

Covered Bond & SSA View

NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	7
Vorschau EZB: 10y Bund testete positive Rendite. Und nun?	11
EUR-Benchmarksegment Kanada: Unsere Angebotsprognose ist bereits hinfällig	17
EZB-Tracker	
Asset Purchase Programme (APP)	21
Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)	26
Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP	29
Charts & Figures	
Covered Bonds	30
SSA/Public Issuers	36
Ausgaben im Überblick	39
Publikationen im Überblick	40
Ansprechpartner in der NORD/LB	41

Flooranalysten:

Melanie Kiene, CIAA

Covered Bonds

melanie.kiene@nordlb.de

Dr. Frederik Kunze

Covered Bonds

frederik.kunze@nordlb.de

Dr. Norman Rudschuck, CIAA

SSA/Public Issuers

norman.rudschuck@nordlb.de

NORD/LB:

[Markets Strategy & Floor Research](#)

NORD/LB:

[Covered Bond Research](#)

NORD/LB:

[SSA/Public Issuer Research](#)

Bloomberg:

[RESP NRDR <GO>](#)

Marktüberblick

Covered Bonds

Autoren: Melanie Kiene, CIAA // Dr. Frederik Kunze

Primärmarkt: Das Bild der Lage wird heterogener

In den vergangenen fünf Handelstagen gingen mit fünf Bonds aus vier Jurisdiktionen deutlich weniger Emittenten an den Markt als in den ersten Handelswochen des Jahres. Zudem wird das Bild der Lage heterogener. Dies gilt nicht nur für die Emissionsgrößen, die zwischen EUR 500 Mio. und (rekordverdächtigen) EUR 2,75 Mrd. lagen, sondern auch für Marktparameter wie Neuemissionsprämien und Überzeichnungquoten. Bereits am Mittwoch hielt der Primärmarkt einen Paukenschlag bereit. Die Bank of Montreal (BMO) platzierte ihre erste EUR-Benchmark seit dem Juni 2021 (BMO 0.05 06/08/29) und wählte eine Laufzeit von fünf Jahren. Der Deal startete bei ms +10bp area in die Vermarktungsphase und konnte sich im Rahmen des Bookbuildings final auf ms +6bp einengen. Mit einem Volumen von EUR 2,75 Mrd. (finales Orderbuch: EUR 3,6 Mrd.; Bid-to-Cover Ratio: 1,3) allokierte BMO ein mehr als nur eindrucksvolles Bondvolumen. Die Neuemissionsprämie für diesen Deal lag bei einem Basispunkt. Ebenso am Mittwoch platzierte die Muenchener Hypothekenbank ihren ersten Pfandbrief des Jahres (EUR 750 Mio.; 7y). Im Rahmen der Vermarktung engte sich der Spread gegenüber der Guidance (ms flat area) um drei Stellen auf ms -3bp ein, was einer Neuemissionsprämie von ebenfalls einem Basispunkt entspricht. Das Orderbuch von EUR 940 Mio. resultiert in einer Bid-to-Cover Ratio von ebenfalls 1,3. Für eine Dual Tranche über insgesamt EUR 750 Mio. (WNG) mandatierte zunächst – ebenfalls am Mittwoch – die Raiffeisen Bank International aus Österreich. Neben einer EUR-Benchmark (EUR 500 Mio. 6y; Guidance: ms +5bp area) startete die Emittentin mit einer EUR-Subbenchmark (EUR 250 Mio.; 15y; Guidance: ms +15bp area) in die Vermarktungsphase. Während die EUR-Benchmark erfolgreich bei ms +2bp platziert werden und ein Orderbuch von EUR 750 Mio. (mehr als 31 Investoren) auf sich vereinen konnte, wurde die Subbenchmark schließlich nicht an den Markt gebracht. Unseres Erachtens dürfte für einige Investoren die Laufzeit von 15 Jahren ein ausschlaggebender Grund gewesen sein, um hier nicht aktiv nachzufragen. Mit der National Bank of Canada ging ein weiterer Emittent aus Kanada am Donnerstag auf die Investoren zu. Die EUR-Benchmark mit fünfjähriger Laufzeit über final EUR 1 Mrd. sticht weniger durch die Size, aber dafür umso durch das Pricing hervor. Bei ms +5bp steht eine Einengung gegenüber der anfänglichen Guidance um fünf Basispunkte zu Buche. Zugleich war es der engste der 2022 bisher platzierten Benchmark-Deals aus Kanada. Mit diesem jüngsten Bond summiert sich außerdem das Emissionsvolumen kanadischer Institute im laufenden Jahr auf bereits EUR 7 Mrd. Dies überrascht uns außerordentlich und ist vor dem Hintergrund der Größe des BMO-Deals durchaus erklärbar. Allerdings stellt sich für uns bereits jetzt die Frage, ob unsere ursprüngliche Emissionsprognose für Kanada in Höhe von EUR 9 Mrd. für das Jahr 2022 noch haltbar ist. Es wäre unsere früheste Prognoserevision überhaupt, doch man ist eben nicht vor Erkenntnisgewinn gefeit. Eine Neubewertung des Primärmarktangebots aus Kanada nehmen wir im Rahmen unseres [Covered Bond-Fokusartikels](#) vor. Am Montag platzierte schließlich Société Générale SFH aus Frankreich einen Covered Bond über EUR 1,25 Mrd. (7y). Der Bond konnte bei ms +1bp (Guidance: ms +4bp) drei Basispunkte enger gepreist werden. Investoren wurde dabei eine Neuemissionsprämie von drei Basispunkten geboten und das Orderbuch summierte sich auf EUR 1,7 Mrd.

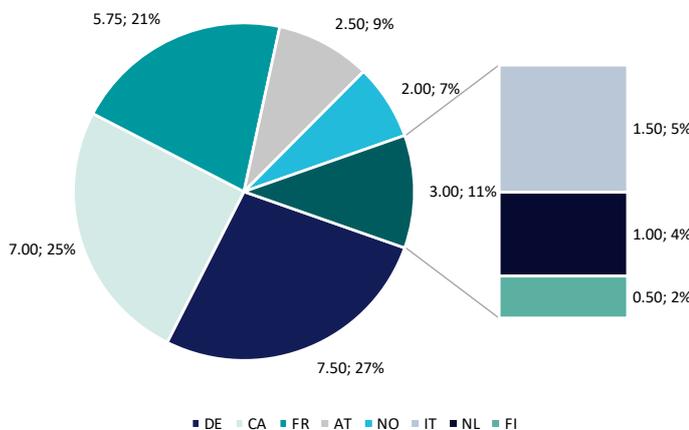
Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
Societe Generale SFH	FR	24.01.	FR0014008066	7.0y	1.25bn	ms +1bp	AAA/Aaa/ -	-
National Bank of Canada	CA	20.01.	XS2436160936	5.0y	1.00bn	ms +5bp	AAA/Aaa/ -	-
RBI	AT	19.01.	XS2435783613	6.0y	0.50bn	ms +2bp	- / Aa1 / -	-
MUNHYP	DE	19.01.	DE000MHB29J3	7.0y	0.75bn	ms -3bp	- / Aaa / -	-
Bank of Montreal	CA	19.01.	XS2430951744	5.0y	2.75bn	ms +6bp	AAA/Aaa/ -	-

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

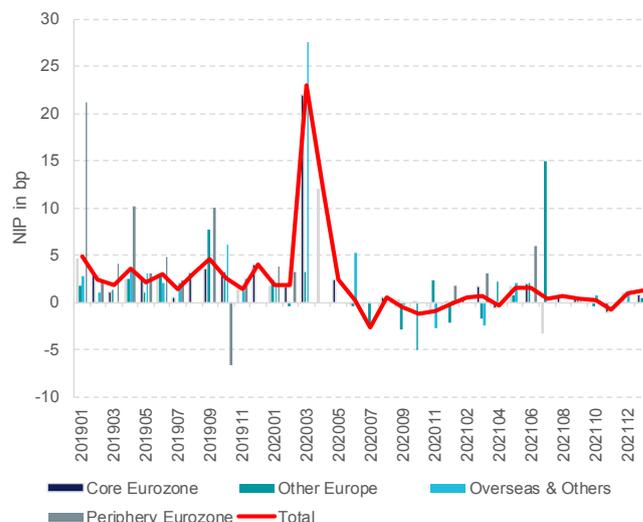
Primärmarkt 2022: Größtes Emissionsvolumen ytd stammt aus Deutschland

Das bisherige Emissionsvolumen summiert sich im laufenden Jahr auf EUR 27,75 Mrd. Dabei entfällt mit EUR 7,5 Mrd. der größte Anteil auf Deutschland. Mit EUR 7 Mrd. kommt Kanada – überraschender Weise – auf Rang zwei; gefolgt von Frankreich (EUR 5,75 Mrd.) und Österreich (EUR 2,5 Mrd.). Das Emissionsvolumen in Kanada bleibt allerdings nicht das einzige bemerkenswerte Element des Jahresstarts 2022. Entsprechend möchten wir in der kommenden Ausgabe des NORD/LB Covered Bond & SSA View am 02. Februar im Rahmen eines Fokusartikels auf den ersten Emissionsmonat des Jahres zurückblicken.

Primärmarkt: EUR-BMK Emissionen ytd



Primärmarkt: EUR-BMK Neuemissionsprämien



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

Erster Deal in 2022: Bausparkasse Wüstenrot eröffnet EUR-Subbenchmarksegment

Nachdem die ersten Handelswochen des Jahres von Benchmarkplatzierungen (auch abseits des Euro) geprägt waren, hat die Bausparkasse Wüstenrot AG aus Österreich den Markt für EUR-Subbenchmarks erfolgreich eröffnet. Die Emittentin stattete ihren Deal über EUR 300 Mio. (WNG) mit einer Laufzeit von 8y aus. Nach einer anfänglichen Guidance bei ms +11bp engte sich der Reoffer-Spread schließlich auf ms +8bp (NIP: 2-3bp) ein. Das Orderbuch im Volumen von EUR 690 Mio. (43 Investoren) signalisierte durchaus eine robuste Nachfrage für den nunmehr zweiten Deal der Bausparkasse Wüstenrot im EUR-Subbenchmarksegment. Bereits im September 2021 ging das Institut erfolgreich mit einem Deal über EUR 300 Mio. (BSWUES 0.01 09/28/28) auf die Investoren zu. Wir bleiben bei unserer Auffassung, dass das EUR-Subbenchmarksegment als Nischenmarkt nicht unterbewertet werden darf. So sollte dieses Teilsegment des in Euro denominierten Covered Bond-Marktes auch in 2022 weiterwachsen.

Bausparkassen als Covered Bond-Investoren: BaFin mit neuer Regelung für die Anlage in Soft Bullet Covered Bonds

Covered Bond-Emissionen mit der Möglichkeit zur Fälligkeitsverschiebung sind nach Auffassung einiger regulatorischer Instanzen mit zu vermeidenden Risiken zu versehen. Diese Sichtweise vertrat bisher z.B. auch die BaFin mit Blick auf die für Bausparkassen gegebene Möglichkeit, in Soft Bullet Covered Bonds zu investieren. Zum Jahresende 2017 schränkte die BaFin demnach das Investitionsuniversum für Bausparkassen ein und gab vor, dass eine Investition in Soft Bullet Covered Bonds nicht mehr zulässig sei (vgl. NORD/LB Covered Bond & SSA View vom 06. Dezember 2017). Bereits zu Beginn des Jahres 2019 passte die BaFin diese Restriktion an und ließ (teilweise) den Erwerb von Soft Bullet Covered Bonds zu – auch vor dem Hintergrund der wachsenden Bedeutung dieses Teilssegments (vgl. NORD/LB Covered Bond & SSA View vom 20. Februar 2019). Allerdings gab die BaFin zwei Beschränkungen vor, welche die grundsätzliche Eignung von Soft Bullets ausschlossen. Mit Blick auf die einschränkenden Bedingungen gab die BaFin seinerzeit erstens vor, dass als Auslöser für die Laufzeitverlängerung nur Insolvenzeröffnungsgründe im Sinne der Insolvenzordnung (InsO) anwendbar waren. So war das Kreditereignis beschränkt auf das Vorliegen von Zahlungsunfähigkeit (nach unserem Verständnis im Sinne des §17 InsO), drohende Zahlungsunfähigkeit (im Sinne des §18 InsO) sowie Überschuldung (im Sinne des §19 InsO). Zweitens waren nur Soft Bullet-Covered Bonds geeignet, für die die Laufzeitverlängerung lediglich einmalig erfolgen kann und auf maximal 12 Monate beschränkt war. Die damalige Regelung verstanden wir als zu restriktiv und aus Sicht der Bausparkassen umständlich in der Handhabung. Insofern begrüßen wir es aus Investorensicht, dass die BaFin im Januar dieses Jahres nunmehr ein neues Schreiben vorlegte, welches die Vorgaben abermals neu definiert und nach unserem Verständnis den Kreis der zulässigen Soft Bullets deutlich erweitert. So ist eine Investition seitens der Bausparkassen in Soft Bullet Covered Bonds dann möglich, wenn a) auf die gedeckte Schuldverschreibung das Recht eines Mitgliedsstaates der europäischen Union Anwendung findet oder b) das Kreditereignis bzw. das Trigger Event auf das Vorliegen von Insolvenzeröffnungsgründen oder vergleichbaren im jeweiligen nationalen Recht definierten Gründen für die Einstellung des Geschäftsbetriebes oder die Abwicklung des Unternehmens abstellt oder c) das Kreditereignis bzw. das Trigger Event sich auf einen Bruch des Deckungstestes oder auf vertraglich festgelegte Gründe beziehen, die eine Erfüllung der Verbindlichkeiten der durch den Deckungsstock gesicherten Pfandbriefe als gefährdet erscheinen lassen und hierbei ein Ermessensspielraum des Emittenten weitestgehend ausgeschlossen ist und d) die Summe der möglichen Laufzeitverschiebungen maximal 12 Monate beträgt. Die Erweiterung des Anlageuniversums mit Blick auf Soft Bullet Covered Bonds ist nach unserer Auffassung insbesondere aufgrund der „oder“-Verknüpfung von a), b) sowie c) weitreichend. Potenziell sind damit unseres Erachtens beispielsweise auch Soft Bullet-Covered Bonds außerhalb der EU durch Bausparkassen erwerbbar. In Bezug auf die Bedingung d) „maximal 12 Monate“ sehen wir insbesondere im EUR-Benchmarksegment auf Basis der aktuellen Spezifikationen nunmehr ebenfalls eine breit angelegte Investierbarkeit. Dennoch ist unseres Erachtens eine Einzelfallprüfung auf Ebene der einzelnen Bonds bzw. Programme aber auch mit Blick auf die betroffene Jurisdiktion unbedingt angeraten, wenngleich wir die Kritik der schwierigen Handhabbarkeit aus dem Jahr 2019 hier nicht in der gleichen Form aufrechterhalten würden. Schließlich trägt die neue Formulierung wesentlich mehr Charakteristika des internationalen Covered Bond-Markts ab.

Ratingagentur Scope thematisiert Immobilienpreisentwicklung in Europa

Die Ratingagentur Scope hat jüngst einen Kommentar zur Lage am europäischen Immobilienmarkt vorgelegt und dabei kritisch die Frage gestellt, ob hier nicht bereits ein Höhepunkt erreicht wurde. Wie die Agentur in ihrem [Statement](#) mitteilte, könnte der Anstieg um 10,6% Y/Y im dritten Quartal 2022 das Finale gewesen sein. So wird darauf verwiesen, dass die Immobilienpreise letztmalig 2017 zweistellig wuchsen, bevor sie im darauffolgenden Jahr um 15% einbrachen. Gestützt wurde die Entwicklung von dem extrem niedrigen Zinsniveau, fehlenden Investitionsmöglichkeiten, historisch hohen Ersparnissen der Haushalte aber auch von dem Wunsch der Menschen, in ein Eigenheim zu ziehen (nicht zuletzt durch die Corona-Pandemie getrieben). Im Kommentar wird weiter angeführt, dass sich die Immobilienpreise seit der Finanzkrise erholten und bereits 2010 auf die Risiken einer Preisblase hingewiesen wurde. Allerdings wurde, u.a. basierend auf den Angaben zur Verschuldung der Privathaushalte sowie dem Verhältnis von Schulden zu Einkommen, die Hypothese einer Property Price Bubble gemeinhin verworfen. Nach Auffassung von Scope ist diese Einschätzung anzupassen. So hat auch die Staatsverschuldung während und vor der Pandemie deutlich an Fahrt aufgenommen. Problematisch könnte sich nun die Inflation auf die Immobilienpreise auswirken. Nichtsdestotrotz mangelt es fortgesetzt an relevanten Investitionsalternativen. Zur Bekämpfung der Inflation wäre das Mittel der Wahl eine Zinserhöhung. Mit einem solchen Schritt rechnen wir in unserem Basisszenario (vgl. [Cross-Asset-Artikel](#)) bis in das Jahr 2023 hinein nicht. Auf Seiten der Fiskalpolitik hätten die Politiker höhere Steuern oder das Stoppen von öffentlichen Investitionen zur Auswahl, doch damit rechnet Scope nicht. Es böte sich hingegen an, wie es Deutschland nun vorzumachen gedenkt, makroprudenziell über die Einführung von Kapitalpuffern für Immobilienkredite einzugreifen. Scope rechnet für Deutschland zunächst jedoch nicht mit einem nachhaltigen Effekt, aber sieht die Maßnahme als ersten Schritt um Hypotheken weniger attraktiv zu machen – ein Beispiel dem nach Auffassung von Scope regulatorische Instanzen in anderen Jurisdiktionen folgen könnten.

Marktüberblick

SSA/Public Issuers

Autor: Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Was genau hat es eigentlich mit dem EZB-Schlüssel auf sich?

Im Rahmen unserer Wochenpublikation berichten wir seit 2015 unregelmäßig, aber beständig über die Ankaufprogramme des Eurosystems und weisen wöchentlich im Anhang das Ankaufverhalten anhand eines adjustierten EZB-Kapitalschlüssels aus. Dieser (möglichst genau) einzuhaltende Schlüssel des Eurosystems ist der Schlüssel, der beispielsweise im Fall von Ankäufen im Rahmen der Programme der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten verwendet wird. Manche Marktbeobachter achten penibel auf die Einhaltung der anzukaufenden Summen, wir sehen das in einem atmenden Programm etwas entspannter. Wir verorten die Abweichungen jedoch nur im Bereich der Nachkommastellen. Der Kapitalschlüssel schließt nur die nationalen Zentralbanken des Euroraums ein. Aber woher stammt dieser? Das Kapital der Europäischen Zentralbank (EZB) stammt von den nationalen Zentralbanken aller EU-Mitgliedstaaten. Es beläuft sich auf EUR 10,8 Mrd. (genauer: EUR 10.825.007.069,61). Die Anteile der einzelnen Zentralbanken an diesem Kapital werden anhand eines Schlüssels berechnet. Dieser spiegelt den Anteil des jeweiligen Landes an der Gesamtbevölkerung sowie am Bruttoinlandsprodukt der EU wider. Diese beiden Bestimmungsfaktoren sind jeweils gleich gewichtet. Die EZB passt diese Anteile alle fünf Jahre an. Der Schlüssel wird zudem auch immer dann angepasst, wenn sich die Anzahl der nationalen Zentralbanken ändert, die Beiträge zum Kapital der EZB leisten. Dabei handelt es sich um die nationalen Zentralbanken der EU-Mitgliedstaaten. Daten der Europäischen Kommission bilden die Grundlage für die Anpassungen. Die letzte Anpassung wurde nach dem Brexit am 01. Februar 2020 vorgenommen, also nach dem Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU. Das von den nationalen Zentralbanken der Länder außerhalb des Euroraums bei der EZB eingezahlte Kapital beläuft sich auf exakt EUR 75.794.263,89. Dies ist ein Bruchteil der eingezahlten Anteile der nationalen Zentralbanken des Euroraums am Kapital der EZB, welches sich auf insgesamt EUR 8,2 Mrd. (exakt: EUR 8.193.738.096,55) beläuft. Sie setzen sich wie folgt zusammen:

Kapitalschlüssel (in %)

Belgien	2,9630	Litauen	0,4707
Deutschland	21,4394	Luxemburg	0,2679
Estland	0,2291	Malta	0,0853
Irland	1,3772	Niederlande	4,7662
Griechenland	2,0117	Österreich	2,3804
Spanien	9,6981	Portugal	1,9035
Frankreich	16,6108	Slowenien	0,3916
Italien	13,8165	Slowakei	0,9314
Zypern	0,1750	Finnland	1,4939
Lettland	0,3169	Insgesamt	81,3286

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

Und warum gibt es einen adjustierten Kapitalschlüssel?

Unserer aufmerksamen Leserschaft ist es natürlich sofort aufgefallen: Oben fehlen 18,67%. Hier kommen die übrigen EU-Länder ins Spiel, die jedoch nicht in der Eurozone sind (Bulgarien, Tschechien, Dänemark, Kroatien, Ungarn, Polen, Rumänien und Schweden). Kleiner, aber feiner Zusatz: Die acht nationalen Zentralbanken der nicht dem Euroraum angehörenden EU-Länder sind verpflichtet, sich an den Betriebskosten der EZB zu beteiligen, da sie am Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) teilnehmen. Dafür zahlen sie einen geringen Prozentsatz ihres Anteils am gezeichneten Kapital der EZB ein. Seit dem 29. Dezember 2010 entsprechen ihre Beiträge 3,75% ihres Gesamtanteils am gezeichneten Kapital. Die nationalen Zentralbanken der Länder außerhalb des Euroraums haben weder Anspruch auf ausschüttbare Gewinne der EZB, noch müssen sie für Verluste der EZB aufkommen. Für das APP ist nun noch zu berücksichtigen, dass Griechenland nicht erworben werden kann und Supranationals mit einem Prozentsatz von 10% angekauft werden. Folglich muss die obige prozentuale Aufstellung auf 100% reallokiert werden. Im PEPP wiederum ist Griechenland ankaufbar, sodass sich die Kapitalschlüssel dort abermals unterscheiden.

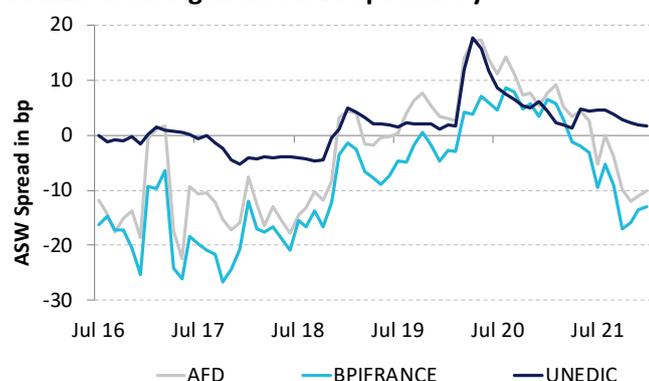
NORD/LB Prognosetag in seiner 19. Auflage: Inflation, Geldpolitik und Kapitalmärkte – wer treibt wen an?

Am 19. Januar fand der NORD/LB Markets Prognosetag in seiner 19. Auflage statt – moderiert von Co-Autor Dr. Frederik Kunze. Die erneut im digitalen Format abgehaltene Kundenveranstaltung lenkte den Fokus auf das Thema Inflation. Im Rahmen der Veranstaltung mit dem Titel „Rückkehr der Inflation – gekommen, um zu bleiben?“ stellte NORD/LB-Chefvolkswirt Christian Lips die Fundamental- und Marktprognosen des NORD/LB Research für das Jahr 2022 vor und diskutierte unter anderem Einflüsse wie das durch das pandemiegeprägte Marktumfeld und die damit verbundenen Risikofaktoren. Dabei thematisierte er auch die Auswirkungen des aktuellen Preisauftriebs auf die konjunkturelle Dynamik im Euroraum. In seinem anschließenden Vortrag nahm Dr. Jürgen Stark diesen Faden auf und ging außerdem auf den historischen sowie internationalen Kontext von Inflation und Geldpolitik ein. Dabei fand Stark durchaus kritische Worte für den aktuellen Kurs der EZB, welcher den Preisauftrieb begünstige und so nicht fortzuführen sei. Im Rahmen der an die Vorträge anschließenden Paneldiskussion mit dem Titel „Nominal, real, katastrophal – wohin treibt der Preisauftrieb die Finanzmärkte?“ erörterten die beiden Redner gemeinsam mit Prof. Dr. Thomas Beyerle als Immobilienexperte und Head of Research der Catella Real Estate AG, Volker Pätzold in seiner Rolle als Verantwortlicher für die Kapitalanlage der VGH-Gruppe sowie Martin Hartmann (Leiter NORD/LB Markets) die Ursache-Wirkungszusammenhänge von Inflation, Geldpolitik und Kapitalmärkten. Neben möglichen Hedges gegen den Preisauftrieb in Form von Immobilien und dem Umgang mit einer möglichen Zinswende, kam auch die aktuelle Rolle der EZB zum Ausdruck. So sprach das Panel auch die zunehmende Politisierung des geldpolitischen Gremiums der EZB offen an und hinterfragte durchaus kritisch die Aufweichung des Mandats der Preisniveaustabilität zu Gunsten politischer Aufträge. Wir danken allen Teilnehmer:innen, Panelisten und Vortragenden für eine angeregte und bereichernde Diskussion und blicken bereits mit Vorfreude auf den 20. Prognosetag im Jahr 2023. Passend zum Thema widmen wir uns im Rahmen der aktuellen Ausgabe unserer Wochenpublikation wie gewohnt dem Ausblick für die in acht Tagen stattfindende EZB-Leitzinssitzung (vgl. [Fokusartikel](#)). Mit Blick auf die Vorfreude für diese Zusammenkunft würden wir zumindest die Erwartungen für neuerliche Ankündigungen etwas dämpfen wollen. Nach der Dezembersitzung dürfte die erste Zusammenkunft in 2022 wenig Neues hervorbringen.

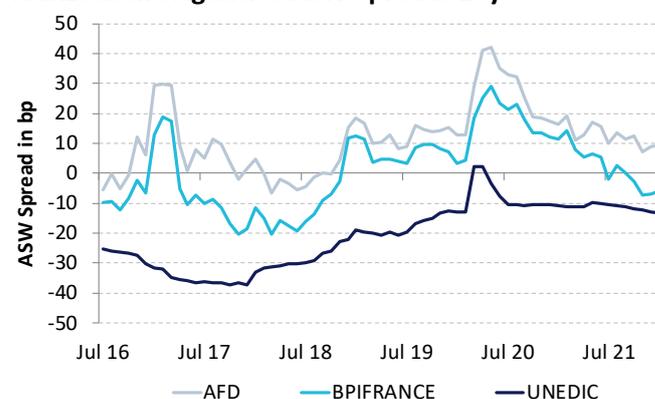
Frankreich: Politische und wirtschaftliche Spannungen

Seit dem 14. Mai 2017 ist Emmanuel Macron Staatspräsident von Frankreich. Macron steht für eine liberale, progressive Politik und setzt sich für eine tiefere europäische Integration ein. Seine umfangreiche Reformpolitik stieß im Zuge der Umsetzung auf starken Unmut innerhalb der Bevölkerung. Ende 2018 entstand die sogenannte Gelbwestenbewegung, die landesweite Proteste ausrief und gegen verschiedene politische Initiativen auf die Straßen zog. So richteten sich die Protestler etwa gegen die höhere Besteuerung fossiler Brennstoffe, forderten eine Anhebung des Mindestlohns sowie die Einführung eines direkten Demokratiesystems. Im Zuge der Protestaktionen, die Unterstützer von allen Seiten des politischen Spektrums fanden, brachen die Zustimmungswerte Macrons ein und notieren seitdem lediglich noch nahe der 40%-Marke. Durch ein Entgegenkommen der Regierung in den Folgemonaten beruhigte sich die Lage wieder etwas und die Proteste klangen ab. Dennoch ist die Situation im Land weiterhin angespannt. Insbesondere die ländliche Bevölkerung fühlt sich zunehmend abgehängt, die Verwaltung gilt als marode und das Sozialsystem als veraltet. Nicht zuletzt sorgen auch die Corona-Pandemie, die Frankreich besonders hart getroffen hat, und islamistische Terroranschläge für politischen Zündstoff, den Populisten wie Marine Le Pen für sich zu nutzen versuchen. Auch wenn die Franzosen den harten Kurs des Präsidenten zur Eindämmung der Pandemie bisher mehrheitlich unterstützen, stagnierte das Vertrauen in den Amtsinhaber angesichts der Missstände. Mit Blick auf die bevorstehende Präsidentschaftswahl im April 2022 liegt Marine Le Pen von der rechtsextremen Sammelbewegung „Rassemblement National“ nach aktuellen Wahlumfragen (Stand 21.01.2022) mit 17% der Stimmen auf Platz zwei hinter dem amtierenden Präsidenten (25%). Den dritten Rang, mit derzeit 16% der Stimmen, belegt die Präsidentin des Regionalrats der Region Île-de-France und Republikanerin Valérie Pécresse. Bei der Wahl vor fünf Jahren kam es insbesondere bei französischen Agencies zu erheblichen Spreadauschlägen, wie sich anhand der nachstehenden Fieberkurven ablesen lässt. Erheblich deshalb, weil das SSA-Segment naturgemäß eher in sich ruht und selbst Reaktionen von fünf Basispunkten schon zu Unruhe führen. Ohnehin ist der französische Markt aufgrund seiner Heterogenität volatil. Wir unterscheiden hier im Gegensatz zum deutschen Agency-Markt (alle Emittenten mit Risikogewicht 0%) zwischen französischen Agencies mit Risikogewicht 0% (z.B. UNEDIC, CADES, SOGRPR) bzw. 20% (z.B. AFD, SFIL, AFL).

Französische Agencies ASW Spreads 5y



Französische Agencies ASW Spreads 10y



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

Tap der EU im Rahmen einer Auktion

Die Europäische Kommission hat am Montag im Namen und unter dem Ticker der EU ihre erste Auktion grüner Anleihen erfolgreich durchgeführt und EUR 2,5 Mrd. in Form von grünen NGEU-Anleihen für den nachhaltigen Aufschwung in Europa aufgenommen. Der Betrag wurde über eine Aufstockung der ersten 15-jährigen grünen NGEU-Anleihe (EUR 12 Mrd.) emittiert, die die Kommission am 12. Oktober 2021 an den Markt gebracht hat. Die Auktion unterstützt die Sekundärmarktliquidität der ersten grünen NGEU-Anleihe und bestätigt das Engagement der Kommission auf dem Markt für nachhaltige Finanzierung. Die Aufstockung ist Teil der langfristigen Refinanzierungsmittel in Höhe von EUR 50 Mrd., die die Kommission im Rahmen ihres NGEU-Konjunkturprogramms in der ersten Jahreshälfte 2022 begeben will. Die Auktion war im Vorfeld nicht auf jedermanns Schirm, viele Marktteilnehmer hatten laut Emissionskalender erst im Februar mit der EU gerechnet. Damit steht das NGEU-Programm nun bei EUR 73,5 Mrd. von gut EUR 800 Mrd. bis Ende 2026. Zur Erinnerung: Bis dahin sollen 30% bzw. EUR 250 Mrd. als grüne Anleihe emittiert worden sein.

Primärmarkt

Vergleichsweise ausgedünnt sind die zu benennenden Transaktionen der vergangenen Handelswoche aus dem SSA-Segment. Bis Montag hatte einzig das Land Berlin eine Transaktion ins Ziel gebracht. EUR 500 Mio. wechselten für 30 Jahre zu ms +10bp den Besitzer. Die Bücher waren mit exakt EUR 500 Mio. gefüllt. Am Montag wagte sich dann nach dem kurzzeitigen Zinsschock – zehnjährige Bunds rentierten im positiven Bereich, siehe [Fokusartikel](#) – die KfW auf das Parkett. EUR 5 Mrd. waren für fünf Jahre erwünscht. Der Spread konnte sich letztlich bei ms -19bp einpendeln, nachdem die Guidance bei ms -17bp area gestartet war. Diese Einengung korrespondierte mit einem Orderbuch in Höhe von EUR 24,5 Mrd. Nachrichtlich sei hier nur kurz die Transaktion von CPPIB Capital erwähnt, garantiert durch das Canada Pension Plan Investment Board. Unter dem Ticker CPPIBC sammelte sie EUR 1 Mrd. zu ms +25bp ein (Aaa/AAA/AAA). Wir sehen das Konstrukt nicht als klassische Agency, wollen den Emittenten als Alternative zu kanadischen Provinzen aber auch nicht unter den Tisch fallen lassen. In die Zukunft blicken wir auch kurz: Die gestern erfolgten Mandatierungen dürften bereits heute zu Geschäft führen. So wurde zum einen das Konsortium für eine Transaktion des Landes Brandenburg geformt (LSA, 8y, EUR 500 Mio.), zum anderen mandatierte die EIB für EUR 1 Mrd. (ebenfalls will-not-grow) für ihr Climate Awareness-Format (CAB, 7y).

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
CPPIBC	CA	25.01.	XS2438619426	15.0y	1.00bn	ms +25bp	AAA / Aaa / AAA	-
KfW	DE	24.01.	DE000A3MP7H9	5.3y	5.00bn	ms -19bp	- / Aaa / AAA	-
BERGER	DE	18.01.	DE000A3H2Y73	30.0y	0.50bn	ms +10bp	AAA / Aa1 / -	-

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

Covered Bonds

Vorschau EZB: 10y Bund testete positive Rendite. Und nun?

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

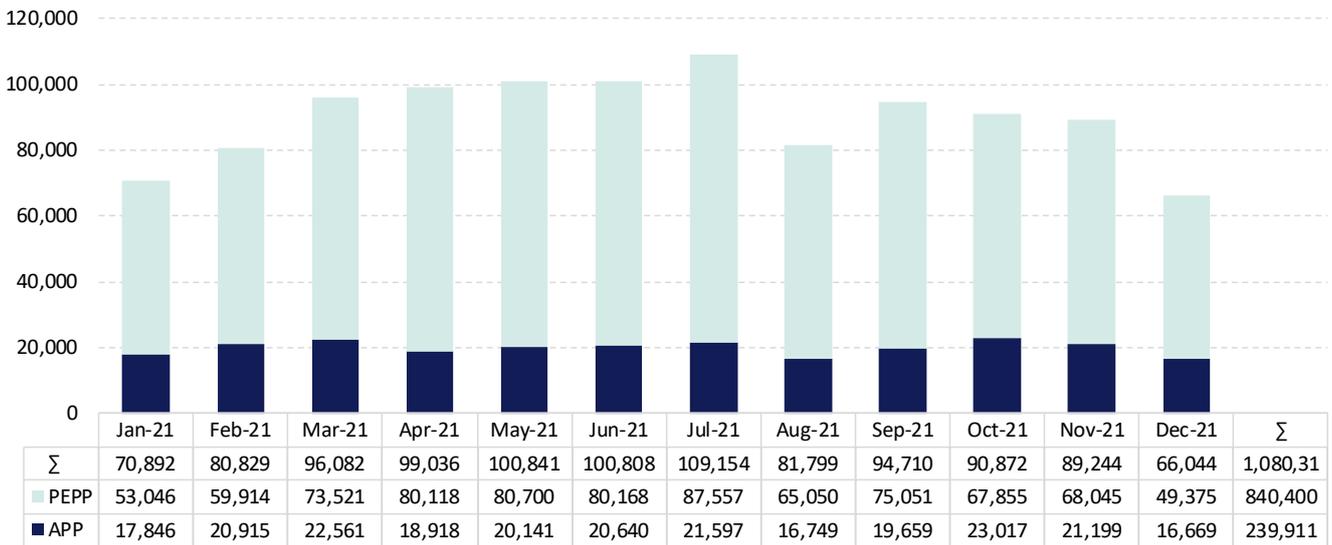
EZB-Sitzung: Flexibel bleiben trotz Renditeanstiegen und Inflations Sorgen

Heute in acht Tagen, also am Donnerstag, den 03. Februar, steht die erste turnusmäßige – und höchstwahrscheinlich unbedeutendste – EZB-Sitzung des noch frischen Jahres an, was konkrete und vor allem neue Entscheidungen betrifft. Zu umfangreich waren die Beschlüsse Mitte Dezember 2021. Die Leitplanken für das Jahr 2022 wurden somit Ende letzten Jahres gesetzt. Mit der durch die Omikron-Variante hervorgerufenen Verschärfung der pandemischen Lage wird es zudem für die EZB nicht einfacher bei der eigenen Kursbestimmung, die von einer anziehenden Teuerungsrate ausgehenden Gefahren adäquat gegen die konjunkturellen Risiken einer nicht ausreichend akkommodierenden Geldpolitik – bzw. nicht hinreichend günstigen Finanzierungsbedingungen – abzuwägen. Dies resultiert seit der letzten Sitzung in durchaus nennenswerten Zinsanstiegen. Exemplarisch sei hier in der Einleitung bereits darauf verwiesen, dass die zehnjährige Bundrendite erstmals seit fast drei Jahren (Mai 2019) in positives Terrain zurückkehrte. Dazu später mehr. Wir fassen die letzte EZB-Sitzung wie folgt zusammen: [„PEPP am Ende, APP mit Booster“](#). Die Highlights waren: Ende des PEPP am 31. März 2022, bis dahin moderates Ankauftempo und nach unserer Berechnung keine Ausnutzung des gesteckten Rahmens von insgesamt EUR 1.850 Mrd., Anpassung des APP in 2022 mit gestaffeltem Ankauftempo (Booster), keine Entscheidungen zu TLTRO IV oder Tiering sowie keinerlei Zinswende in 2022. Die Sitzung war in Summe vielschichtig, die getroffenen Entscheidungen komplex. Während ein Ende des Pandemieankaufprogramms zumindest Hoffnung macht, dass 2022 auch wieder rein geldpolitische Themenkomplexe das Marktgeschehen dominieren, dürfte uns insbesondere das APP in seiner Neuausrichtung wie eine Art Booster vorkommen. Das Inflationsziel der EZB bzw. die derzeitigen Entwicklungen des HVPI dürfte insbesondere in der Fragerunde nach dem Eingangsstatement wieder verstärkt in den Fokus rücken.

Aufgestocktes APP, ungenutzter Teil des PEPP und Reinvestitionen bis Ende 2024

Trotz der anziehenden Inflationsraten erscheint eine anderweitige Verwendung des ungenutzten Teils des „PEPP-Envelopes“ nicht ausgeschlossen, da das Programm mehr Freiheiten beim Ankauf mit sich bringt als das APP (Stichwort: Griechenland). Insbesondere die Hellenen tauchen tatsächlich explizit im Statement der EZB auf. Die EZB wird außerdem die Fälligkeiten des PEPP – neuerdings mindestens bis Ende 2024 nach zuvor Ende 2023 – weiter reinvestieren und dürfte auch hier wieder ein nennenswertes Maß an Flexibilität an den Tag legen. Das Basisszenario der EZB sieht für Q1 keine Erhöhung des APP vor (also wie gehabt monatlich EUR 20 Mrd.), dann in Q2 eine Verdopplung der monatlichen Nettoankäufe auf EUR 40 Mrd., in Q3 eine Reduzierung auf EUR 30 Mrd. monatlich sowie in Q4 eine Rückkehr auf das Ausgangsniveau (EUR 20 Mrd. pro Monat). Dies entspricht im APP EUR +90 Mrd. an zusätzlichem Ankaufovolumen in 2022 gegenüber 2021. Weitreichende(re) Änderungen der Ankaufprogramme blieben aus. Lagarde stellte in diesem Kontext klar, dass es keinen Bedarf gab, das APP anzupassen oder zu modifizieren. Zudem bleibt festzuhalten: Das APP hat unverändert kein Enddatum, erst danach wird es zu Zinserhöhungen kommen. Hier rückt das „Wann“ zunehmend in den Fokus der Marktakteure.

Monatliche Nettoankäufe (in EURm)

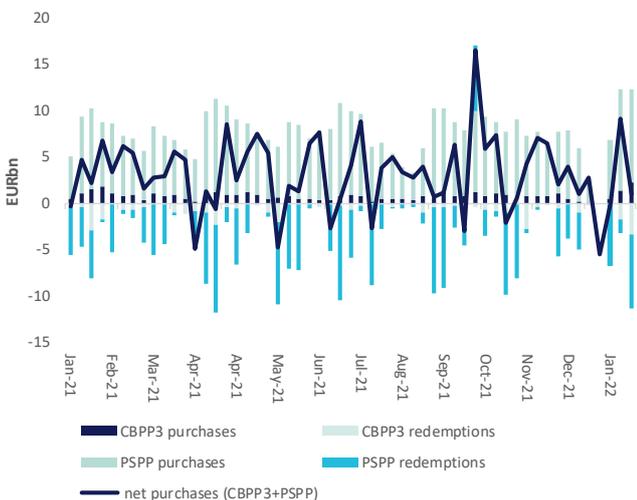


Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

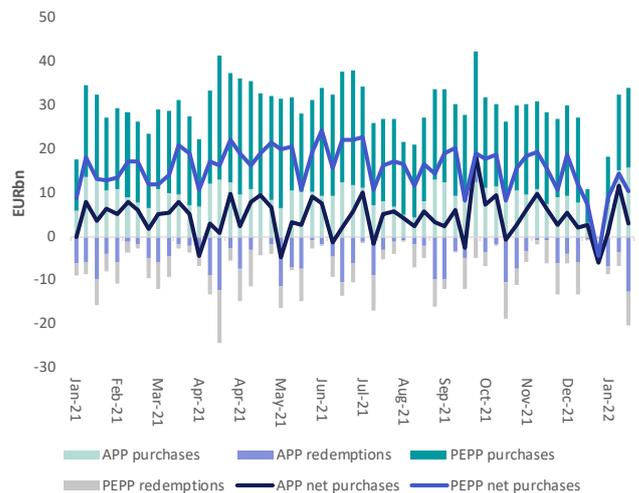
Beendigung des pandemischen Notfallprogramms vor Ende der Pandemie

Wir rechnen mit einer Beendigung der Nettoankäufe im Rahmen des PEPP im März 2022. Tatsächlich wurde und wird die Entscheidungsfindung für den EZB-Rat durch das Auftauchen der Virusvarianten unserer Auffassung nach durchaus komplexer. Noch im März 2021 verwies Lagarde im [EZB-Blog](#) zur Pandemie darauf, dass „das PEPP die Wirtschaft des Euroraums ausreichend stützen kann, um die pandemiebedingte Abwärtsverschiebung des prognostizierten Inflationspfads auszugleichen.“ Dieses Impulses bedarf es am aktuellen Rand sicherlich nicht mehr aus Richtung des PEPP. Da aber keineswegs vollumfänglich auszuschließen ist, dass sich die pandemische Lage derart verschärft, dass die Abwärtsrisiken wieder stärker in den Fokus der Notenbank gerückt werden müssen, ist ein anders gelagerter Ausstieg aus dem PEPP nicht unrealistisch. Durch die Kommunikation der Möglichkeit, im Bedarfsfall das PEPP-Ende zu widerrufen, könnte der EZB-Rat auch das Vorhalten eines spezifischen Notfallrahmens in acht Tagen kommunizieren.

Ankäufe unter dem PSPP und CBPP3 (seit 2021)

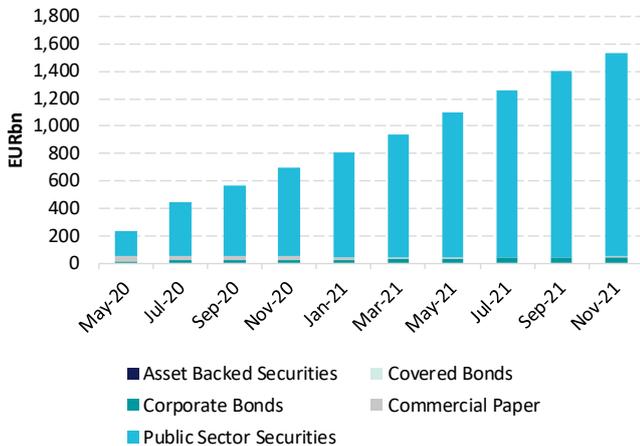


Ankäufe unter dem PEPP und dem APP (seit 2021)

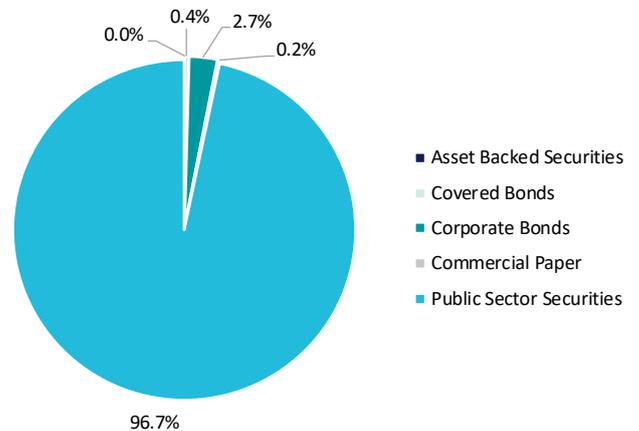


Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Zweimonatliches PEPP-Reporting



Entwicklung des PEPP-Volumens



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

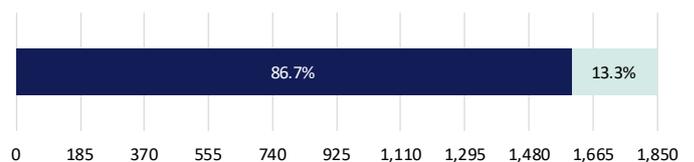
Technische Details bzw. bevorstehende Anpassung der ISIN-Limite?

Für die Zeit ab April 2022 stellt sich außerdem die Frage, inwiefern die EZB Anpassungen an den Regeln des APP vornehmen könnte. Unabhängig von den volumenmäßigen Beschlüssen ist es durchaus wahrscheinlich, dass im Rahmen der fortfolgenden Sitzungen im Jahresverlauf intensiv über mögliche Adjustierungen der ISIN-Limits oder des Kapitalschlüssels (denkbar: Erhöhung Supra-Anteil) diskutiert wird. Wir sehen hier aber keine zeitliche Not, da das Eurosystem auch auf Basis der aktuellen Vorgaben handlungsfähig ist und bleibt.

Volumen des Ankaufprogramms (in EURm)

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

Bereits investiertes Volumen (in EURbn)



Angenommenes künftiges Ankauftempo

Durchschnittliches bisher angekauftes wöchentliches Nettovolumen

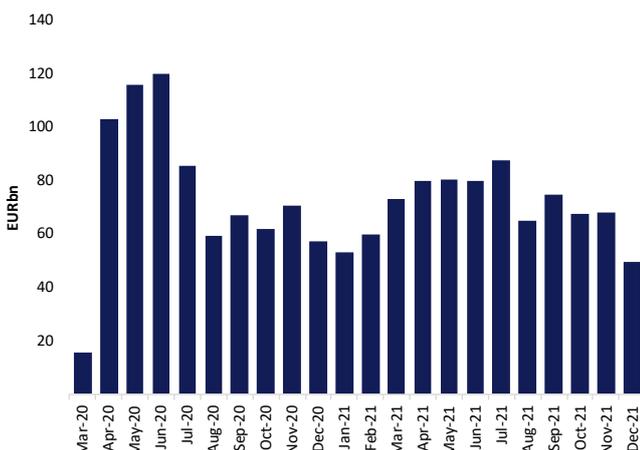
Wöchentliches Netto-Ankaufvolumen

EUR 17.1bn

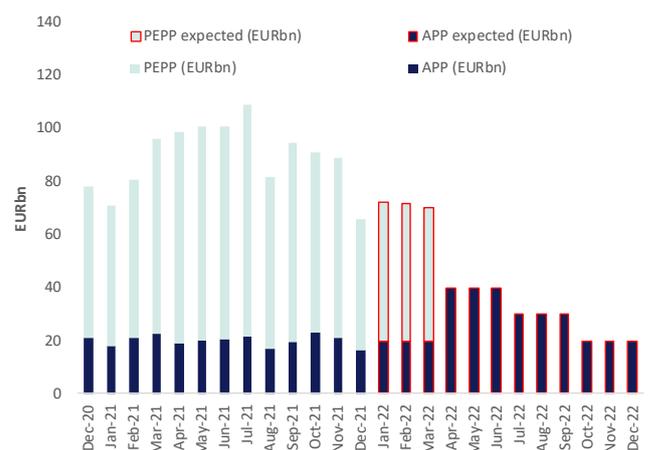
PEPP-Limit theoretisch erreicht in ...

14 Wochen (22.04.2022)

PEPP: Monatliche Ankäufe



APP und PEPP: Monatliche Ankäufe und unser Szenario

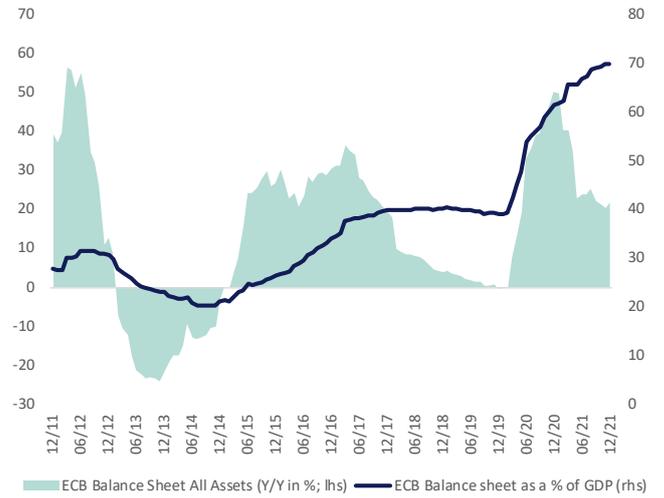


Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Preisentwicklung: EMU, US, GER, FR



EZB: Entwicklung der Bilanz

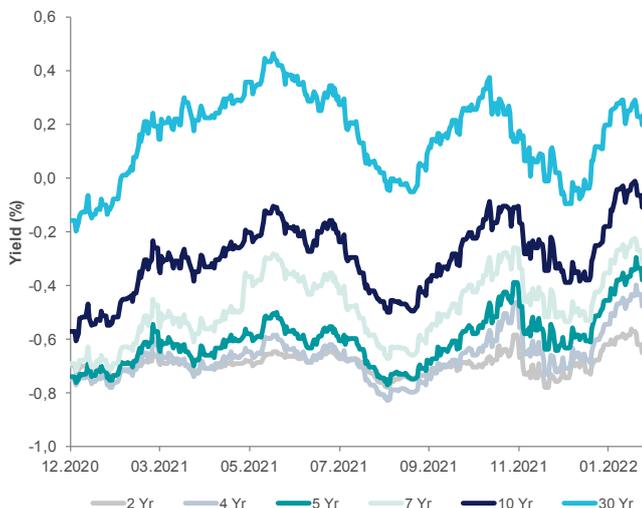


Quelle: Bloomberg, EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

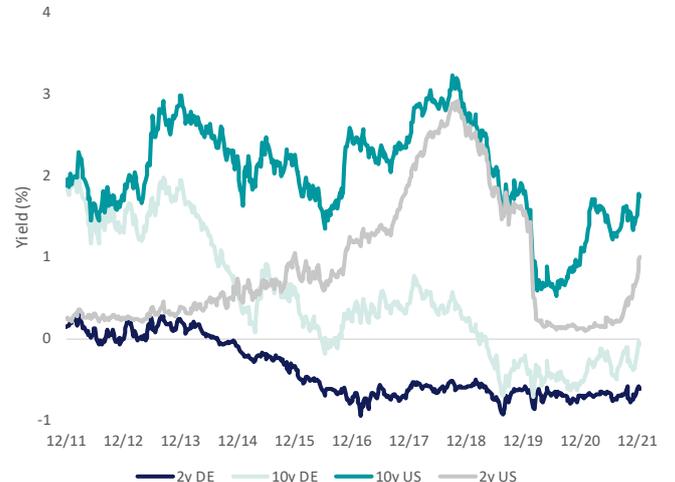
Inflationsentwicklung: Die Gefahr von Zweitrundeeffekten

Wird nicht hinreichend auf eine ausufernde Inflationsentwicklung reagiert, wäre in der nicht allzu fernen Zukunft eine wesentlich drastischere Reaktion erforderlich. Vor allem für den Fall, dass sich an den Finanz- und Kapitalmärkten eine Erwartungshaltung weiter festigt, nach der die EZB zu lang am Terminus des „vorübergehenden“ Preisauftriebs festgehalten hat, könnte sich durch Zweitrundeeffekte diese Erwartung ökonomisch bestätigen. Insofern bleibt es für den EZB-Rat zwischen zwei riskanten Pfaden abzuwägen. Das heißt, das bereits von EZB-Chefin Christine Lagarde kommunizierte Ende des PEPP im März 2022 wird flankiert vom aufzustockenden APP und wachswenigen Formulierungen in der Handhabung der Ankaufstätigkeiten. Wir wären zudem keineswegs von einer gewissen sprachlichen Flankierung bzw. Relativierung des Begriffs „transitorisch“ oder „Tapering“ überrascht, wie es in der Vergangenheit schon mehrfach wortklaubend vorkam.

Renditen deutscher Staatsanleihen



Renditevergleich: Deutsche vs. US-Staatsanleihen



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

Interne Diskussionen: Schwindende Einhelligkeit?

War es in den vergangenen Monaten durchaus eine Herausforderung, nach außen getragene divergierende Meinungen zur adäquaten Ausrichtung der EZB-Geldpolitik zu sammeln, war es zuletzt fast schon nicht zu überhören, dass im EZB-Rat die Positionen und Standpunkte nunmehr in andere Richtungen gehen. Als bestes Beispiel eignet sich der Umstand, dass sich offenkundig längst nicht mehr alle Ratsmitglieder hinter dem Mantra der transitorischen Inflation versammeln können. Bedeutende Einblicke liefern die am 20. Januar 2022 [vorgelegten Meeting Accounts](#) zur Sitzung aus dem Dezember. Wenig überraschend konzentrierten sich die Diskussionen – nicht ausschließlich aber schwerpunktmäßig – auf den Themenkomplex der Inflation. Dabei boten und bieten sowohl die Lagebeurteilung zur Preisentwicklung sowie die Inflationstreiber für die Zukunft (Stichwort: Energiepreise) als auch eben die Frage der adäquaten geldpolitischen Antwort Raum für Diskussionen. Die Protokollierungen der Dezembersitzung werfen tatsächlich interessante Aspekte auf, die die Uneinigkeit entsprechend dokumentieren. In diesem Kontext erscheint uns insbesondere die in der Diskussion eingeforderte Einlassung bemerkenswert, nach der die Aussichten für den weiteren Inflationsspfad „mit außerordentlicher Unsicherheit behaftet seien“ – zu denken ist hier sicherlich zu allererst an Überraschungen „nach oben“. Auch im Zuge der Einschätzung des möglichen Inflationspfades in 2023 und 2024 wurden von einigen Diskussionsteilnehmern dahingehende Warnungen ausgesprochen, dass ein Inflationsszenario „higher for longer“ nicht ausgeschlossen werden dürfe. In diesem Zuge wurde auf eine verständliche Kommunikationsstrategie gedrängt. Die EZB solle entsprechend klarmachen, dass im Bedarfsfall Handlungsbereitschaft bestehe. Diese Argumentation hebt nach unserer Auffassung die Vorgabe der Handlungsoptionen bzw. Flexibilität des Gremiums hervor. Wir sehen diese Debatte, die zunehmend Raum greift, auch als Indiz für eine schwindende Einigkeit im EZB-Rat an. Durchaus offenkundig zu Tage getreten ist dies beispielsweise durch die Äußerungen von EZB-Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel, welche auf die inflationstreibende Wirkung steigender Energiekosten auch im Zuge der grünen Transformation hindeuten (vgl. u.a. [Interview vom 10. Januar](#)). Diese Einschätzung widerspricht der Position von EZB-Chefvolkswirt Philip R. Lane, der – eher auf Linie mit Christine Lagarde – stärker die das Wachstum im Euroraum hemmenden Wirkung der hohen Energiekosten in den Fokus stellt (vgl. [Interview vom 11. Januar](#)).

EZB agiert nicht im luftleeren Raum und wird dennoch einer „rabiaten“ Fed nicht folgen

Die EZB agiert keineswegs im luftleeren Raum. Tatsächlich ist diese Erkenntnis nicht neu, aber durchaus relevant. Denn ebenfalls nicht neu ist die Tatsache, dass sich divergierende geldpolitische Ausrichtungen von Federal Reserve und EZB am Kapitalmarkt widerspiegeln. Die Renditen von Bundesanleihen und US-Treasuries weisen auch als Folge der Erwartungen mit Blick auf Wachstum und Geldpolitik abweichende Verläufe auf. Der EUR/USD-Wechselkurs führt dies ebenso vor Augen. Ein schwächerer Euro hat schließlich das Potenzial, den Preisdruck über importierte Inflation zusätzlich zu erhöhen. Der Wechselkurskanal ist nach unserer Auffassung als mitbestimmender Faktor für die Preisentwicklung nicht zu unterschätzen. Dennoch bekräftigte die EZB-Präsidentin jüngst ihre Position, nach der für die Eurozone die Reaktion der Notenbank keineswegs so „rabiater und schnell“ sein dürfte, wie es für die Fed vorstellbar sein könnte. Lagarde begründete dies mit den Unterschieden in den beiden Währungsräumen in Bezug auf den konjunkturellen Erholungspfad. Wir teilen diese Annahme der notwendigen Asymmetrie der geldpolitischen Gangart in Teilen durchaus. Zumindest ist das Rückschlagpotenzial einer zu schnellen Zinswende in der Eurozone aufgrund der Heterogenität der Ökonomien des Währungsraums ungleich höher als in den USA. Gleichwohl bleibt auch der aktuelle Pfad der EZB keineswegs ohne Gefahren.

TLTRO und Tiering dürften als Handlungsoptionen vorerst im Köcher bleiben

Mit Blick auf die TLTRO-Tender der EZB haben wir bereits für den Dezember nicht mit konkreten Entscheidungen gerechnet und dies nicht zuletzt mit dem bisherigen Zeitplan des laufenden TLTRO III-Programms begründet. Bezogen auf die Fälligkeiten steht beispielsweise erst ab September 2022 der erste Termin an. Gleichwohl könnte der EZB-Rat bereits die Jahresmitte 2022 im Hinterkopf haben, da hier nach derzeitiger Ausgestaltung der Konditionen der bestmögliche Zinssatz ausläuft und damit der akkommodierende Effekt von TLTRO III nachlassen könnte. Nicht zuletzt vor dem Hintergrund der aktuellen konjunkturellen Rahmenbedingungen sollte das Auslaufen des derzeit maximal möglichen Abschlags von 50 Basispunkten auf den Einlagezins ausgemacht sein bzw. bleiben. Auch für weitere bzw. neu anzukündigende TLTRO-Tender sollte es nicht zu einer Neuauflage der überaus attraktiven Konditionierung der eigentlich unkonventionellen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte für die Geschäftsbanken kommen. Auch den Tiering-Faktor im Kontext des Staffelzinsens dürfte die EZB perspektivisch ins Auge fassen, aber hier keine Entscheidung im Februar herbeiführen. Die auf Seiten TLTRO's zur Jahresmitte wegfallenden entlastenden Effekte für die Geschäftsbanken könnte die EZB mit einem erhöhten Tiering-Faktor entsprechend abfangen und – so unser Basisszenario – auf zwölf verdoppeln. Wir rechnen aber durchaus mit einem etwas stärkeren Fokus auf diese beiden Instrumente auf der kommenden Sitzung, was auch beim Statement zum Ausdruck kommen könnte und unseres Erachtens eher in Form der Signalisierung der eigenen Handlungsbereitschaft bzw. Möglichkeiten eingebracht werden dürfte. Für den Moment sollten also sowohl die Refinanzierung via TLTRO als auch das geldpolitische Instrument des Staffelzinsens in ihren Ausgestaltungen unverändert bleiben. Mögliche Adjustierungen wären damit eher dem Lager geldpolitischer Optionen für die nahe bis mittelfristige Zukunft zuzurechnen.

Fazit und Kommentar

Da die geldpolitischen Karten seit Mitte Dezember auf dem Tisch liegen, muss der Zinsanstieg seitdem in einem engen Kausalzusammenhang gesehen werden. Glaubt der Markt etwa nicht an eine Zinserhöhung erst in 2023? Das Inflationsziel der EZB scheint noch verstärkter in den Fokus gerückt zu sein und die Bekämpfung der Pandemiefolgen weiter in den Hintergrund. Unser Basisszenario sieht keine Zinserhöhungen in 2022 vor – doch rechnen müssen wir in stürmischen Zeiten mit allem, also ggf. auch früherer geldpolitischer Straffung. Tatsächlich ist man sich hier auch im EZB-Rat uneins. Zumindest deuten darauf die Protokollierungen der Dezembersitzung genauso hin wie jüngste Kommentare aus dem Umfeld des geldpolitischen Entscheidungsgremiums. Mindestens eine weitere Fokussierung darauf, möglichst das Heft des Handelns in der Hand zu behalten und damit einhergehend ein größtmögliches Maß an Flexibilität zu erhalten, dürfte dabei nicht nur im Sinne der ausgewiesenen Falken im Rat sein. Dominierend bleibt das Eurosystem so oder so, da allein die Fälligkeiten des PEPP bis Ende 2024 reinvestiert werden sollen. Dies spricht insbesondere für die Renditen und Spreads im öffentlichen Sektor eher für eine Korrektur bzw. Seitwärtsbewegung als einen weiteren Anstieg, da diese Assetklasse dem Volumen nach alle anderen Anlagealternativen im Rahmen der Ankaufprogramme dominiert. Der Zinsanstieg scheint vorerst gebremst, die Nulllinie wurde nur intraday überschritten und nicht nachhaltig hinter sich gelassen. Mittwoch, den 19.01., lag die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen kurzfristig bei +0,02%. Bereits am vergangenen Freitag notierte die hiesige Benchmark – für so etwas Ähnliches wie den risikofreien Zins – rund 10bp niedriger bei -0,08%. Präsidentin Lagarde wird wie so oft viele Fragen beantworten müssen. Die meisten werden sich um das Thema Inflation drehen, gepaart mit den Renditeanstiegen der vergangenen Wochen und ob die EZB bis Jahresende nur an der Seitenlinie stehen möchte.

Covered Bonds

EUR-Benchmarksegment Kanada: Unsere Angebotsprognose ist bereits hinfällig

Autor: Dr. Frederik Kunze

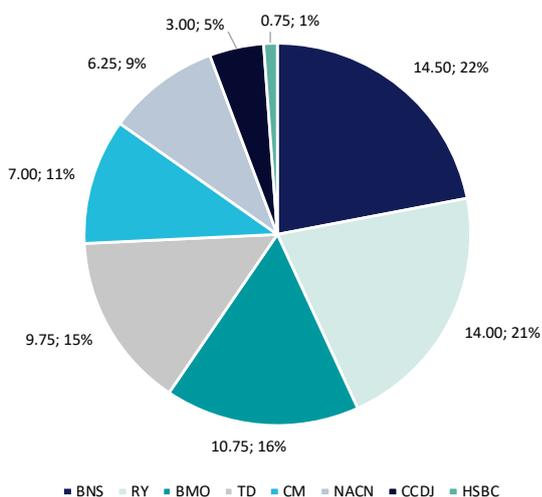
Primärmarkt Kanada in 2022: Wie geht es nach diesem rasanten Start weiter?

Dass Kanada zu den dynamischen Jurisdiktionen auch in Bezug auf das Emissionsaufkommen im EUR-Benchmarksegment zählt, ist für sich genommen keineswegs als Neuigkeit anzusehen. Darauf deutet nicht zuletzt die vergleichsweise hohe Anzahl an Primärmarktauftritten in den vergangenen Jahren hin. Wir würden es darüber hinaus auch schon als übliches Fundingverhalten bezeichnen, dass einige Emittenten aus Kanada bei der Refinanzierung neben dem Euro auch regelmäßig in anderen Währungen aktiv sind. Was uns aber in den vergangenen Handelstagen mehr als nur überrascht hat, sind neben der einfachen Anzahl an Deals vor allem die gewählten Sizes. So hat die Bank of Montreal (BMO) mit ihrer EUR-Benchmark über EUR 2,75 Mrd. Größenordnungen erreicht, die es seit mehr als zehn Jahren nicht mehr gegeben hat. Auch wenn dieser Deal damit herausragt, steht er beim Blick auf den kanadischen Primärmarkt nicht wirklich allein auf weiter Flur. Schließlich zeigten sich mit Royal Bank of Canada (RY oder RBC), National Bank of Canada (NACN) und Bank of Nova Scotia (BNS) bereits drei weitere Emittenten erfolgreich am Markt für EUR-Benchmarks, während von BNS bzw. Canadian Imperial Bank of Commerce (CM oder CIBC) auch erste auf Britische Pfund bzw. auf US-Dollar lautende Benchmarks erfolgreich am Markt platziert wurden. Für das EUR-Benchmarksegment haben wir zum Jahresende 2021 eine Angebotsprognose von EUR 9 Mrd. formuliert. Nachdem im noch jungen Jahr 2022 von den vier genannten Emittenten bereits EUR 7 Mrd. platziert wurden, wollen und müssen wir uns zwangsläufig mit der Frage beschäftigen, ob die EUR 9 Mrd. nicht zu tief angesetzt sind. Dieser Frage möchten wir im Rahmen unseres aktuellen Fokusartikels zu Kanada nachgehen. Nach unserer Auffassung muss – wenngleich für EUR-Investoren nicht von originärem Interesse – auch die gedeckte Refinanzierung abseits des Euro in die Betrachtung mit einbezogen werden, da insbesondere den kanadischen Emittenten ein hohes Maß an Flexibilität mit Blick auf die Wahl der Emissionswährung zuzusprechen ist.

EUR-Benchmarks aus Kanada: Ausstehendes Volumen EUR 66 Mrd.

Das kanadische EUR-Benchmarksegment kommt am aktuellen Rand auf ein ausstehendes Volumen von EUR 66 Mrd., welches sich auf 55 Bonds verteilt. Zu den aktiven Emittenten zählen neben den eingangs genannten BMO, BNS, RBC, CIBC und NACN außerdem HSBC Bank Canada (HSBC), Toronto Dominion (TD) sowie Fédération des caisses Desjardins du Québec (CCDJ). Am Primärmarkt wurden 2021 EUR-Benchmarks im Volumen von EUR 11,5 Mrd. platziert, wobei in dieser Zahl die zwei Taps der Ende September platzierten CIBC-Anleihe über jeweils EUR 250 Mio. (26. Oktober und 08. Dezember) noch nicht enthalten sind. Das Emissionsvolumen in 2021 verteilte sich auf insgesamt elf Bonds von sieben Emittenten. Allein dieser Metrik folgend wäre demnach für 2022 (vier Bonds von vier Emittenten) durchaus noch ein hohes Emissionsaufkommen zu erwarten, wobei mit BNS, RBC und BMO bereits die drei größten Emittenten aus Kanada auf die Investoren zugegangen sind. Gleichwohl liegen nicht nur im Falle von BMO die Emissionsgrößen über den bisher beobachteten Größenordnungen, wie wir nachfolgend ausführen wollen.

CA: Ausstehendes Volumen nach Emittenten (EUR BMK)



CA: Emissionen nach Jahren (EUR BMK)



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

Kanadas EUR-Benchmarkemittenten: 2022 sticht schon jetzt heraus

In der nachfolgenden Tabelle werden die acht aktiven EUR-Benchmarkemittenten aus Kanada tabellarisch zusammengefasst. Bevor wir auf die Historie der EUR-Benchmarks eingehen, wollen wir kurz die grundsätzlichen Emissionspotenziale hervorheben, die auf der linken Seite der Tabelle zusammengefasst sind. Hier offenbaren sich durchaus nennenswerte Spielräume für die Emissionen von Covered Bonds am Markt, wobei die jüngsten Deals auf Basis der mehrheitlich auf den Stichtag 31. Dezember 2021 abstellenden Poolberichte noch nicht erfasst sind. Die Übersicherungsquoten weisen durchweg Stände von über 20% auf und auch die regulatorische 5,5%-Obergrenze des OSFI (bzw. im Fall von CCDJ des AMF) mit Blick auf Covered Bond-Emissionen ist noch nicht erreicht. Wir sehen als eine Ursache für diesen Emissionsspielraum auch die Rückführung der Emissionen in CAD, welche mehrheitlich für die Refinanzierung über die kanadische Zentralbank eingesetzt wurden, an. Wie bereits angedeutet, sticht das Jahr 2022 primärmarktseitig mit vier Deals und EUR 7 Mrd. bereits deutlich heraus. Allein auf Basis eines Vergleichs mit den Vorjahren 2021, 2020 und 2019 ist durchaus mit weiteren Deals zu rechnen. So zeigte sich CCDJ in jedem dieser Jahre mit mindestens einem Deal über EUR 500 Mio. am Markt. Auch mindestens eine CIBC-Emission stünde rein rechnerisch für 2022 noch aus nach zwei Deals in 2021 und jeweils einem Bond in 2020 und 2019. Für HSBC wäre eine EUR-Benchmark in 2022 die zweite Platzierung in diesem Segment überhaupt und wir erachten eine Emission in der Größenordnung von EUR 500 Mio. bis EUR 750 Mio. weiterhin für realistisch. Im Fall von BMO erscheint uns ein weiterer Deal beim Blick auf die eigene Emissionshistorie weniger wahrscheinlich als z.B. für BNS, für die noch eine weitere Fälligkeit in 2022 (EUR 1,25 Mrd. im September 2022) ansteht. Für 2022 summierten sich eingangs die Fälligkeiten im EUR-Benchmarksegment auf EUR 8 Mrd., wobei hier die ersten beiden in den Januar fielen (BNS über EUR 1,25 Mrd. am 13. Januar und NACN über EUR 1 Mrd. am 26. Januar). Als Zwischenfazit ist festzuhalten, dass erstens das EUR-Fälligkeitsprofil aber auch zweitens die zum Teil ungewöhnlich hohe Emissionsgröße zunächst eher nicht so stark für ein Anhalten der Dynamik sprechen würden. Das Emissionspotenzial auf Basis der Cover Pool-Informationen ist hingegen mehr als gegeben. Darüber würden wir einen weiterhin lebhaften Immobilienmarkt in Kanada unterstellen, was für wachsende Cover Pools spricht.

Übersicht: Kanadische EUR-Emittenten¹

	Cover pool volume (in CADm)	Total outstanding (in CADm)	OC	OC ³ CMHC Guide	OSFI Limit ⁴	EUR BMK 2022ytd		EUR BMK 2021		EUR BMK 2020		EUR BMK 2019	
						EURbn	Deals	EURbn	Deals	EURbn	Deals	EURbn	Deals
BMO	34,532	26,128	32.2%	6.95%	2.83%	2.75	1	1.25	1	1.25	1	1.25	1
BNS	70,661	50,082	41.1%	6.47%	4.50%	1.25	1	3.25	2	2.75	2	1.25	2
CCDJ	12,687	9,294	36.5%	4.36%	2.91% ⁵	-	-	0.50	1	0.50	1	1.25	2
CIBC	49,267	26,650	84.9%	7.37%	3.16%	-	-	2.00	2	0.75	1	1.00	1
NACN	14,988	12,171	23.1%	9.14%	2.81%	1.00	1	1.25	2	-	-	0.75	1
RY	76,735	41,110	62.9%	7.65%	2.34%	2.00	1	2.50	2	2.50	2	3.00	2
TD ²	59,433	25,558	132.5%	5.26%	1.56%	-	-	-	-	1.00	1	3.00	2
HSBC ²	9,529	3,856	147.1%	10.33%	3.51%	-	-	0.75	1	-	-	-	-
Σ						7.00	4	11.50	11	8.75	8	11.50	11

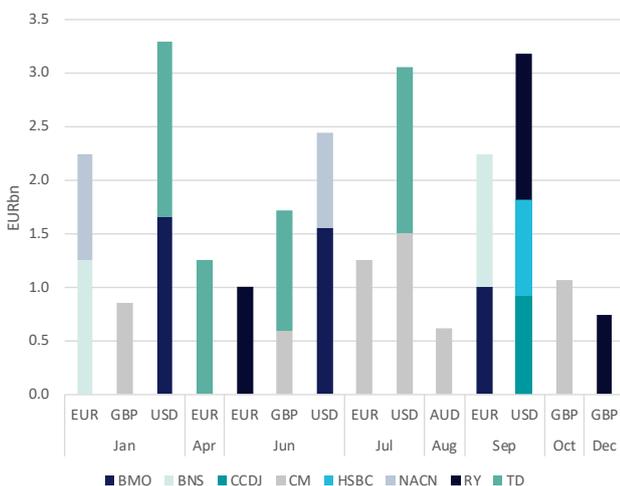
Quelle: Emittenten, Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research;

¹ Stichtag 31.12.2021; ² Stichtag 30.11.2021; ³ OC als Grundlage für OSFI Limit; ⁴ OSFI Limit = 5.5%; ⁵ AMF Limit 5.5%;

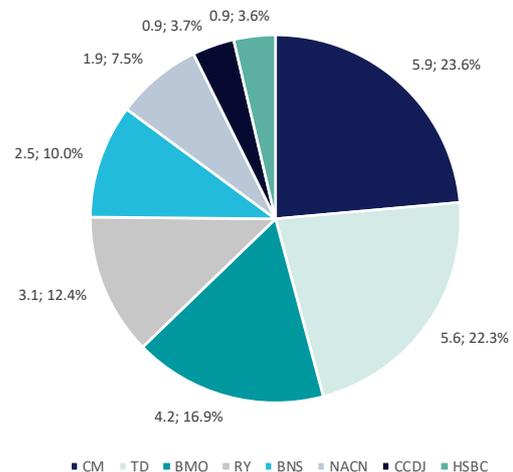
Gedektes Funding der aktiven EUR-Benchmarkemittenten abseits des Euro

Wie eingangs erwähnt sind die kanadischen EUR-Benchmarkemittenten keineswegs ausschließlich im EUR aktiv. Je nach preislicher Wettbewerbsfähigkeit kann das „FX Funding“ daher stärker ausgeprägt sein oder eben deutlich durch EUR-Platzierungen zurückgedrängt werden. In einer ganzheitlicheren Betrachtung heißt das aber auch, dass EUR-Fälligkeiten demnach genauso von Bonds in anderen Währungen „abgelöst“ werden können, wie dies für den umgekehrten Fall gilt. Für das Gesamtjahr 2022 haben wir in den nachfolgenden Abbildungen das Fälligkeitsprofil mit Blick auf kanadische Covered Bonds in den Währungen EUR, GBP, USD und AUD zusammengefasst. Der mit Abstand größte Anteil der Fälligkeiten entfällt dabei mit umgerechnet EUR 12 Mrd. auf den US-Dollar. Nach den Fälligkeiten in Euro (EUR 8 Mrd.) stehen zudem mit umgerechnet EUR 4,4 Mrd. auch nennenswerte Rückzahlungen für Covered Bonds in britischen Pfund an. Die größten Anteile bei den Fälligkeiten in 2022 sind außerdem CIBC, TD sowie BMO zuzurechnen, wobei insbesondere auf TD und BMO in 2022 die größten absoluten Beträge bei den USD-Fälligkeiten (umgerechnet jeweils EUR 3,2 Mrd.) entfallen.

CA: Covered Bond-Fälligkeiten in 2022 (EUR,USD,GBP,AUD; in EUR Mrd.)



CA: Verteilung Covered Bond-Fälligkeiten in 2022 (EUR,USD,GBP,AUD; in EUR Mrd.)



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

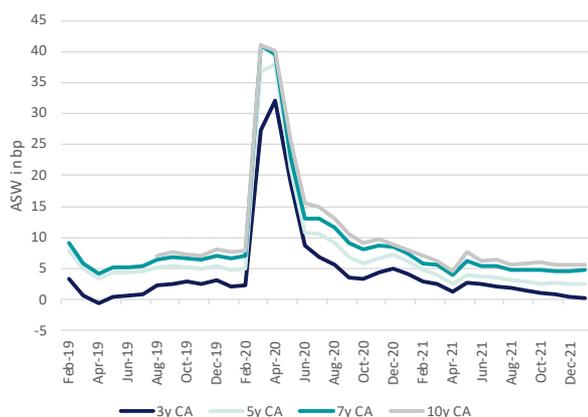
Zusammenfassung: Ist unsere Prognose von EUR 9 Mrd. noch vertretbar?

Dass uns mehr die Größe der in 2022 platzierten Bonds als das geballte Auftreten überrascht hat, erschwert auch den Ausblick für den weiteren Jahresverlauf. So drängt sich zumindest der Gedanke auf, dass einige kanadische Emittenten die günstigen Marktgegebenheiten optimal für sich genutzt haben. Dies könnte theoretisch im weiteren Jahresverlauf eine ausgeprägte Zurückhaltung beim Funding zur Folge haben. Andererseits sind die Fälligkeiten – v.a. bei den USD-Deals – sehr hoch. Würden sich hier durch die Notierungen des EUR/USD Cross Currency Basis Swaps Opportunitäten für EUR-Emissionen ergeben bzw. diese bestehen bleiben, könnte dies einen abermaligen Schub ergeben. Diese Sichtweise ist auch auf das GBP-Segment übertragbar. Auch da sich mit TD ein bedeutender Emittent (mit Blick auf die 2022er Fälligkeiten in EUR, USD und GBP) noch nicht am Markt gezeigt hat und andere Institute ihr EUR-Funding für 2022 nicht bereits im Januar abgeschlossen haben dürften, erscheint uns unsere Prognose von EUR 9 Mrd. nunmehr als zu niedrig. In der Folge rechnen wir nach diesem Jahresstart eher mit EUR 14 Mrd. als mit den bisherigen EUR 9 Mrd.

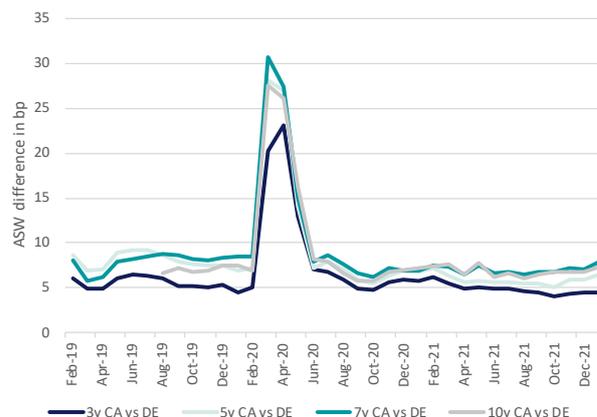
Die Nachfrage nach EUR-Benchmarks aus Kanada und Spreadentwicklung

Auch eine stärker ausgeprägte Aktivität am Primärmarkt sollte, wie auch die ersten Deals aus Kanada in 2022, auf ein reges Investoreninteresse treffen. Für kanadische Covered Bonds spricht der Spreadaufschlag beispielsweise zu Pfandbriefen und die hohe Kreditqualität. Diese Kombination ist insbesondere für diejenigen Investoren günstig, die einen weniger starken Fokus auf die regulatorische Einstufung legen. Kanadische EUR-Benchmarks können demnach bestenfalls als Level 2A Assets im Kontext des LCR-Management eingesetzt werden. Das Risikogewicht gemäß CRR liegt bei 20% und die Ankaufbarkeit im Rahmen von PEPP und APP ist nicht gegeben, während die Anrechenbarkeit im ECB Collateral Management durchaus möglich ist.

ASW-Spreads: Kanada (generic)



Spreadunterschied: Kanada vs. Deutschland



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

Fazit

Ein eindrucksvoller Jahresstart mit Blick auf kanadische EUR-Benchmarks hat uns bereits sehr früh im neuen Jahr zu einer Anpassung der Prognose für das Primärmarktangebot von EUR 9 Mrd. auf EUR 14 Mrd. gezwungen. Die Prognoseunsicherheit bleibt dennoch hoch. Nach dem Vorschub im ersten Monat des Jahres dürften einige kanadische Emittenten in 2022 ggf. noch stärker als sonst auf die Cross Currency Basis Swaps spreads schauen.

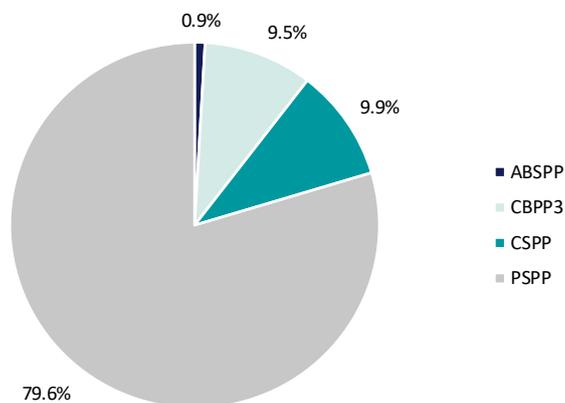
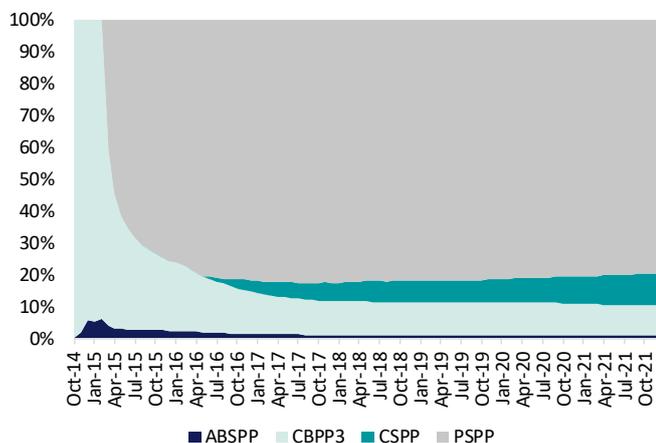
EZB-Tracker

Asset Purchase Programme (APP)

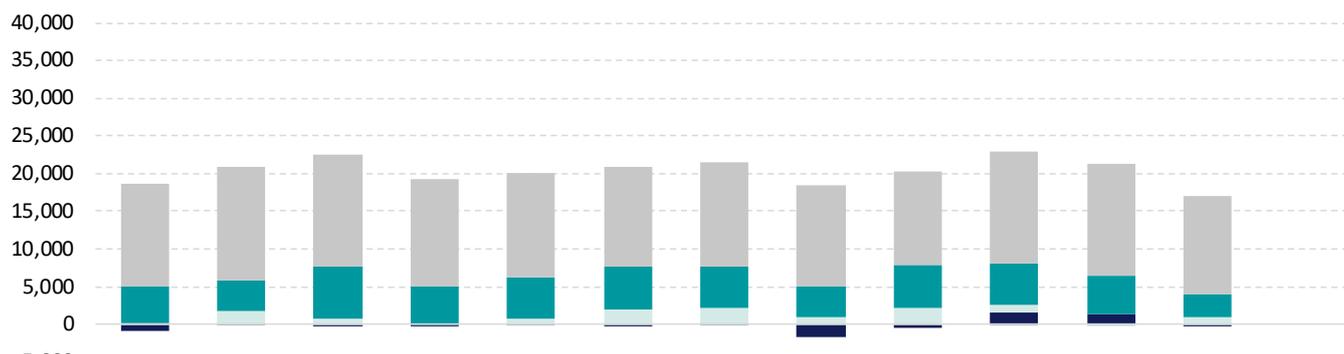
Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	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



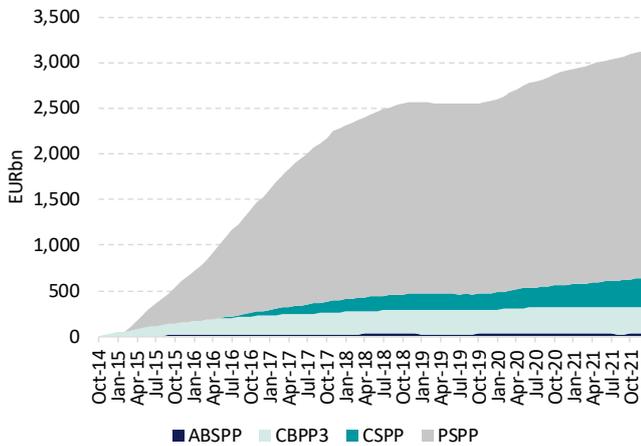
Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



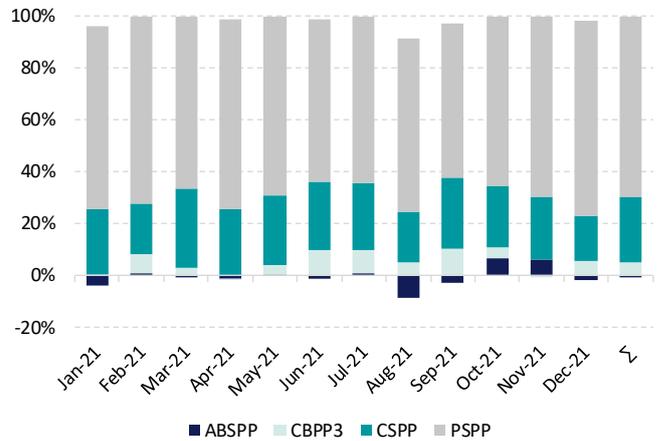
	Jan-21	Feb-21	Mar-21	Apr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Aug-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dec-21	Σ
APP	17,846	20,915	22,561	18,918	20,141	20,640	21,597	16,749	19,659	23,017	21,199	16,669	239,911
PSPP	13,655	15,129	14,955	14,186	13,973	13,320	13,943	13,563	12,423	15,038	14,814	12,989	167,988
CSPP	4,924	4,064	6,929	5,015	5,394	5,602	5,502	3,936	5,590	5,481	5,142	3,007	60,586
CBPP3	74	1,539	684	-5	686	2,037	2,011	999	2,184	1,008	-12	942	12,147
ABSPP	-807	183	-7	-278	88	-319	141	-1,749	-538	1,490	1,255	-269	-810

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

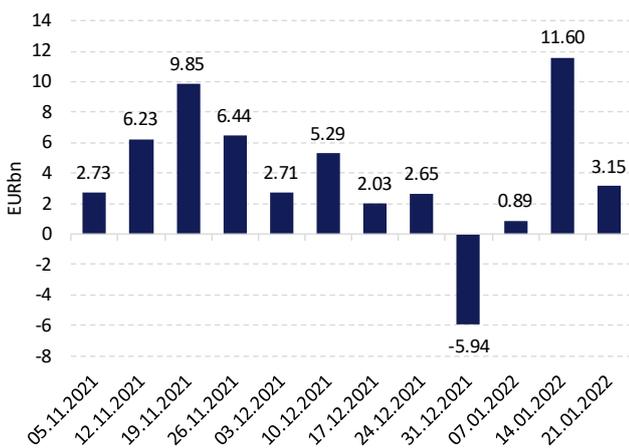
Portfolioentwicklung



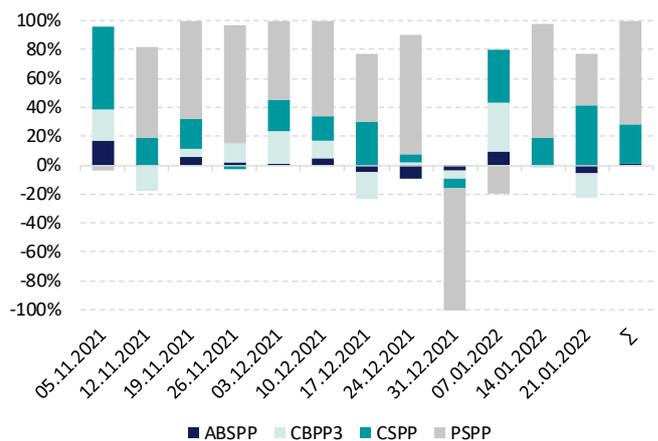
Verteilung der monatlichen Ankäufe



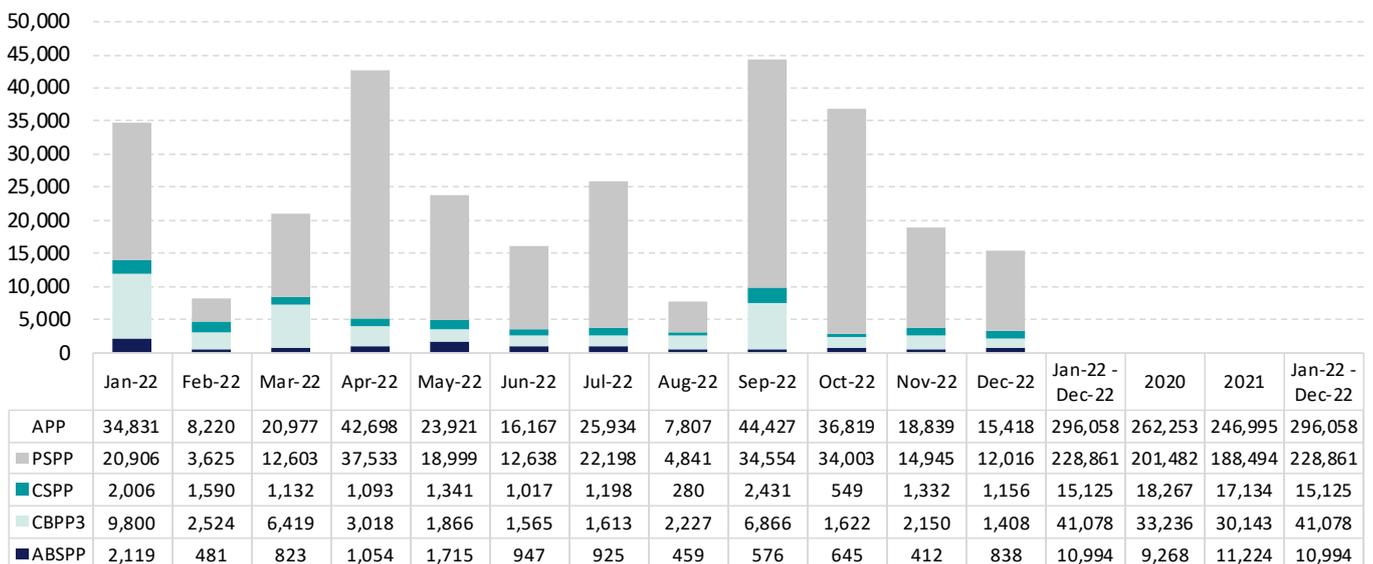
Wöchentliches Ankaufsvolumen



Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



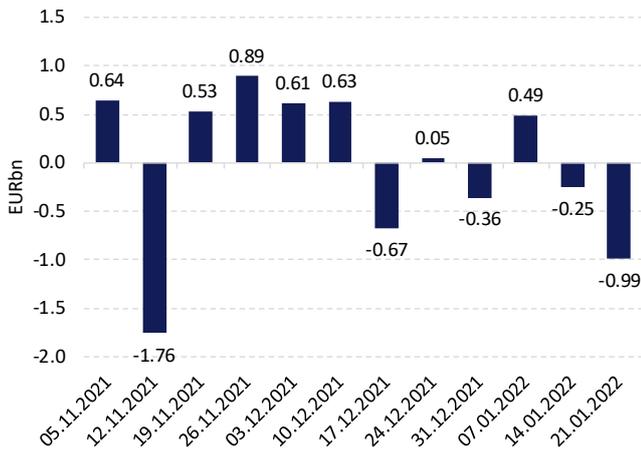
Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



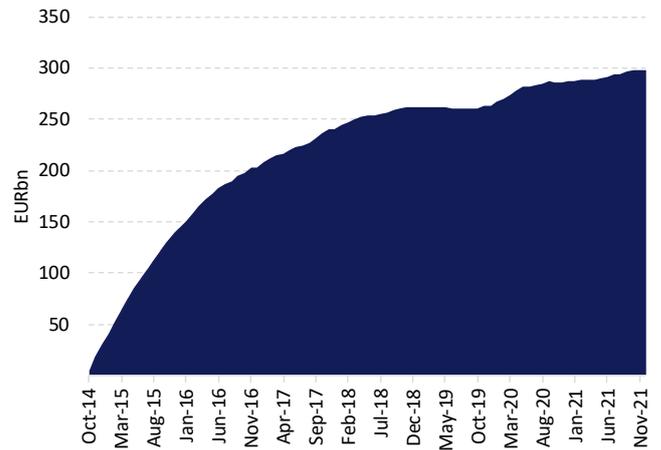
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)

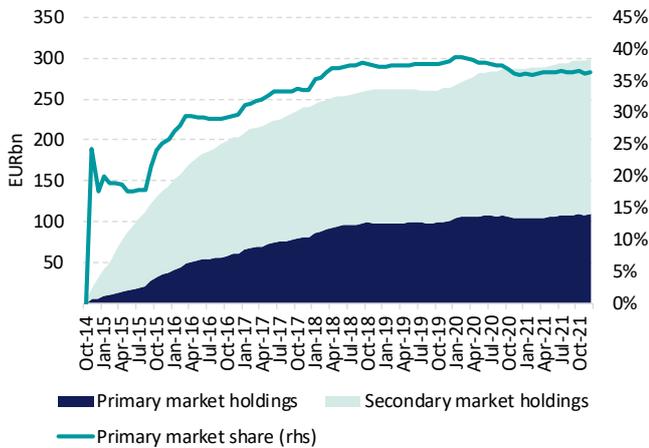
Wöchentliches Ankaufvolumen



Entwicklung des CBPP3-Volumens



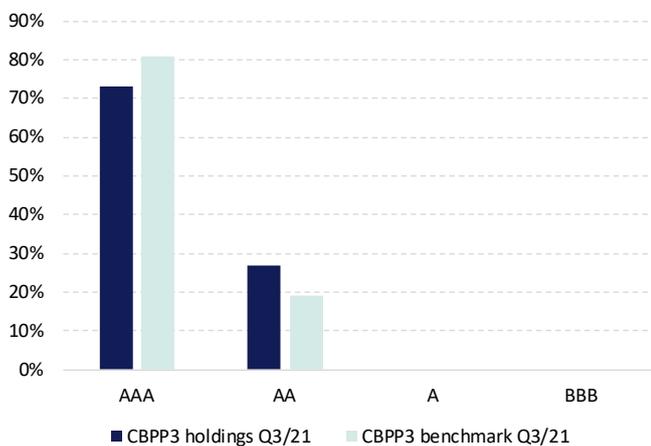
Primär-/Sekundärmarktanteile



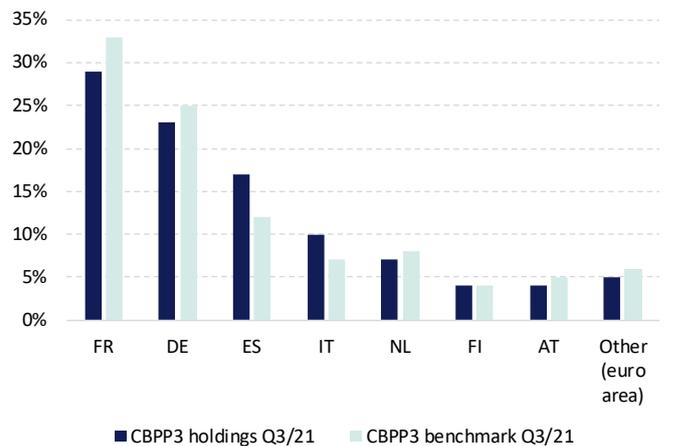
Veränderung der Primär-/Sekundärmarktanteile



CBPP3-Struktur nach Ratings

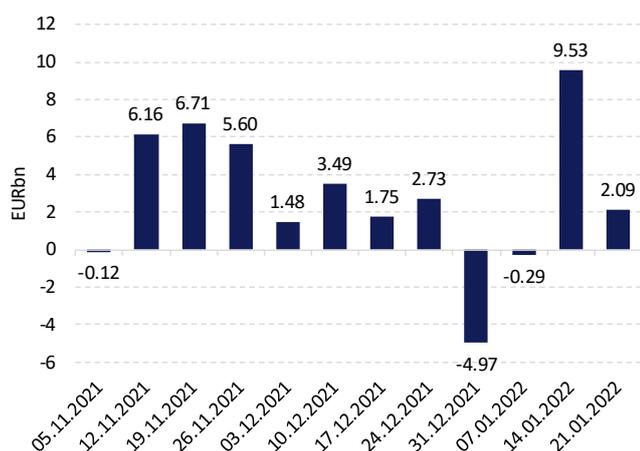


CBPP3-Struktur nach Jurisdiktionen

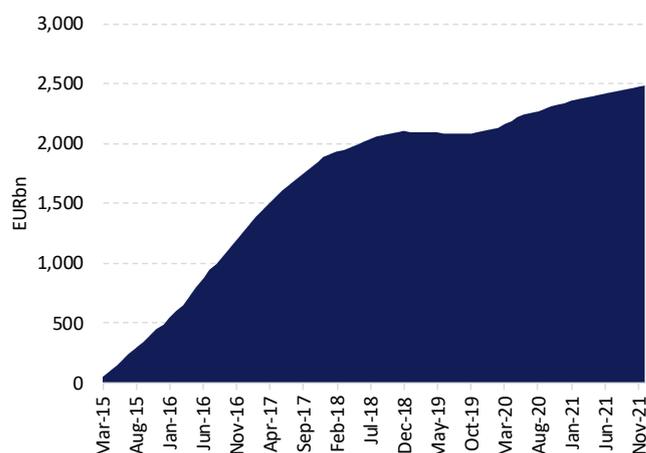


Public Sector Purchase Programme (PSPP)

Wöchentliches Ankaufsvolumen



Entwicklung des PSPP-Volumens



Gesamtverteilung der PSPP-Ankäufe per Monatsende

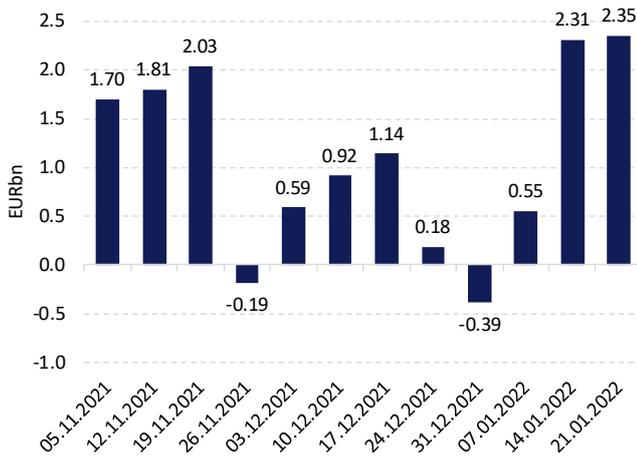
Jurisdiktion	Adjustierter Verteilungsschlüssel ¹	Bestand (in EURm)	Erwartete Ankäufe ² (EURm)	Differenz (EURm)	Ø Restlaufzeit ³ (in Jahren)	Marktdurchschnitt ³ (in Jahren)	Differenz (in Jahren)
AT	2.7%	72,409	71,067	1,342	7.5	7.6	-0.1
BE	3.4%	91,027	88,460	2,567	8.0	10.2	-2.2
CY	0.2%	4,144	5,225	-1,081	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

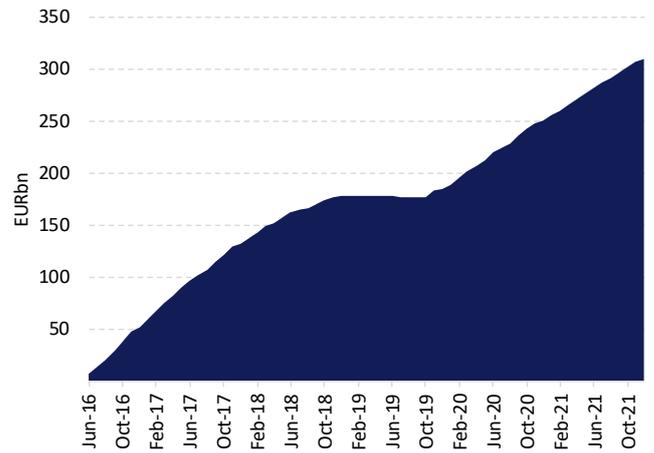
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)

Wöchentliches Ankaufsvolumen

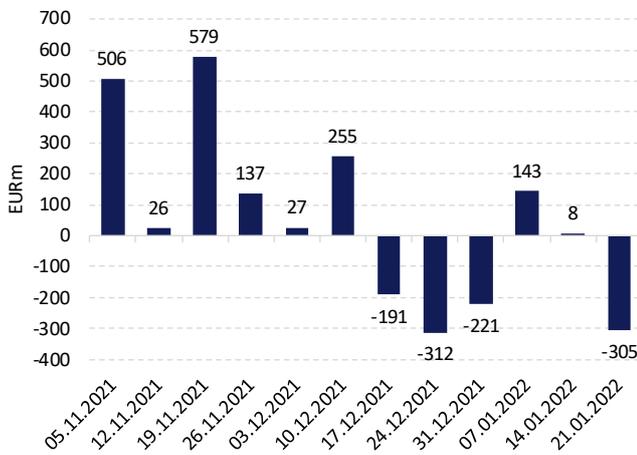


Entwicklung des CSPP-Volumens

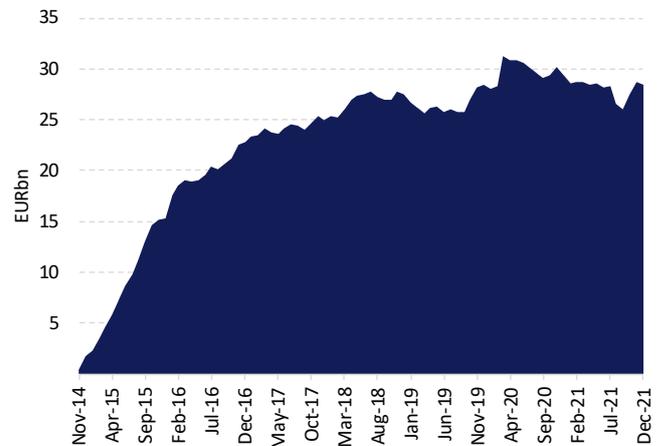


Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)

Wöchentliches Ankaufsvolumen



Entwicklung des ABSPP-Volumens



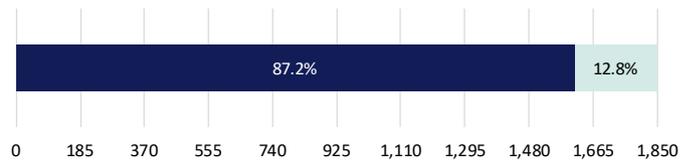
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

Volumen des Ankaufprogramms (in EURm)

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

Bereits investiertes Volumen (in EURbn)



Geschätzte Portfolioentwicklung

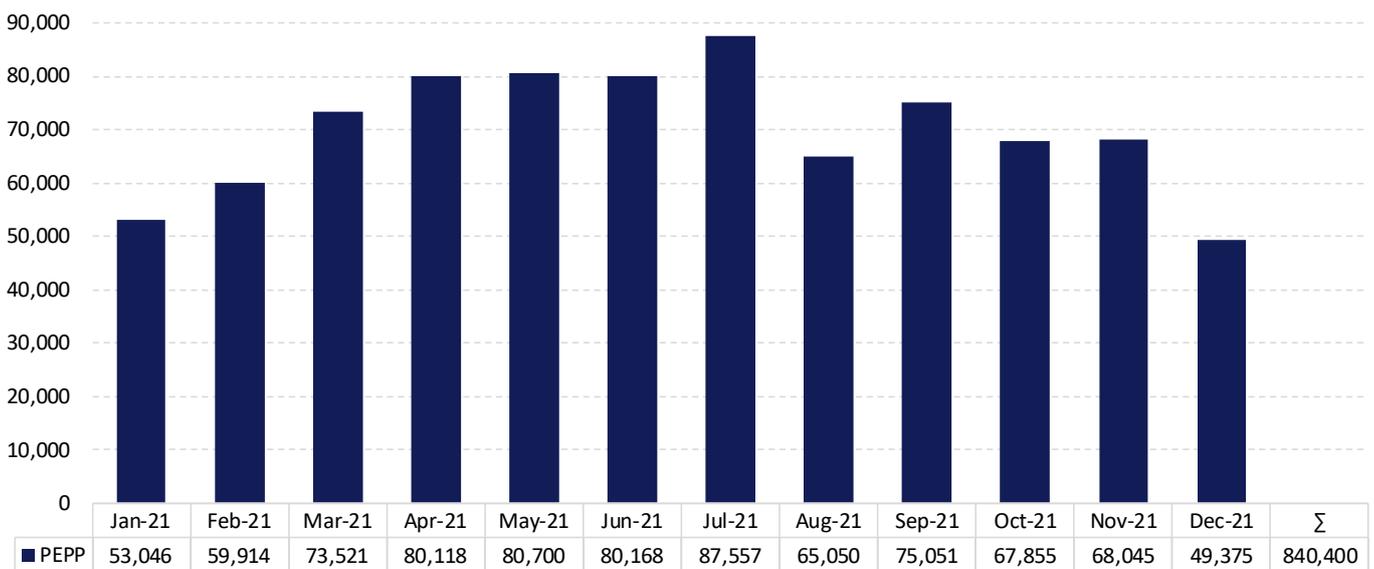
Angenommenes künftiges Ankauftempo **Wöchentliches Netto-Ankaufvolumen** **PEPP-Limit (theoretisch) erreicht in ...**

Durchschnittliches bisher angekauftes wöchentliches Nettovolumen

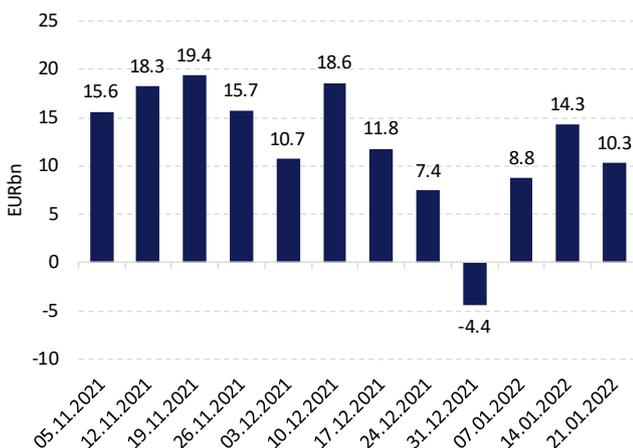
EUR 17.0bn

14 Wochen (29.04.2022)

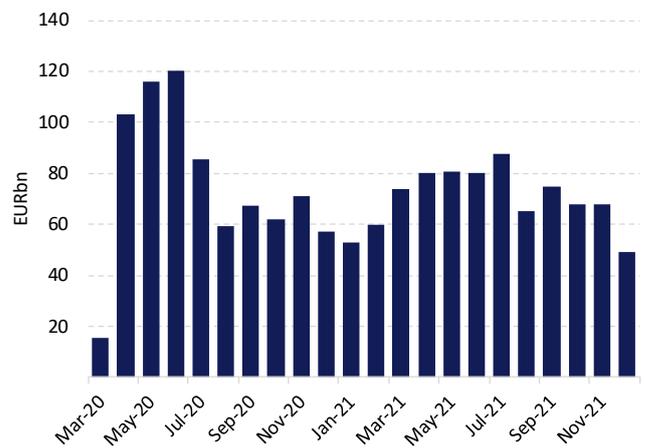
Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



Wöchentliches Ankauftvolumen



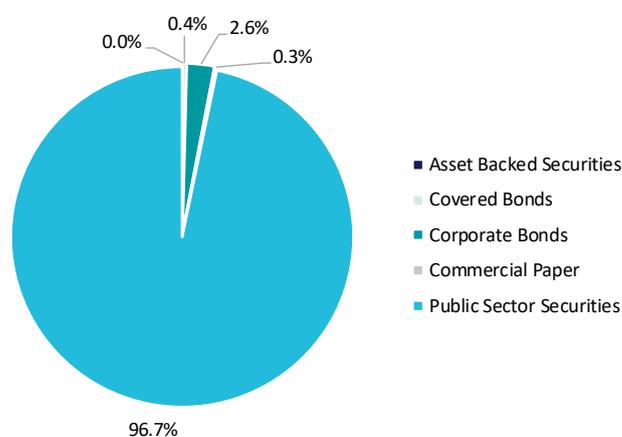
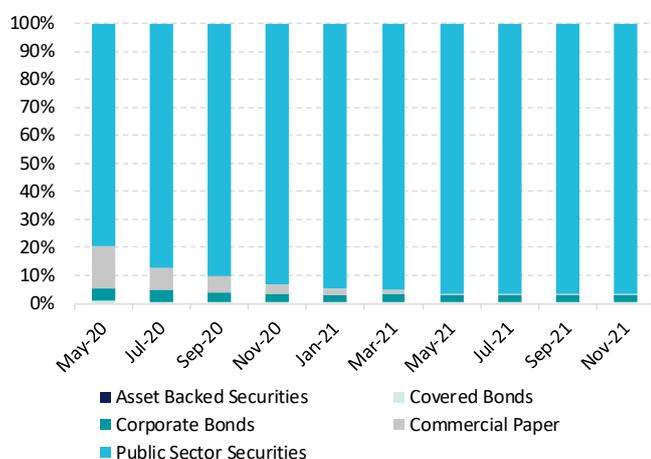
Entwicklung des PEPP-Volumens



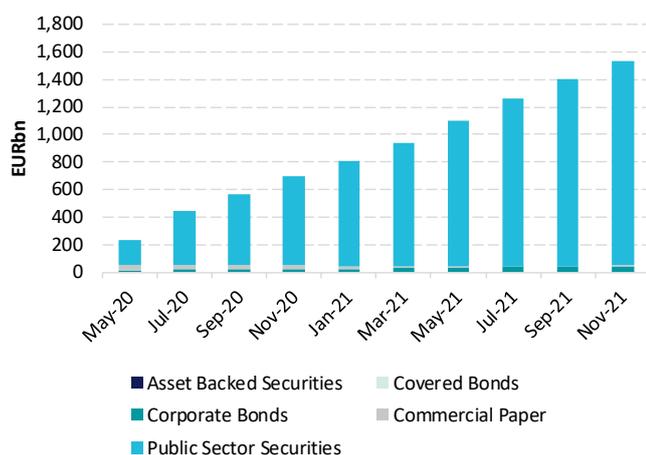
Volumina der Assetklassen (in EURm)

	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

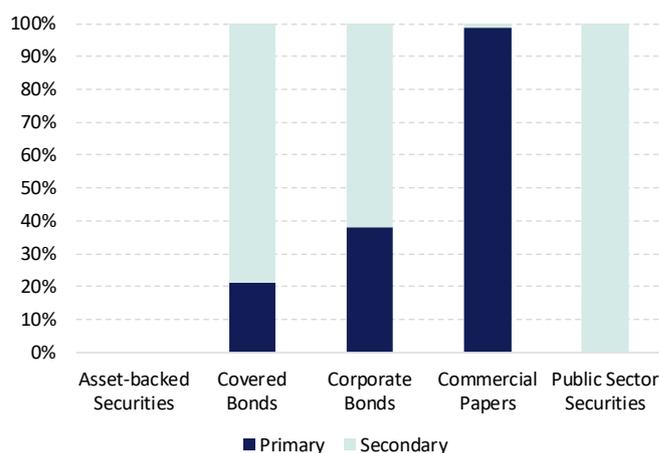
Portfoliostruktur



Portfolioentwicklung



Anteil der Primär-/Sekundärmarktankäufe



Überblick über Private Sector Assets unter dem PEPP

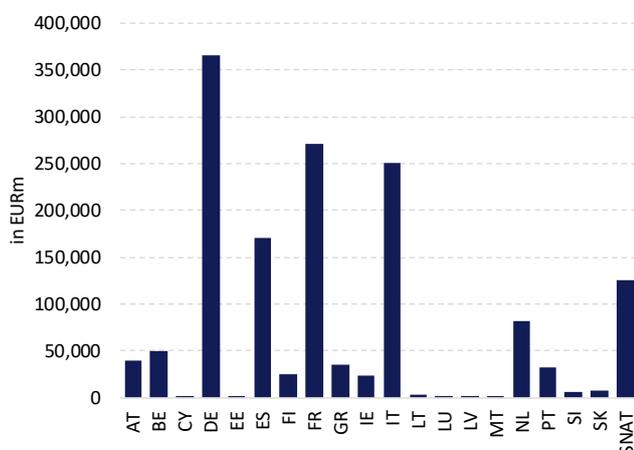
November 2021	Asset-backed Securities		Covered Bonds		Corporate Bonds		Commercial Paper	
	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär
Bestand in EURm	0	0	1,298	4,781	15,101	24,770	3,989	43
Anteil	0.0%	0.0%	21.4%	78.7%	37.9%	62.1%	98.9%	1.1%

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

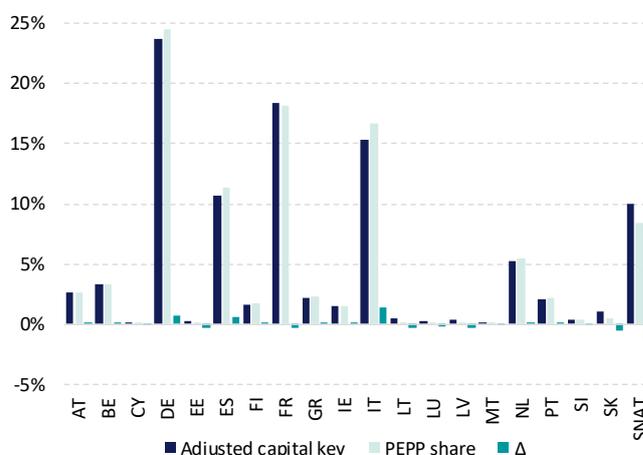
Überblick über Public Sector Assets unter dem PEPP

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

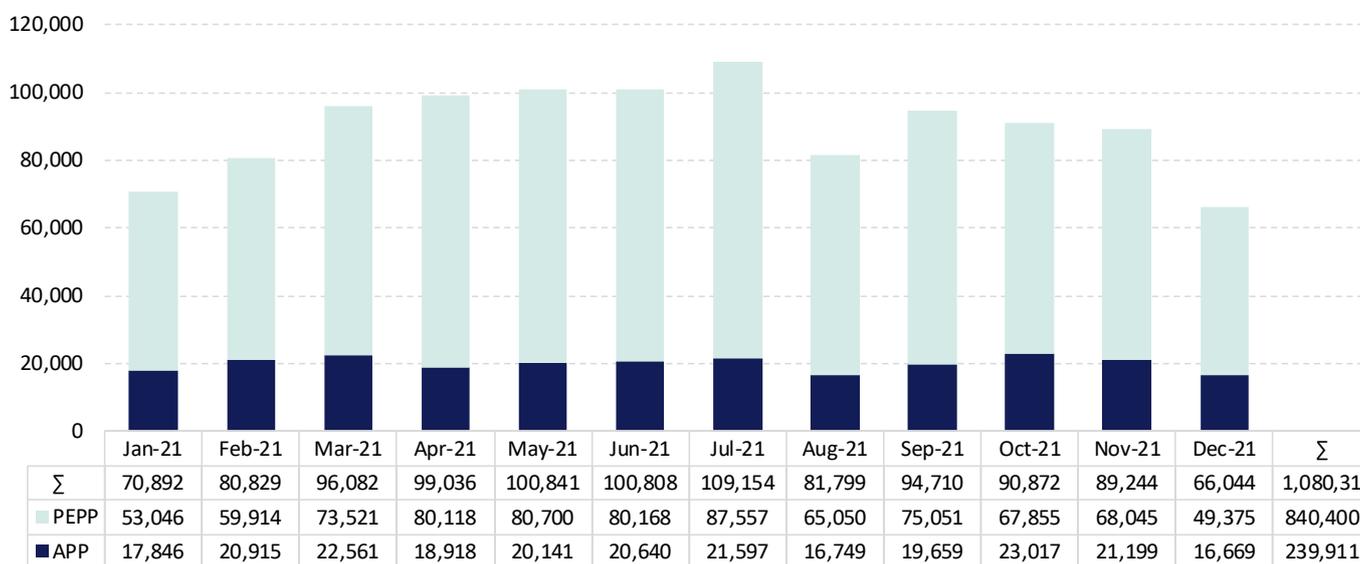
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

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

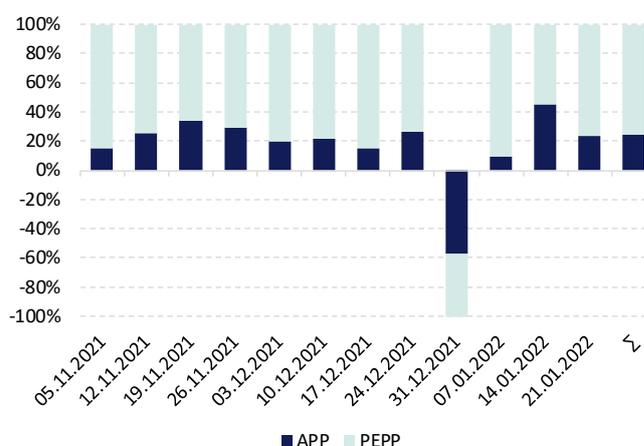
Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



Wöchentliches Ankaufvolumen



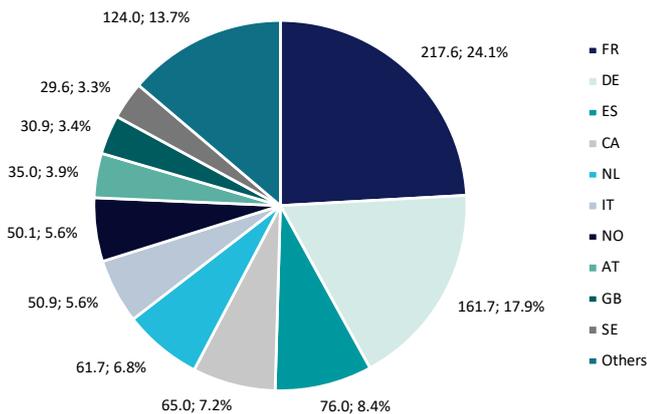
Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



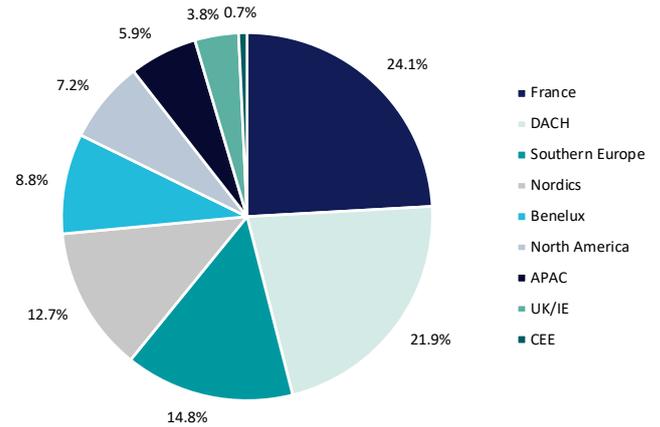
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



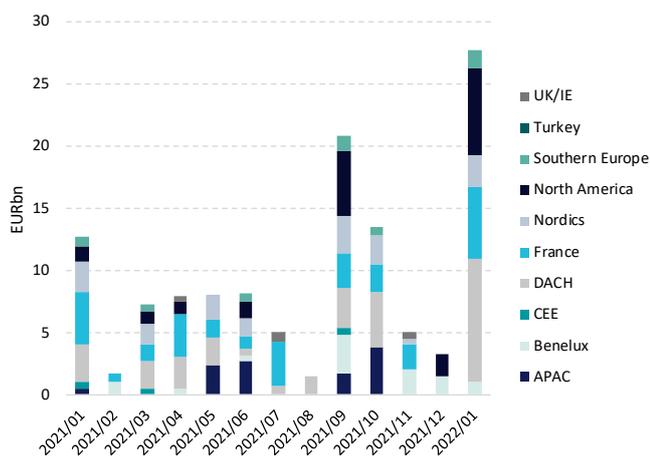
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



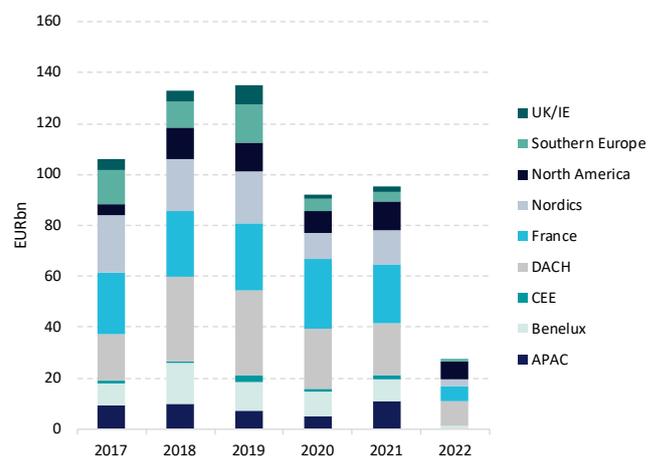
Top-10 Jurisdiktionen

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	217.6	209	11	0.93	10.2	5.7	0.83
2	DE	161.7	238	16	0.62	8.4	4.6	0.41
3	ES	76.0	61	4	1.14	11.8	3.8	1.81
4	CA	65.0	54	0	1.17	6.1	3.4	0.21
5	NL	61.7	64	0	0.91	11.7	7.8	0.71
6	IT	50.9	60	1	0.82	9.3	4.4	1.29
7	NO	50.1	58	9	0.86	7.4	4.1	0.38
8	AT	35.0	64	2	0.54	9.9	6.3	0.57
9	GB	30.9	37	1	0.86	8.5	3.5	0.91
10	SE	29.6	36	0	0.82	7.6	3.4	0.41

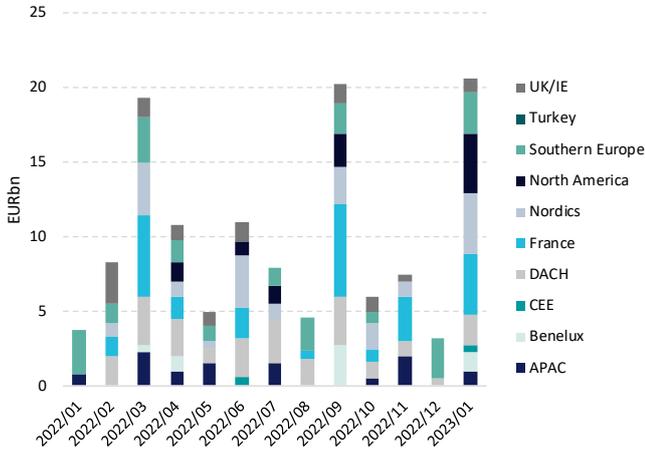
EUR-Benchmark-Emissionen je Monat



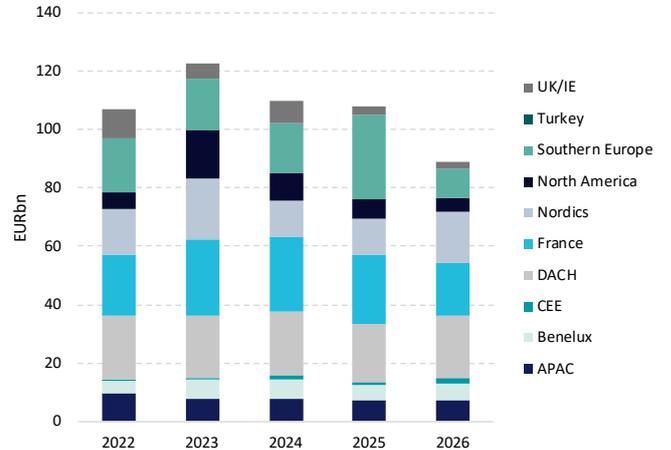
EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr



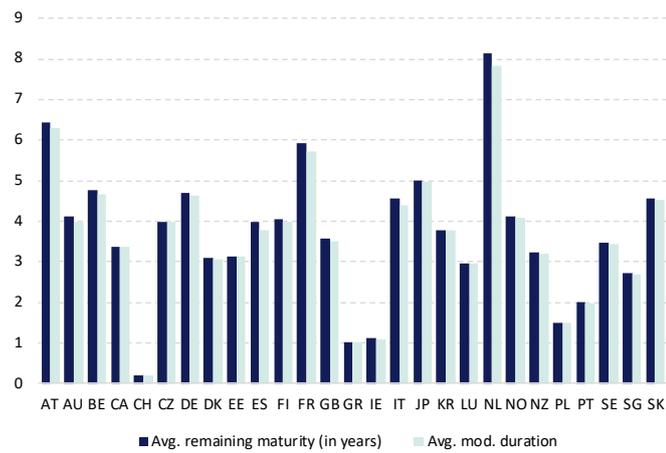
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



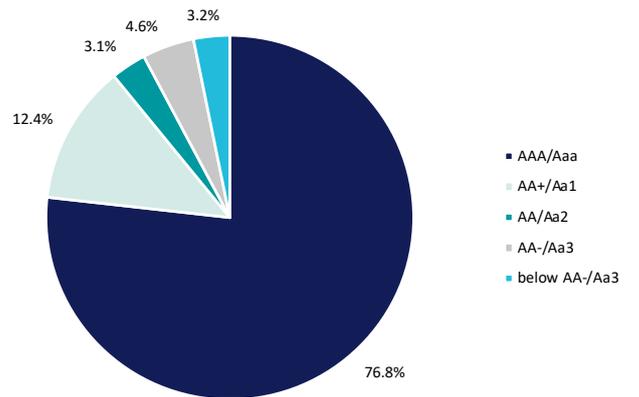
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



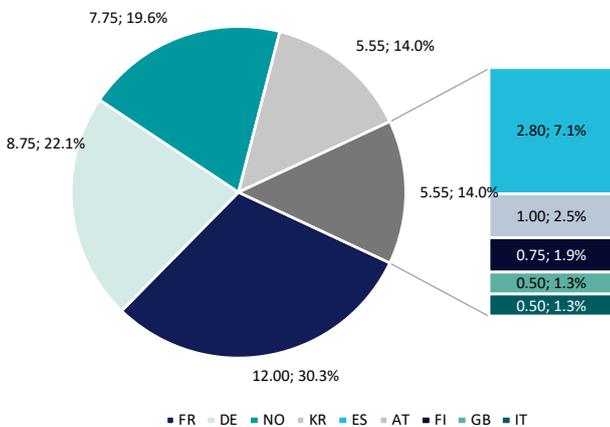
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



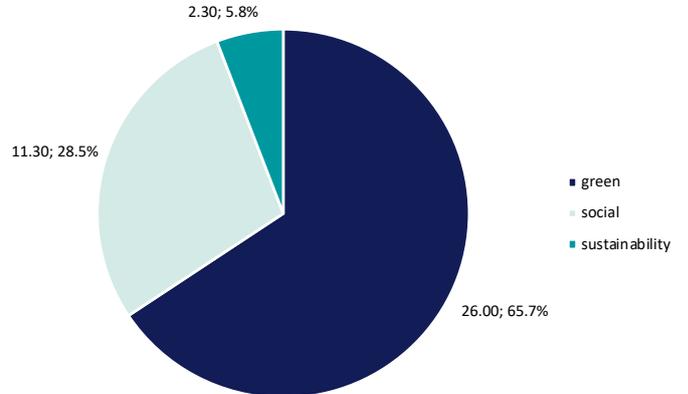
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

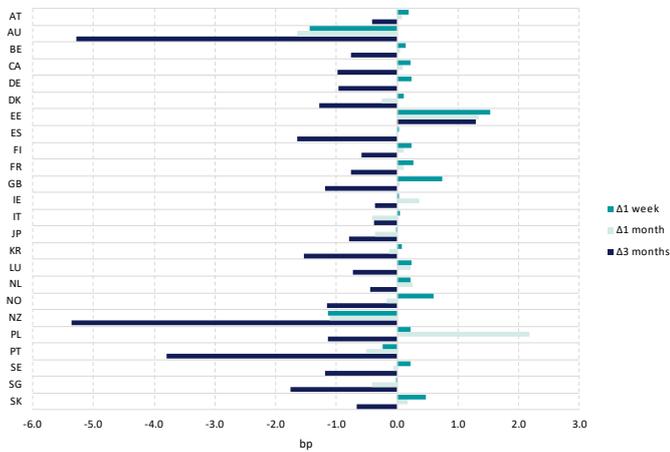


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

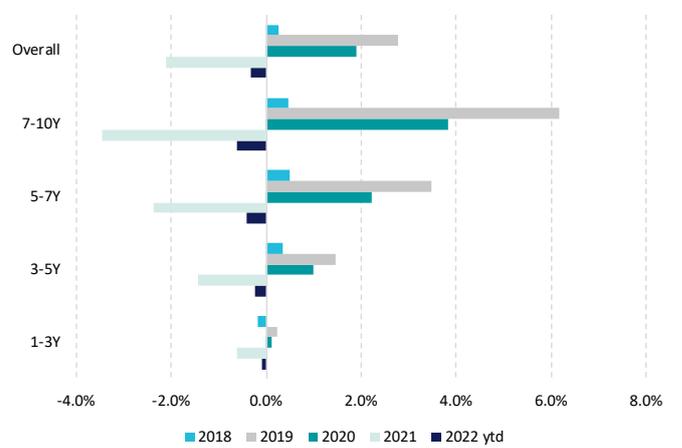


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

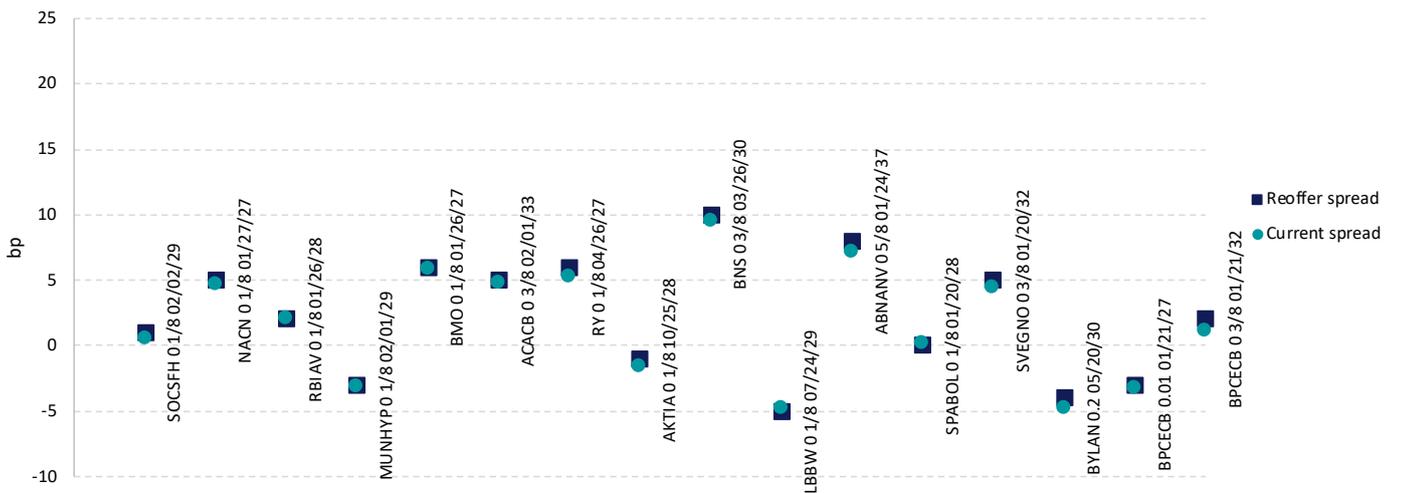
Spreadveränderung nach Land



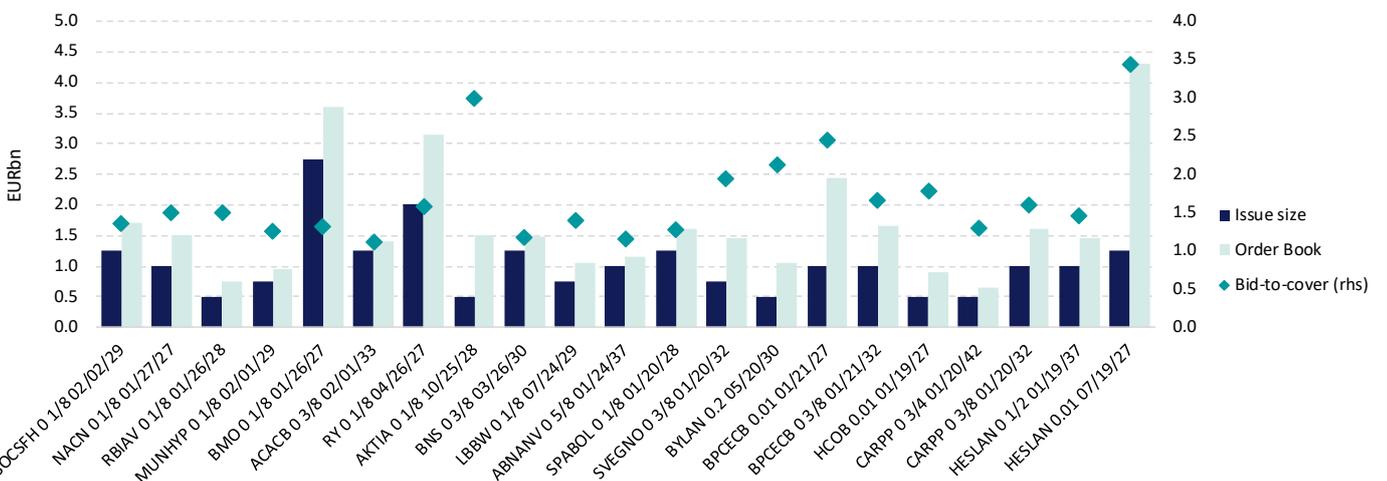
Covered Bond Performance (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

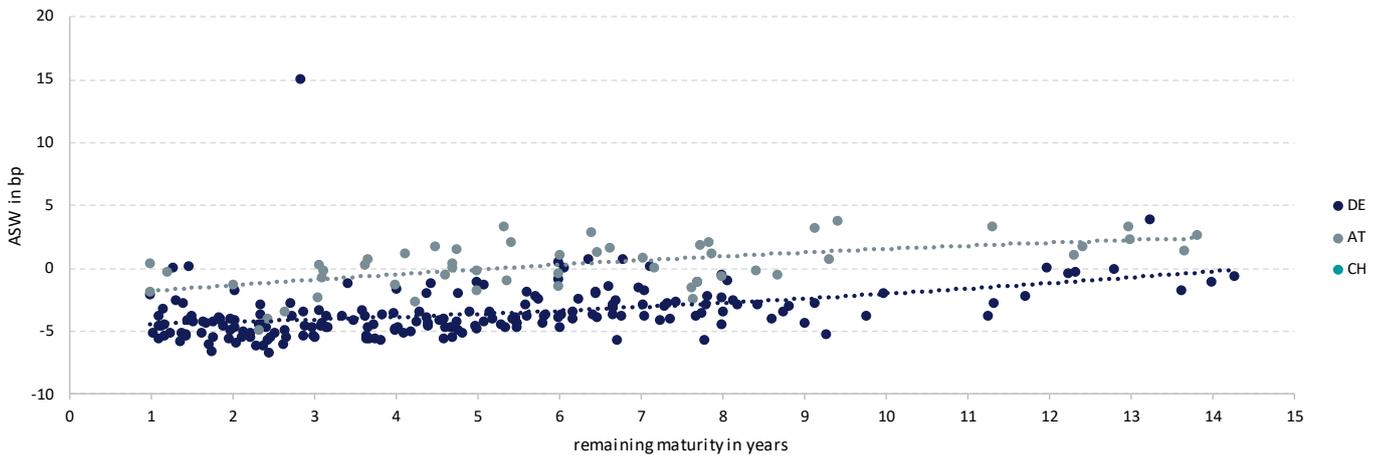


Orderbücher der letzten 15 Emissionen

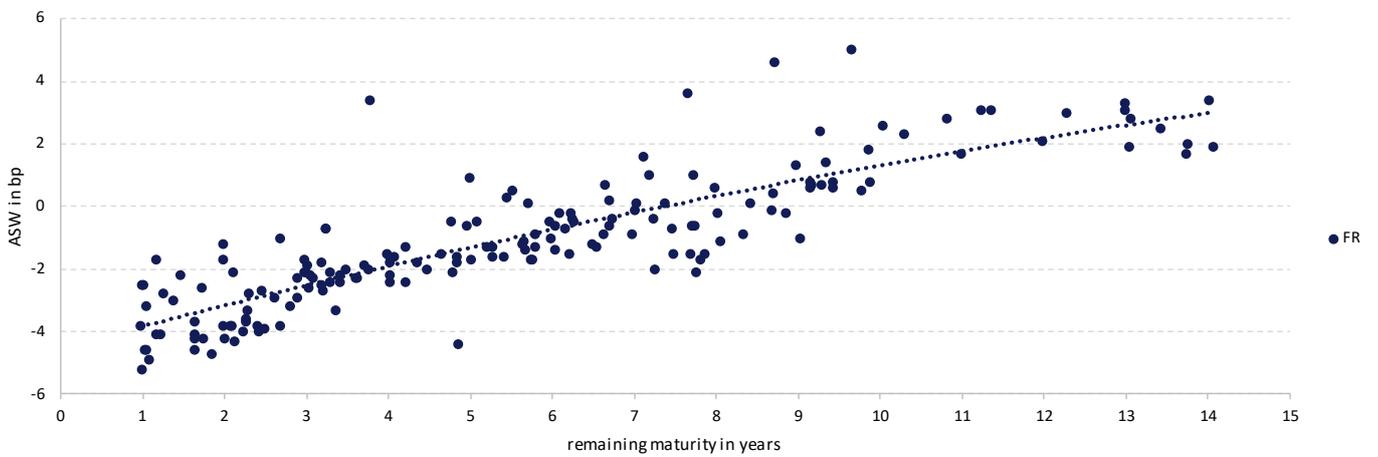


Spreadübersicht¹

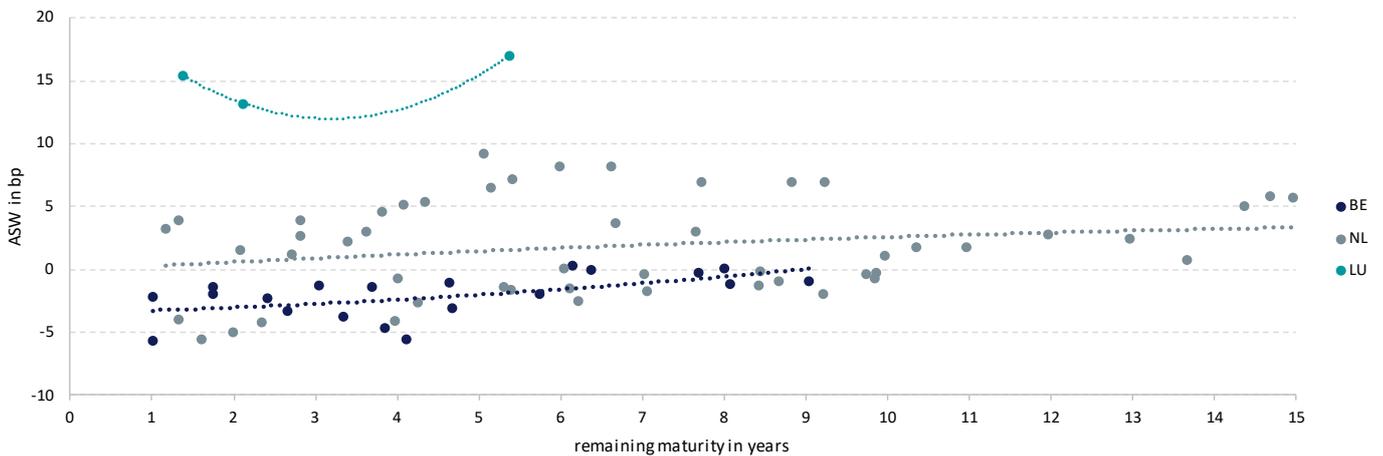
DACH 



France 

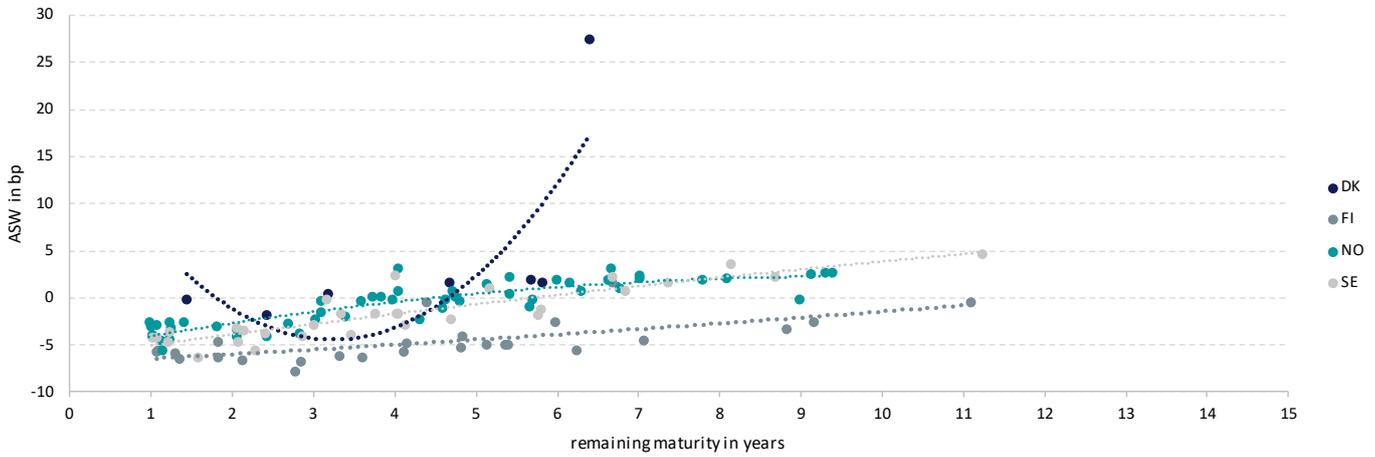


Benelux 

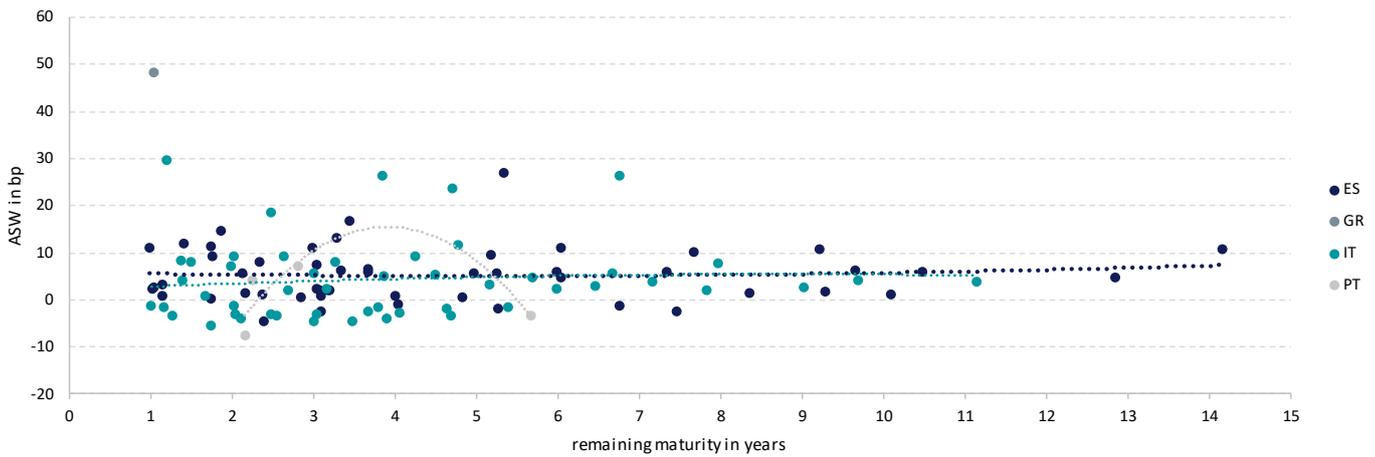


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research ¹Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

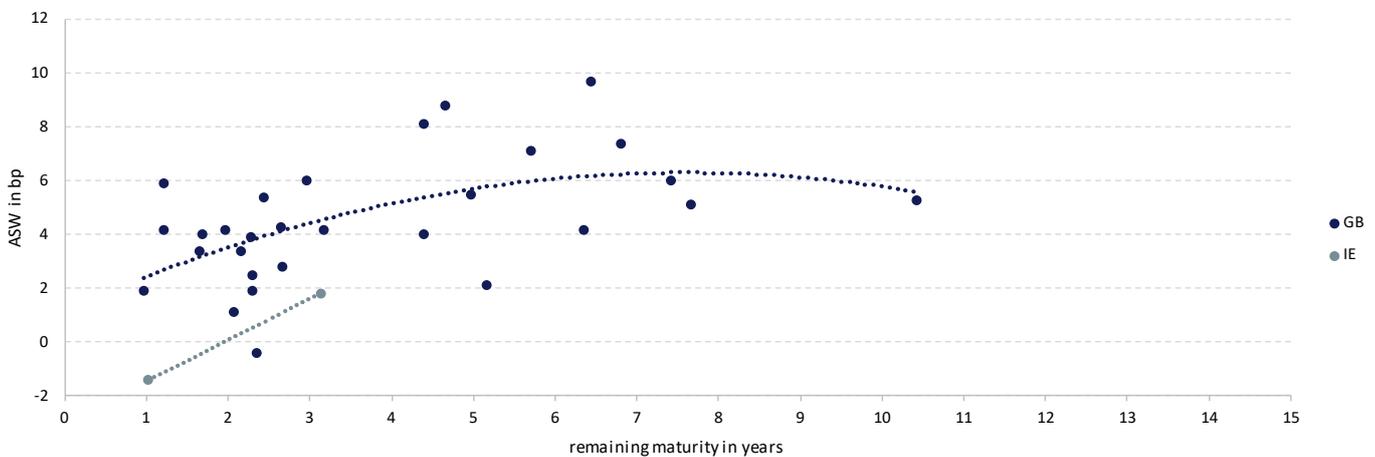
Nordics 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪



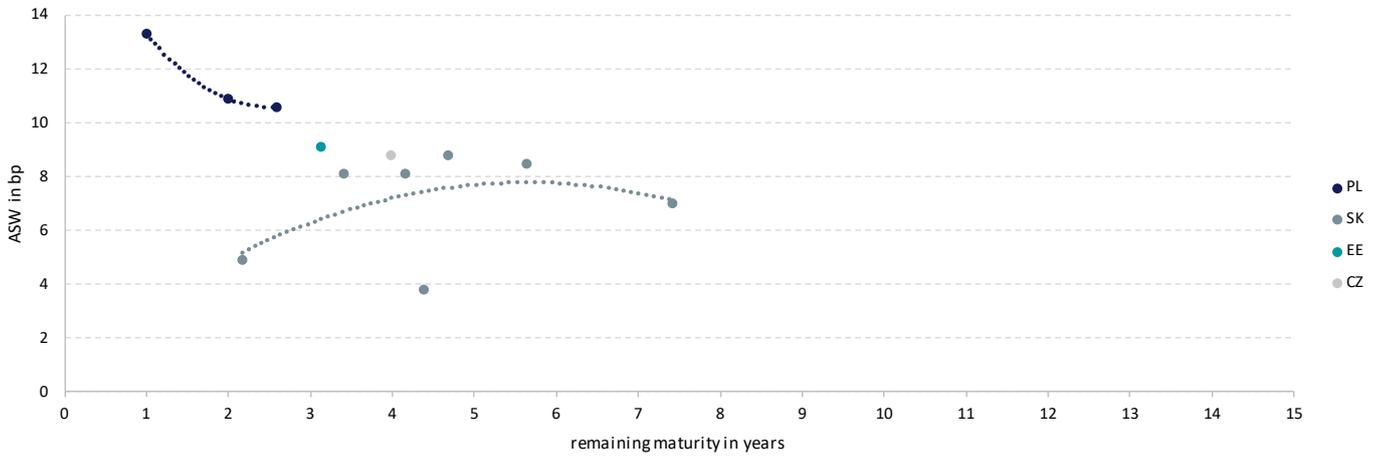
Southern Europe 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



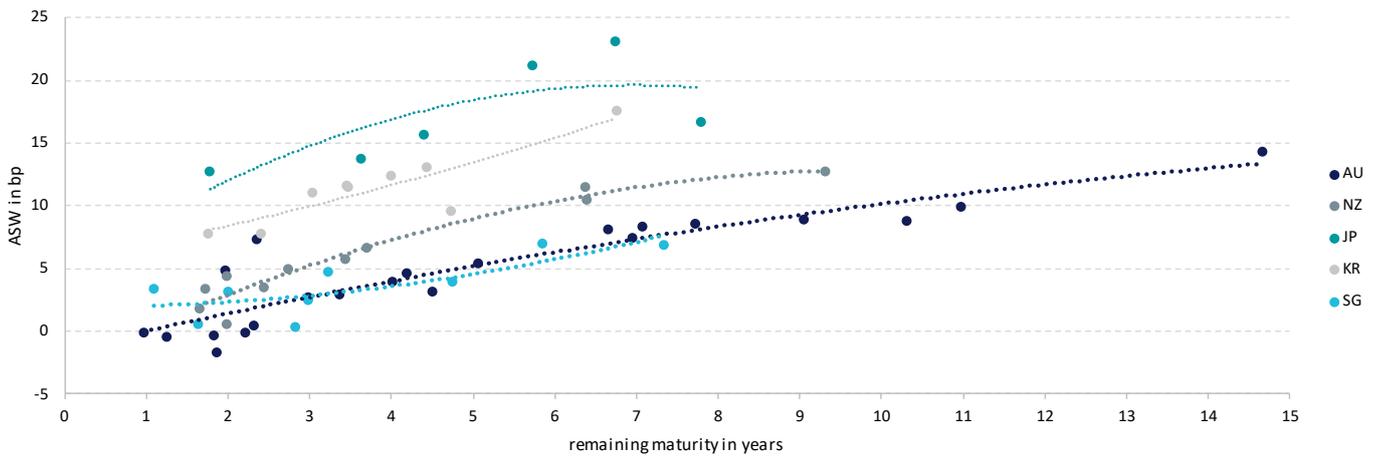
UK/IE 🇬🇧 🇮🇪



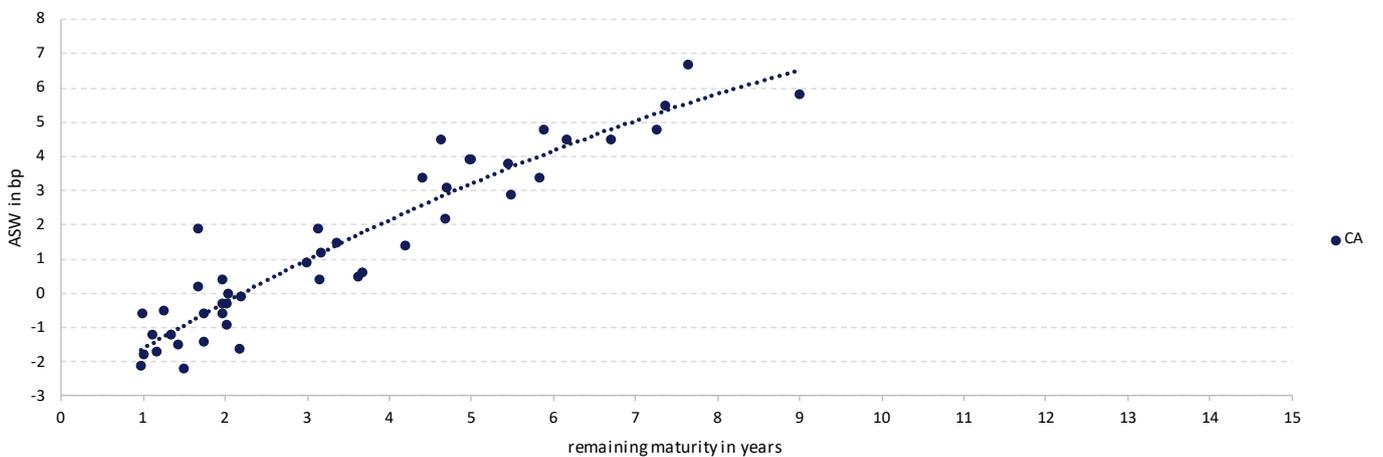
CEE 



APAC 



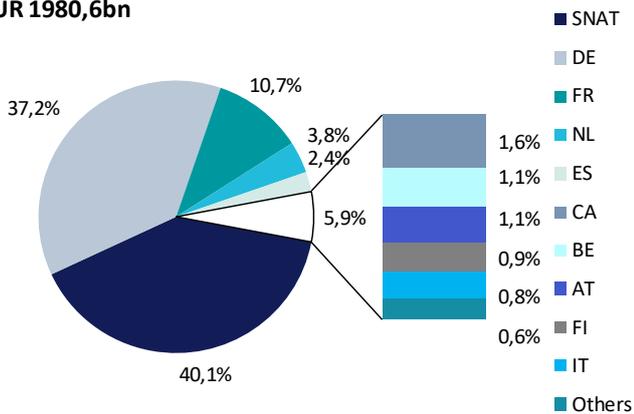
North America 



Charts & Figures SSA/Public Issuers

Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

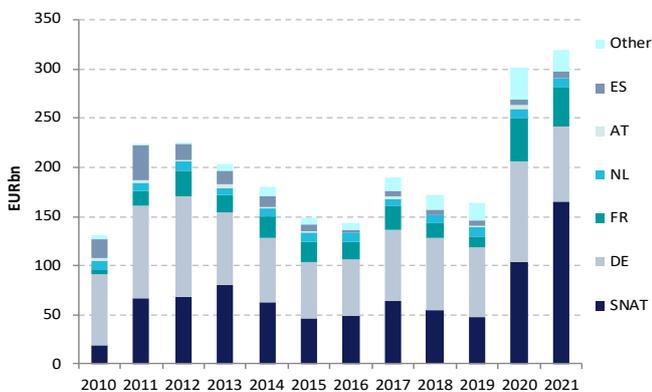
EUR 1980,6bn



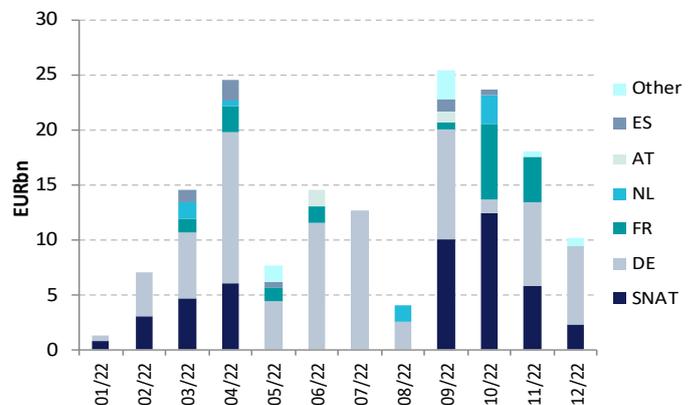
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (€bn)	No. of bonds	ØVol. (€bn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	794,0	195	4,1	8,6
DE	736,6	570	1,3	6,9
FR	211,5	147	1,4	5,7
NL	74,3	69	1,1	6,7
ES	46,8	59	0,8	5,0
CA	30,7	21	1,5	5,5
BE	21,7	25	0,9	13,7
AT	21,2	23	0,9	4,9
FI	17,0	21	0,8	6,2
IT	15,0	19	0,8	5,5

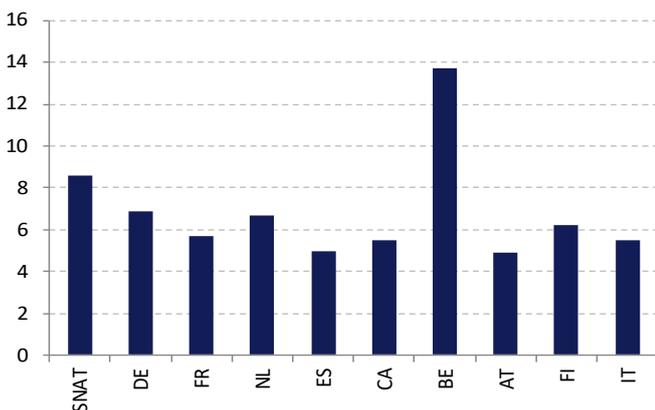
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



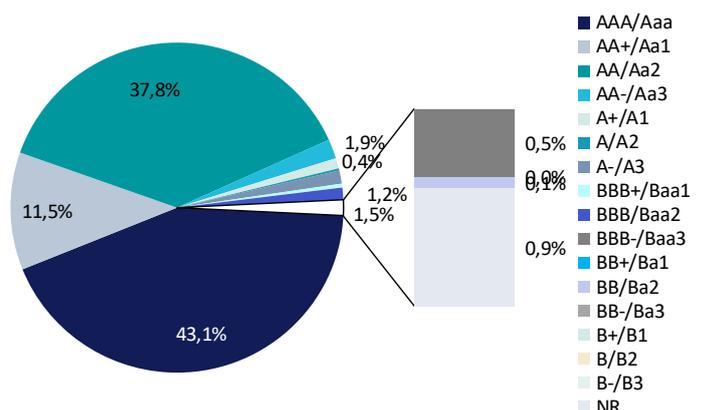
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



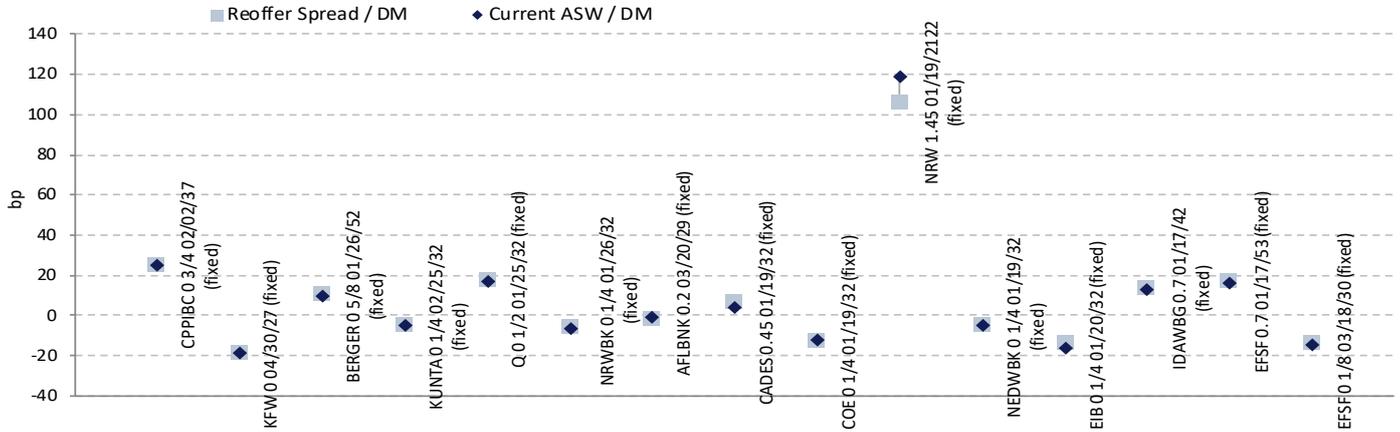
Vol. gew. Modified Duration nach Land



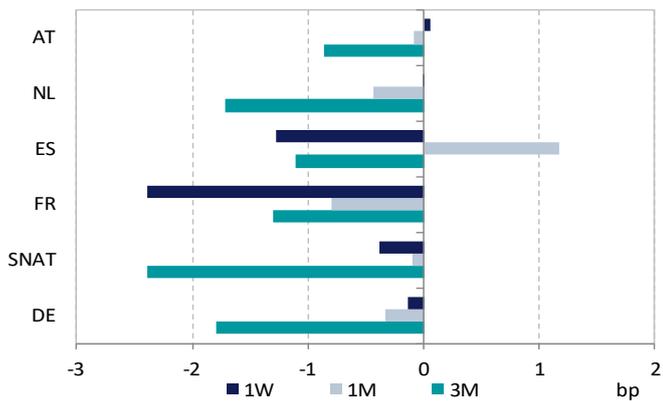
Ratingverteilung (volumengewichtet)



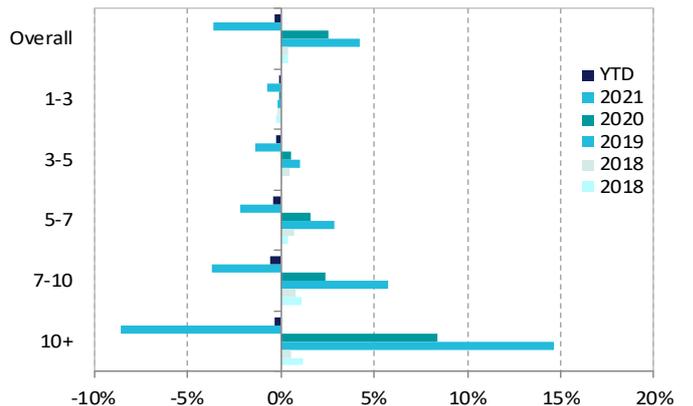
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



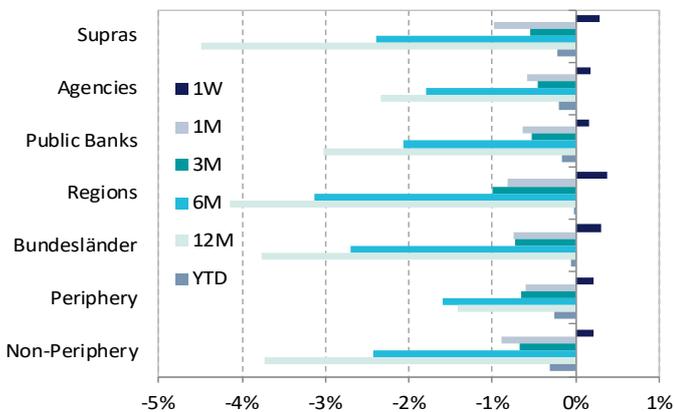
Spreadentwicklung nach Land



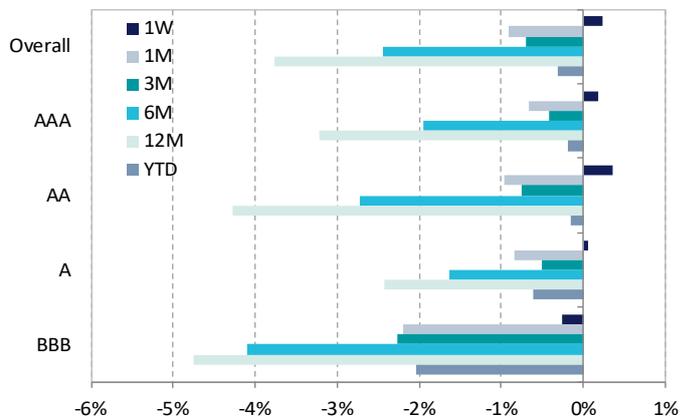
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

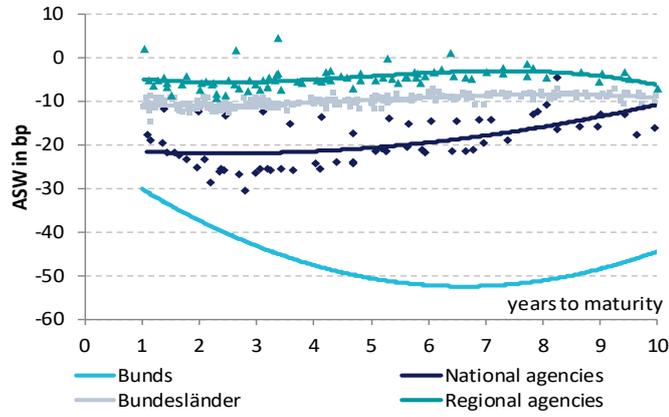


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

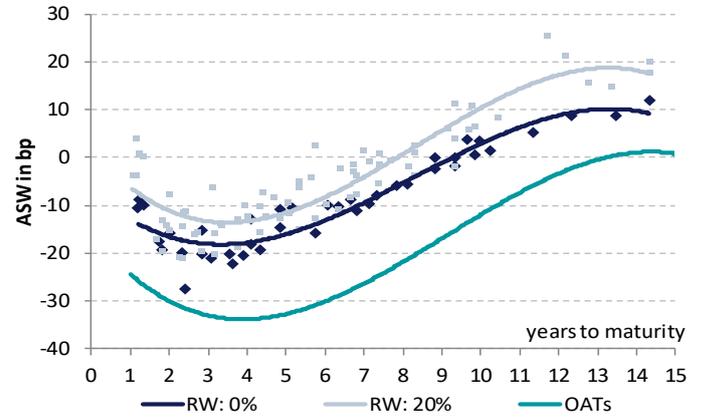


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

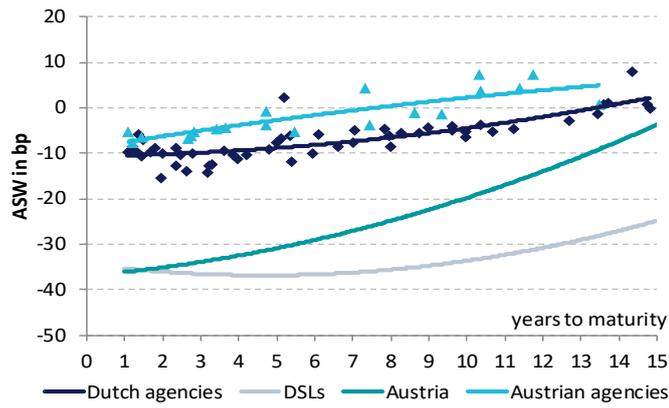
Germany (nach Segmenten)



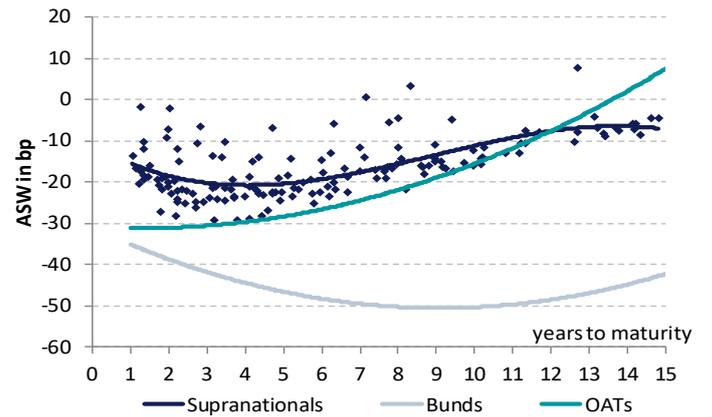
France (nach Risikogewichten)



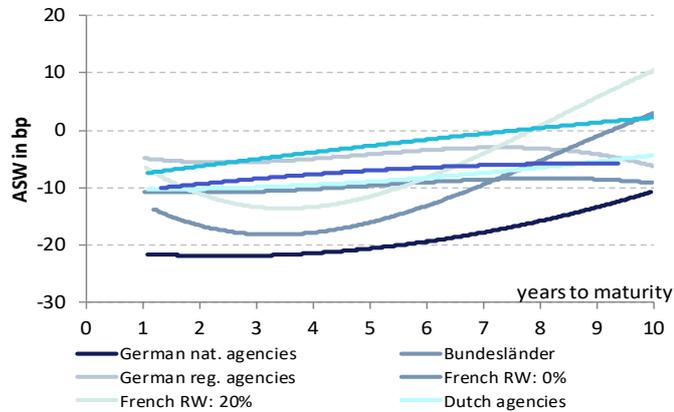
Netherlands & Austria



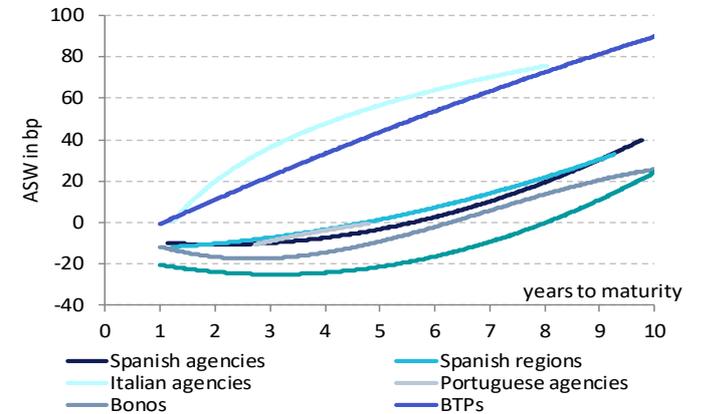
Supranationals



Core



Periphery



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

Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
02/2022 ♦ 19. Januar	<ul style="list-style-type: none"> EUR-Benchmarksegment im Fokus: Ein Covered Bond-Blick auf Belgien und die Niederlande 24. Sitzung des Stabilitätsrates (Dez. 2021)
01/2022 ♦ 12. Januar	<ul style="list-style-type: none"> Jahresrückblick 2021 – Covered Bonds Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick SSA-Jahresrückblick 2021: Rekorde über Rekorde
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 (PDLL)
37/2021 ♦ 24. November	<ul style="list-style-type: none"> Benchmark-Deals abseits des Euro: Wieder mehr Dynamik! Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2021 Beyond Bundesländer: Region Auvergne-Rhône-Alpes (ARA)
36/2021 ♦ 17. November	<ul style="list-style-type: none"> Primärmarktprognose 2022: Zeit für ein Comeback? Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes Beyond Bundesländer: Belgische Regionen im Spotlight
35/2021 ♦ 10. November	<ul style="list-style-type: none"> PEPP vor dem rechnerischen Ende – wird APP bald aufgepeppt? Spaniens großer Wurf: Haucht die neue Covered Bond-Gesetzgebung dem Markt neues Leben ein?
34/2021 ♦ 03. November	<ul style="list-style-type: none"> Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt: EU-Harmonisierung macht Einfluss bereits geltend Beyond Bundesländer: Spanische Regionen im Spotlight
33/2021 ♦ 27. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> Versicherungsunternehmen als Covered Bond-Investoren: Ein Blick auf Solvency II und die EIOPA-Statistik Der Ratingansatz von Scope
32/2021 ♦ 20. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> Vorschau EZB: Zwischenschritt für wegweisenden Dezember? ECBC veröffentlicht Jahresstatistik für 2020 Covered Bonds im Kontext des EZB-Sicherheitenrahmenwerks
31/2021 ♦ 22. September	<ul style="list-style-type: none"> Primärmarkt Covered Bonds: „A September to remember“ Ankündigung: Issuer Guide Deutsche Bundesländer 2021
30/2021 ♦ 15. September	<ul style="list-style-type: none"> Transparenzvorschrift § 28 PfandBG Q2/2021 Fitch: Covered Bond-Ratingansatz Update: Gemeinschaft deutscher Länder (Ticker: LANDER)
29/2021 ♦ 08. September	<ul style="list-style-type: none"> Kanadas Covered Bond-Markt mit neuer Dynamik: Zwei EUR-Debütanten Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes NGEU in den Startlöchern: 3, 2, 1 ... EU-Auktionen!

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

+49 172 169 2633

melanie.kiene@nordlb.de



Dr. Norman Rudschuck

SSA/Public Issuers

+49 152 090 24094

norman.rudschuck@nordlb.de



Dr. Frederik Kunze

Covered Bonds

+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 Bereiches Markets gebunden ist, eine direkte Verbindung der Vergütung mit Geschäften bei Wertpapierdienstleistungen oder Handelsgebühren ist jedoch untersagt. Vor diesem Hintergrund bestehen potentielle Interessenkonflikte, die die Objektivität der hierin enthaltenen Empfehlungen grds. beeinflussen könnten.

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

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

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

Die Weitergabe vertraulicher Informationen, die Einfluss auf Wertpapierkurse haben kann, wird durch die von den Handels-, Geschäfts- und Abwicklungsabteilungen unabhängige Compliance-Stelle der NORD/LB überwacht. Die Compliance-Stelle kann evtl. erforderliche Handelsverbote und -beschränkungen aussprechen, um sicherzustellen, dass Informationen, die Einfluss auf Wertpapierkurse haben können, nicht missbräuchlich verwendet werden und um zu verhindern, dass vertrauliche Informationen an Bereiche weitergegeben werden, die nur öffentlich zugängliche Informationen verwenden dürfen. Die Mitarbeiter des Bereichs Markets Strategy & Floor Research sind verpflichtet, die Compliance-Stelle über sämtliche (einschließlich externe) Transaktionen zu unterrichten, die sie auf eigene Rechnung oder für Rechnung eines Dritten oder im Interesse von Dritten tätigen. Auf diese Weise wird die Compliance-Stelle in die Lage versetzt, jegliche nicht-erlaubten Transaktionen durch diese Mitarbeiter zu identifizieren.

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

Weitere Wichtige Hinweise:

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

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

Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Währungskurse, Kursschwankungen der Finanzinstrumente und ähnliche Faktoren können den Wert, Preis und die Rendite der in dieser Information in Bezug genommenen Finanzinstrumente oder darauf bezogener Instrumente negativ beeinflussen. Im Zusammenhang mit Wertpapieren (Kauf, Verkauf, Verwahrung) fallen Gebühren und Provisionen an, welche die Rendite des Investments mindern. Die Bewertung aufgrund der historischen Wertentwicklung eines Wertpapiers oder Finanzinstruments lässt sich nicht zwingend auf dessen zukünftige Entwicklung übertragen.

Diese Information stellt keine Anlage-, Rechts-, Bilanzierungs- oder Steuerberatung sowie keine Zusicherung dar, dass ein Investment oder eine Strategie für die individuellen Verhältnisse des Empfängers geeignet oder angemessen ist, und kein Teil dieser Information stellt eine persönliche Empfehlung an einen Empfänger der Information dar. Auf die in dieser Information Bezug genommenen Wertpapiere oder sonstigen Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht für die persönlichen Anlagestrategien und -ziele, die finanzielle Situation oder individuellen Bedürfnisse des Empfängers geeignet.

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

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

Die NORD/LB und mit ihr verbundene Unternehmen können an Geschäften mit den in dieser Information dargestellten Finanzinstrumenten oder deren Basiswerte für eigene oder fremde Rechnung beteiligt sein, weitere Finanzinstrumente ausgeben, die gleiche oder ähnliche Ausgestaltungsmerkmale wie die der in dieser Information dargestellten Finanzinstrumente haben sowie Absicherungsgeschäfte zur Absicherung von Positionen vornehmen. Diese Maßnahmen können den Preis der in dieser Information dargestellten Finanzinstrumente beeinflussen.

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Australien:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Indonesien:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Irland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Japan:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Luxemburg:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Neuseeland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in den Niederlanden:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Österreich:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Polen:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Portugal:

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Schweden:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Schweiz:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Singapur:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Tschechischen Republik:

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

Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Zypern:

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

Zusätzliche Angaben

Redaktionsschluss: 26. Januar 2022 08:57h

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/empfehlungsuübersicht_renten. Das Passwort lautet "renten/Liste3".

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