten für Derivategeschäfte. In Hessen sank die Verschuldung gegenüber dem Jahresende 2020 um 2,7% und im Saarland um 2,1%. Der Schuldenstand der Gemeinden und Gemeindeverbände erhöhte sich in Q3 gegenüber dem Jahresende 2020 um +0,5% bzw. EUR 0,7 Mrd. auf EUR 134,1 Mrd. und damit im Vergleich zum Bund und zu den Ländern nur geringfügig. Die Entwicklung verlief aber regional unterschiedlich: Die Schulden stiegen laut der Datenlage von Destatis vor allem in den Gemeinden und Gemeindeverbänden in Baden-Württemberg (+7,6%), Schleswig-Holstein (+5,8%) und Hessen (+2,5%). Dagegen sanken die Schulden insbesondere im Saarland (-7,9%), in Brandenburg (-5,0%) und in Sachsen (-4,7%). Der Rückgang der Verschuldung bei den saarländischen Gemeinden und Gemeindeverbänden ist zum Großteil dadurch begründet, dass seit dem 01. Januar 2020 das vom Land verwaltete „Sondervermögen Saarlandpakt“ EUR 546,4 Mio. der Kassenkredite der Gemeinden und Gemeindeverbände übernommen hat. Nachrichtlich: Die Sozialversicherung wies in Q3/2021 einen Schuldenstand in Höhe von EUR 41 Mio. aus, was einen leichten Rückgang um EUR 3 Mio. gegenüber dem Jahresende 2020 bedeutet.

Primärmarkt

Same procedure as every year: Am 29. Dezember des alten Jahres hat das Land Niedersachsen noch für einen zehnjährigen Bond mandatiert, um den Primärmarkt in 2022 am ersten Handelstag in Europa zu eröffnen. Dieser konnte direkt am 03. Januar gepreist werden. Die Konditionen für die zehnjährige Anleihe wurden mit ms -8bp für zehn Jahre angegeben (EUR 1 Mrd.). Dies waren sieben Basispunkte weniger als noch vor einem Jahr. Der Spread konnte sich wie Anfang 2021 im Pricing-Prozess 1bp gegenüber der Guidance einengen, die Bücher waren gut gefüllt. Für eine identische Laufzeit entschied sich die KfW, also schlug sie bei der Size zu: EUR 5 Mrd. für zehn Jahre kamen zu ms -15bp. Vor genau einem Jahr war die KfW auch die Nummer 2 des Jahres (gemeinsam mit NRW), damals bei identischer Size und Laufzeit, jedoch zu ms -9bp. Das Orderbuch wusste dieses Jahr mit EUR 33,5 Mrd. zu überzeugen, hier waren sogar drei Basispunkte Tightening gegenüber der Guidance (ms -12bp area) möglich. Letztes Jahr war der Deal mit EUR 19,5 Mrd. „nur“ rund 4x überzeichnet. Auch die erste ESG-Anleihe des Jahres ging gut über die Bühne: Die niederländische BNG sammelte EUR 1,75 Mrd. in einer Nachhaltigkeitsanleihe zu ms -3bp ein. Allein an diesen drei Bonds (KfW, NIESA, BNG) lässt sich das Pricing in Relation zueinander perfekt ablesen. Die erste Dual Tranche des Jahres begab die EFSF: Die entschied sich für die Laufzeit 8y (EUR 3,0 Mrd.) und 31y (EUR 2,5 Mrd.). Die Orderbücher lagen bei EUR 19 Mrd. bzw. EUR 11 Mrd. Beide Deals konnte gegenüber der Guidance einengen, die kürzere Laufzeit um einen Basispunkt, die ultralange Laufzeit sogar um zwei. Ab kommender Woche ist der Bond auch für das Eurosystem ankaufbar, derzeit liegt die Restlaufzeit noch wenige Tage über 31 Jahre und fällt durch das Kriterienraster. Weitere Supranationals kamen auch bereits um die Ecke: Die Weltbank, in Gestalt der IDA, sowie die EIB mit einer EARN-Transaktion. Die EIB wählte eine zehnjährige Laufzeit und lag mit ihrem Pricing bei ms -14bp drei Basispunkte niedriger als noch vor einem Jahr. Das Buch lag 2022 bei EUR 26 Mrd., 2021 betrug es in der ersten Handelswoche (ebenfalls 10y EARN) noch EUR 33 Mrd. Die International Development Association als Arm der Weltbank wählte ein nachhaltiges Format und 20 Jahre als Laufzeit. Der Spread konnte bei ms +14bp festgesetzt werden. Die Bücher lagen bei EUR 3,1 Mrd. und die Überzeichnung somit bei gut 1,5x. Des Weiteren hatte die EIB noch einen Tap eines Climate Awareness Bonds im Gepäck: EUR 500 Mio. (2027er-Laufzeit) kamen zu ms -25bp. Der Rest waren interessante Mandatierungen für die sehr nahe Zukunft: NRW (10y; SDB Housing), CADES (10y, Social), COE (10y, WNG) sowie die Methusalem-Experten aus Düsseldorf: NRW, 100y. Letztes Jahr lag deren Buch bei EUR 3,25 Mrd. für ihre 100-jährige Anleihe Anfang Januar (EUR 2 Mrd., ms +111bp).

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
EIB	SNAT	10.01.	XS2433363509	10.0y	4.00bn	ms -14bp	AAA / Aaa / AAA	-
IDAWBG	SNAT	10.01.	XS2432629504	20.0y	2.00bn	ms +14bp	- / Aaa / AAA	X
EFSF	SNAT	10.01.	EU000A2SCAA6	31.0y	2.50bn	ms +17bp	AA / Aa1 / AA	-
EFSF	SNAT	10.01.	EU000A1GOEP6	8.2y	3.00bn	ms -14bp	AA / Aa1 / AA	-
BNG	NL	04.01.	XS2430965538	10.0y	1.75bn	ms -3bp	AAA / Aaa / AAA	X
KfW	DE	03.01.	DE000A3E5XN1	10.0y	5.00bn	ms -15bp	- / Aaa / AAA	-
NIESA	DE	03.01.	DE000A3MQNG3	10.0y	1.00bn	ms -8bp	AAA / - / -	-

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

Covered Bonds

Jahresrückblick 2021 – Covered Bonds

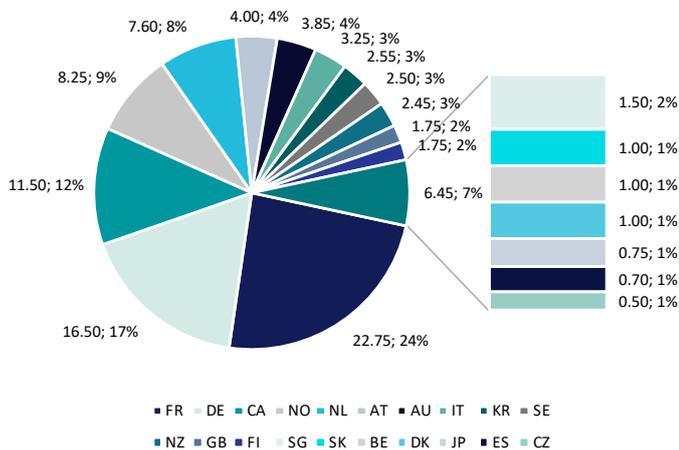
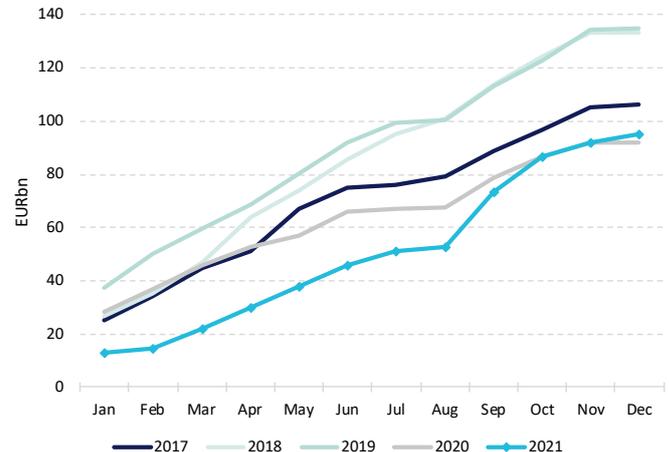
Autor: Dr. Frederik Kunze

Das Jahr 2021 in der Rückschau: (Vorübergehende) Anpassung an neue Verhältnisse?

Wie gewohnt möchten wir die erste Ausgabe unserer Wochenpublikation im neuen Jahr für eine Rückschau nutzen. Tatsächlich war auch das Jahr 2021 durch einige Sonderfaktoren gekennzeichnet, die weiterhin im engen Zusammenhang zu den Zweit- und Drittrundeneffekten der Coronakrise stehen. Allen voran steht einmal mehr der Einfluss der Geldpolitik auf das EUR-Benchmarksegment im Fokus. Fundamentalfaktoren waren hingegen für das Marktgeschehen weiterhin weniger maßgeblich. Dies hat nach unserer Auffassung aber auch mit dem erfreulichen Zustand zu tun, dass sich die zwischenzeitlich befürchteten negativen Implikationen für Emittenten und/oder Cover Pools nicht materialisiert haben. Alternative Fundingmöglichkeiten der Institute – neben der Zentralbankliquidität ist hier sicherlich vor allem das Senior Unsecured-Segment zu benennen – haben aber ebenfalls dem Jahr 2021 ihren Stempel aufgedrückt. Mit dem anhaltend dynamischen Wachstum im ESG-Segment, aber auch durch die Gesetzesanpassungen im Kontext der europäischen Covered Bond-Richtlinie ist für das Covered Bond-Segment auch in anderen Bereichen eine stetige Weiterentwicklung zu konstatieren, die weit über die als Folge der pandemischen Lage (vorübergehend) veränderten Rahmenbedingungen hinaus Bestand haben sollte.

Fundamentale Sichtweise: COVID19-„Fallout“ bei Covered Bonds stark begrenzt

Gleichwohl möchten wir den Auftakt unseres Jahresrückblicks 2021 dafür nutzen, den fundamentalen Einfluss der pandemischen Lage auf das Covered Bond-Segment zu diskutieren. Schließlich war es zum Ausbruch der Coronakrise durchaus noch ein mögliches Szenario, dass sich die negativen Implikationen des COVID-19-Ausbruchs in Form von Arbeitslosigkeit, notleidenden Forderungen und Verschlechterungen der Asset-Qualität auch am Covered Bond-Markt widerspiegeln könnten. Spätestens im Verlauf des Jahres 2021 und den sukzessiv vorgelegten Datenpunkten (u. a. zu regulatorischen Kennziffern zur Liquiditätsausstattung sowie zur Kapitalisierung auf Seiten der Institute) war dem Szenario einer nachhaltigen Verschlechterung der Kreditqualität nach unserer Auffassung eine immer geringere Wahrscheinlichkeit beizumessen. Dabei gilt es aber durchaus zu erwähnen, dass die weitreichenden Stützungsmaßnahmen von geldpolitischer, staatlicher und/oder regulatorischer Seite hier einen nennenswerten Beitrag zur Überbrückung der unmittelbaren Kriseneinflüsse geleistet haben. Unter dem Strich hat der Covered Bond sich mit seiner Dual Recourse-Struktur als Kriseninstrument bei der Refinanzierung bewährt. Tatsächlich gehen wir auch davon aus, dass ein vollumfängliches Auslaufen der krisenkontextuellen Stützungsmaßnahmen die Kreditqualität der Covered Bond-Programme nicht nachhaltig negativ beeinflussen dürfte. Diese Einschätzung deckt sich auch mit dem Ausblick der namhaften Ratingagenturen, die für das Jahr 2022 von einer hohen Ratingstabilität im Covered Bond-Segment ausgehen. Wie wir nachfolgend darlegen werden, weicht diese eher neutrale Sichtweise mit Blick auf den fundamentalen Einfluss von COVID-19 maßgeblich von der Markttechnik (also dem Zusammenwirken von Angebot und Nachfrage) ab.

Emissionsvolumen EUR BMK 2021 (EUR 95,2 Mrd.)**EUR BMK: Emissionsverlauf im Jahresvergleich**

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

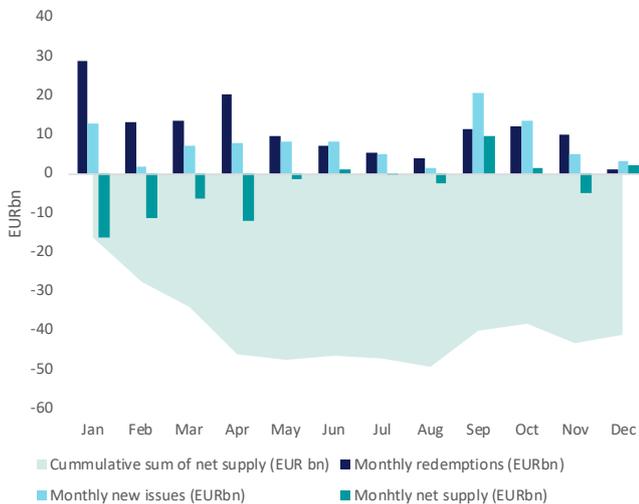
Emissionsvolumen in 2021 summiert sich – dann doch noch – auf EUR 95,2 Mrd.

Übergeordnet kann durchaus konstatiert werden, dass das Jahr 2021 durch einen von pandemischen Wellenbewegungen gekennzeichneten Unruhezustand geprägt war, der auch an den Finanz- und Kapitalmärkten offen zu Tage trat. Diese Rahmenbedingungen gaben auch dem Primärmarkt im EUR-Benchmarksegment immer wieder den Takt vor, so dass sich nach einem extrem schwachen Jahresstart in 2021 durchaus eine überraschend starke zweite Jahreshälfte ergab. Neben der allgemeinen Unsicherheit waren es aber auch die – keineswegs unabhängig von Corona zu sehenden – alternativen Fundingmöglichkeiten, die das Geschehen am Primärmarkt mitbestimmten. Mit einem Emissionsvolumen von EUR 95,2 Mrd. hätten wir tatsächlich noch vor der Sommerpause nicht gerechnet und werten die Entwicklungen in den Monaten September, Oktober und November durchaus als erfreuliche Überraschung. Am emissionsstärksten waren mit EUR 22,75 Mrd. bzw. EUR 16,50 Mrd. die Jurisdiktionen Frankreich und Deutschland. Überraschend dynamisch präsentierte sich außerdem das Geschehen aus Kanada (Emissionsvolumen: EUR 11,50 Mrd.). In absoluten Zahlen gesprochen, zwar weniger bedeutend, aber mit Blick auf die relative Dynamik durchaus hervorzuheben, sind nach unserer Auffassung aber auch die APAC-Jurisdiktionen Südkorea (EUR 2,55 Mrd.), Australien (EUR 3,85 Mrd.) und Neuseeland (EUR 2,45 Mrd.).

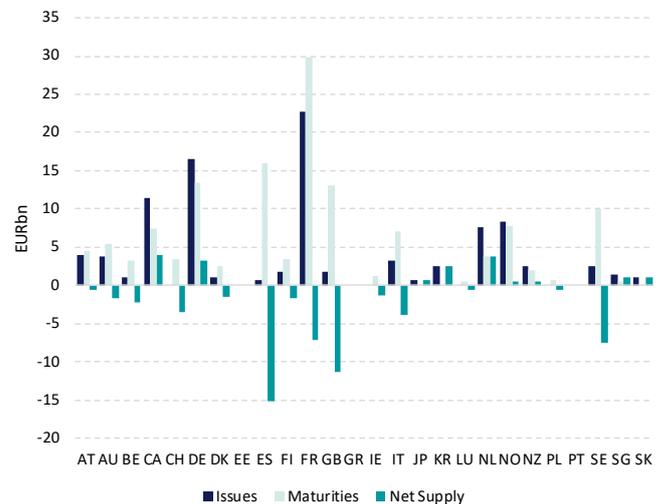
Negative Net Supply 2021 liegt bei knapp EUR 41,2 Mrd.

Trotz der dynamischen zweiten Jahreshälfte ist auch in 2021 eine weitere Schrumpfung des EUR-Benchmarksegments zu berichten. So stehen dem Emissionsvolumen insgesamt Fälligkeiten in der Größenordnung von EUR 136,4 Mrd. gegenüber, was in einem Negative Net Supply von EUR 41,8 Mrd. mündete. Dieser Umstand wirkte entsprechend stützend auf die Spreads ein, wie wir auch weiter unten noch einmal anführen werden. Dabei gilt es aber durchaus zu beachten, dass nicht alle Jurisdiktionen im gleichen (relativen) Ausmaß geschrumpft sind. Tatsächlich stand beispielsweise für Kanada (EUR 4 Mrd.), die Niederlande (EUR 3,85 Mrd.) oder auch Deutschland (EUR 3,15 Mrd.) ein ausgeprägter Positive Net Supply zu Buche. Stark geschrumpft sind hingegen Spanien (um EUR 15,21 Mrd.), UK (EUR 11,35 Mrd.) sowie Schweden (EUR 7,5 Mrd.) und Frankreich (EUR 7,12 Mrd.). Vor dem Hintergrund der absoluten Marktgrößen sind insbesondere der Zuwachs bei Deutschland als auch der Rückgang in Frankreich entsprechend zu relativieren.

EUR BMK: Entwicklung Net Supply 2021



EUR BMK: Net Supply 2021 nach Jurisdiktionen



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

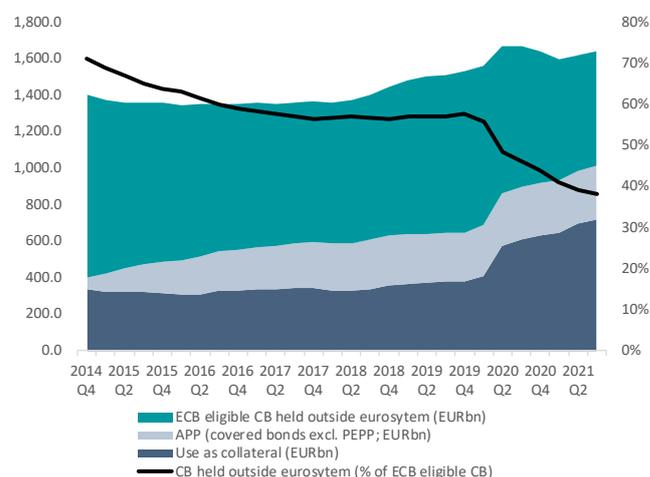
EZB bleibt bestimmender Faktor auf der Angebots- und Nachfrageseite

Die EZB-Geldpolitik bzw. das Eurosystem blieben auch in 2021 der maßgebliche Einflussfaktor für die Angebots- bzw. die Nachfrageseite im Covered Bond-Segment – und damit letztlich auch der Taktgeber für die Spreadentwicklungen. In Bezug auf das Angebot drängten in den vergangenen zwölf Monaten die zum Teil außerordentlich attraktiven Fundingkonditionen im Rahmen der TLTRO III-Tender abermals die öffentlichen Platzierungen zurück. Das an die Geschäftsbanken des Eurosystems im Rahmen der TLTRO III-Tender allokierte Volumen beläuft sich auf EUR 2.339,3 Mrd., wobei auf die vier Tender aus 2021 immerhin noch EUR 589,9 Mrd. entfallen. Dabei haben die Institute in zahlreichen Jurisdiktionen Rückgriff auf einbehaltene Covered Bonds genommen, um die eigenen Emissionen als Sicherheiten im Rahmen des ECB Collateral Frameworks zu hinterlegen. In der Folge vereinnahmte das Eurosystem bereits einen Großteil von Covered Bond-Emissionen im Zuge der Verwendung als Sicherheiten. Zum Ende des III. Quartals 2021 stieg der Wert der als Sicherheiten eingesetzten Covered Bonds auf einen Rekord von EUR 717,7 Mrd. Auf der Nachfrageseite griffen die Notenbanken des gemeinsamen Währungsraums auch nennenswerte Anteile des EUR-Benchmarkaufkommens ab. Zum Jahresende 2021 summierte sich das im Rahmen des CBPP3 angekaufte Volumen auf fast EUR 300 Mrd. (der Primärmarktanteil liegt bei 36,4%). Die Bruttoankäufe in den Monaten Januar bis Dezember des vergangenen Jahres summierten sich auf rund EUR 41,4 Mrd. (Nettoankäufe: EUR 10,8 Mrd.). Um den Einfluss des Eurosystems auf den Covered Bond-Markt (und hier nicht nur auf das EUR-Benchmarksegment) einzuordnen, empfiehlt sich ebenfalls der Rückgriff auf die Daten aus dem ECB-Sicherheitenmanagement. Als Richtschnur für den Covered Bond-Markt lässt sich der dort angegebene Wert der grundsätzlich als notenbankfähige Sicherheiten geltenden Covered Bonds verwenden, welcher sich per 30. September 2021 auf EUR 1.644,3 Mrd. summiert. Werden diesem Wert die als Sicherheiten verwendeten Covered Bonds sowie die direkt angekauften Covered Bonds gegenübergestellt, ergibt sich ein Schätzwert für die Covered Bond-Emissionen, die außerhalb des Eurosystems „gehalten“ werden. Dieser Anteil ist im Zuge der Coronakrise und der geldpolitischen Antworten darauf deutlich zurückgegangen, wobei auch für 2021 eine weiterhin rückläufige Dynamik für diesen Anteil zu konstatieren ist.

EZB: TLTRO III in der Übersicht

Type	Settlement	Maturity date	Allotment EURbn	Outstanding EURbn
TLTRO III.10	22.12.21	18.12.24	51.97	51.98
TLTRO III.9	29.09.21	25.09.24	97.57	97.57
TLTRO III.8	24.06.21	26.06.24	109.83	109.57
TLTRO III.7	24.03.21	27.03.24	330.5	330.08
TLTRO III.6	16.12.20	20.12.23	50.41	49.26
TLTRO III.5	30.09.20	27.09.23	174.46	161.77
TLTRO III.4	24.06.20	28.06.23	1308.43	1216.79
TLTRO III.3	25.03.20	29.03.23	114.98	95.19
TLTRO III.2	18.12.19	21.12.22	97.72	83.9
TLTRO III.1	25.09.19	28.09.22	3.4	1.96
			Σ2,339.3	Σ2,198.1

EZB: Covered Bonds im Eurosystem



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

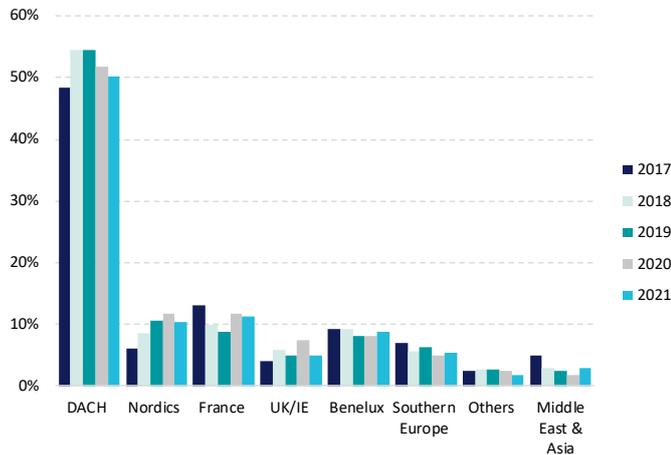
Neue BMK-Emittenten am Markt aktiv

Diesen maßgeblich durch die äußeren Rahmenbedingungen vorgegebenen Trend können neue Emittenten zwar nicht umkehren. Allerdings sollten nach unserer Auffassung die Auftritte von Debütanten im EUR-Benchmarksegment in der langfristigen Bedeutung keineswegs kleingeredet werden. So wird dadurch nicht nur die Relevanz gedeckter Emissionen für den Fundingmix der einzelnen Institute unterstrichen, sondern auch eine steigende systemische Relevanz von Covered Bonds in den einzelnen Jurisdiktionen angezeigt. Und auch aus Investorensicht ist dies zu begrüßen, dass bereits im Januar 2021 zwei Debütanten auf diese zugehen. So platzierte die tschechische Komerční Banka erstmals eine EUR-Benchmark. Der Deal über EUR 500 Mio. (5,0y) markierte gleichzeitig den einzigen Covered Bond aus der Tschechischen Republik im EUR-Benchmarksegment. Den Kreis der Emittenten aus Südkorea erweiterte der Neuzugang Hana Bank. Das Institut wählte für den Social Covered Bond über EUR 500 Mio. eine Laufzeit von ebenfalls fünf Jahren. Die ersten beiden Debüts in 2021 wurden mit Bid-to-Cover Ratios ≥ 3 vom Markt ebenso gut aufgenommen wie die Erstemission der Argenta Spaarbank aus Belgien über EUR 500 Mio. Auch die zum Start in das III. Quartal 2021 erfolgten Debüt-Auftritte aus Kanada und Italien trafen den Nerv der Investoren. Für ihre erste EUR-Benchmark wählte HSBC Canada ein Volumen von EUR 750 Mio. Für den Deal war eine 3,5-fache Überzeichnung zu konstatieren. Noch etwas höher lag die Bid-to-Cover Ratio bei der EUR-Benchmark der Iccrea Banca. Der Covered Bond über EUR 500 Mio. zog Orders im Volumen von EUR 2,0 Mrd. an.

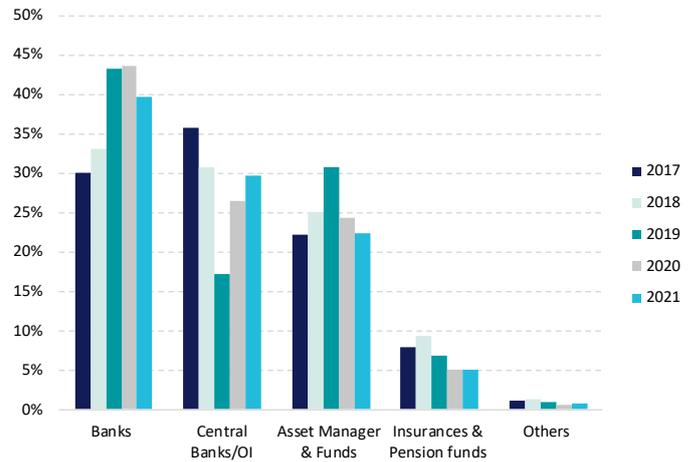
Investorenkreis mit nur leichten Änderungen

Insgesamt kann für 2021 festgehalten werden, dass die Primärmarktaktivitäten von einer regen Nachfrage begleitet wurden, die auch über die Grundlast des Eurosystems hinausgeht. Entsprechend waren auch bei Nicht-Debüts hohe Überzeichnungsquoten und niedrige Neuemissionsprämien zu beobachten. In Bezug auf die Verteilung des allokierten Emissionsvolumens nach Jurisdiktionen oder Investorengruppen ergaben sich in den vergangenen zwölf Monaten keine nennenswerten Änderungen. So blieb z. B. die DACH-Region dominant bei der regionalen Verteilung, wobei auch hier je nach Emissionsland eine vergleichsweise hohe Gewichtung auf dem Heimatmarkt bzw. der Heimatregion lag. Angezogen hat zudem der Anteil der Notenbanken, was ebenfalls keineswegs überraschend ist.

Primärmarktdistribution nach Land des Investors



Primärmarktdistribution nach Investor

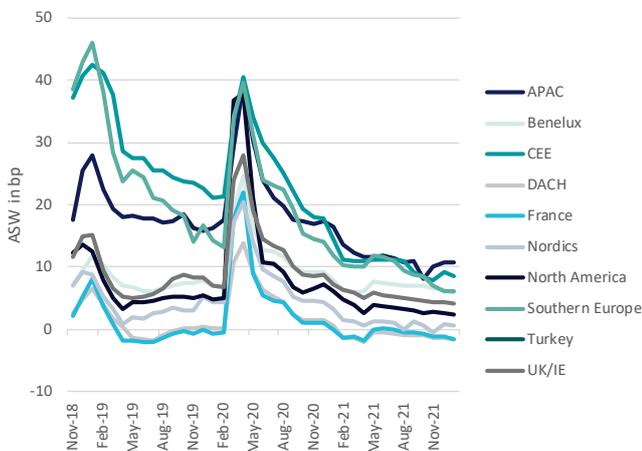


Quelle: Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

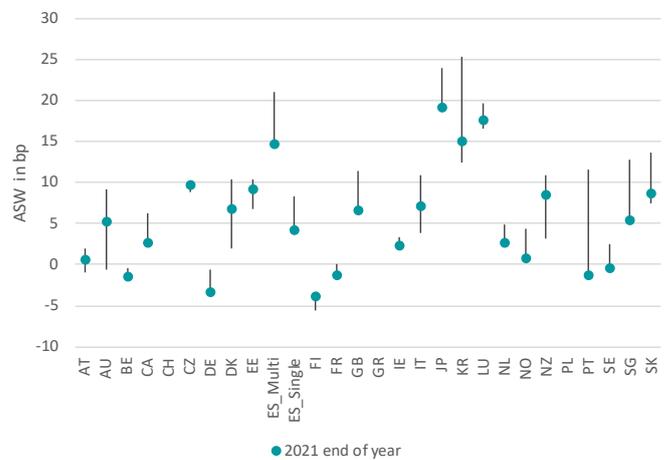
Spreadentwicklungen am Sekundärmarkt

Nachdem das Jahr 2020 durch die pandemiebedingten Verwerfungen und entsprechenden Spreadausweitungen bzw. nachfolgenden -einengungen gekennzeichnet war, standen die vergangenen zwölf Monate im Zeichen einer anhaltenden Seitwärtsbewegung. Für ausgewählte Jurisdiktionen – so z. B. in Italien – waren darüber hinaus noch dezente Einengungen der ASW-Spreads zu beobachten. Grundsätzlich verharrten die generisch abgeleiteten ASW-Spreads in 2021 innerhalb einer im historischen Vergleich engen Range. Dies erklärt sich nach unserer Erfassung vor allem durch die o. g. Kombination einer insgesamt behäbigen Emissionstätigkeit im Jahresverlauf (Stichwort: Negative Net Supply) und der hohen Nachfrage des Eurosystems. Aufgrund von Zweitrundeneffekten blieben auch die Spreads außerhalb des Euroraums – u. a. in Kanada oder der APAC-Region – auf ihren niedrigen Niveaus.

Entwicklung ASW-Spread nach Regionen (5Y)



Spreadbandbreite nach Land in 2021 (5Y)

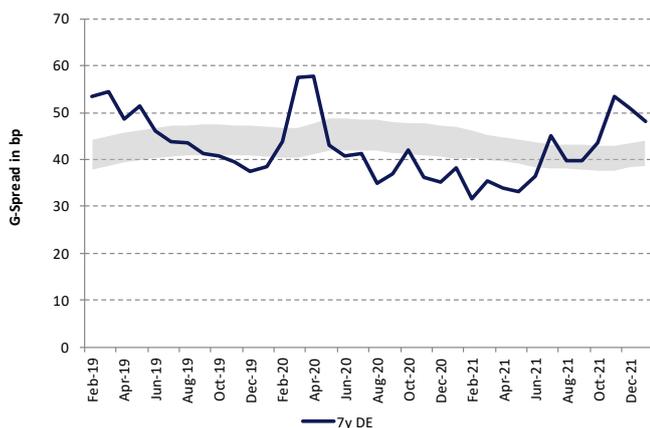


Quelle: Bloomberg, Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

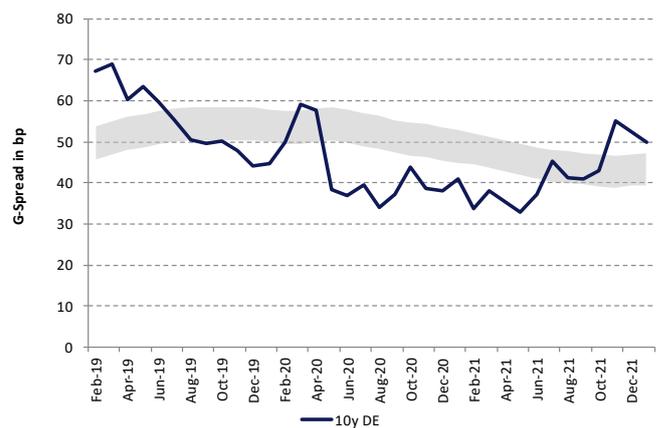
Relative Value: Pfandbriefe mit relativer Attraktivität gegenüber Bunds

Während die Pfandbriefspreads sich über das Jahr 2021 in dem soeben beschriebenen engen Korsett bewegten, zeichnete sich im IV. Quartal 2021 im relativen Vergleich zu Bunds eine durchaus ausgeprägte Attraktivität ab. Der nachhaltige Anstieg der Spreadifferenz zwischen Pfandbriefen und Bunds über den langfristigen Durchschnitt war aber – anders als im Coronajahr 2020 – nicht durch das Einschwenken auf einen Krisenmodus ausgelöst. Vielmehr ist die relative Attraktivität für Covered Bonds (die auch in einigen anderen Jurisdiktionen zu beobachten war) zu einem nennenswerten Anteil auf eine Ausweitung des Bund-Swap-Spreads zurückzuführen. Ursächlich dafür waren wiederum die EZB-Geldpolitik (APP, PEPP aber auch TLTRO III), Nachfrage nach HQLA-Assets bzw. die grundsätzliche Verfügbarkeit von Sicherheiten. Zuletzt hat sich der G-Spread wieder etwas in Richtung des langfristigen Durchschnitts bzw. der längerfristigen Range bewegt.

Spread difference: Pfandbriefe vs. Bunds (7Y generic)



Spread difference: Pfandbriefe vs. Bunds (10Y generic)

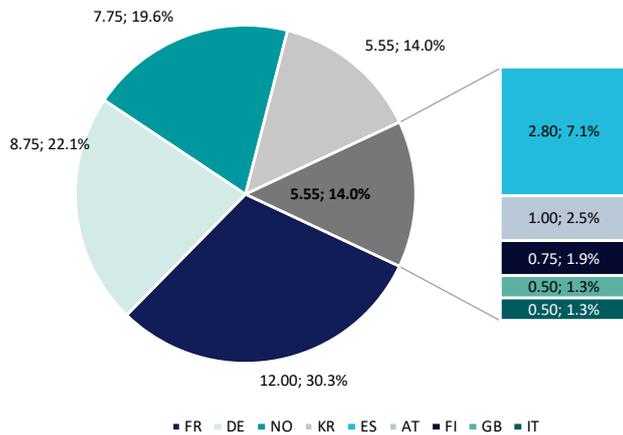


Quelle: Bloomberg, Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

ESG-Segment bleibt auch 2021 auf Wachstumskurs

Auch in 2021 blieb das ESG-Segment auf Wachstumskurs. Dabei hat sich der Kreis der Emittenten bzw. Jurisdiktionen mit ausstehenden EUR-Benchmarks im ESG-Format noch einmal deutlich erhöht. Im Jahresverlauf kamen acht grüne Emittenten hinzu. Während Eika Boligkreditt (NO), NORD/LB (DE), UniCredit (DE) sowie ING DiBa (DE) die Zahl der im grünen Format aktiven Institute in Norwegen und Deutschland erhöhten, sorgten Credit Agricole Italia (IT), OP Mortgage Bank (FI), BAWAG (AT) sowie Kookmin Bank (KR) für die ersten Green Covered Bonds auf ihren Heimatmärkten. Für Italien und Finnland markierten die Deals gleichzeitig die ersten ESG-Benchmarks überhaupt. Ebenso erstmalig zeigte sich eine Emittentin aus UK im ESG-Segment. So debütierte die Yorkshire Building Society mit einem Social Covered Bond. Auch der erste ESG-Deal aus Österreich erfolgte – noch vor dem BAWAG Green Covered Bond – durch die Hypo Tirol Bank in Form eines Social Bonds. Credit Agricole Home Loan SFH (FR) sowie die eingangs bereits erwähnte Hana Bank (KR) erweiterten mit ihren Social Bonds den Emittentenkreis mit ausstehenden sozialen Benchmarks. Ausgehend von einer nach wie vor vergleichsweise niedrigen Basis wächst das ESG-Segment weiterhin dynamisch. So summierte sich das Emissionsvolumen in 2021 auf EUR 16,25 Mrd., wobei die grünen Emissionen weiterhin dominieren. Nunmehr verteilt sich das ausstehende Volumen auf acht Jurisdiktionen, nachdem wie eingangs beschrieben in 2021 Österreich, Italien, Finnland und UK hinzukamen.

EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Land (in EUR Mrd.)



EUR-Benchmarks (ESG): Emissionsvolumen

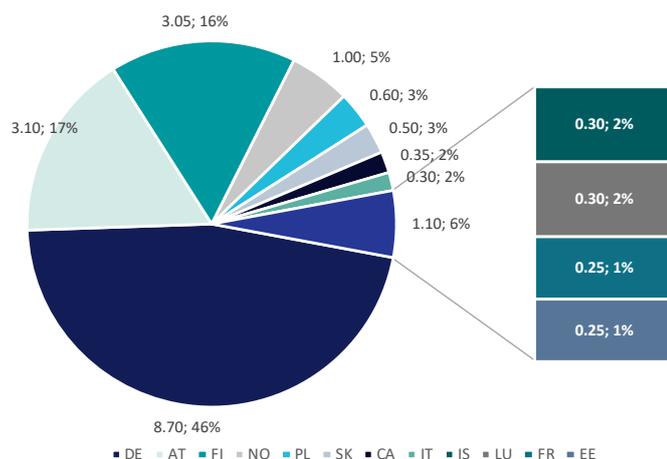


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

EUR-Subbenchmarksegment entwickelt sich weiter

Abseits des EUR-Benchmarksegments entwickelt sich auch der Markt der EUR-Subbenchmarks stetig weiter. Wir sehen in diesem Nischenmarkt insbesondere den Vorteil für Emittenten, dass sich hier auch kleinere Institute mit Blick auf verfügbare Cover Assets die Eigenschaften von Covered Bonds beim Funding zu eigen machen und dabei auch den Investoren glaubhaft versichern können, sich regelmäßig am Markt zu zeigen. Insofern hat uns der Neuzugang an Emittenten in den vergangenen zwölf Monaten an sich nicht überrascht, wenngleich sich der Kreis der Jurisdiktionen durchaus bemerkenswert erweiterte.

EUR-Subbenchmarkvolumen nach Land (in EUR Mrd.)



EUR-Subbenchmarks: Emissionsvolumen



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

EUR-Subbenchmarksegment: 29 Emittenten mit ausstehenden Benchmarks

Zum Jahresende 2021 summierte sich das ausstehende Volumen im EUR-Subbenchmarksegment auf EUR 18,7 Mrd. verteilt auf 69 Emissionen bzw. 29 Emittenten. Mit Blick auf die Verteilung auf Jurisdiktionsebene führt Deutschland die Liste der zwölf Länder an; gefolgt von Österreich sowie Finnland. Den Kreis der Jurisdiktionen erweiterten die Arion Bank aus Island sowie die Equitable Bank aus Kanada mit ihren EUR-Subbenchmarkdebüts über EUR 300 Mio. bzw. EUR 250 Mio. In Deutschland debütierte außerdem die Oldenburgische Landesbank im Subbenchmarksegment mit einem Bond über EUR 350 Mio. Auf einen erfolgreichen Erstaustritt im EUR-Subbenchmarksegment blickt außerdem die Bausparkasse Wüstenrot aus Österreich (EUR 300 Mio.) zurück. Auch der ESG-Trend erhält zunehmend Einzug im Subbenchmarksegment. So begab beispielsweise Møre Boligkreditt (NO) ihr Green Covered Bond Debüt und auch die Oberösterreichische Landesbank sowie die Oberbank platzierten erstmals grüne Anleihen in diesem Teilmarkt.

Covered Bond-Harmonisierung: Nicht alle Gesetzgeber haben termingerecht geliefert

Von hoher langfristiger Bedeutung für das Covered Bond-Segment – aber ohne unmittelbare Impulse für die ASW-Spreads – war und ist die Harmonisierung des europäischen Covered Bond-Markts. Und hier muss für 2021 konstatiert werden, dass das Gros der betroffenen nationalen Gesetzgeber die Zielvorgabe einer Verabschiedung der neuen Gesetzeslage zum 08. Juli 2021 verfehlt hat (vgl. [EU-Kommission](#)). Tatsächlich sind wir jedoch der Meinung, dass das „härtere“ Datum der 08. Juli 2022 ist, an dem die neuen Gesetze tatsächlich angewendet werden müssen. Nicht zu vergessen ist in diesem Kontext außerdem die „Grandfathering“-Regelung für vor dem 08. Juli 2022 emittierte Covered Bonds. In Summe rechnen wir entsprechend mit wenig Störpotenzial für die Spreads. In Bezug auf die Kreditqualität sind wir hingegen der Auffassung, dass das neue Regelwerk bzw. die angepassten nationalen Rechtsrahmen diese in Summe positiv beeinflussen werden. Dabei bleiben wir aber der Ansicht, dass die Harmonisierung eher einem Setzen von Mindestanforderungen gleichkommt als einer echten Angleichung. So ergeben sich auch deutliche Unterschiede bei der tatsächlichen Umsetzung bzw. der jeweiligen Ausgestaltung der nationalen Vorgaben. Unterschiede bei der Umsetzung sehen wir zum Beispiel bei der Behandlung der Laufzeitverlängerungen (Soft Bullets). Pfandbriefe wurden demnach bereits in der Gesamtheit des Marktes auf Soft Bullets umgestellt, wohingegen andere Länder (so z.B. Spanien oder auch Frankreich) weiterhin einen Mix aus Soft und Hard Bullets zulassen.

Fazit

Das Jahr 2021 war für das EUR-Benchmarksegment mehr als nur Jahr zwei der Coronakrise, wenngleich die pandemische Lage sowie die regulatorischen und insbesondere geldpolitischen Antworten erneut das Marktgeschehen prägten. Dabei wollen wir aber nicht vergessen, dass auch bedeutende Meilensteine in Bezug auf die europäische Covered Bond-Harmonisierung genommen wurden und – wenn auch verspätet – einige nationale Rahmenwerke zum Teil weitreichend überarbeitet wurden. Wir sehen die Implementierung der in Brüssel abgestimmten Mindeststandards für Covered Bonds insbesondere als langfristig stützendes Element für den Covered Bond-Markt an, was wir nicht zuletzt damit begründen würden, dass sich die Kreditqualität der entsprechenden Programme in Summe verbessern sollte und auch neue Jurisdiktionen mit erstmals eigener Gesetzgebung hinzukommen dürften. Die Krisenfestigkeit des Dual Recourse-Produkts hat uns aus fundamentaler Sicht auch das Jahr 2021 vor Augen geführt. Wermutstropfen dabei bleibt allerdings der Umstand, dass die Verfügbarkeit bzw. das tatsächlich investierbare Volumen einmal mehr zurückgegangen sind. Hier blicken wir etwas zuversichtlicher auf das Jahr 2022.

Covered Bonds

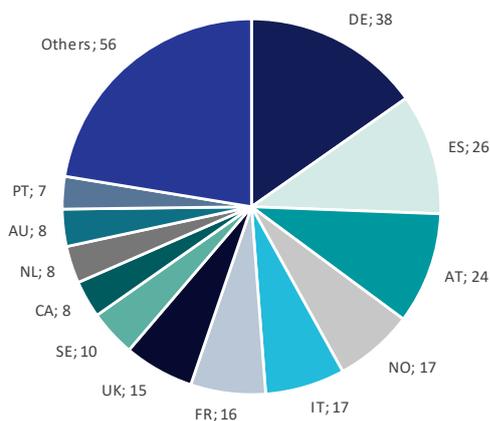
Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick

Autor: Dr. Frederik Kunze

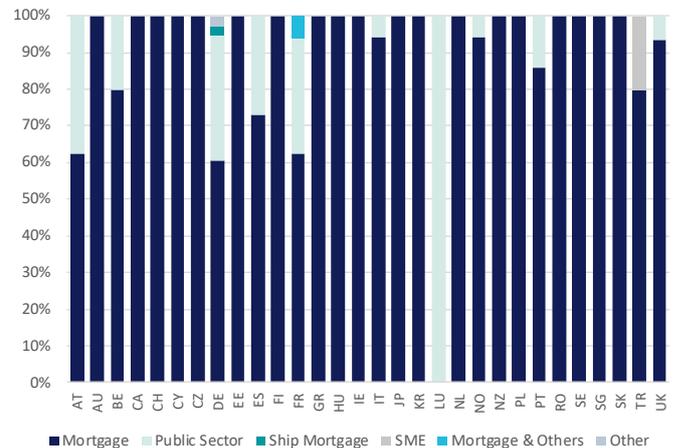
250 geratete Covered Bond-Programme

Bereits seit mehreren Jahren geben wir regelmäßig einen Überblick über das Universum der von Moody's gerateten Covered Bonds. Moody's hat zuletzt im Dezember 2021 den quartalsweise erscheinenden Report veröffentlicht. Hierzu greift Moody's mehrheitlich auf Ratingberichte des II. Quartals 2021 zurück. Demnach wurden für insgesamt 250 Covered Bond-Programme Ratingeinschätzungen vorgenommen (Vorquartal: 247). Damit deckt die Agentur einen signifikanten Anteil des gesamten Covered Bond-Universums ab. Mit einer Anzahl von 205 machen hypothekarisch-besicherte Programme 82% von Moody's Covered Bond-Universum aus. Des Weiteren ratet Moody's 41 öffentliche Programme (16,4%), welche sich jedoch hauptsächlich auf Deutschland (13 Programme), Österreich (9), Spanien (7) sowie Frankreich (5) konzentrieren. Mit Blick auf die Verteilung nach Jurisdiktionen kann konstatiert werden, dass nahezu 78% der Programme auf jene 12 Länder entfallen, in denen mindestens sieben Programme geratet wurden. Die verbleibenden 56 Programme verteilen sich hingegen auf insgesamt 18 Jurisdiktionen.

Anzahl der Programme mit Moody's-Rating



Verteilung der Programmarten nach Land



Quelle: Moody's, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

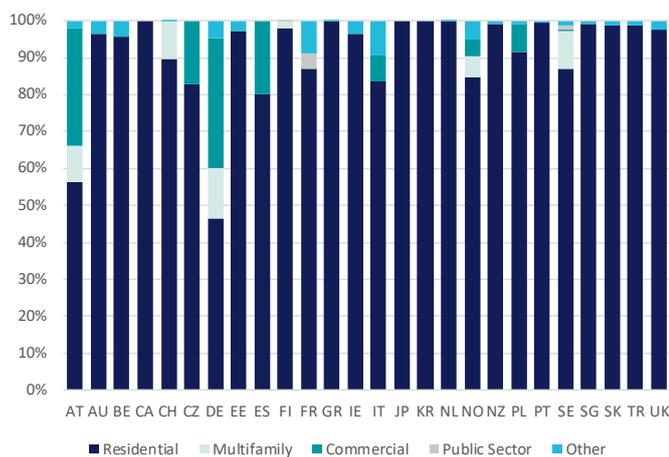
Fokus auf Mortgage-Programme aus EUR-Benchmarkjurisdiktionen

Mit Blick auf Moody's Ratinguniversum bei Covered Bonds kann also zweifelsohne ein Fokus auf Mortgage-Programme festgestellt werden, welche zudem nahezu vollständig in EUR-Benchmarkjurisdiktionen zu verorten sind. Lediglich aus der Türkei (5), Ungarn (2), Zypern (1) und Rumänien (1) verzeichnen wir derzeit keine ausstehenden Covered Bond-Emissionen im EUR-Benchmarksegment. Aus diesen Gründen fokussieren wir uns nachfolgend auf jene hypothekarisch-besicherten Programme, die aus EUR-Benchmarkjurisdiktionen aufgesetzt wurden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass aus den hierzu betrachteten Programmen nicht zwingend EUR-Benchmarks emittiert worden sein müssen. Vielmehr soll die Eingrenzung mit Blick auf Moody's gesamtes Covered Bond-Universum einer besseren Vergleichbarkeit von Kennzahlen aus Investorensicht dienen.

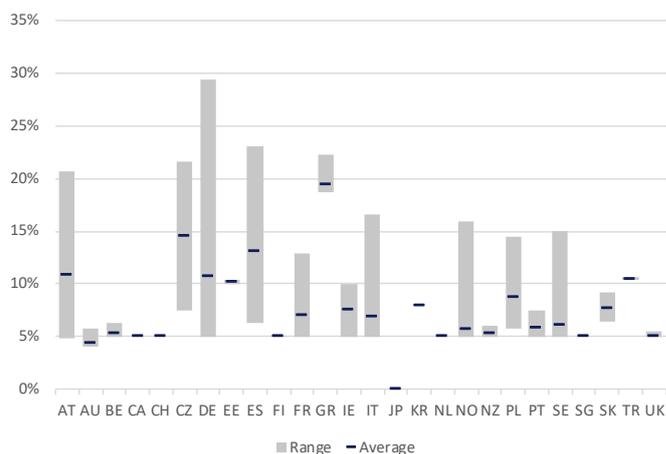
Mortgage-Programme mehrheitlich mit wohnwirtschaftlichem Charakter

Mit Blick auf die von Moody's vorgenommene Klassifizierung der Deckungswerte der einzelnen Programme kann festgehalten werden, dass Emissionen durchschnittlich zu 83,8% durch wohnwirtschaftliche Assets gedeckt sind. Quoten von durchschnittlich unter 75% weisen nur Deutschland (46,5%) und Österreich (56,1%) auf. Über nennenswerte Anteile an Multi-Family-Assets verfügen neben Deutschland (13,5%) auch die Schweiz (10,2%) sowie Österreich (10,1%). In Deutschland (35,4%), Österreich (31,9%), Spanien (19,9%) und Tschechien (17,0%) ist zudem der Anteil an gewerblichen Assets vergleichsweise hoch. Deckungswerte des öffentlichen Sektors werden erwähnenswert nur in Frankreich (4,0%) und Schweden (1,2%) herangezogen, in beiden Fällen allerdings nur zu einem Bruchteil des Volumens des hypothekarischen Deckungsstocks .

Struktur der Deckungsstöcke (Mortgage-Programme)



Collateral Score nach Land (Mortgage-Programme)



Quelle: Moody's, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

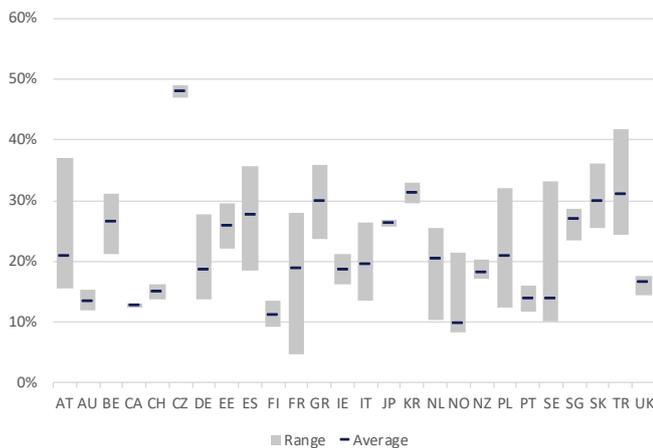
Der Collateral Score als Indikator der Deckungsstockqualität

Als eine wichtige Kennzahl in Moody's Covered Bond-Universum kann der Collateral Score genannt werden. Dieser wird seitens der Ratingagentur zur Beurteilung der Qualität der Deckungswerte herangezogen, wobei ein niedriger Wert eine hohe Qualität eines Deckungsstocks anzeigt. Grundsätzlich erachten wir es als adäquat, auch programm- bzw. jurisdiktionsübergreifend die Collateral Scores zu vergleichen. Gleichwohl sind hier einige spezifische Besonderheiten zu berücksichtigen. So sieht Moody's bei den Mortgage Programmen mehrheitlich eine Untergrenze des Collateral Scores bei 5% vor. In Australien reichen die Collateral Scores hingegen auch runter auf 4%, wohingegen in Japan – aufgrund der RMBS-Struktur der jeweiligen Programme – Collateral Scores von 0% angesetzt werden. Der obenstehenden Grafik kann neben dem jeweils durchschnittlichen Collateral Score auf nationaler Ebene auch die Bandbreite der Ausprägungen entnommen werden. Mit Kanada, der Schweiz, den Niederlanden, und Singapur weisen fünf Jurisdiktionen Scores von ausschließlich 5% auf. Auch Finnland verfügt über eine sehr geringe Bandbreite (Maximum: 5%). Für Österreich, Tschechien, Deutschland, Spanien und Italien zeichnen sich hingegen national deutlich heterogenere Bilder mit Blick auf den Collateral Score ab. Dabei ist in Griechenland, Tschechien und Spanien von der geringsten durchschnittlichen Qualität der in den Deckungsstöcken enthaltenen Assets auszugehen. Auf globaler Ebene zeichnet sich wenig überraschend ein sehr differenziertes Bild.

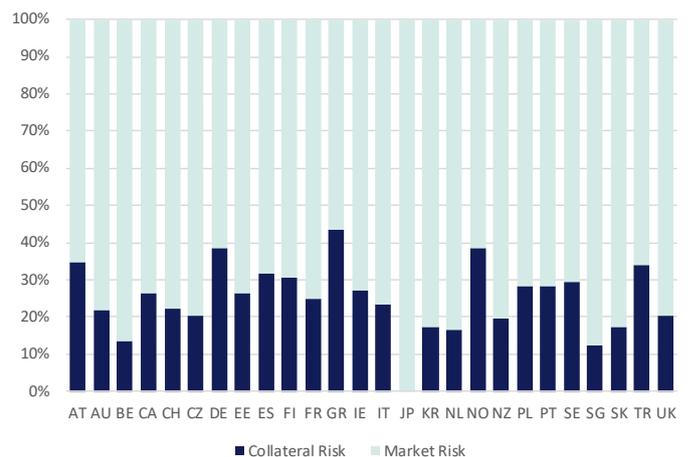
Cover Pool Losses als Zwei-Komponenten-Kennzahl

Mit Hilfe der Cover Pool Losses (CPL) spiegeln die Ratingexperten von Moody's die zu erwartenden Verluste in der Deckungsmasse nach einem Ausfall des Emittenten wider. Das Risiko setzt sich dabei aus den zwei Komponenten Marktrisiko (Refinanzierungs-, Zins- und Währungsrisiken) und Collateral Risiko (Asset-Qualität und Kreditrisiko) zusammen. Ähnlich wie beim Collateral Score ist hier im globalen Vergleich erneut ein hohes Maß an Heterogenität zu erkennen, welches sich nicht nur in Bezug auf die durchschnittlichen Cover Pool Losses, sondern auch mit Blick auf die Bandbreite der nationalen Ausprägungen zeigt. So fallen die Cover Pool Losses in Kanada, Finnland und Norwegen besonders gering aus, während sie in Tschechien, Südkorea und der Slowakei eher hoch sind. Eine geringe Bandbreite weisen dabei die Programme aus Kanada, Tschechien und Japan auf, was teilweise jedoch auf die geringe Anzahl an Programmen zurückzuführen ist.

Cover Pool Losses nach Land (Mortgage-Programme)



CPL-Risikokomponenten nach Land (Mortgage-Programme)



Quelle: Moody's, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

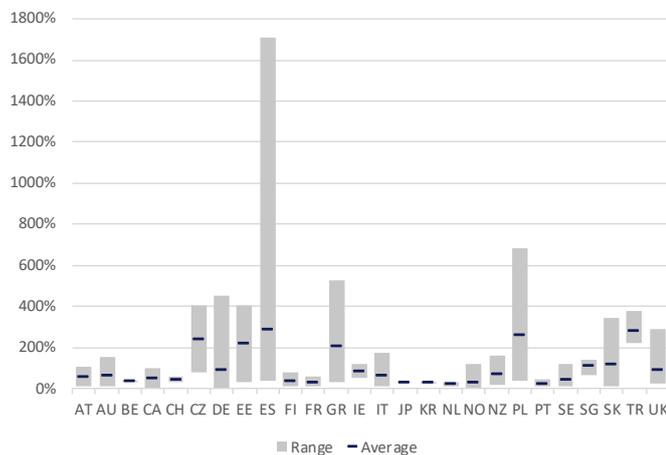
Refinanzierungs-, Zins- und Währungsrisiko bestimmen zu erwartende Verluste

Der oberen rechten Abbildung ist zu entnehmen, dass der Beitrag der beiden Komponenten (Collateral Risiko und Marktrisiko) auf nationaler Ebene durchaus erhebliche Unterschiede aufweist. So ist der Anteil des Collateral Risikos an den Cover Pool Losses insbesondere in Deutschland, Griechenland und Norwegen relativ hoch. Einen vergleichsweise geringen Anteil an den Cover Pool Losses aufgrund einer rückläufigen Qualität des Deckungsstocks im Falle einer Insolvenz eines Emittenten ist hingegen in Belgien, Japan und Singapur zu verzeichnen. Eine Sonderrolle kommt dabei erneut den beiden Programmen aus Japan zu, die aufgrund ihrer Deckungsstockstruktur (ausschließlich RMBS-Transaktionen als Cover Assets) über kein Collateral Risiko verfügt. Grundsätzlich lässt sich ableiten, dass die Cover Pool Losses mehrheitlich durch das Marktrisiko beeinflusst werden, also Verluste im Insolvenzfall des Emittenten den Kategorien Refinanzierungs-, Zins- und Währungsrisiko zuzuschreiben wären und weniger der Qualität der Deckungswerte geschuldet sind.

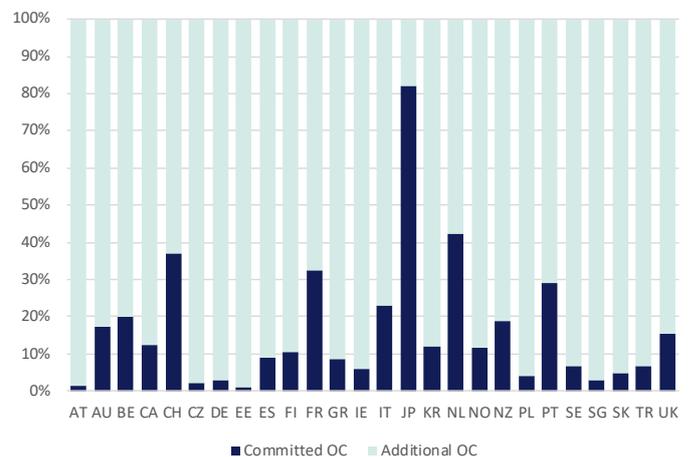
Spanische Programme mit heterogener hoher Übersicherung

Auch mit Blick auf die Übersicherungsniveaus der von Moody's gerateten Programme zeigen sich im internationalen Vergleich wenig überraschend deutliche Unterschiede ab. Die größte nationale Heterogenität zeigt sich dabei in Spanien, Griechenland und Polen (lediglich drei Programme). Während das spanische Programm mit der geringsten OC von 40,8% übersichert ist, betrug die OC des Programms der Kutxabank im II. Quartal 2021 1.706,3%. Auf der anderen Seite existieren mit Finnland, Südkorea und den Niederlanden auch Jurisdiktionen, in denen sich die Übersicherungslevels der einzelnen Programme auf einem vergleichsweise ähnlichen Niveau befinden und sehr geringe Bandbreiten aufweisen.

Übersicherung nach Land (Mortgage-Programme)



Zusammensetzung der Übersicherung (Mortgage-Programme)



Quelle: Moody's, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

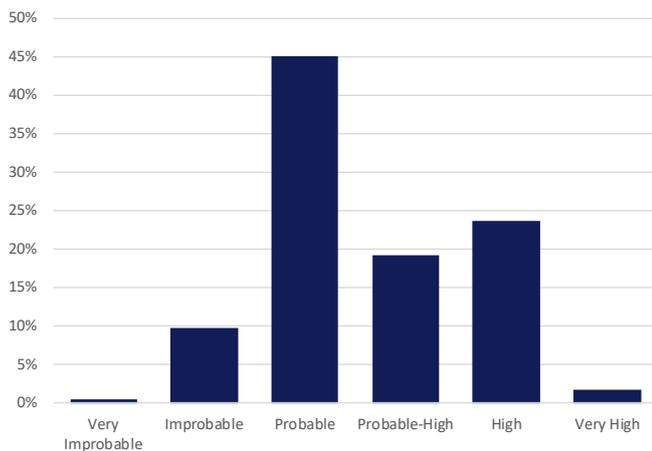
Committed OC als Ausgangspunkt der freiwilligen Übersicherung

Auch die Übersicherung lässt sich in Subkomponenten unterteilen. So kann diese gegenüber der Ratingagentur zum Erhalt einer bestimmten Ratingbeurteilung zugesichert worden sein oder auf gesetzlichen Anforderungen beruhen. Die Committed OC kann somit als eine Art Untergrenze der Übersicherung verstanden werden, die nicht ohne Weiteres oder überhaupt nicht unterschritten werden kann. Im Gegensatz dazu ist die tatsächliche Übersicherung unter Umständen nur eine temporäre Ausprägung, welche durch Neuemissionen oder Fälligkeiten ggf. einer gewissen Volatilität unterliegt. Mit Blick auf den Anteil der Committed OCs an den OC-Levels zeigt sich, dass insbesondere die Übersicherung in Österreich, Deutschland und Singapur zu einem hohen Anteil auf freiwilliger Basis bereitgestellt wird und dementsprechend vergleichsweise einfach reduziert werden könnte. Dies liegt auch an den geringen Anforderungen an die Committed OCs, die bspw. in Österreich im Mittel gerade einmal bei 0,7% liegt. In Deutschland und Singapur liegt sie immerhin bei 2,6% bzw. 3,0%. Im Gegensatz dazu setzt sich die Übersicherung in Japan, den Niederlanden und Südkorea zu einem hohen Anteil aus Committed OCs zusammen. Insgesamt lässt sich festhalten, dass der größere Anteil der Übersicherung seitens der Emittenten auf freiwilliger Basis bereitgestellt wird, was aber durchaus auf die geringen Committed OCs zurückzuführen ist. Zudem gilt, dass ein hoher Anteil an Committed OC keineswegs auch eine hohe Übersicherung nach sich zieht.

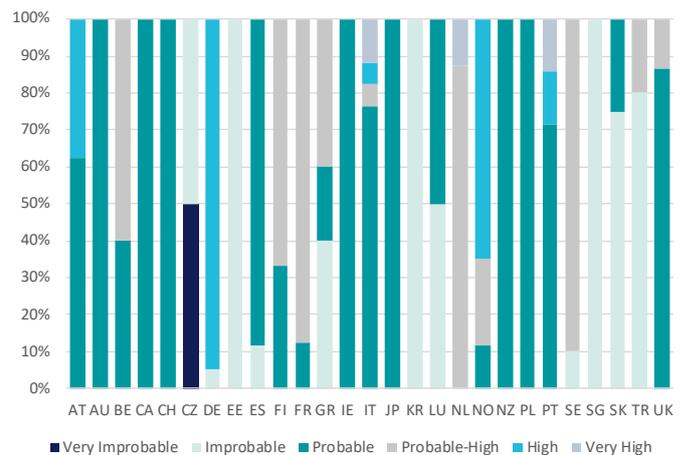
TPI verlinkt Covered Bond-Rating mit dem Emittentenrating

Eine weitere von Moody's bereitgestellte Kennzahl ist der Timely Payment Indicator (TPI), welcher eine Aussage darüber trifft, wie wahrscheinlich die pünktliche Bedienung der Zahlungsverpflichtungen nach Ausfall eines Emittenten ist, wobei in sechs Stufen von „Very High“ bis „Very Improbable“ differenziert wird (siehe untenstehende Tabelle). Die TPI-Ausprägung bemisst zudem das potenzielle Covered Bond-Rating auf eine bestimmte Anzahl von Notches über dem Emittentenrating. Der TPI Leeway gibt hingegen an, um wie viele Stufen der Covered Bond-Ankerpunkt herabgestuft werden kann, ohne dass dies eine Ratingverschlechterung aufgrund der TPI-Methodik für das Covered Bond-Programm nach sich zieht. Der untenstehenden Grafik kann entnommen werden, dass rund die Hälfte aller durch Moody's gerateten Mortgage-Programme über einen TPI von „probable“ verfügen. Die Ränder sind mit Anteilen von 0,4% (Very Improbable) bzw. 1,6% (Very High) hingegen weniger stark vertreten.

**Timely Payment Indicator (TPI)
(Mortgage-Programme)**



**TPIs nach Land
(Mortgage-Programme)**



Quelle: Moody's, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

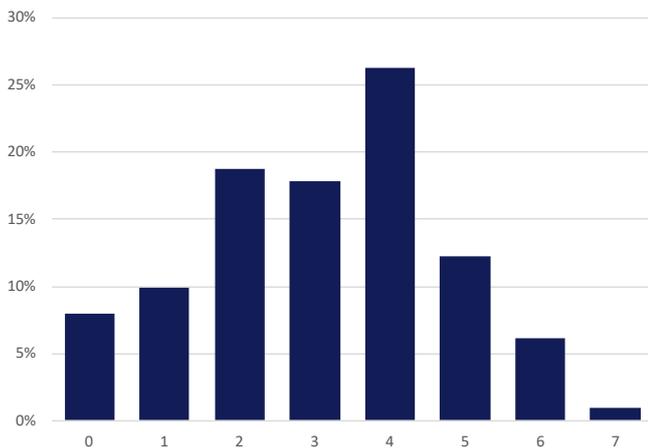
Nationale Einschätzungen vielfach gleich

In insgesamt zehn EUR-Benchmarkjurisdiktionen verfügen die Programme über jeweils nur eine einzige Ausprägung des Timely Payment Indicators. Während diese in sieben Fällen „Probable“ entspricht, verfügen die Programme in Estland, Südkorea und Singapur ausschließlich über TPIs von „Improbable“. Insgesamt verfügen lediglich vier Programme (2x IT 1x PT und 1x NL) über die höchstmögliche Ausprägung „Very High“. Am unteren Ende („Very Improbable“) ist hingegen nur ein tschechisches Programm zu identifizieren. Mindestens drei unterschiedliche Stufen der zeitnahen Anspruchsbedienung sind hingegen in Griechenland, Italien, Portugal und Norwegen vorzufinden. In Deutschland wird dabei für 36 der 38 Programme von einer hohen Wahrscheinlichkeit für eine zeitnahe Bedienung der Zahlungsverpflichtungen nach Ausfall des Emittenten ausgegangen. Eine ebenfalls hohe Wahrscheinlichkeit wird darüber hinaus insbesondere für Programme aus Norwegen (11 von 17 Programmen) und Österreich (9 von 24 Programmen) gesehen.

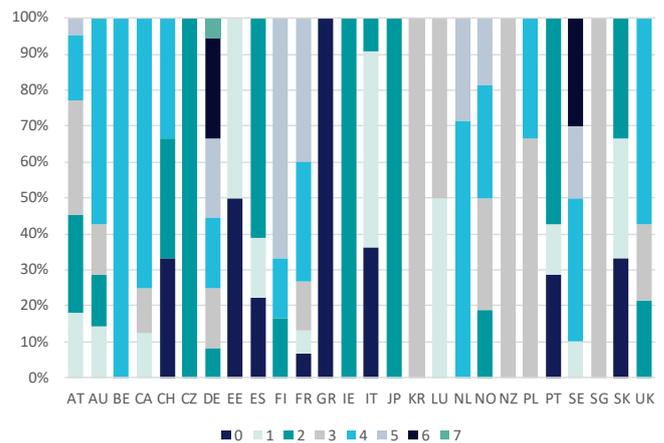
Ausreichend Puffer mit Blick auf Herabstufungen

Wie bereits erwähnt existiert neben dem TPI auch noch die Kennzahl TPI Leeway, welche angibt, um wie viele Stufen der relevante Covered Bond-Ankerpunkt herabgestuft werden kann, ohne dass dies eine Ratingverschlechterung im Sinne des TPI-Frameworks für das Covered Bond-Programm nach sich zieht. Demnach verfügen insgesamt 17 (8%) der durch Moody's gerateten Covered Bond-Programme über keinen entsprechenden Puffer. Dies bedeutet, dass im Falle einer Herabstufung des Covered Bond Anchors ein Downgrade des Programms die direkte Folge wäre. Am häufigsten ist der TPI Leeway von vier (56 Programme; 26,3%). Mehr als 44% der Programme entfallen auf die beiden mittleren und zudem häufigsten Kategorien „3 Notches“ und „4 Notches“.

TPI Leeways in Notches (Mortgage-Programme)



TPI Leeways in Notches nach Land (Mortgage-Programme)



Quelle: Moody's, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Deutschland, Frankreich, Schweden und UK mit teilweise hohen Puffern

Auf Ebene der nationalen Märkte kann erneut konstatiert werden, dass sich diese durch eine hohe Heterogenität auszeichnen. So verfügen die gerateten Programme in Deutschland, Österreich und Frankreich über mindestens fünf verschiedene Ausprägungen des TPI Leeways. Besonders häufig sind hohe TPI Leeways und damit Ratingpuffer in Deutschland, Frankreich und Schweden zu beobachten, da hier mindestens fünf Programme über einen TPI Leeway von mindestens fünf Notches verfügen. In Griechenland, Italien und Spanien verfügen hingegen jeweils mindestens drei geratete Programme über keinen Puffer, wobei dies im Fall von Griechenland sämtliche durch Moody's gerateten Programme sind.

Fazit

Die quartalsweise vorgelegten Daten von Moody's zu dem ratingspezifischen Charakter der Deckungsstöcke für hypothekarisch bzw. öffentlich besicherte Covered Bonds zeigen auch am aktuellen Rand ein weitgehend unverändert robustes Bild der Lage. Dabei bleibt aber beispielsweise mit Blick auf die Beurteilung der Kreditqualität der Deckungswerte in einigen Jurisdiktionen eine gewisse Heterogenität erhalten. In Summe passt die Datenlage nach unserer Einschätzung sehr gut zu der Sichtweise, dass die Coronakrise die Kreditqualität der von Moody's beurteilten Programme keineswegs nachhaltig belastet hat.

SSA/Public Issuers

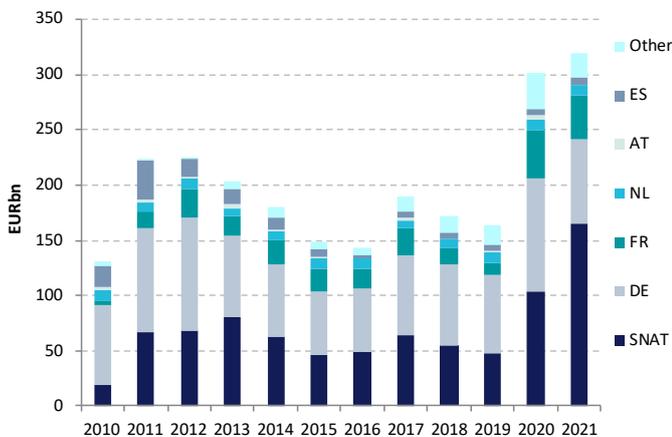
SSA-Jahresrückblick 2021: Rekorde über Rekorde

Autor: Dr. Norman Rudschuck, CIIA

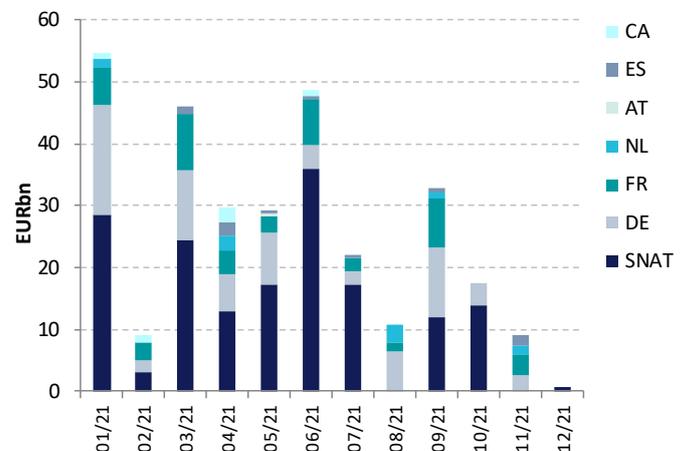
Einleitung

Im Rahmen unserer ersten Ausgabe des neuen Jahres wollen wir aus gegebenem Anlass einen Blick in den Rückspiegel werfen und den SSA-Markt 2021 in EUR mit dem gebotenen Abstand trotz pandemischer Verwerfungen betrachten. Insgesamt war das vergangene Jahr für die Emittenten unseres Coverage-Universums durch nach wie vor günstige Refinanzierungsbedingungen geprägt. Daran änderte die Pandemie nur kurzfristig etwas, da die EZB mit dem PEPP auch im zweiten Coronajahr in erheblichem Umfang gegensteuerte. Insbesondere aufgrund der Ankaufprogramme des Eurosystems (PSPP und PEPP) konnten Investoren im Bereich von Topratings im abgelaufenen Jahr höhere Renditen abhaken. Gleichzeitig traf diese erhebliche Nachfrage auch auf ein gigantisches Neuangebot an Anleihen.

EUR-Benchmark-Emissionsvolumina



EUR-Benchmark-Emissionsvolumina 2021



Anm.: Benchmarks werden als Anleihen mit einem Emissionsvolumen von mind. EUR 0,5 Mrd. definiert.

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

Emissionsvolumen auf hohem Niveau erneut gestiegen

Das Jahr 2021 war etwas planbarer als 2020: Die Fundingzahlen wurden mit Vorsicht gegossen, die deutsche Schuldenbremse war außer Kraft gesetzt, die EZB hatte ihren Kurs im Rahmen des PEPP eingeschlagen und wir lernten mit dem Virus bzw. seinen Varianten zu leben. Nachtragshaushalte der Bundesländer waren quasi nicht vorhanden, wenngleich die Fundingzahlen aller 16 Länder erst im März vorlagen, die EU schloss SURE ab und startete NGEU, die KfW verzeichnete ein Rekordjahr plus die Stützungsmaßnahmen der Europäischen Zentralbank (APP und PEPP) sorgten zugleich für erhöhtes Angebot und stark gestiegene Nachfrage. In Summe mussten alle Emittenten weniger nachsteuern als noch in 2020 – alle bekannten Emittenten waren von der Notlage zur Refinanzierung der Pandemiekosten betroffen. Folglich waren EUR-Benchmarks noch einmal mehr gefragt als in 2020 und es konnte ein neuer Rekord für Neuemissionen verzeichnet werden (EUR 324,2 Mrd.).

Massive Konzentration auf das erste Halbjahr

In 2021 eroberten die altbekannten Emissionsmuster ihr Terrain zurück: Der Januar war wieder der betriebsamste Monat mit EUR-Benchmarks deutlich über EUR 50 Mrd. 2020 waren dies rund EUR 30 Mrd. und es reichte nur für den viertgeschäftsträchtigen Monat des Jahres. 2021 kratzte der Juni an der runden Marke von EUR 50 Mrd. und belegte Platz 2. Platz 3 ging an den März mit über EUR 45 Mrd. Selbst der September kam noch auf über EUR 30 Mrd. und belegte den vierten Platz. Überraschend war, dass der Februar nach dem Dezember bereits den vorletzten Platz erreichte. Dies bestätigt aber den Fakt, dass insbesondere Januar und März so aktiv waren. Wenig überraschend hatten auch die Monate August und November nicht sonderlich viel neue Ware zu bieten. Die Aktivitäten im abgelaufenen Jahr überstiegen nicht nur die bisher stärksten Jahre 2011 und 2012 bei Weitem, sondern auch das vorherige Rekordjahr 2020. Alles in allem wurde abermals ein Rekordemissionsvolumen (EUR-Benchmark) von EUR 324,2 Mrd. (Vorjahr: EUR 303,8 Mrd.) aufgestellt. Der Durchschnitt seit 2008 beträgt als Vergleichsmaßstab EUR 172,5 Mrd. Die bisherigen Rekordjahre waren wie beschrieben 2011 und 2012 mit rund EUR 224 Mrd. Die Anzahl der EUR-Benchmarks lag 2020 mit 207 ebenfalls auf Rekordniveau, dieser Wert ging 2021 auf von uns erfasste 176 Anleihen zurück. Dies lag hauptsächlich an den großvolumigen Anleihen der Luxemburger E-Supras, allen voran der EU. Das langjährige Mittel liegt hier bei 130 Anleihen, wiederum mit den einstigen Spitzen in 2011 (153 Bonds) bzw. 2012 (157).

Publikationen in 2021

Neben unseren ad hoc-Publikationen zu marktbewegenden Ereignissen, zum Beispiel die für 2022 [wegweisende EZB-Entscheidung](#) im Dezember, blieben wir auch 2021 wie der Schuster bei seinen Leisten: Im September erschien die neueste Ausgabe des [Issuer Guide – Deutsche Bundesländer 2021](#) und erfreute sich großer Beliebtheit. Für uns ist es zudem stets interessant zu sehen, wie Ihr Interesse für sog. Nischenprodukte wächst. Mittlerweile bauen wir das Segment „Beyond Bundesländer“ immer weiter aus: Regionen aus [Portugal](#), [Spanien](#) und [Belgien](#) konnten wir hier detailliert beleuchten. Unser sonst jährlich erscheinender Issuer Guide für Supranationals & Agencies (zuletzt 2019), welcher als Nachschlagewerk diente und einen umfassenden Überblick über das EUR-Benchmarksegment bot, musste jedoch erneut aus Kapazitätsgründen entfallen. Flankiert wurden diese Flaggschiffe von 40 Ausgaben unserer Wochenpublikation sowie digitalen Kapitalmarktkonferenzen bzw. Spotlights zu ausgewählten Themen. Unsere Integration als *Markets Strategy & Floor Research* innerhalb des Bereichs Financial Markets schritt zudem voran.

Kurzer thematischer Abriss wichtiger Themen in 2021

Wir befanden uns thematisch im vergangenen Jahr unverändert zwischen COVID-19 und den EZB-Programmen. Die EU schwang sich zum neuen Superemittenten auf, die geschnürten Hilfspakete für alle möglichen Wirtschaftszweige mussten bedient werden und selbst eine grundsolide KfW erreichte mit EUR 82 Mrd. ein Rekordfondierungsvolumen bestehend aus 211 Transaktionen verteilt auf 15 Währungen (siehe [Marktteil dieser Ausgabe](#)). Wir beleuchten im weiteren Verlauf des Artikels nicht nur diese Schlaglichter, sondern auch die weiter geltende Aussetzung der deutschen Schuldenbremse, Downgrades einzelner Regionen, die Wichtigkeit der zukunftsweisenden ESG-Themen, die Flutkatastrophe, neue Emittenten, die Tokenisierung von Bonds usw.

Das Jahr endete wie es begann: Die EZB trifft sich zu einer wegweisenden Sitzung

Der geldpolitische Pfad für 2022 (und darüber hinaus) wurde im Dezember vom EZB-Rat um Christine Lagarde aufgezeigt und dargelegt: Die Europäische Zentralbank hat auf ihrer letzten turnusmäßigen Sitzung des Jahres – wie von den meisten Marktteilnehmern im Vorfeld erwartet – angekündigt, die Nettoankäufe im Rahmen des pandemischen Notfallprogramms Ende Q1/2022 zu beenden und bereits in den Wochen bis dahin das Ankauftempo weiter zu reduzieren bzw. niedrig zu halten. Im Gegenzug kommt es zu einer Aufstockung des konventionellen Wertpapierankaufprogramms (APP) ab diesem Zeitpunkt (01. April 2022) um zunächst EUR +20 Mrd. monatlich auf dann EUR 40 Mrd., um später dieses Ankauftempo sukzessive auf EUR 30 Mrd. Anfang Q3 sowie auf den Ausgangswert (EUR 20 Mrd.) Anfang Q4 zu reduzieren. Die Fortführung der Ankäufe soll dann in diesem Umfang weitergehen, so lange dies für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung der EZB-Leitzinsen erforderlich ist. Der Rat rechnet weiterhin damit, dass die Nettoankäufe kurz vor dem Beginn der Leitzinserhöhungen beendet werden. Die APP-Reinvestitionen werden über diesen Zeitpunkt hinaus fortgeführt und so lange beibehalten, wie es erforderlich ist, um damit günstige Liquiditätsbedingungen und ein umfangreiches geldpolitisches Akkommodieren aufrechtzuerhalten. Somit bleibt das Eurosystem vorherrschend, da das APP 2022 temporär geboostert wird und die PEPP-Fälligkeiten mindestens bis Ende 2024 reinvestiert werden. Dies spricht insbesondere bei Renditen und Spreads im öffentlichen Sektor für eine Seitwärtsbewegung, da diese Assetklasse dem Volumen nach alle anderen Assetklassen im Rahmen der Ankaufprogramme dominiert. Zudem bleibt festzuhalten: Das APP hat unverändert kein Enddatum, erst danach wird es zu Zinserhöhungen kommen. Eine Stellschraube, die die EZB erwartungsgemäß nicht bewegt hat, sind die Konditionen oder Rahmenparameter der dritten Serie der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO III). In Abweichung zur Dezembersitzung 2020 wurden die extrem günstigen Konditionen nicht über den Juni 2022 hinaus verlängert. Ebenso erfolgt keine Anpassung beim Staffelnzins. Gleichwohl ist es nach unserer Auffassung durchaus hervorzuheben, dass beide Instrumente ausdrücklich benannt wurden und der Hinweis auf eine mögliche Neukalibrierung erfolgte.

Wie lange ist „transitorisch“?

Eine bestimmende Frage in 2021 war: Wie lange ist eigentlich transitorisch? Das Wort „transitorisch“ benutzt im Alltag quasi niemand, aber die EZB ständig. Hierbei blickt sie auf die derzeitige stark erhöhte Inflationsentwicklung. Das derzeitige Überschießen des symmetrischen Inflationszieles von 2% sieht sie dem Wortsinn von „transitorisch“ folgend als vorübergehend bzw. nur kurz andauernd an und somit als später wieder wegfallend. Dabei ist aber nicht definiert, ob es wie in der Medizin eher um Wochen bzw. Monate oder über ein Jahr oder noch länger geht. Die einstigen Inflationsprognosen der EZB für die Jahre 2022 (1,7%) und 2023 (1,5%) deuteten keine nachhaltig hohe Inflation für die Folgejahre an, wenngleich die Marktsätze eine Zinserhöhung einpreisten. Erwartungsgemäß wurden Inflationsprognosen im Dezember für die Jahre 2021, 2022 und 2023 teils deutlich nach oben revidiert. Für 2021 rechnet die Notenbank nunmehr mit einer Inflationsrate von 2,6% (bisher 2,2%), während die EZB-Projektionen sich hier für 2022 auf 3,2% (bisher: 1,7%) und für 2023 auf 1,8% (bisher 1,5%) belaufen. Für das Jahr 2024 wird ebenfalls mit 1,8% gerechnet. Dies riecht wieder nach transitorisch mit Besserung ab 2023. Bei der Risikobewertung könnten steigende Löhne aber auch eine Rückkehr zur Vollauslastung der ökonomischen Kapazitäten die Inflation nach oben treiben.

EU: Erst SURE, dann NGEU

Wir erwarteten die alles überragende Europäische Union in 2021 mit circa EUR 150 Mrd. an neuem Funding. Dies wären rein rechnerisch rund EUR 3 Mrd. pro voller Kalenderwoche gewesen und in Summe hat hier ein einzelner SSA-Emittent mehr EUR-Benchmarks begeben als der gesamte EUR-Covered Bonds-Markt in 2021 hergab. Allein das SURE-Programm sorgte in H1 für große Betriebsamkeit. Dabei handelte es sich ausschließlich um Social Bonds (über EUR 50 Mrd.). EUR 10 Mrd. hatte die EU zudem „regulär“ zu refinanzieren bzw. zu verlängern (u.a. MFA, EFSM, BoP). Hinzu kam das Funding für den Fonds „NextGenerationEU“ (NGEU) in der zweiten Jahreshälfte. Es fand ein Investorencall der EU zum Thema NGEU statt. Am 01. Juni wurde zuvor bereits das Fundingupdate für den Rest des Jahres veröffentlicht, nachdem alle Mitgliedsstaaten der EU die Ratifizierung des Programmes NGEU vorgenommen hatten. Am 04. Juni versendete die EU dann ihr RfP für die bevorstehende NGEU-Debüttransaktion. Zehn Jahre und EUR 20 Mrd. waren groß und zugleich gefragt wie nie. Die ersten drei Transaktionen vor der Sommerpause sollten alle als Syndikat abgehalten werden und ab September erfolgten zudem auch Auktionen. Bis Jahresende sollten so bis zu EUR 80 Mrd. eingeworben werden – letztlich waren es EUR 71 Mrd. bei Orderbüchern in Höhe von EUR 650 Mrd. Hinzu kam ebenfalls ab September ganz neue EU-Bills. Bis Ende 2026 wird die EU so EUR +/-800 Mrd. über den Kapitalmarkt aufgenommen haben (also ohne Bills). Davon werden 30% Green Bonds sein (circa EUR 250 Mrd.). In Summe plant die EU mit EUR 407,5 Mrd. „grants“ sowie EUR 386 Mrd. „loans“. Zudem werden im Durchschnitt EUR 150 Mrd. pro Jahr avisiert, 2022/23 nach unserer Schätzung ggf. mehr und 2025/26 tendenziell weniger. Die genauen Werte oder Prozentsätze hin oder her, wird die EU schon in wenigen Jahren der größte Emittent im Segment der Supranationals sein und auch so manchen Staat überholt haben. Dies gilt sowohl für die Primärmarktemissionen pro Kalenderjahr als auch für die gesamte Markttiefe. Die Laufzeiten der NGEU-Bonds wurden mit drei bis max. 31 Jahre zudem bestätigt und sind bekannt aus dem SURE-Programm. Dort betrug die durchschnittliche angekündigte Laufzeit 15 Jahre. Zudem muss der Rahmen nicht ausgeschöpft werden, um Investitionen in grüne und digitale Maßnahmen zu finanzieren sowie die Volkswirtschaft(en) ggf. aus der Rezession zu holen. Ein Teil der Mittel wird an die Mitgliedsstaaten in Form von Zuschüssen verteilt, die aus dem gemeinsamen Haushalt der EU und neuen Steuern zurückgezahlt werden. Zudem wurde im Sommer noch das Green Framework vorgelegt.

SURE: Genehmigte finanzielle Unterstützung in 19 Mitgliedsstaaten (EUR 94,3 Mrd.)

Belgien	EUR 8.197 Mio.	Lettland	EUR 305 Mio.
Bulgarien	EUR 511 Mio.	Litauen	EUR 957 Mio.
Kroatien	EUR 1.020 Mio.	Malta	EUR 420 Mio.
Zypern	EUR 603 Mio.	Polen	EUR 11.236 Mio.
Tschechien	EUR 2.000 Mio.	Portugal	EUR 5.934 Mio.
Estland	EUR 230 Mio.	Rumänien	EUR 4.099 Mio.
Griechenland	EUR 5.265 Mio.	Slowakei	EUR 630 Mio.
Ungarn	EUR 504 Mio.	Slowenien	EUR 1.113 Mio.
Irland	EUR 2.473 Mio.	Spanien	EUR 21.324 Mio.
Italien	EUR 27.438 Mio.		

Next Generation EU: Deutschland rechnet mit „nur“ EUR 28 Mrd.

Die Bundesregierung plant laut Medienberichten mit etwa EUR 28 Mrd. der über EUR 800 Mrd. für Deutschland aus dem Corona-Wiederaufbaufonds der Europäischen Union. Das Kabinett habe nach Angaben eines Regierungsvertreters den vom ehemaligen Bundesfinanzminister vorgelegten Aufbauplan beschlossen. Circa 90% der vorgesehenen Ausgaben dienen dem Klimaschutz und der Digitalisierung. Die Zielvorgaben der EU würden damit deutlich übertroffen. Die Einzelheiten hat damals Olaf Scholz in einer gemeinsamen Pressekonferenz mit Frankreichs Finanzminister Bruno Le Maire vorgestellt. Da der Investitionsstau in Deutschland mit Blick auf Klimaschutz und Digitalisierung viel größer ist als nur EUR 28 Mrd., verbleiben wir bis heute etwas ratlos zurück, warum hier auf Sparflamme Zukunftsthemen angegangen werden.

EIB: Initiative „Great Green Wall“

Die EIB hat bekannt gegeben, die Bereiche nachhaltige Landwirtschaft, saubere Energie, Wasserinfrastruktur und den Privatsektor in elf vorrangig vom Klimawandel bedrohten Ländern der Sahelzone finanziell und technisch zu unterstützen. Dies passt in unseren Augen hervorragend zur sich wandelnden Struktur der EIB. Mit ihrer Unterstützung wird der Initiative „Great Green Wall“ mehr Durchschlagskraft verliehen. Ziel ist es, die biologische Vielfalt in der Sahelzone zu verbessern und die klimatischen und ökologischen Herausforderungen der Region besser zu bewältigen. Durch gezielte Investitionen mit hoher Entwicklungswirkung sollen ein gerechteres Wachstum ermöglicht und die Widerstandskraft der Region gestärkt werden, um Frieden und Stabilität zu fördern. Mit ihrem verstärkten Engagement will die EIB laut Pressemitteilung besonders entwicklungswirksame Investitionen fördern und so eine Grundlage für neue Arbeitsplätze, bessere wirtschaftliche Chancen und einen besseren Zugang zu sauberer Energie und sauberem Wasser schaffen. Die elf Länder, in denen im Rahmen der Initiative Maßnahmen ergriffen werden sollen, sind Äthiopien, Burkina Faso, Dschibuti, Eritrea, Mali, Mauretanien, Niger, Nigeria, Senegal, Sudan und der Tschad. Auf dem *One Planet Summit for Biodiversity* unterstrich Präsident Hoyer die Wirkung der jüngsten EIB-Unterstützung. Dabei ging es um Wasserinvestitionen in Mali und Niger, saubere Energie in Westafrika und die Unterstützung des Privatsektors mit lokalen Mikrofinanz- und Bankpartnern. Derzeit fördert die EIB Projekte gegen Bodenzerstörung und für einen besseren Zugang zu Finanzierungen von ländlichen Gemeinschaften und Kleinbauern in Mali und Äthiopien. Auch die Bodenerosion in Nigeria soll aufgehalten und verhindert werden. All diese Initiativen sind ein Modell für erfolgreiche Investitionen in die biologische Vielfalt in anderen afrikanischen Ländern. Die Investitionen der EIB in Projekte in den Bereichen nachhaltige Landwirtschaft und Umwelt in Afrika profitieren künftig von der Vorreiterrolle der EIB als erste internationale Finanzinstitution, die Anleihen zur Förderung von Investitionen in die biologische Vielfalt begibt. Interessant für ESG-Investoren: Die EIB hat ihre Nachhaltigkeitsanleihen (SAB) um das Kriterium der biologischen Vielfalt erweitert. Ziel bis 2030: EUR 1.000 Mrd. bereitstellen.

ESM-Reform

Eine wesentliche Neuerung ist die Erweiterung des ESM-Instrumentariums um ein weiteres Kreditinstrument: Eine Rückversicherung („Backstop“) für den einheitlichen europäischen Abwicklungsfonds („Single Resolution Fund“, SRF). In Folge der Eurokrise wurde 2014 die EU-Verordnung eines einheitlichen europäischen Bankenabwicklungsmechanismus („Single Resolution Mechanism“, SRM) verabschiedet. Der SRF hat die Funktion der Finanzierung von Bankenabwicklungen. Derzeit umfasst er rund EUR 47 Mrd. Sollten die Mittel des SRF erschöpft sein – etwa, wenn zu viele Banken in einer Krise in Gefahr gerieten – kann der ESM als Sicherheitsnetz ab 2022 durch die Reform einspringen. Dies würde zwar nicht unmittelbar zu einem Finanzierungsbedarf des ESM führen, aber wenn er ausgelöst wird, muss der ESM die Beträge möglicherweise am Markt (re-)finanzieren. Bereits 2017 haben sich die Entscheidungsträger der Eurozone auf einen solchen Backstop geeinigt, dieser sollte allerdings erst 2024 eingeführt werden, da insbesondere Deutschland neben anderen EU-Staaten darauf bestand, zunächst die Bankenrisiken zu reduzieren. Bei der Sitzung am 30. November 2020 kamen die Beteiligten allerdings zu dem Schluss, dass ausreichende Fortschritte bei der Reduzierung der Risiken im Bankensektor gemacht wurden, sodass der Backstop voraussichtlich bereits zwei Jahre früher eingeführt wird (also 2022). Die Entscheidung über die Gewährung der Kreditlinie vom ESM an den SRF erfolgt auf Antrag des Single Resolution Boards (SRB) durch den ESM-Rat. Die Entscheidung des Gremiums wird grundsätzlich im Konsens getroffen. Wenn jedoch die EZB und die Europäische Kommission der Meinung sind, dass die Nachhaltigkeit der Eurozone auf dem Spiel steht, kann eine qualifizierte Mehrheitsentscheidung (85%) getroffen werden.

Flutkatastrophe in NRW und Rheinland-Pfalz, ...

Regentief „Bernd“ hatte 2021 finanzielle Folgen für In- und Ausland. Nach der schweren Unwetterkatastrophe Mitte Juli und nach den dadurch entstandenen extremen Schäden, hat die Finanzverwaltung von NRW den am 16. Juli in Kraft gesetzten Katastrophenerlass erweitert und ermöglicht – teilweise befristet – rund 50 steuerliche Maßnahmen zur Unterstützung Betroffener. Der geänderte Erlass wollte es vor allem Unternehmen und Betrieben, die unterstützen wollen, erleichtern, unbürokratisch Hilfe zu leisten, ohne dadurch steuerliche Nachteile befürchten zu müssen. Am 16. Juli hatte die Finanzverwaltung bereits im Katastrophenerlass festgelegt, dass unter anderem Sonderabschreibungsmöglichkeiten für den Wiederaufbau möglich seien.

... aber u.a. auch Wallonien betroffen

Laut Elio Di Rupo (PS; Parti Socialiste), Ministerpräsident der Wallonischen Region, waren 240 der 262 Gemeinden der Wallonischen Region von den Überschwemmungen betroffen. Politische Beobachter gingen umgehend davon aus, dass mit der Flut auch so manches Projekt im Koalitionsabkommen fortgespült worden sei. Dort müssten jetzt harte (finanzielle) Entscheidungen getroffen werden. Schnell kamen Visionen auf wie „neue Wallonie“. Andererseits führe auch kein Weg am Wiederaufbau der zerstörten Ortschaften vorbei. Premierminister Alexander De Croo (Open VLD; Open Vlaamse Liberalen en Democraten) sagte, dass man einen Antrag auf Gelder aus dem europäischen Notfallfonds gestellt habe. Der wallonische Minister für Infrastruktur, Mobilität und Klimaschutz Philippe Henry (Ecolo) erklärte, Investitionen müssten teilweise 15 Jahre vorgezogen werden. Haushaltsminister Crucke sagte zum Thema, dass die Wallonische Region auch darüber nachdenken müsse, wo genau man noch baue. Zum Beispiel in schmalen Talzonen, in denen eine echte Überschwemmungsgefahr bestünde, weil das Wasser nicht entweichen kann, sollten die Behörden ggf. in Betracht ziehen, sogar Gebäude zu entfernen.

BADWUR goes Green

Zum Glück gab es nicht nur Corona und Naturkatastrophen: Das Bundesland Baden-Württemberg hat sich auf das grüne Parkett begeben und ihren ersten Green Bond auf EUR 300 Mio. (WNG) taxiert. Bescheiden wie die Schwaben sind, lagen die IPT bei ms -1bp area, die Guidance bei ms -2bp area und gepreist wurde schließlich zu ms -4bp. Die Bücher waren mehr als fünffach überzeichnet. Die damals bevorstehenden Wahlen und das Downgrade 2020 haben dem erfolgreichen Kapitalmarktauftritt von BADWUR bis dato keinen Abbruch getan. Beispielhafte Projekte wurden auch genannt: Mit besonders energieeffizienten Neubauvorhaben, deren Primärenergieverbrauch mehr als 20% unter dem Standard der Energieeinsparverordnung liegt, werden bei Neubauten die zusätzlichen Klimagasemissionen im Vergleich zum konventionellen Neubau vermieden. Mit der Förderung kommunaler Breitbandinvestitionen werden die Grundlagen geschaffen, um Mobilitätsverhalten zu verändern – sei es durch Home-Office oder Telemedizin. Waldbauliche Maßnahmen helfen Waldbesitzer:innen dabei, ihre Wälder klimawandelresistent zu machen und unterstützen bei Aufforstung, was unmittelbar zum Klimaschutz beiträgt.

Beyond Bundesländer: Downgrades für nahe und ferne Regionen

Die Corona-Pandemie hat vielfältigste Auswirkungen; zwei sind extrem relevant für den Kapitalmarkt: Erhöhter Refinanzierungsbedarf seitens der Emittenten und in der Folge mancherorts negative Auswirkungen auf die Ratingnoten. Bereits 2020 gab es Downgrades für deutsche Bundesländer aufgrund von COVID-19, 2021 folgten diverse Regionen, die wir in unserer Coverage abdecken. Im Jahres- und Pandemieverlauf haben sich die großen drei Agenturen diverse Emittentenratings noch einmal detailliert zu Gemüte geführt. Exemplarisch wollen wir vier Regionen herausgreifen: VDP, ALTA, SCDA und BRCOL. Fitch kam zu dem Schluss, dass das vorherige AA für Ville de Paris (VDP) nicht mehr haltbar war und nun ein AA- angemessen sei. Der Ausblick wurde auf stabil gesetzt. Zudem hat S&P das langfristige Emittentenrating von Alberta von A+ (negativer Ausblick) auf A (stabiler Ausblick) gesenkt. Diese Maßnahme erreichte die Kapitalmärkte nicht unerwartet. Die Ratingagentur hatte den Ausblick für ALTA, so der Bloombergticker, im Mai 2020 auf „negativ“ geändert und dies mit der Verschlechterung der Haushaltslage durch die Pandemie gepaart mit den schwachen Ölpreisen begründet. Kurz darauf hat zudem Moody's das langfristige Emittentenrating von Saskatchewan von Aaa (negativer Ausblick) auf Aa1 (stabiler Ausblick) gesenkt. Die Ratingagentur hatte zuvor den Ausblick für SCDA, so der Bloombergticker, im September 2020 auf „negativ“ geändert und dies mit der Verschlechterung der Haushaltslage durch die Pandemie sowie dem langsamen Weg zurück zum ausgeglichenen Haushalt begründet. Fitch hat zudem das Langfristrating der Provinz British Columbia von AAA auf AA+ herabgestuft. Der Ratingausblick wurde zugleich von „Negativ“ auf „Stabil“ revidiert. Die Ratingmaßnahme spiegelt Fitchs Erwartung wider, dass die Schuldenlast der Provinz in den kommenden Jahren erheblich ansteigen wird, da sie die durch die Pandemie verursachten wirtschaftlichen und fiskalischen Verwerfungen bewältigen muss; sie spiegelt auch den parallelen raschen Anstieg der Kreditaufnahme der Regierung Kanadas wider, den Fitch in seinem Ansatz zur Bewertung kanadischer Provinzen berücksichtigt. Fitch betrachtet Kanadas Sovereign-Rating nicht als Obergrenze für das Rating von British Columbia. Nunmehr liegt die Provinz jedoch auf dem gleichen Niveau wie Kanada und profitiert folglich nicht mehr von der zusätzlichen Anhebung des Ratings um eine Stufe, die Provinzen mit niedrigerem Rating gewährt wird. BRCOL verlor zudem auch sein Top-Kreditrating von S&P.

Neue Emittenten im SSA-Segment

Wir haben neue EUR-Benchmark-Emittenten am Markt gesehen, welche wir jedoch nicht dauerhaft in unsere Coverage aufnehmen können: Die *West African Development Bank* (BOAD) wurde 1973 gegründet und ist die Entwicklungsbank der Westafrikanischen Wirtschafts- und Währungsunion (UEMOA) mit Sitz in Lomé, Togo. Träger der BOAD sind die Westafrikanische Zentralbank (BCEAO) sowie die Mitgliedsstaaten der UEMOA (Benin, Burkina Faso, Elfenbeinküste, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Senegal und Togo). Weitere Anteilseigner der BOAD sind u.a. die Staaten Frankreich, Belgien und Marokko, die chinesische Zentralbank, die indische Eximbank sowie die KfW, die EIB und die African Development Bank (AfDB). Gemäß ihrer Satzung ist das Ziel der BOAD, die ausgewogene Entwicklung ihrer Mitgliedsländer zu fördern und die wirtschaftliche Integration innerhalb Westafrikas durch die Finanzierung von Entwicklungsprojekten zu unterstützen. Der EUR-Bond (EUR 750 Mio., 12y) kam zu ms +300bp (IPT: ms +350bp area; Emissionsrendite: 2,843%). Die Bücher wuchsen auf über EUR 2,8 Mrd. an. Auch die *Eurasian Development Bank* (EDB) wollen wir nicht unerwähnt lassen. Sie ist eine von der Russischen Föderation 2006 ins Leben gerufene, multinationale Entwicklungsbank. Russland hält 65,97% am Kapital der EDB, Kasachstan 32,99% und Belarus 0,99%. Die restlichen 0,05% teilen sich auf Tadschikistan, Kirgisistan und Armenien auf. Bis auf Tadschikistan sind die beteiligten Länder deckungsgleich mit den Mitgliedstaaten der Eurasischen Wirtschaftsunion, die einen Zusammenschluss der fünf Staaten zu einem Binnenmarkt mit Zollunion darstellt. Der Hauptsitz der EDB befindet sich in Almaty, der größten Stadt Kasachstans. Das Ziel der Bank ist es, das Wirtschaftswachstum in den Mitgliedstaaten zu stärken und den Handel und die Wirtschaftsbeziehungen innerhalb der Mitgliedsstaaten zu fördern. EURDEV, so der Bloomberg-Ticker, hat derzeit 11 Anleihen ausstehen. Klein aber fein war zudem die Debütemission der *Investitions- und Strukturbank Rheinland-Pfalz* aus Mainz: EUR 125 Mio. zu ms +3bp stießen auf eine Nachfrage in Höhe von EUR 350 Mio. Die Guidance hatte bei ms +5bp area gelegen. Die Rheinland-Pfälzer tickern bei Bloomberg seit März 2021 unter ISBRLP.

HSH Finanzfonds: Auflösung des Rettungsfonds erhöht Länderschulden um EUR 3 Mrd.

Hamburg und Schleswig-Holstein lösen ihren Rettungsfonds (HSHFF) für die HSH Nordbank im kommenden Jahr auf. „Die noch bestehenden Restschulden werden jetzt auf die Länderhaushalte direkt übertragen“, sagte Bürgermeister Peter Tschentscher (SPD) nach einer gemeinsamen Sitzung der Landesregierungen von Hamburg und Schleswig-Holstein. Nach Angaben von Ministerpräsident Daniel Günther (CDU) kommen auf jedes Land EUR 1,5 Mrd. zu. Die Schulden stecken noch im HSH Finanzfonds AöR. Die Auflösung soll bis Ende August 2022 erfolgen. EUR 7 Mrd. wurden bereits getilgt.

NRWBK: Bereits elfter Green Bond

Die NRW.BANK hat 2021 ihren elften Green Bond mit einem Volumen von EUR 500 Mio. emittiert. Damit hat die Förderbank für Nordrhein-Westfalen damals bereits ihre zweite grüne Anleihe im Jahr 2021 erfolgreich bei Investoren platzieren können. Im Rahmen des Programms werden umweltfreundliche Projekte in NRW refinanziert. Darunter fallen laut Framework u.a. Windkraftanlagen, energieeffiziente Gebäudesanierung und die Flussrenaturierungen von Emscher und Lippe. Wie wirksam die Investments sind, zeigt die Analyse des „Wuppertal Institut für Klima, Umwelt, Energie“, die im Juni für den NRW.BANK.Green Bond 2020 erschienen ist. So wurden über diese grüne Anleihe, die ebenfalls ein Volumen von EUR 500 Mio. hatte, verschiedene ökologische Projekte insbesondere aus dem Bereich Energie refinanziert, deren ökologischer Mehrwert sich in 220.000 Tonnen eingesparten CO₂-Äquivalent pro EUR 1 Mio. widerspiegelt.

EIB: Erste digitale Anleihe in öffentlicher Blockchain

2021 begab die EIB ihre erste digitale Anleihe auf einer Blockchain-Plattform und nutzte die sog. Distributed-Ledger-Technologie für die Registrierung und Abwicklung digitaler Anleihen. In einer Partnerschaft mit der Banque de France (BDF) wurde die Zahlung der Emissionsgelder von den Konsortialbanken an die EIB auf der Blockchain in Form von „Central Bank Digital Currency“ (CBDC) abgebildet. Die EIB ist hier erneut Vorreiter bei der Digitalisierung der Kapitalmärkte, wie auch schon mit dem weltweit ersten Green Bond oder mit den €STR-Anleihen. Die nun platzierte zweijährige Anleihe (Volumen: EUR 100 Mio.) ist die erste von mehreren Dealern geführte Primäremission von intrinsischen Token (digital natives) unter Verwendung der öffentlichen Blockchain-Technologie. Das Projekt wurde als Teil der Digitalisierungsstrategie der französischen Notenbank BDF ausgewählt (Bereich CBDC). Die EIB ist der Ansicht, dass die Digitalisierung der Kapitalmärkte den Marktteilnehmern in den kommenden Jahren Vorteile bringen kann. Dazu gehören die Reduzierung von Zwischenhändlern und Fixkosten, eine bessere Markttransparenz durch eine erhöhte Fähigkeit, Handelsströme offenzulegen und die Eigentümer von Vermögenswerten zu identifizieren, sowie eine wesentlich schnellere Abwicklungsgeschwindigkeit. Ähnlich wie die Rolle der EIB bei grünen Anleihen oder risikofreien Zinssätzen könnte die neue digitale Anleiheemission den Marktteilnehmern den Weg ebnen, die Blockchain-Technologie für die Emission von Finanztiteln einzusetzen.

AAA: Die ILB erhält ihre erste Ratingnote

Fitch hat die ILB, unseren nicht so regelmäßigen Leser:innen unter Investitionsbank des Landes Brandenburg bekannt, als Förderbank und somit auch deren Anleihen mit der höchsten Ratingnote „AAA“ sowie einem stabilen Ausblick bewertet. Erstmals hat sich die ILB einer Bewertung durch eine Ratingagentur unterzogen. Das höchst mögliche Rating wird mit dem soliden Geschäftsmodell der ILB, der nachgewiesenen hohen Leistungsfähigkeit der Bank und der sehr guten Bonität des Landes Brandenburg begründet. Diese Einschätzung teilen wir uneingeschränkt. Das AAA-Rating spiegelt das sehr geringe Ausfallrisiko der ILB wider und unterstützt die Bank bei ihren Refinanzierungsaktivitäten. Die ILB tritt seit 2018 als Emittent von Inhaberschuldverschreibungen am Kapitalmarkt auf und hat 2020 erstmals einen Social Bond emittiert. Zur Erinnerung: Im Mai 2017 hatte Moody's die bisherige Ratingnote für das Land Brandenburg von Aa1 auf Aaa heraufgesetzt. Dies wurde zuletzt seitens der Ratingagentur bestätigt.

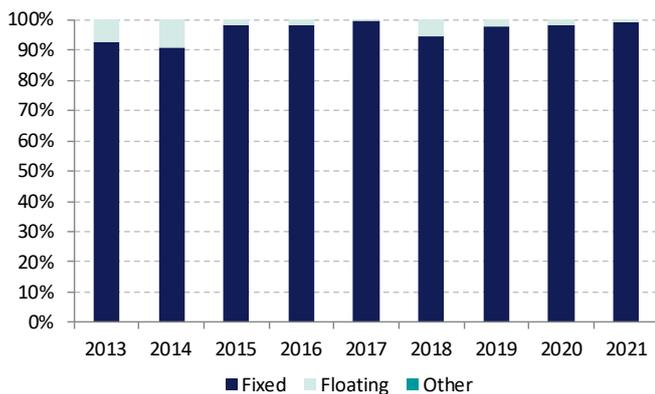
Unser Vorschlag: Step-up-Coupons für Staatsanleihen bei Verfehlen von ESG-Zielen

Nachdem wir in den letzten Wochen immer mal wieder die EU länger betrachtet und auch Ideen zu einer möglichen neuen „risikofreien“ Bepreisung verfasst haben, wollen wir heute ein anderes Thema hochwerfen und andiskutieren. Auf der „Global Borrowers & Investors Forum 2021“ wurden wir von Global Capital im Rahmen einer Paneldiskussion interviewt und mit der Frage konfrontiert, ob wir es unterstützen, dass das Spektrum der Themen, die in den Rahmenwerken für SRI-Anleihen adressiert werden, breiter wird. Die kurze Antwort lautet „Ja, selbstverständlich unterstützen wir das.“ Die längere Ausführung folgt auf dem Fuße: Blicken wir eingangs auf die acht Millennium Development Goals (MDG), die vor 21 Jahren von den Vereinten Nationen verabschiedet wurden und für das Jahr 2015 erfüllt sein sollten. Die Arbeitsgruppe aus Vertretern der Vereinten Nationen, der Weltbank, des IWF und des Entwicklungsausschusses Development Assistance Committee der OECD formulierten diese im Jahr 2000 aus. Ende September 2015 wurden die MDG durch die 17 auf dem Weltgipfel für nachhaltige Entwicklung 2015 in New York von den 193 aktuellen Mitgliedsstaaten der UNO einstimmig verabschiedeten weltweiten Social Development Goals (SDG, „nachhaltige Entwicklungsziele“) ergänzt: Nach ihnen sollen unter anderem bis 2030 weltweit Armut und Hunger verschwunden sein. Dies wünschen wir uns sehr, halten es jedoch für überambitioniert, wenngleich wir uns eine noch frühere Lösung wünschen würden. Die SDG halten wir für gute Leitplanken, insbesondere adressieren sie den SRI-Gedanken im Kern. Allein mit „Green“ werden wir die Welt nicht besser machen, zu viele Problemfelder wirken gegeneinander. Jeder Ansatz zum Lösen der Aufgaben bietet den Ansatz für Innovationen und Projekte. Dies allein könnte nicht nur in den betreffenden Regionen zu einer Art Jobmotor werden. Es würde einhergehen mit ökonomischem Wachstum. Im besten Fall würden sich Projekte selbsttragen und/oder refinanzieren. Verlassen wir zudem die Landmassen und fokussieren uns kurz auf „Blue Economy“. Hier sind u.a. die niederländischen Agencies seit Jahren unterwegs, vor allem die NWB. Aber ausgehend von Deichen, Städte im Untergrund freipumpen etc. sind wir ebenso schnell bei der Finanzierung von On- und Offshore-Anlagen. Mehr noch, wir benötigen mehr denn je saubere Ozeane und Recycling (waste management), mit all den Masken, die seit Pandemiebeginn nicht nur auf den Bürgersteigen liegen, sondern auch ins Meer gelangen. Dies alles sehen wir als Felder für SRI-Bonds. Hier gibt es bereits Indizes für ESG-Themen, aber auch diese sind nie fertig oder ausgereift. Wir würden gern den Raum nutzen, um Nachhaltigkeitsbonds für Staaten vorzuschlagen, die mit Step-up-Coupons ausgestattet werden. Diese greifen dann bei Nichterreichen der Klima- oder Nachhaltigkeitsziele durch einzelne Regierungen. Wir beobachten das steigende Emissionsvolumen von nachhaltigkeitsgebundenen Anleihen (Sustainability-Linked Bonds, SLBs). Manche werden bereits mit spezifischen Nachhaltigkeitszielen (Sustainability Performance Targets, SPTs) begeben, die maßgebliche Performanceindikatoren (Key Performance Indicators, KPIs) enthalten – zum Beispiel der „Prozentsatz der recycelten Materialien, die bis 2030 in der Fertigung verwendet werden“. Wird das Nachhaltigkeitsziel verfehlt, erhöhen sich durch die Stufenzinsklausel(n) des Bonds die Anleihezinsen. Enel, italienischer Energieversorger, begab bereits im September 2019 eine vergleichbare Anleihe mit einem Step-up um 25 Basispunkte und knüpfte Managergehälter an die Zielerreichung (Anteil der Stromerzeugungskapazität für erneuerbare Energie: 55%). Dies ließe sich erweitern auf gesundheitliche oder soziale Ziele, eben alles im Umfang der UN Social Development Goals u.a. zur Bekämpfung von Armut und Hunger sowie zur Schaffung von bezahlbarem Wohnraum. Zum Schluss sei uns folgende Bemerkung gestattet: Es gibt keinen Planeten B! Ökonomie und Ökologie gehören zwingend zusammen – mehr denn je.

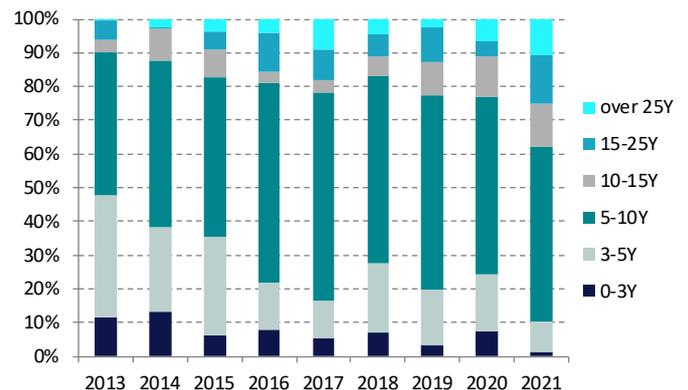
Prozentual wieder weniger EUR-Benchmarks als Floater begeben

Mit den seit 2008 sinkenden Zinsen hatte auch die Bedeutung der Festkuponanleihen kontinuierlich zugenommen und sich deren Anteil zuletzt auf äußerst hohem Niveau stabilisiert. In 2018 deutete sich kurzfristig eine minimale Trendumkehr an: So nahmen FRN-Emissionen das erste Mal seit 2014 wieder zu, kamen jedoch im Jahr darauf bereits wieder (fast) zum Erliegen. Der Anteil der FRN am Marktvolumen war bei 5,4% allerdings nach wie vor gering. In 2019 sank dieser Anteil auf 2,2%, in 2020 auf 1,9% und nun in 2021 auf 0,8%. Einen wirklich großen Anteil vereinten sie auch in der Vergangenheit nie auf sich. Erst eine echte geldpolitische Normalisierung gepaart mit divergierenden Erwartungen bezüglich der mittel- bis langfristigen Entwicklung des allgemeinen Zinsniveaus könnten den Anteil an Floatern deutlich stärker ansteigen lassen, wie in den Jahren 2011-2014 zu erkennen war. Für den Moment rechnen wir allerdings mit keiner nennenswerten Ausweitung des Floater-Anteils. Volumenmäßig waren nur EUR 2,5 Mrd. des Marktvolumens (EUR 324,2 Mrd.) Floater, sodass der Wert absolut und relativ niedriger lag als in 2020.

EUR-Benchmark-Emissionen nach Kupontyp



EUR-Benchmark-Emissionen nach Laufzeitbereich



Anm.: Benchmarks werden als Anleihen mit einem Emissionsvolumen von mind. EUR 0,5 Mrd. definiert.

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

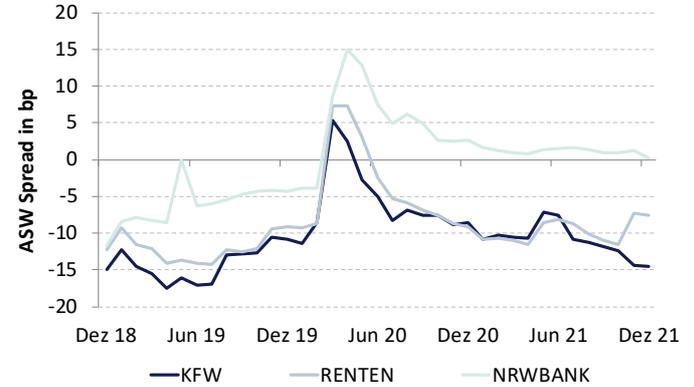
Laufzeitenbuckets tendieren noch mehr zu ultralang

Das Bild der Laufzeitenbuckets lässt sich nach mehreren Jahren endlich mal wieder mit einem klaren allgemeinen Trend beschreiben: Länger, unter allen Umständen länger. Während der Anteil 0-3Y bis 2012 bei über 20% lag, waren es in 2019 nur noch 3,3% und 2020 wieder 7,3%; 2021 ergab sich ein neues Tief bei 1,2%. Wie aus der Grafik oben ersichtlich, gab aber nicht nur das kürzeste Bucket Anteil ab, sondern auch das Segment 3-5Y: Hier waren nur noch 8,9% zu verzeichnen, was ebenfalls ein Rekordtief seit unseren Aufzeichnungen beginnend in 2008 bedeutet. Somit kamen die ersten fünf Jahre auf gerade einmal 10,1%. Der Trend hin zu langen Laufzeiten in der Refinanzierung war auch im Bucket 10-15 Jahre zu verzeichnen: So stieg der Anteil dieses Laufzeitbandes seit 2016 (3,0%) über 5,9% (2018) auf nun 12,8% an. Die größten Anstiege verzeichneten wir in den beiden Kategorien 15-25 Jahre und über 25 Jahre: 14,6% waren für das Segment über 15 Jahre ein neuer Spitzenwert. Dies gilt mit 10,5% ebenfalls für das noch längere Bucket mit Fälligkeiten bis zu 100 Jahren. Das Hauptsegment ist – wie in den Vorjahren – das Laufzeitenband 5-10Y, wenngleich es seit 2016 immer näher bei 60% lag und nun bei 52,0% landete.

Europäische Supras ASW Spreads 10y



Deutsche Agencies ASW Spreads 10y

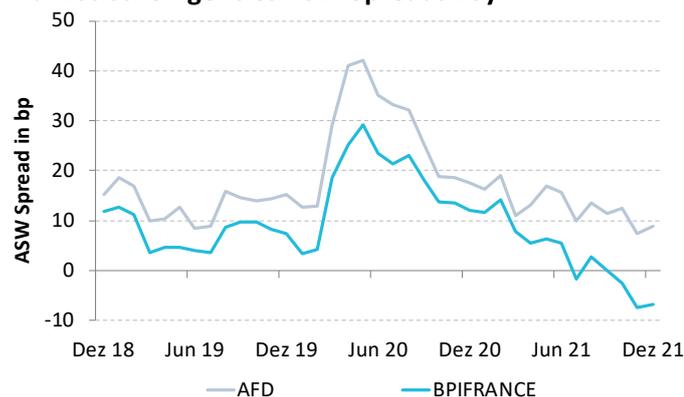


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Erst seitwärts, dann Corona-Schock, danach Einengung

Die Spreadbewegungen aller Sub-Assetklassen lässt sich in wenigen Worten beschreiben: Zu Beginn des Jahres 2021 tendierten quasi alle Spreads mehr oder weniger seitwärts. Im Sommer zuckten alle Spreads einmal kurz nach oben, um sich kurz danach wieder zu beruhigen. Seitdem bewegten sich die ASW-Spreads Woche für Woche wieder Richtung Jahresanfangsniveau. Das erhöhte Angebot durch Sonderprogramme und Nachtragshaushalte wurde auch im vergangenen Jahr durch die Zentralbanken gut aufgenommen. Fast das gesamte letzte Jahr verhielten sich die Spreadverläufe der größten Emittenten nahezu parallel zueinander. Insbesondere die Ratingdifferenzen sind hier das wesentliche Unterscheidungsmerkmal sowie das Neuangebot an Anleihen. Die derzeitige Bewegung wiederum ist mit „seitwärts“ gut beschrieben.

Französische Agencies ASW Spreads 10y



Niederländische Agencies ASW Spreads 10y



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

Ähnliches Muster bei französischen und niederländischen Adressen

Ein ähnliches Muster zeigte sich für französische und niederländische Agencies. Während bei niederländischen Agencies in erster Linie Relative Value-Überlegungen aufgrund regulatorischer Nachteile gegenüber anderen Emittenten eine Rolle gespielt haben dürften (Risikogewicht 20%), gibt es seitens der CADES nur wenig Material, welches in das Laufzeitbucket zehn Jahre fällt, weshalb die Grafik etwas ausgedünnt aussieht (nur AFD und BPI). Ohnehin ist der französische Markt aufgrund seiner Heterogenität volatil. Wir gehen für 2022 in beiden Segmenten von einer Seitwärtsbewegung aus, wenngleich die Frankreich-Wahl kurzfristig zu Ausschlägen der Fieberkurven führen kann.

Was war noch? „Strategy Review“ der EZB

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

Erste Anleihe Niederösterreichs (NIEDOE) im Rahmen der Ankaufprogramme erworben

Lange Zeit gab es keine neuen Emittenten im Rahmen der Ankaufprogramme, stets kamen jedoch reichlich ISINs hinzu (damaliger Zwischenstand: 494 Anleihen von deutschen Sub-Sovereigns plus weitere 102 europäische Regionen). Diese 596 ISINs verteilten sich auf 35 unterschiedliche Regionen, da NIEDOE erstmalig erworben wurde. Nach deutschen Bundesländern folgt unverändert Spanien (47 Bonds) knapp vor Belgien (39). Frankreich (8) und Portugal (7) folgen auf den Plätzen. Österreich schlug dereinst mit einer ISIN zu Buche. Alle anderen Regionen standen folglich bei null.

Action Logement Services (ALS) taucht ebenfalls erstmals auf

In unserer wöchentlichen Analyse der ISIN-Listen im Rahmen der Ankaufprogramme (PSPP und PEPP) ist uns 2021 ein neuer Name erstmalig untergekommen: Action Logement Services (ALS). Die Franzosen haben zwei Bonds mit je EUR 1 Mrd. Volumen ausstehend. Die Fälligkeiten lauten auf 2034 und 2041. Angekauft wurde nunmehr die erst im Juli 2021 begebene ALSFR 0 3/4 07/19/41. Das Rating wird bei Fitch mit AA angegeben.

Fazit

Das vergangene Jahr war abermals außergewöhnlich und lässt sich nur schwer in einen Jahresrückblick pressen. Zudem gerät Vieles zu schnell in Vergessenheit, was es rechts und links noch abseits von Corona gab oder welche (nachhaltigen und/oder) positiven Folgen sogar auszumachen sind. Das Emissionsvolumen von EUR-Benchmarks war mit EUR 324,2 Mrd. noch voluminöser als in 2020. Aus einigen Blickwinkeln haben sich Trends verändert, so waren prozentual weniger Floater und noch verstärkter längere Laufzeiten zu verzeichnen (inkl. 100 Jahre NRW). Neben dem bekannten konventionellen QE (APP bzw. für den öffentlichen Sektor PSPP) stemmte sich die EZB auch mit dem PEPP weiterhin gegen die Corona-Folgen. EUR 1.850 Mrd. sollen hier bis Ende März 2022 angekauft werden vom Eurosystem – wenngleich wir nicht erwarten, dass das Volumen voll und ganz ausgeschöpft wird. Das hielt die Spreadlevel auf sehr niedrigem Niveau. Zuletzt bewegten sich die Spreads allorts seitwärts, für das neue Jahr erwarten wir hier keine Trendwende. Für 2022 erwarten wir wieder planbarere Fundingvolumina (z.B. KfW mit einem Rekordwert von EUR 80-85 Mrd.) und auch die Reinvestments des Eurosystems sowie das geboosterte APP in 2022 dürften weitere Spreadausweitungen dämpfen, sodass der Spreadanstieg trotz der derzeitigen Bewegungen letztlich nur graduell vonstattengeht.

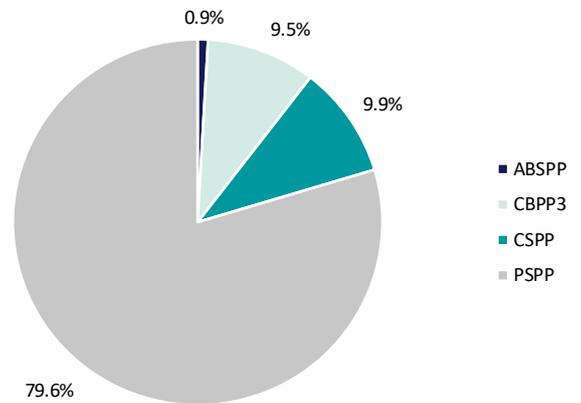
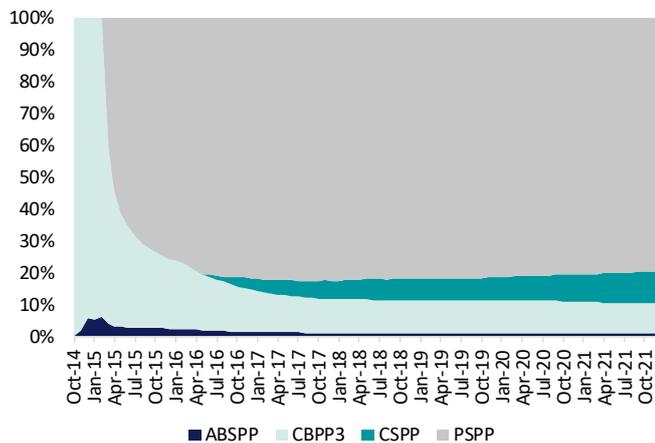
EZB-Tracker

Asset Purchase Programme (APP)

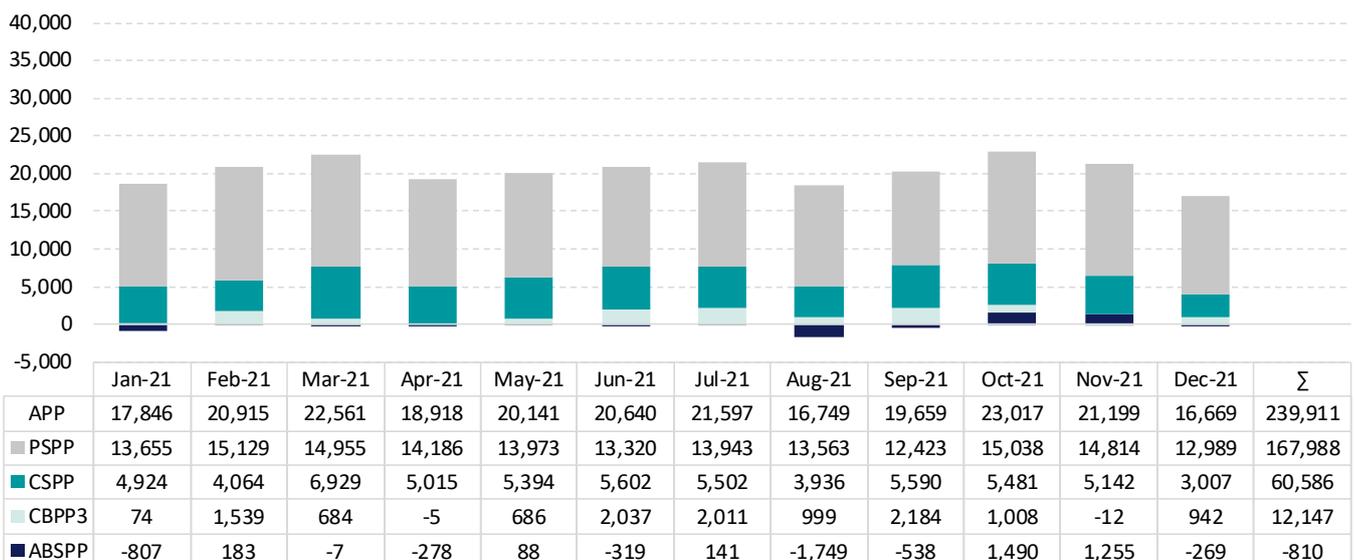
Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Nov-21	28,757	297,586	307,026	2,479,130	3,112,499
Dec-21	28,477	298,167	309,676	2,487,136	3,123,456
Δ	-269	+942	+3,007	+12,989	+16,669

Portfoliostruktur

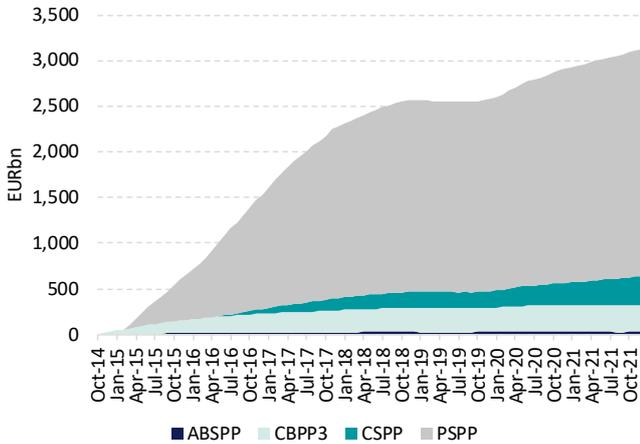


Monatliche Nettoankäufe (in EURm)

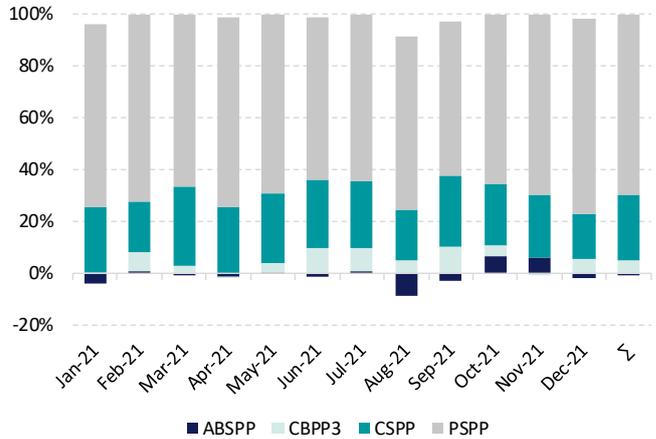


Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

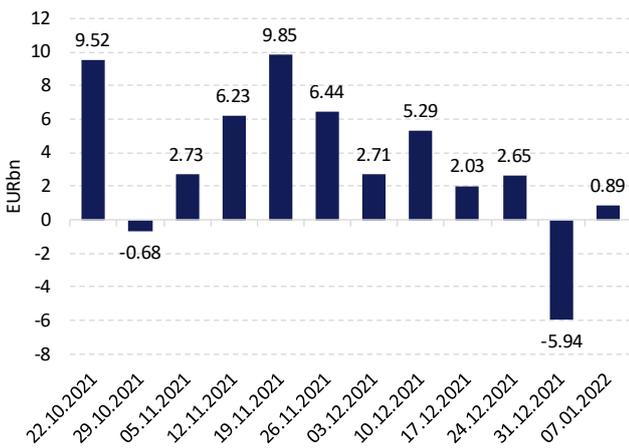
Portfolioentwicklung



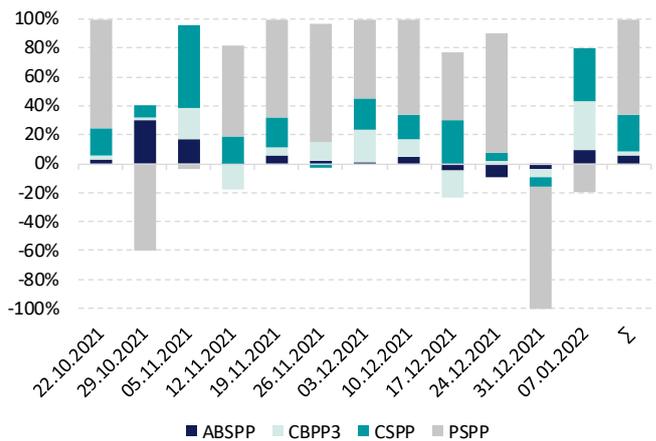
Verteilung der monatlichen Ankäufe



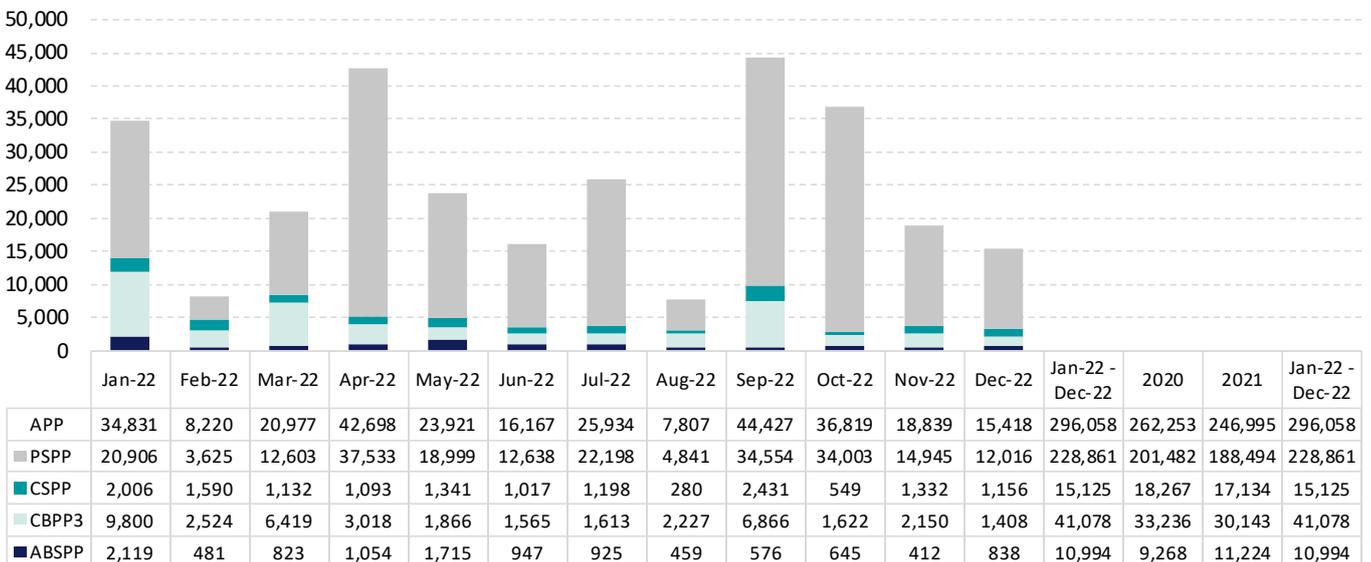
Wöchentliches Ankaufsvolumen



Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



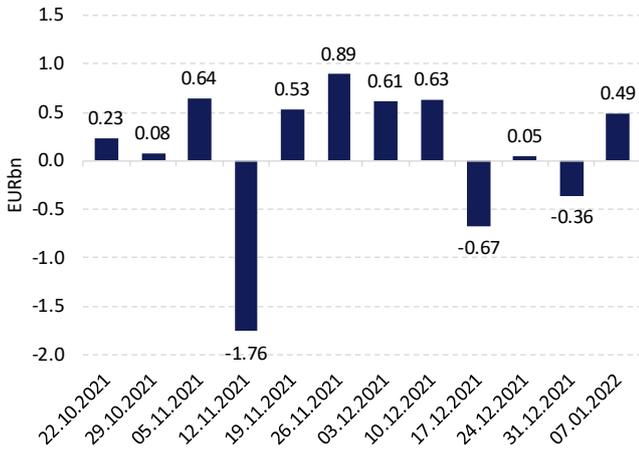
Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



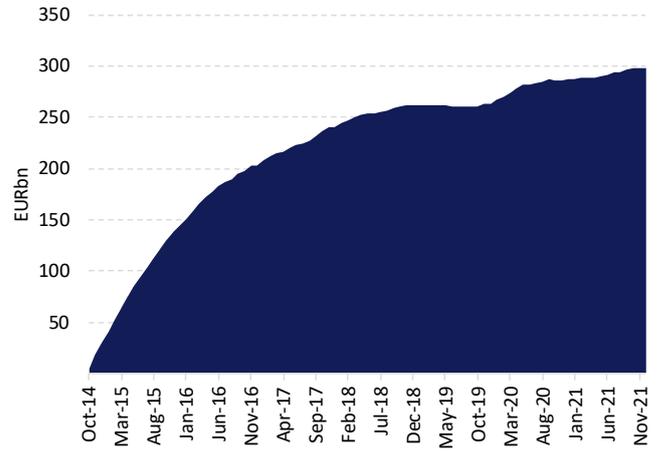
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)

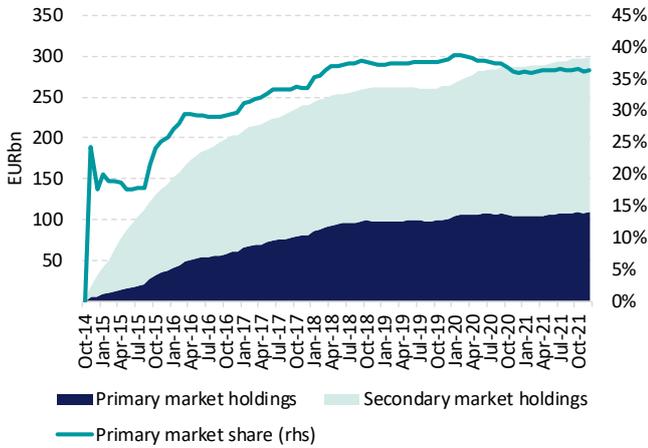
Wöchentliches Ankaufvolumen



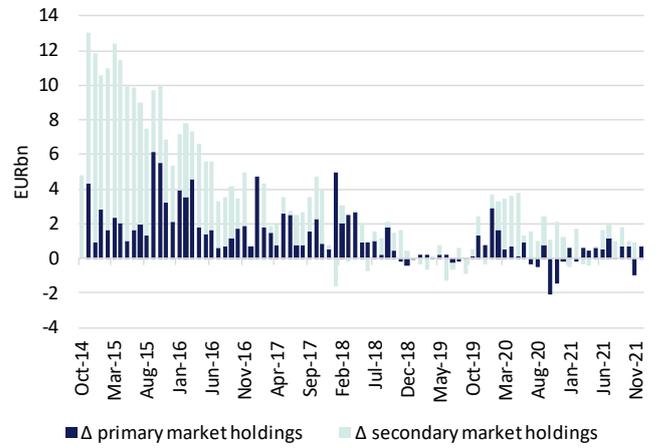
Entwicklung des CBPP3-Volumens



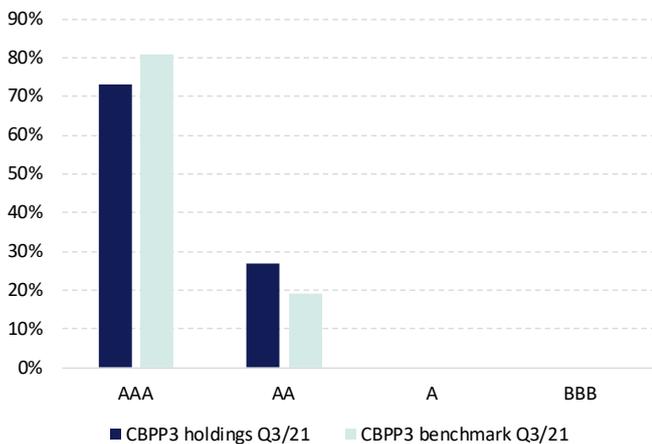
Primär-/Sekundärmarktanteile



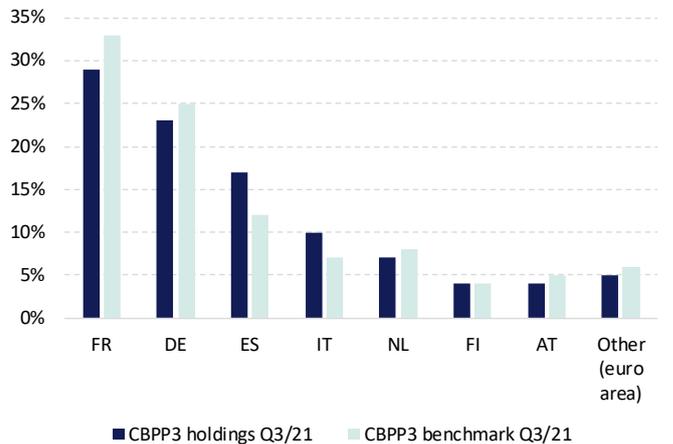
Veränderung der Primär-/Sekundärmarktanteile



CBPP3-Struktur nach Ratings

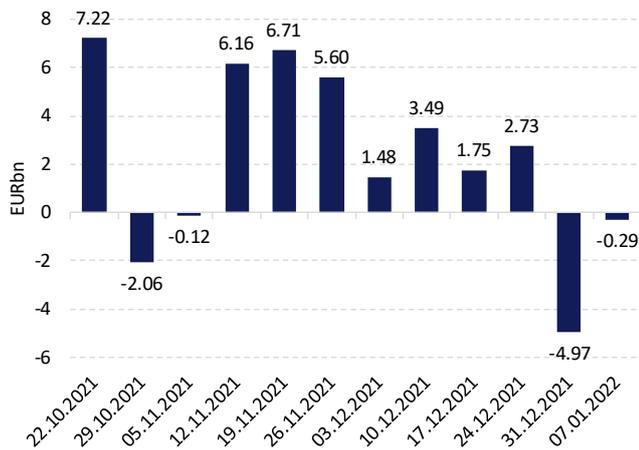


CBPP3-Struktur nach Jurisdiktionen

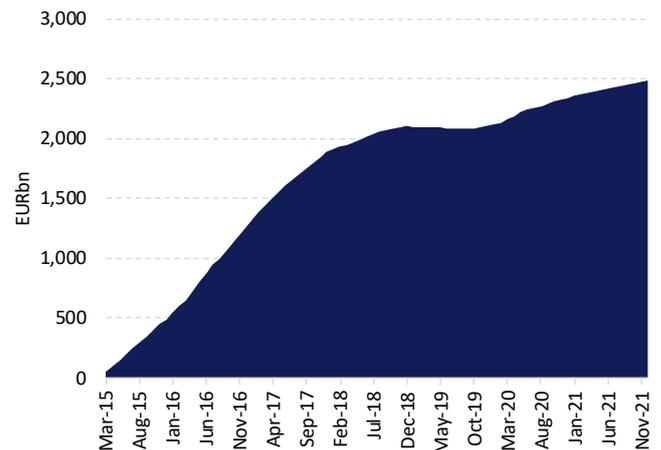


Public Sector Purchase Programme (PSPP)

Wöchentliches Ankaufsvolumen



Entwicklung des PSPP-Volumens



Gesamtverteilung der PSPP-Ankäufe per Monatsende

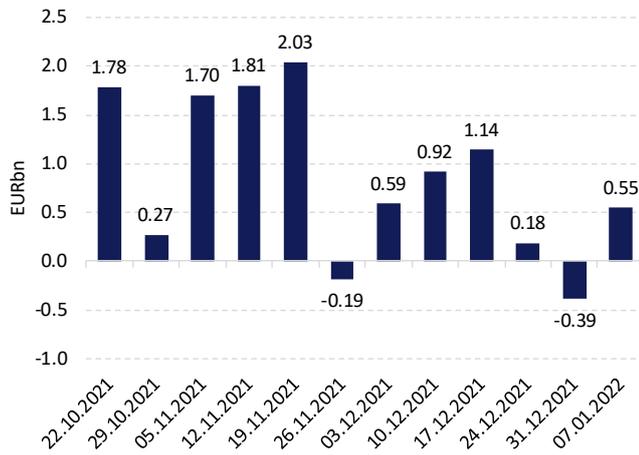
Jurisdiktion	Adjustierter Verteilungsschlüssel ¹	Bestand (in EURm)	Erwartete Ankäufe ² (EURm)	Differenz (EURm)	Ø Restlaufzeit ³ (in Jahren)	Marktdurchschnitt ³ (in Jahren)	Differenz (in Jahren)
AT	2.7%	72,409	71,067	1,342	7.5	7.6	-0.1
BE	3.4%	91,027	88,460	2,567	8.0	10.2	-2.2
CY	0.2%	4,144	5,225	-1,081	9.9	8.8	1.1
DE	24.3%	634,814	640,071	-5,257	6.6	7.6	-1.0
EE	0.3%	408	6,840	-6,432	9.2	7.5	1.7
ES	11.0%	305,333	289,536	15,797	8.0	8.4	-0.4
FI	1.7%	41,170	44,600	-3,430	6.9	7.7	-0.8
FR	18.8%	516,032	495,913	20,119	7.2	8.1	-0.9
GR	0.0%	0	0	0	0.0	0.0	0.0
IE	1.6%	41,029	41,116	-87	8.5	10.1	-1.6
IT	15.7%	429,415	412,490	16,925	7.1	7.9	-0.8
LT	0.5%	5,493	14,053	-8,560	10.2	10.6	-0.4
LU	0.3%	3,870	7,998	-4,128	5.6	7.2	-1.7
LV	0.4%	3,344	9,461	-6,117	11.3	10.4	0.9
MT	0.1%	1,362	2,547	-1,185	9.5	9.2	0.3
NL	5.4%	126,966	142,294	-15,328	7.7	9.0	-1.4
PT	2.2%	51,035	56,829	-5,794	7.0	7.2	-0.2
SI	0.4%	10,349	11,691	-1,342	9.9	10.2	-0.3
SK	1.1%	17,034	27,807	-10,773	8.2	8.3	-0.1
SNAT	10.0%	275,874	263,111	12,763	7.7	8.9	-1.2
Total / Avg.	100.0%	2,631,107	2,631,107	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)

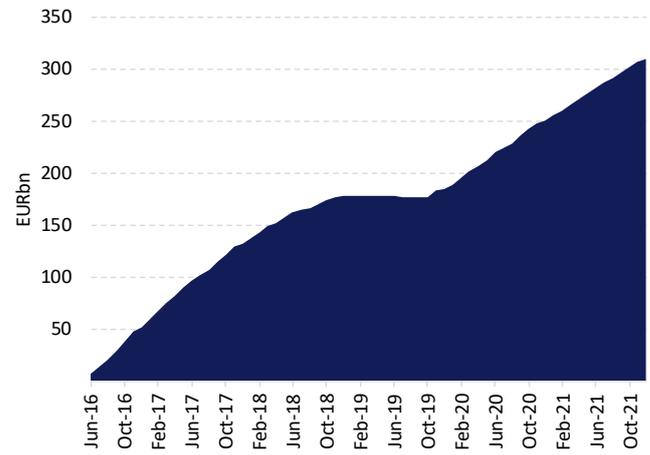
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)

Wöchentliches Ankaufvolumen

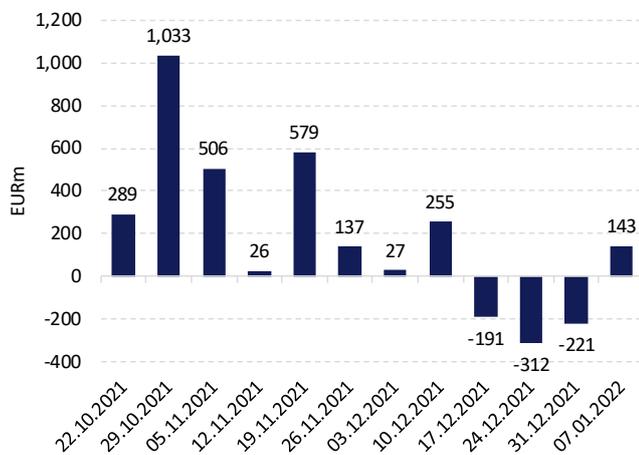


Entwicklung des CSPP-Volumens

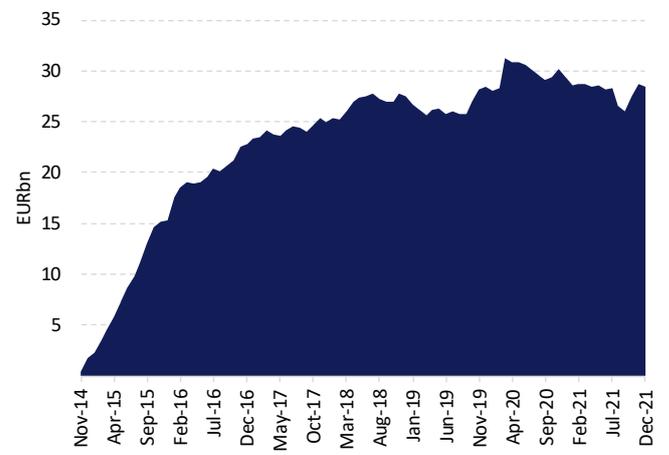


Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)

Wöchentliches Ankaufvolumen



Entwicklung des ABSPP-Volumens



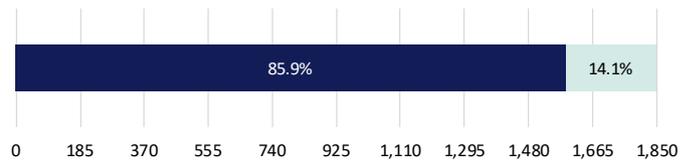
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

Volumen des Ankaufprogramms (in EURm)

	PEPP
Nov-21	1,548,190
Dec-21	1,597,565
Δ	+49,375

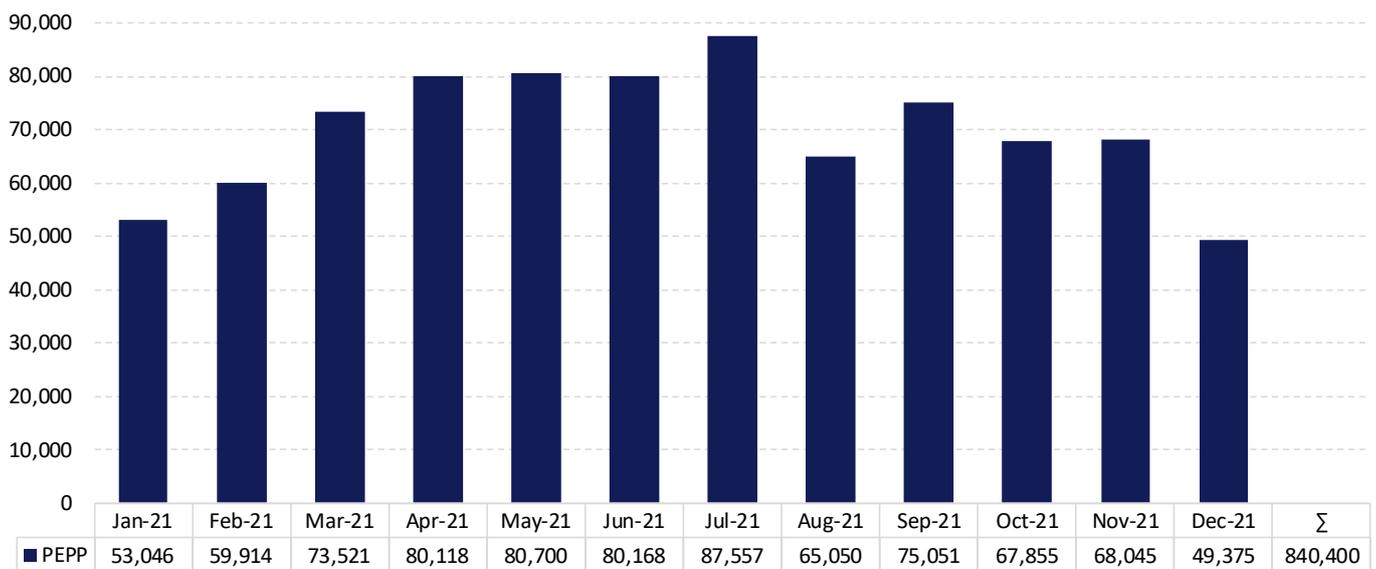
Bereits investiertes Volumen (in EURbn)



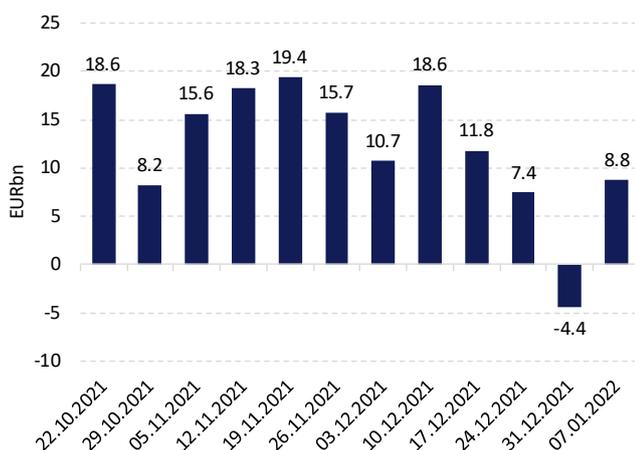
Geschätzte Portfolioentwicklung

Angenommenes künftiges Ankauftempo	Wöchentliches Netto-Ankaufvolumen	PEPP-Limit erreicht in ...
Durchschnittliches bisher angekauftes wöchentliches Nettovolumen	EUR 17.1bn	15 Wochen (22.04.2022)

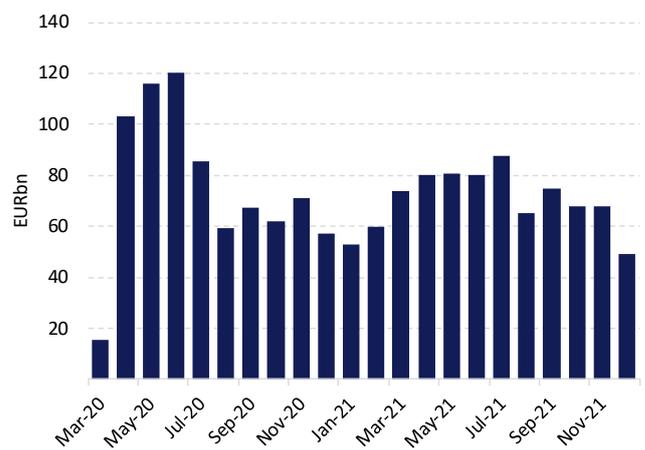
Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



Wöchentliches Ankaufvolumen



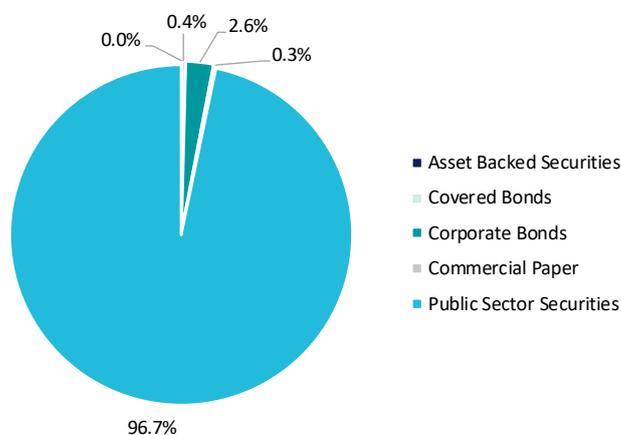
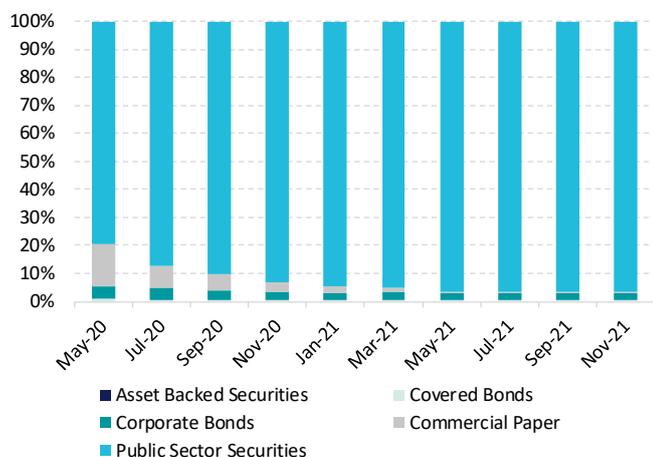
Entwicklung des PEPP-Volumens



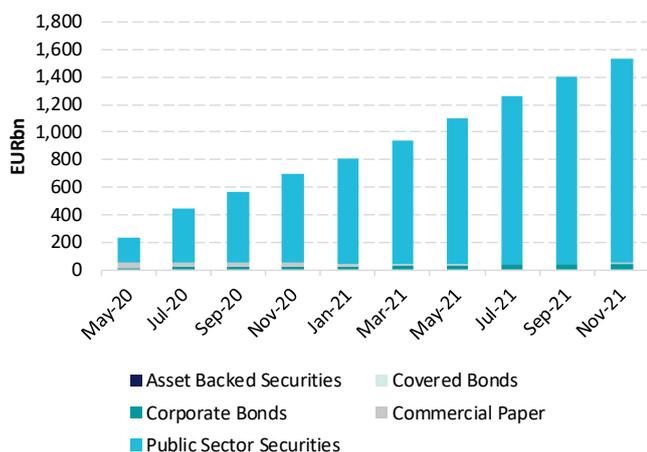
Volumina der Assetklassen (in EURm)

	Asset-backed Securities	Covered Bonds	Corporate Bonds	Commercial Paper	Public Sector Securities	PEPP
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

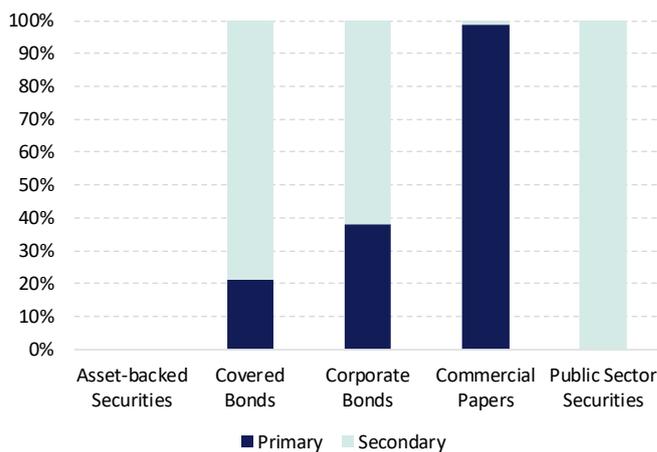
Portfoliostruktur



Portfolioentwicklung



Anteil der Primär-/Sekundärmarktankäufe



Überblick über Private Sector Assets unter dem PEPP

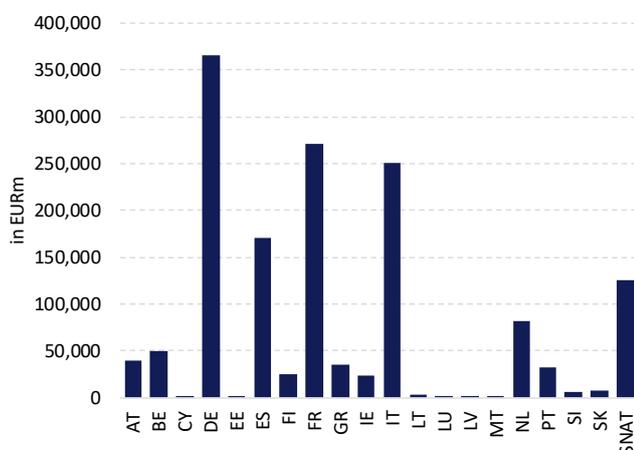
November 2021	Asset-backed Securities		Covered Bonds		Corporate Bonds		Commercial Paper	
	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär
Bestand in EURm	0	0	1,298	4,781	15,101	24,770	3,989	43
Anteil	0.0%	0.0%	21.4%	78.7%	37.9%	62.1%	98.9%	1.1%

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

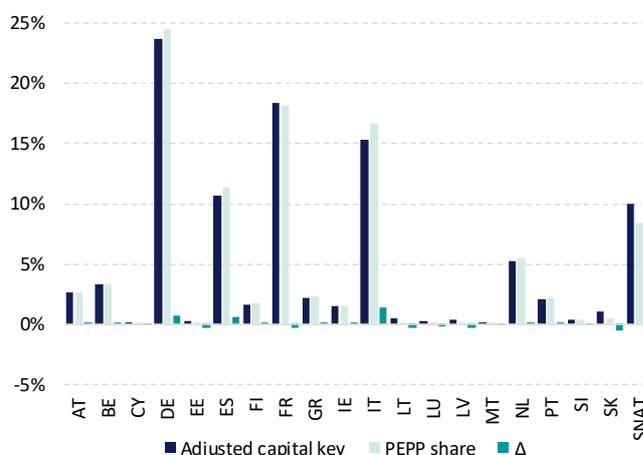
Überblick über Public Sector Assets unter dem PEPP

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

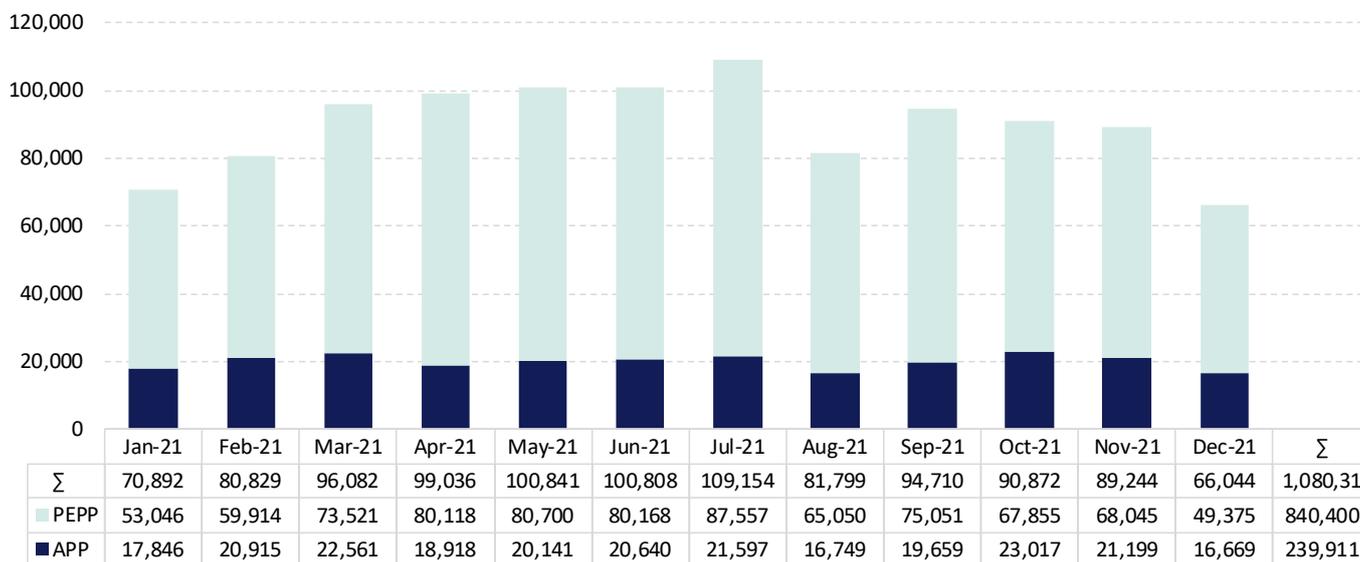
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP

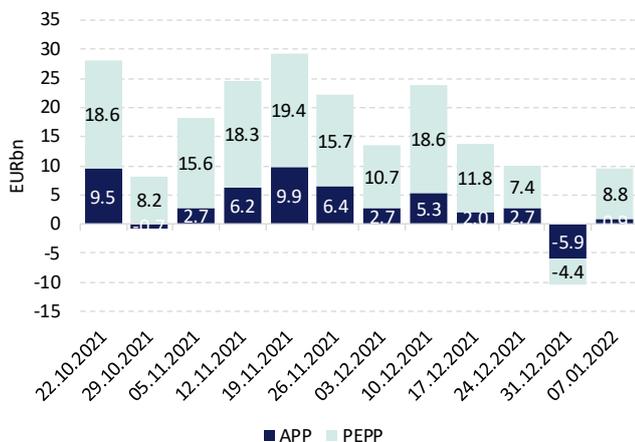
Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	APP	PEPP	APP & PEPP
Nov-21	3,112,499	1,548,190	4,660,689
Dec-21	3,123,456	1,597,565	4,721,021
Δ	+16,669	+49,375	+66,044

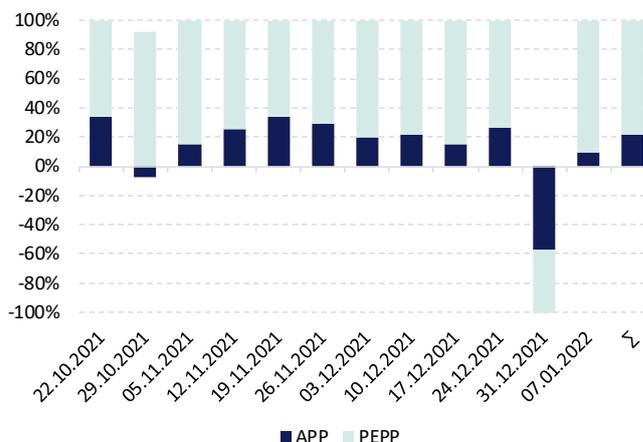
Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



Wöchentliches Ankaufvolumen



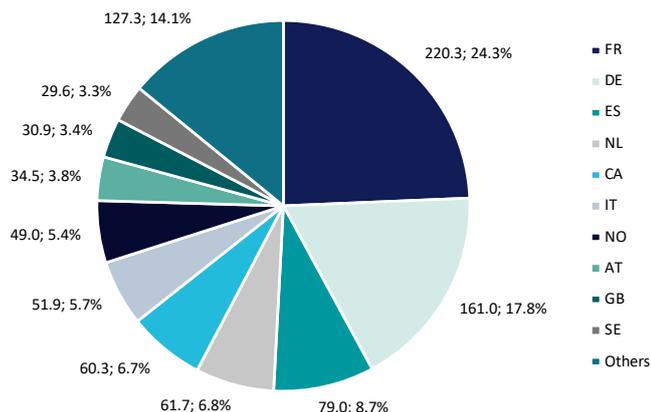
Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



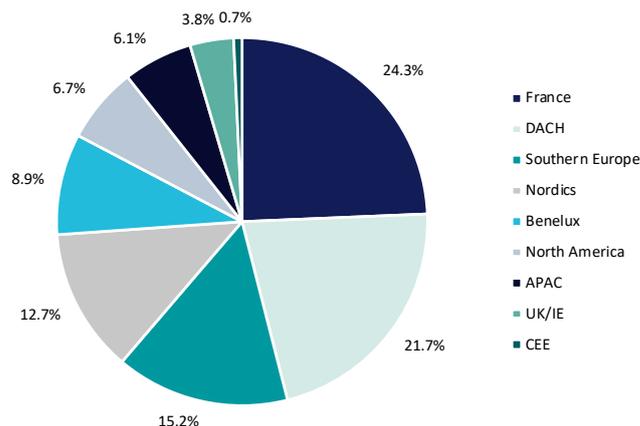
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



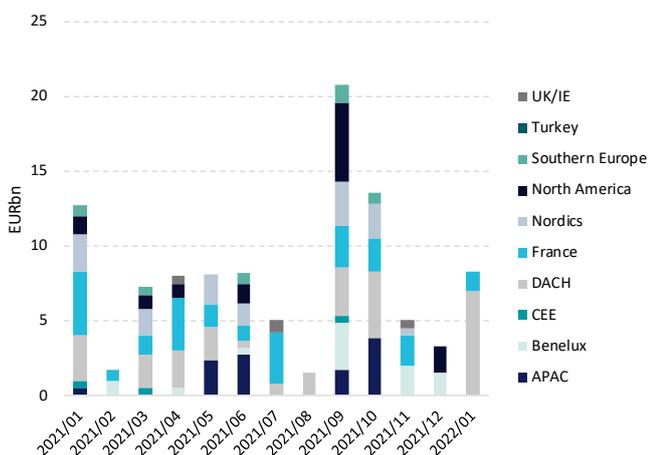
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



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	220.3	211	11	0.94	10.2	5.5	0.92
2	DE	161.0	236	16	0.62	8.4	4.6	0.42
3	ES	79.0	64	4	1.13	11.7	3.6	1.82
4	NL	61.7	64	0	0.91	11.6	7.6	0.75
5	CA	60.3	52	0	1.12	6.1	3.1	0.22
6	IT	51.9	61	1	0.82	9.0	3.9	1.30
7	NO	49.0	57	9	0.86	7.3	3.9	0.38
8	AT	34.5	63	2	0.54	9.9	6.3	0.58
9	GB	30.9	37	1	0.86	8.5	3.5	0.91
10	SE	29.6	36	0	0.82	7.6	3.5	0.41

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

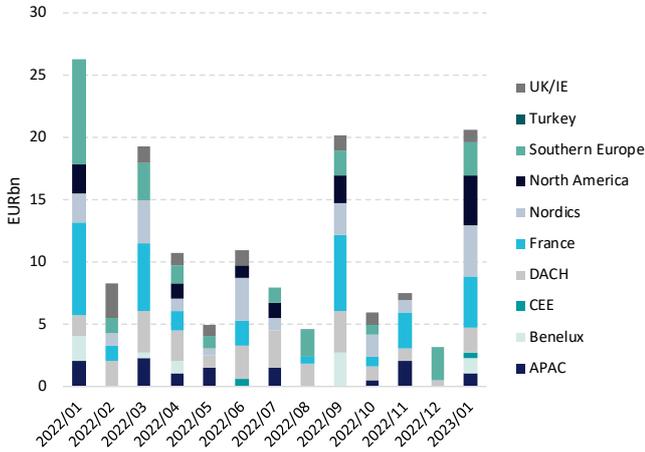


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

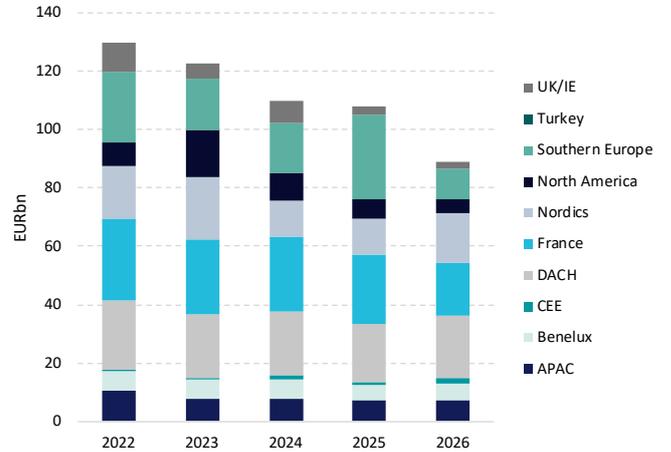


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

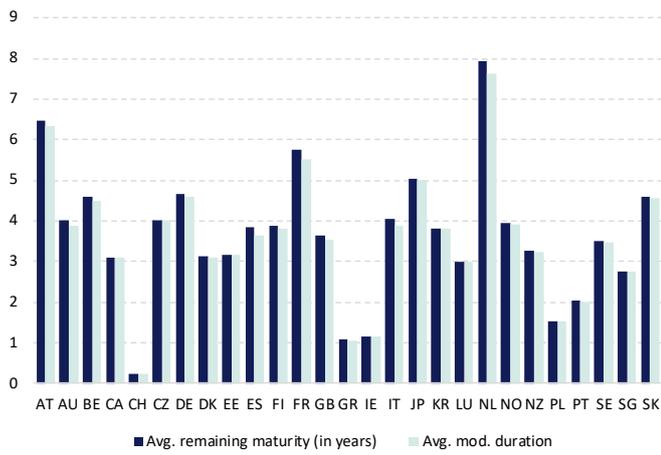
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



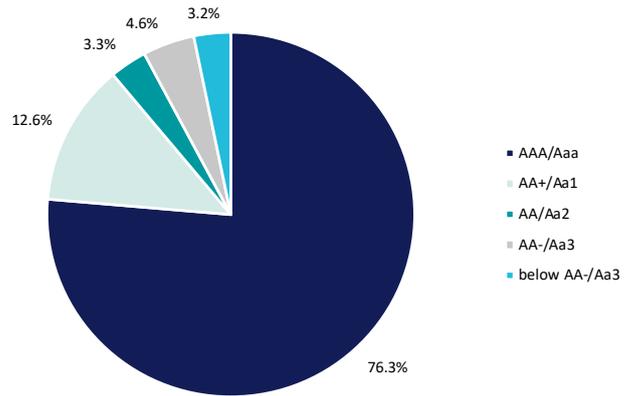
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



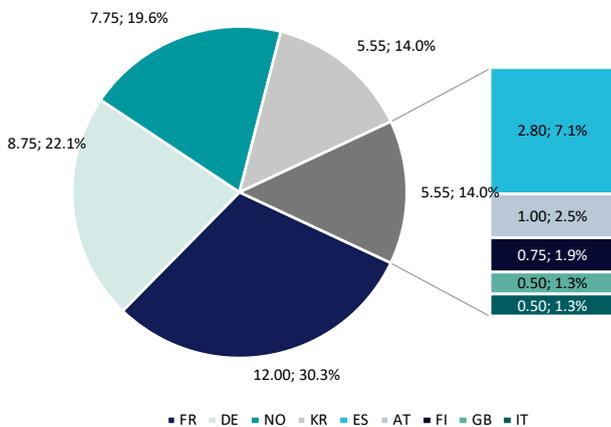
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



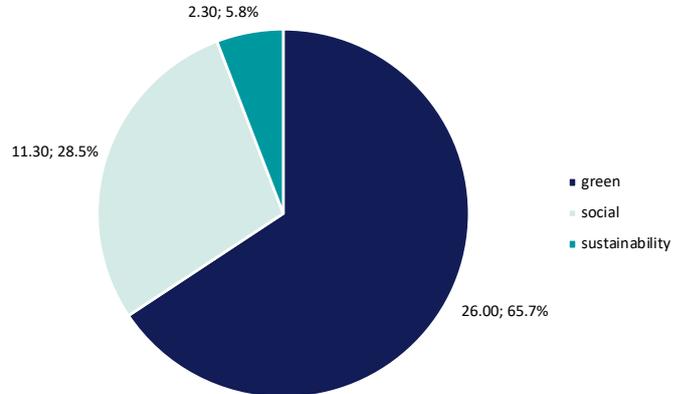
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

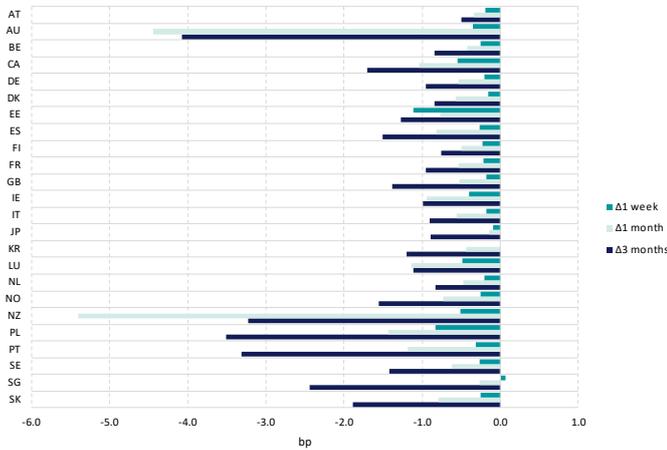


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

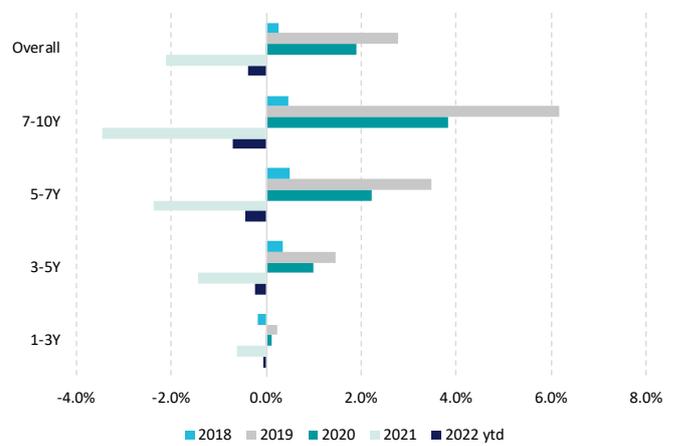


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

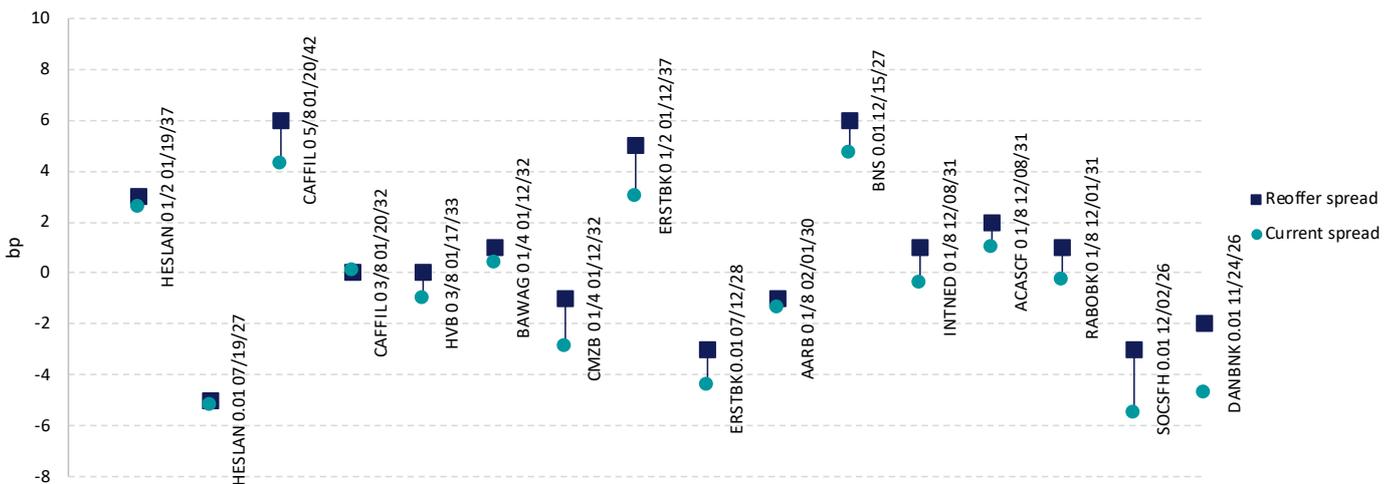
Spreadveränderung nach Land



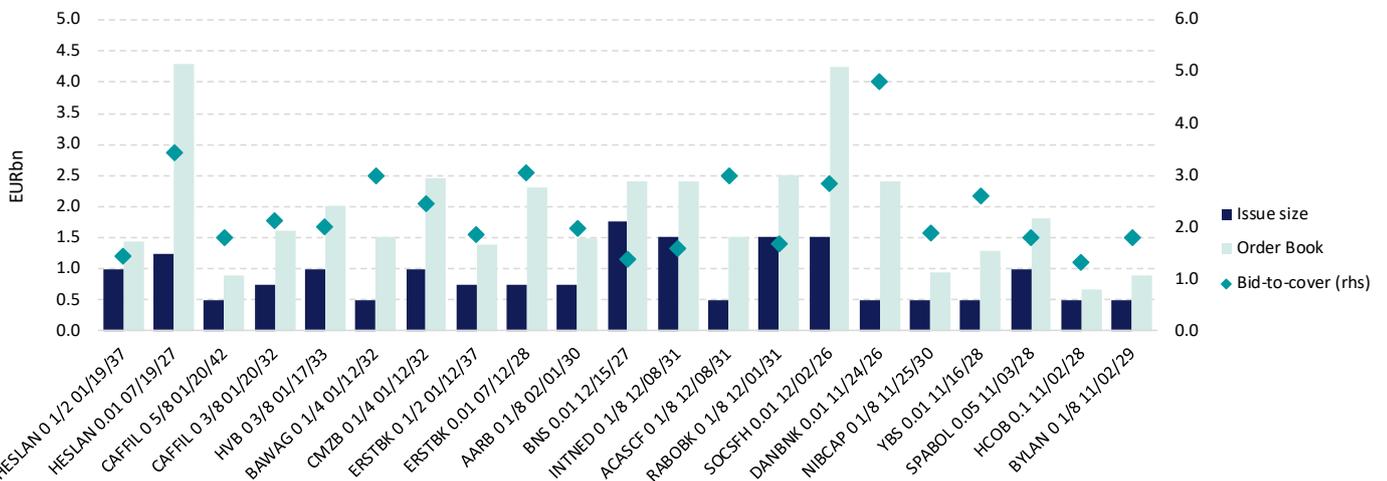
Covered Bond Performance (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

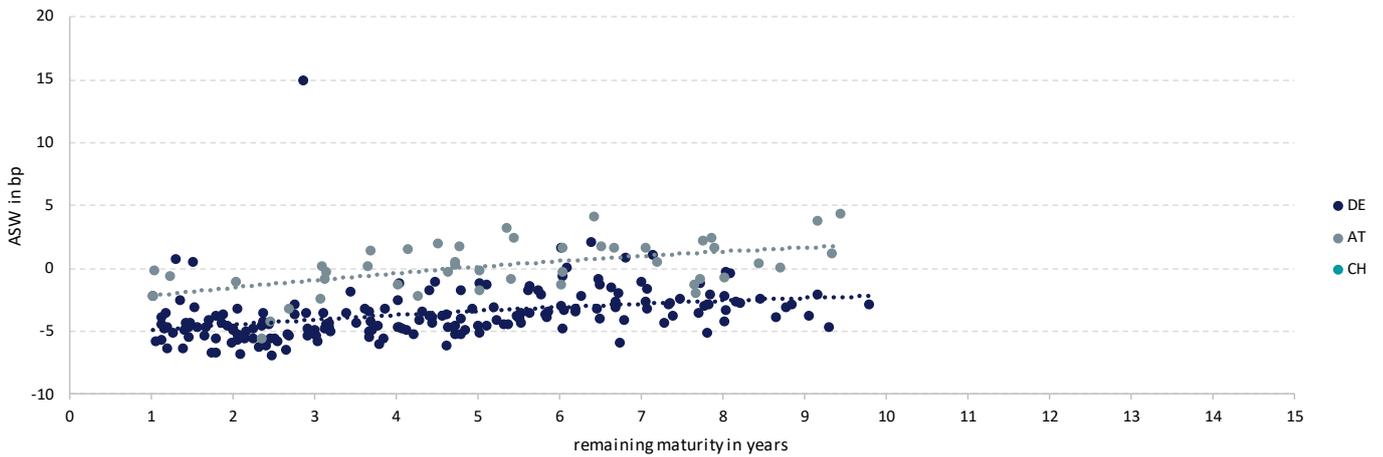


Orderbücher der letzten 15 Emissionen

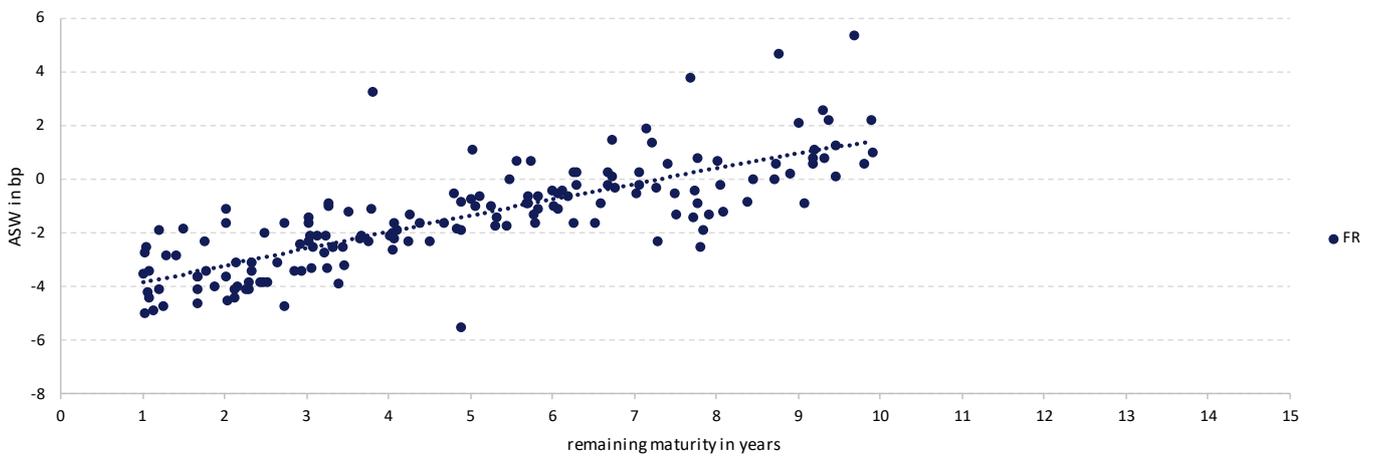


Spreadübersicht¹

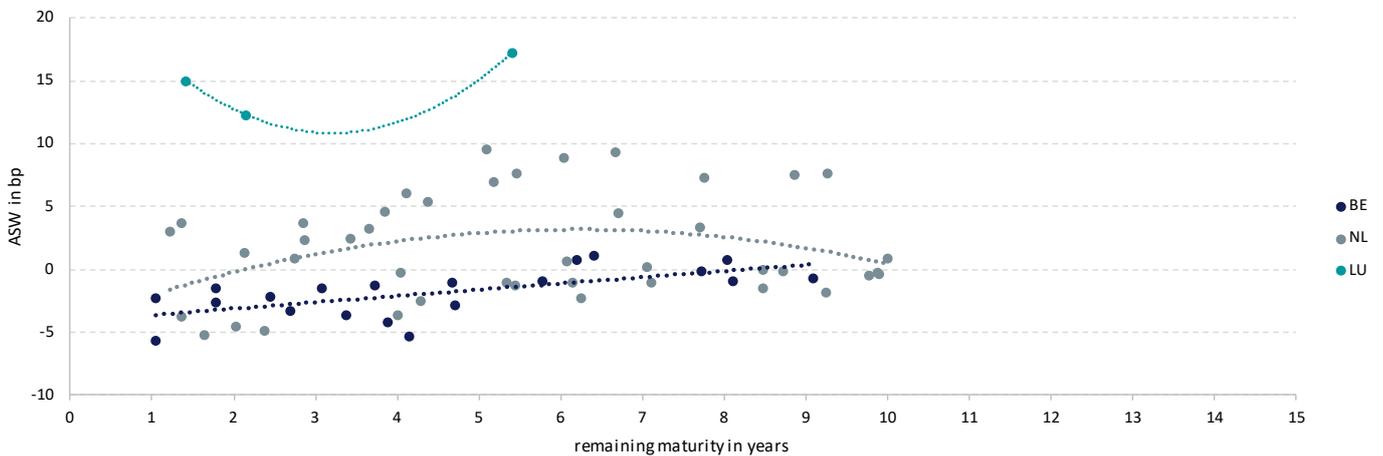
DACH 



France 

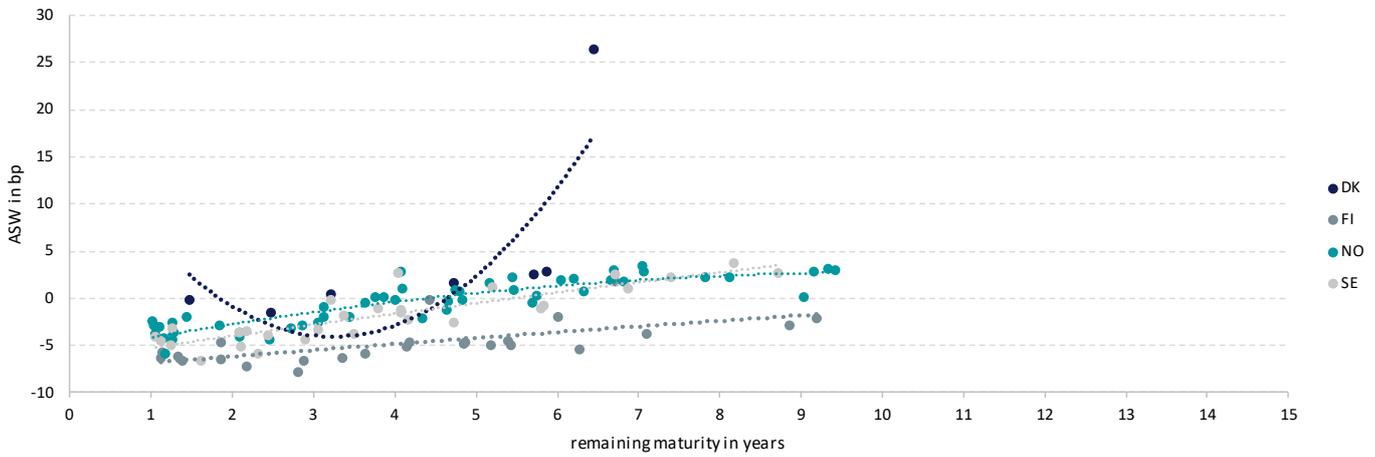


Benelux 

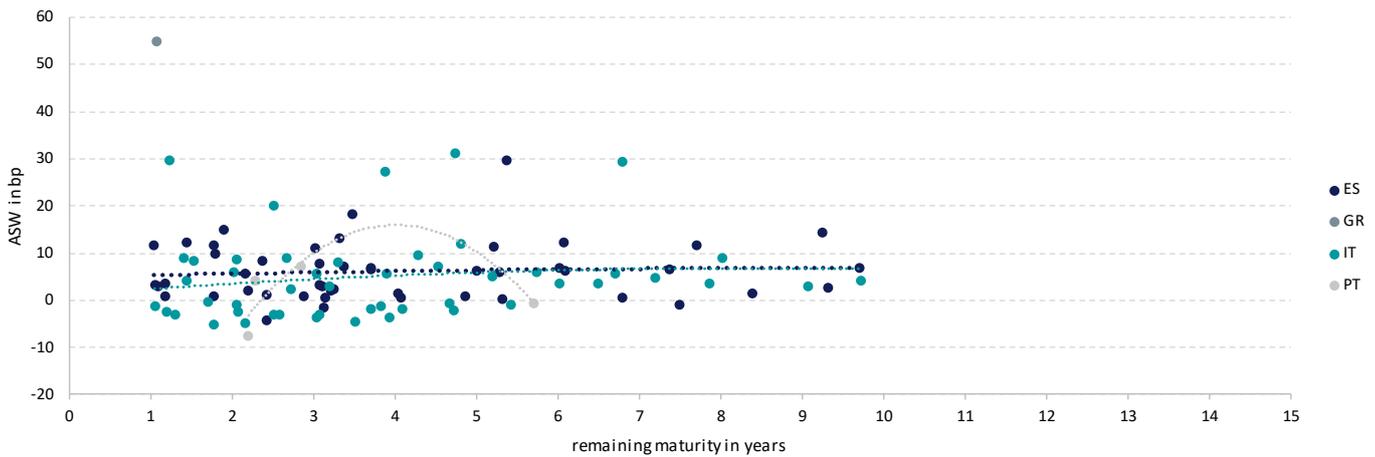


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research ¹Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

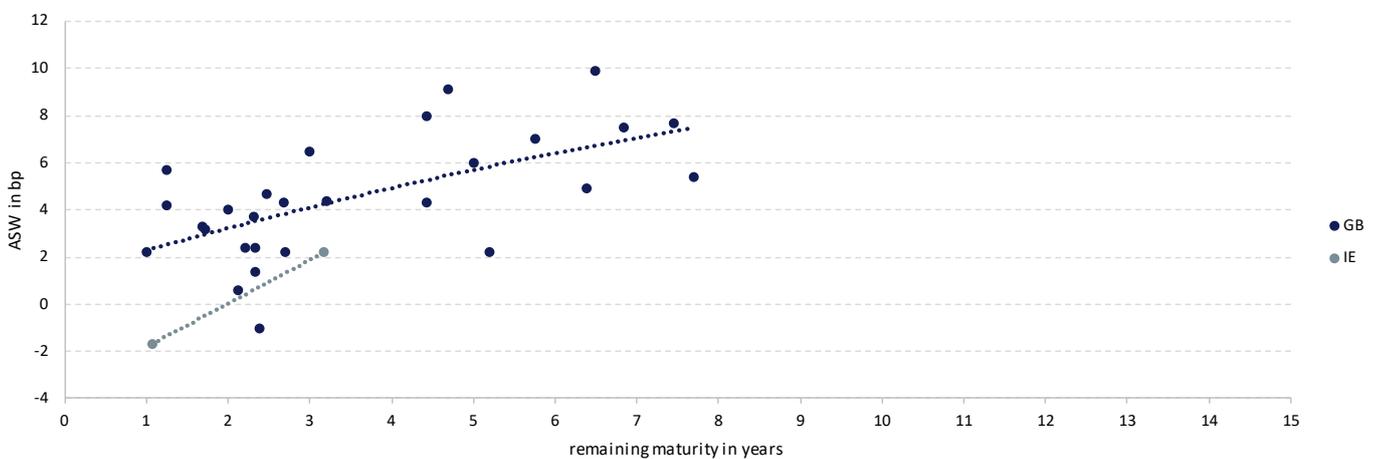
Nordics 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪



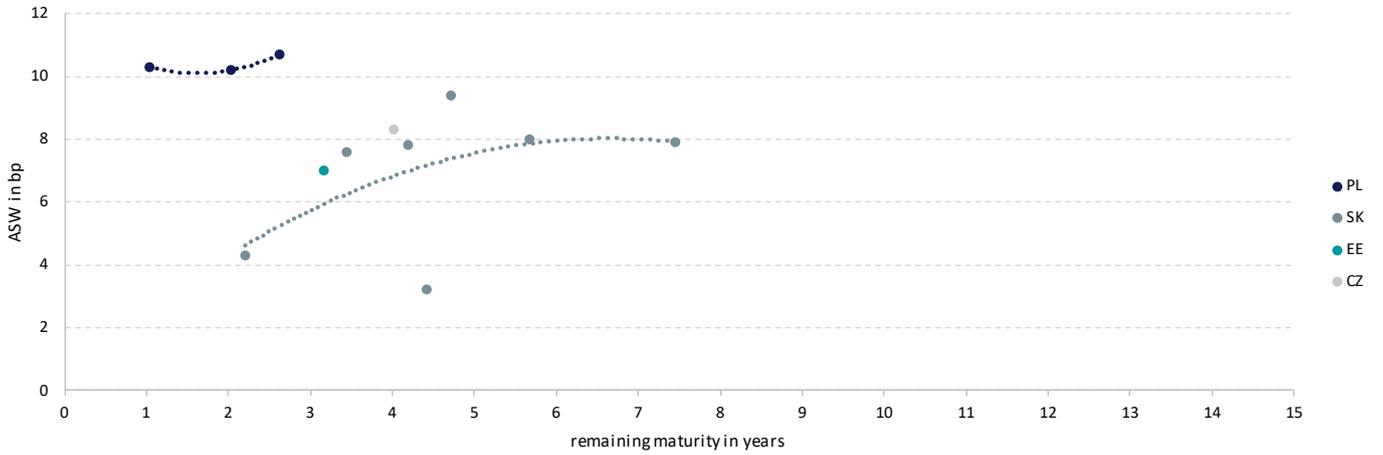
Southern Europe 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



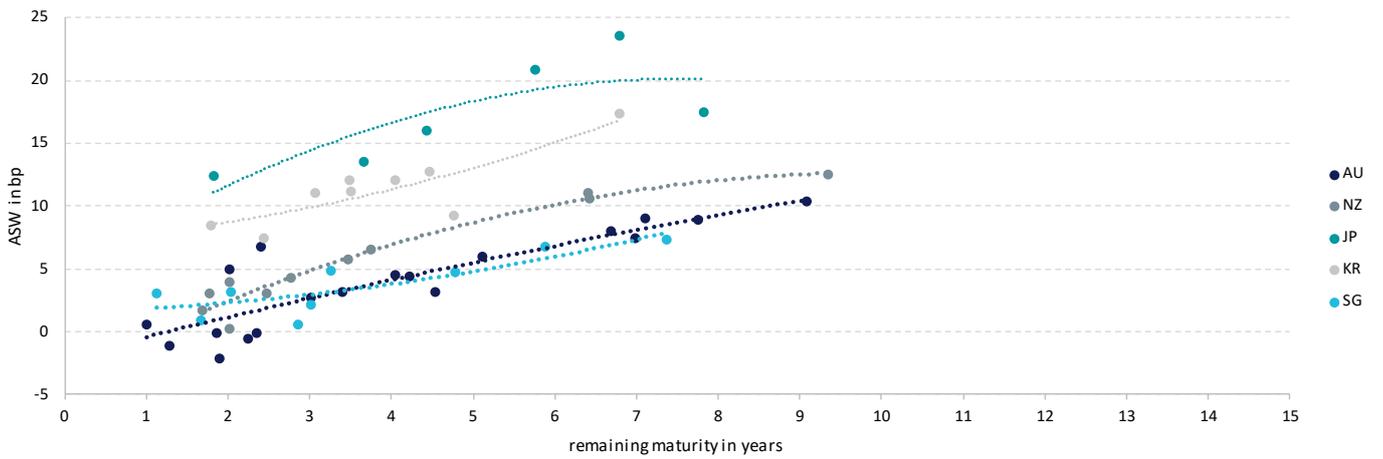
UK/IE 🇬🇧 🇮🇪



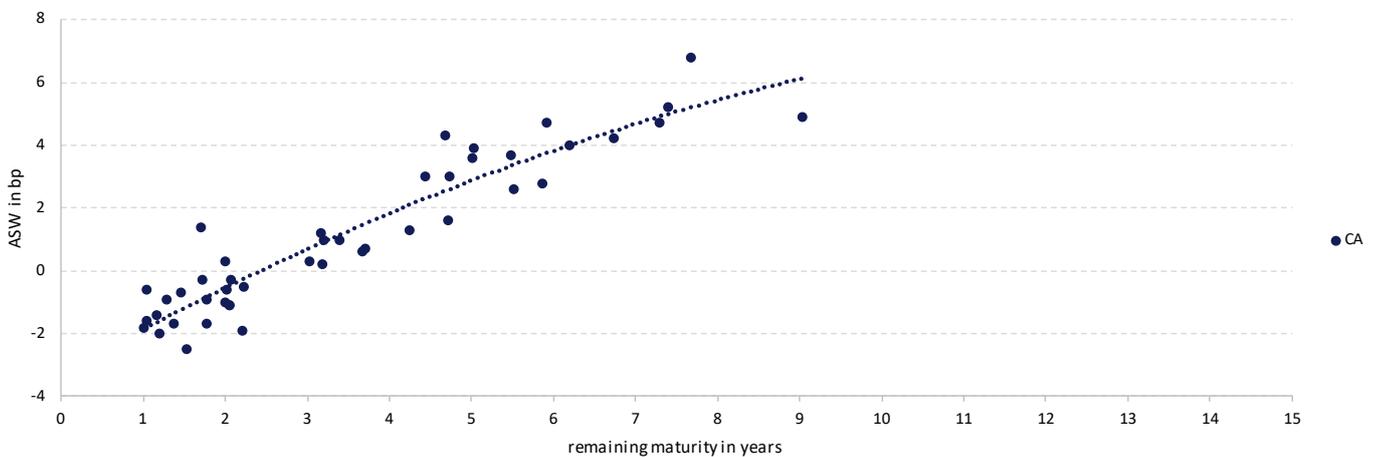
CEE 



APAC 



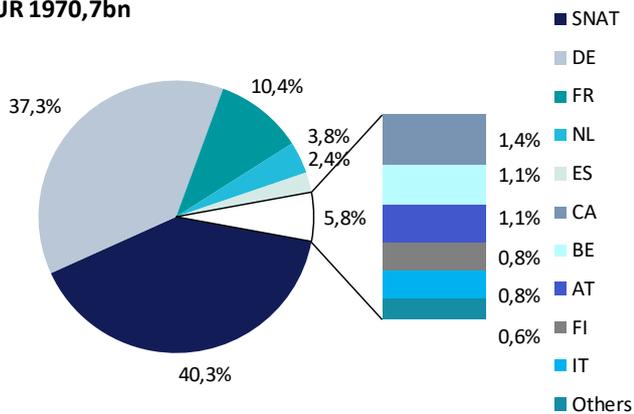
North America 



Charts & Figures SSA/Public Issuers

Ausstehendes Benchmarkvolumen

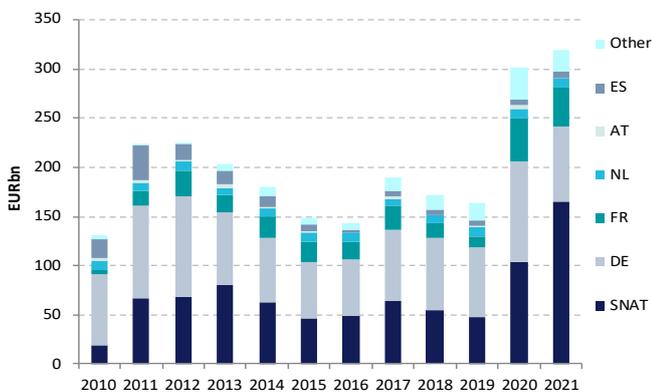
EUR 1970,7bn



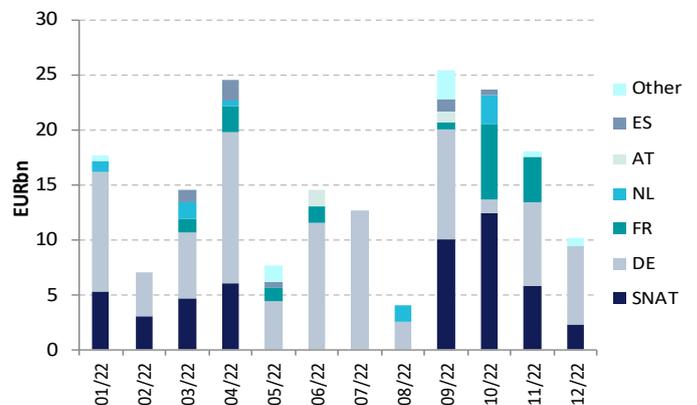
Top 10 Länderübersicht (EUR Benchmarks)

Country	Vol. (€bn)	No. of bonds	ØVol. (€bn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	794,3	195	4,1	8,5
DE	735,9	574	1,3	6,7
FR	205,0	145	1,4	5,6
NL	74,4	70	1,1	6,7
ES	46,8	59	0,8	5,0
CA	28,5	20	1,4	5,2
BE	21,7	25	0,9	13,7
AT	21,2	23	0,9	4,9
FI	16,0	20	0,8	6,0
IT	15,0	19	0,8	5,6

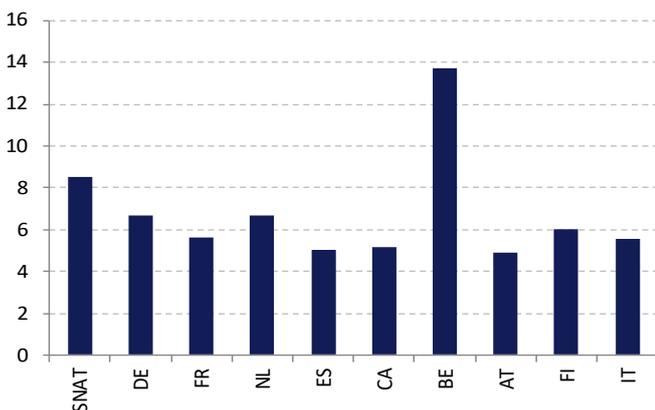
Benchmarkemissionen je Jahr



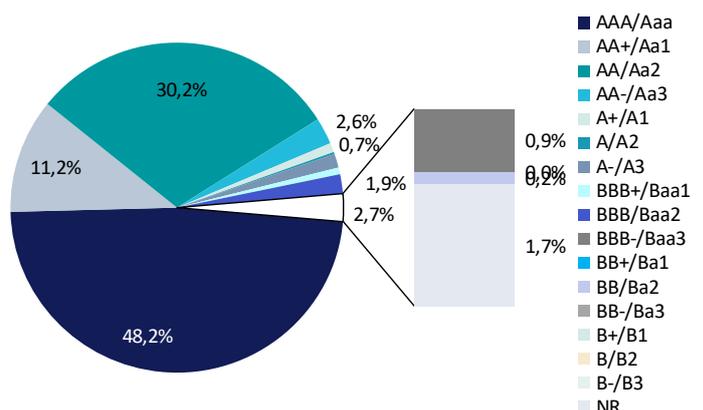
Benchmarkfälligkeiten je Monat



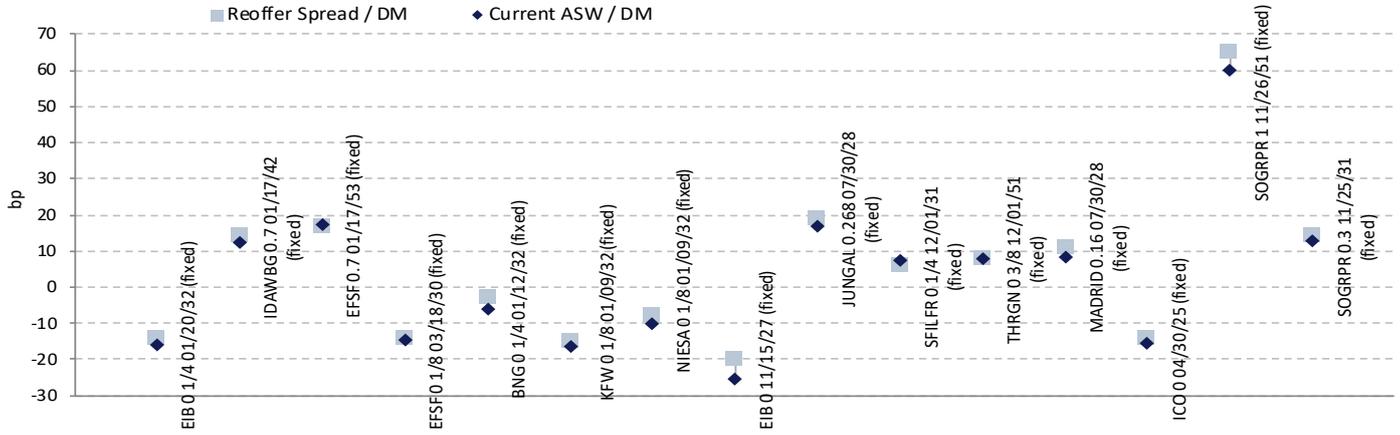
Vol. gew. Modified Duration nach Land



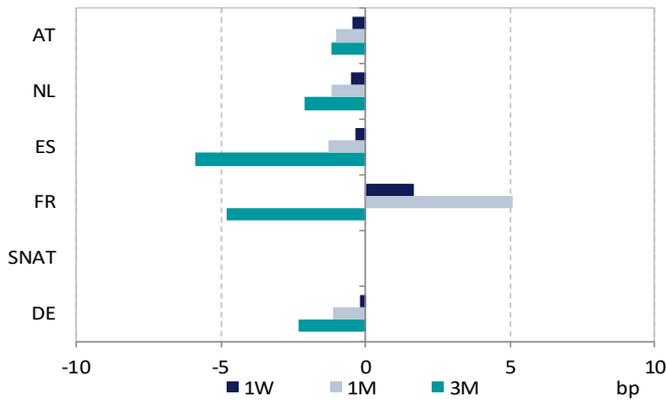
Ratingverteilung (volumengewichtet)



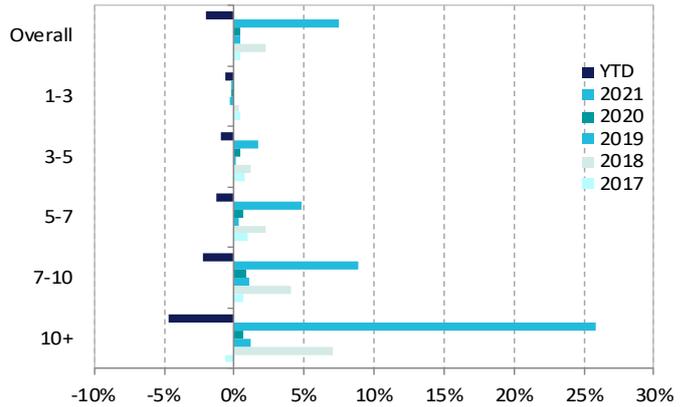
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



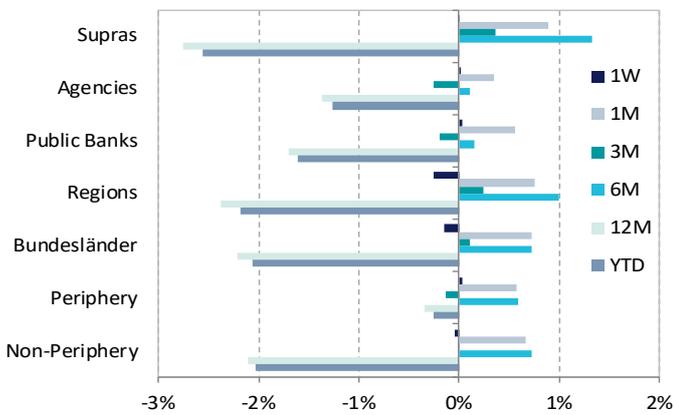
Spreadentwicklung nach Land



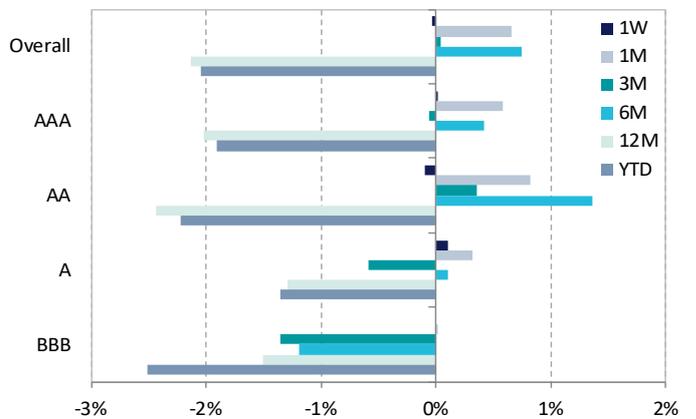
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

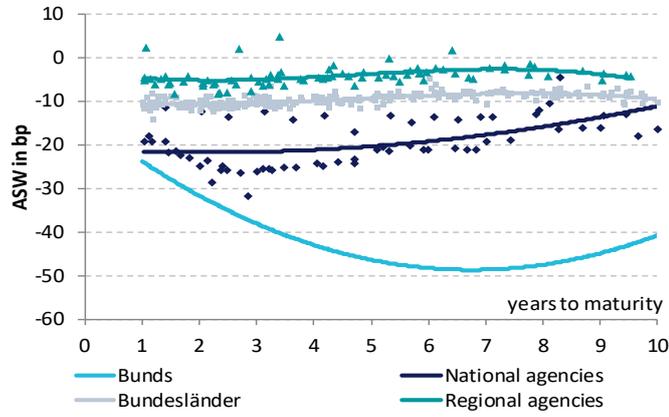


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

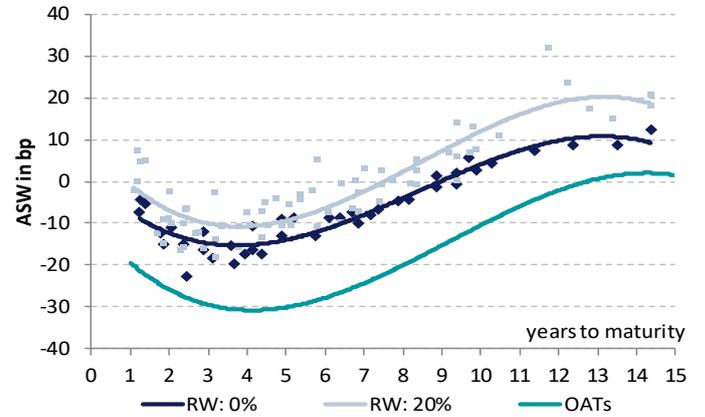


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

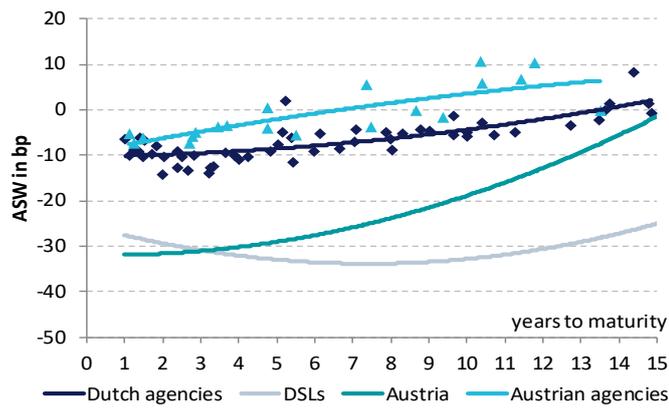
Germany (nach Segmenten)



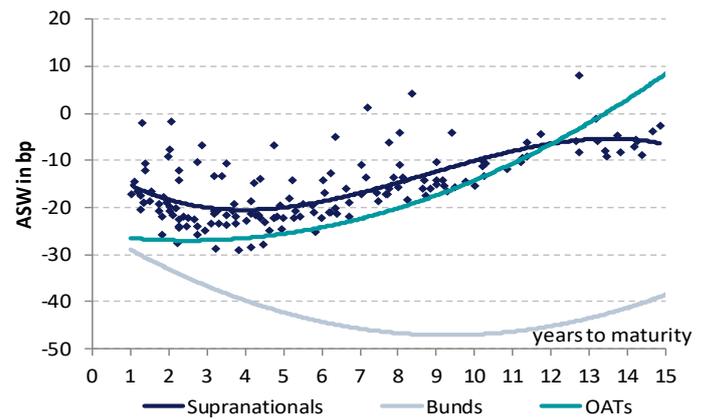
France (nach Risikogewichten)



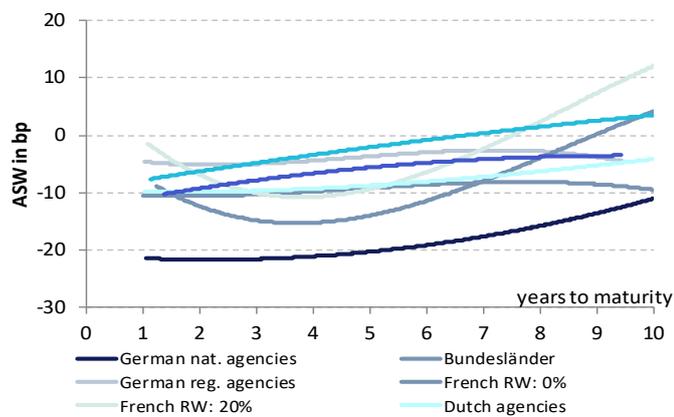
Netherlands & Austria



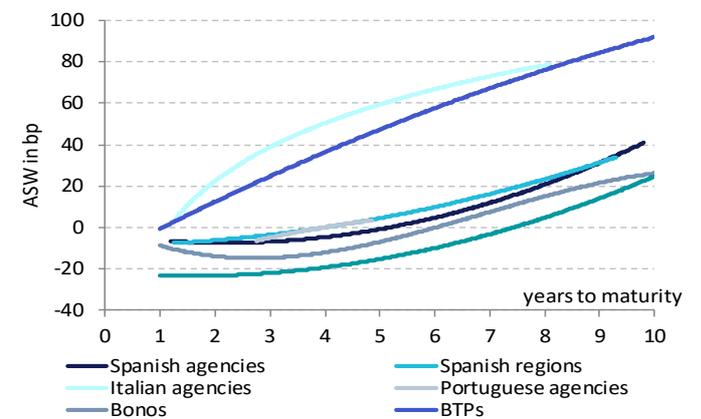
Supranationals



Core



Periphery



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

Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
40/2021 ♦ 15. Dezember	<ul style="list-style-type: none"> Vorschau EZB: PEPP am Ende, APP mit Booster?! Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2022 SSA-Ausblick 2022: Öffentliche Hand zwischen EZB & Corona
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 (PDL)
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

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 – Deutsche Bundesländer 2021
Issuer Guide – Kanadische Provinzen & Territorien 2020
Issuer Guide – Supranationals & Agenices 2019
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 unterzogen. 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 Warentermingeschäfte dar. Wenngleich die in dieser Information enthaltenen tatsächlichen Angaben und Informationen Quellen entnommen sind, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich erachten, übernehmen wir keinerlei Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser tatsächlichen Angaben und Informationen.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:

Diese Information 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: 12. Januar 2022 08:42h

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
--------------------	-------	------------	---------	--------