



**Geschätzte Leserinnen und Leser,**

Wir verabschieden uns in eine kurze Pfingstpause. Heute informieren wir Sie darüber, dass unsere Wochenpublikation am 08. Juni **nicht** erscheinen wird.

Viel mehr freuen wir uns darauf, Ihnen am **Mittwoch, den 15. Juni**, unseren Covered Bond & SSA View auf den gewohnten Wegen zur Verfügung zu stellen.

**Ihr Markets Strategy & Floor Research**

## Covered Bond & SSA View

NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

# Inhalt

<b>Marktüberblick</b>	
<b>Covered Bonds</b>	<b>3</b>
<b>SSA/Public Issuers</b>	<b>5</b>
<b>EZB: Klopf, klopf – geldpolitische Zeitenwende vor der Tür</b>	<b>9</b>
<b>Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick</b>	<b>16</b>
<b>EZB-Finanzstabilitätsbericht sieht steigende Risiken im Euroraum: Ein kurzer Blick auf Covered Bonds</b>	<b>23</b>
<b>EZB-Tracker</b>	
<b>Asset Purchase Programme (APP)</b>	<b>27</b>
<b>Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)</b>	<b>32</b>
<b>Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP</b>	<b>35</b>
<b>Charts &amp; Figures</b>	
<b>Covered Bonds</b>	<b>36</b>
<b>SSA/Public Issuers</b>	<b>42</b>
<b>Ausgaben im Überblick</b>	<b>45</b>
<b>Publikationen im Überblick</b>	<b>46</b>
<b>Ansprechpartner in der NORD/LB</b>	<b>47</b>

## Flooranalysten:

### Covered Bonds/Banks

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

Melanie Kiene, CIIA  
[melanie.kiene@nordlb.de](mailto:melanie.kiene@nordlb.de)

### SSA/Public Issuers

Dr. Norman Rudschuck, CIIA  
[norman.rudschuck@nordlb.de](mailto:norman.rudschuck@nordlb.de)

Jan-Phillipp Hensing  
[jan-phillipp.hensing@nordlb.de](mailto:jan-phillipp.hensing@nordlb.de)

## Marktüberblick

### Covered Bonds

Autoren: Stefan Rahaus // Dr. Frederik Kunze

#### Primärmarkt: Zeitfenster werden genutzt und (noch) mehr Angebot

Nachdem speziell die länger laufenden Neuemissionen am Anfang vergangener Woche nicht mehr ganz so flüssig über die Bühne gingen, legte der Primärmarkt bedingt durch Feier- und Brückentage den Rest der vergangenen Handelswoche eine Atempause ein. Am Montag darauf folgte der Start in die Handelswoche mit einer frischen EUR-Benchmark der UniCredit Bank (vgl. auch [NORD/LB Issuer View – UniCredit Bank](#)) und am gestrigen Dienstag gingen mit BAWAG aus Österreich, der Bank of Queensland aus Australien sowie der Royal Bank of Canada drei weitere Emittenten auf ihre Investoren zu. Der Hypothekenspfandbrief der UniCredit Bank (EUR 500 Mio.; WNG; 5y) konnte final bei ms flat gepreist werden, nachdem der Bond bei einer Guidance von ms +5bp area in die Vermarktungsphase startete. Das Orderbuch summierte sich final auf EUR 935 Mio., was nahezu eine zweifache Überzeichnung anzeigte. Ausgehend von einem Fair Value bei ms -2bp wurde eine Neuemissionsprämie (NIP) von +2bp gezahlt. Geografisch ging der größte Anteil an der Allokation an Investoren in der DACH-Region (77%), gefolgt von den Nordics (9%) und Frankreich (5%). Nach Investorenarten dominierten Banks (51%) vor Asset Managers & Fund Managers (29%) sowie Central Banks/OI (20%). Eine EUR-Benchmark über EUR 750 Mio. (7,75y) konnte die BAWAG (vgl. auch [NORD/LB Issuer View – BAWAG Group](#)) erfolgreich platzieren. Die Bücher für den im aktuellen Marktumfeld durchaus mit einer langen Laufzeit ausgestatteten Bond öffneten bei ms +15bp area, wobei der finale Reoffer-Spread im Rahmen des Bookbuildings noch um einen Basispunkt einengen konnte. Das Orderbuch stand zuletzt bei EUR 1,1 Mrd. Den nunmehr fünften Bond aus Australien emittierte ebenfalls am Dienstag die Bank of Queensland. Das Volumen des CPT Covered Bonds lag bei EUR 600 Mio. Der finale Reoffer-Spread von ms +30bp lag auf dem Niveau der Guidance, wobei sich die Bücher auf über EUR 665 Mio. summierten. Die Royal Bank of Canada vermochte mit ihrem Deal das im laufenden Jahr platzierte Volumen aus Kanada um weitere EUR 1 Mrd. zu erhöhen. Nach einer Guidance bei ms +18bp war eine Einengung um zwei Basispunkte auf ms +16bp möglich. Mit dem jüngsten Pfandbrief der UniCredit Bank verbuchen wir im deutschen EUR-Benchmarksegment für das laufende Jahr nunmehr ein durchaus eindrucksvolles Emissionsvolumen in Höhe von EUR 24,75 Mrd., verteilt auf 24 Bonds. Damit liegt der Wert deutlich über dem Niveau des Vorjahres (EUR 16,5 Mrd.). Tatsächlich sehen wir uns vor dem Hintergrund der bisherigen Neuemissionen im gesamten EUR-Benchmarksegment, den anstehenden Fälligkeiten sowie dem stärkeren Fokus vieler Emittenten auf gedeckte Refinanzierung dazu veranlasst, unsere Angebotsprognose abermals nach oben anzupassen. Wir rechnen nunmehr mit Platzierungen von insgesamt EUR 155 Mrd. für das gesamte Jahr 2022.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
Bank of Queensland Ltd	AU	31.05.	xs2489398185	5.0y	0.60bn	ms +0bp	AAA / Aaa / -	-
Royal Bank of Canada	CA	31.05.	XS2488800405	7.0y	1.00bn	ms +16bp	AAA / Aaa / -	-
BAWAG	AT	31.05.	XS2487770104	7.8y	0.75bn	ms +14bp	- / Aaa / -	-
UniCredit Bank	DE	30.05.	DE000HV2AYZ8	5.0y	0.50bn	ms +0bp	- / Aaa / -	-

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

**Österreich: Moody's und Scope äußern sich zu neuen Kreditvergabestandards der FMA**

Die Österreichische Nationalbank (OeNB) hat aufgrund zu lockerer Kreditvergabestandards und steigender Immobilienpreise Risiken für die Finanzstabilität ausgemacht. Im Zuge dessen kündigte die österreichische [Finanzmarktaufsicht](#) (FMA) schärfere Regeln für die Kreditvergabe an, welche mit Wirkung zum 01. Juli 2022 eingeführt werden. Die neuen Regeln sehen u.a. eine maximale Beleihungswertgrenze (LTV-Limit) für Wohnbauhypotheken von 90%, eine maximale Schuldendienstquote von 40% des Einkommens der Kreditnehmer sowie eine maximale Kreditlaufzeit von 35 Jahren vor. Allerdings erlauben die neuen Standards, dass bis zu 20% der Neukredite die Beleihungsgrenze übersteigen darf, 10% die maximale Schuldendienstquote und 5% die Laufzeitbegrenzung überschreiten dürfen, solange nicht mehr als 20% der neuen Darlehen insgesamt eines der drei Limite bricht. Laut den Risikoexperten von Moody's sei zu erwarten, dass die neuen Vorgaben die Kreditqualität neuer Immobilienkredite verbessert und die Wahrscheinlichkeit von Zahlungsausfällen verringert, was entsprechend auch auf Covered Bonds in Österreich ausstrahlen sollte. Moody's sieht durch die neue kreditnehmerbezogene makroprudenzielle Hypothekarkreditpolitik einen Angleich Österreichs an jene europäischen Länder, die eher strenge Anforderungen an die Vergabe von Wohnbaukrediten stellen. Laut Moody's sind die neuen Regeln in Österreich strenger als die aus Deutschland, Italien, Spanien oder Großbritannien. Mit Blick auf Covered Bonds ist an dieser Stelle anzumerken, dass das Österreichische Pfandbriefgesetz (PfandBG) die Beleihungswertgrenze (LTV-Limit) für Eigenheimfinanzierungen bereits bei 80% zieht (kann je Institut durch Satzung auch darunter festgelegt werden) und das deutsche Pfandbriefgesetz den Beleihungsauslauf auf 60% limitiert. Die Aussagen von Moody's beziehen sich unseres Erachtens damit eher auf die generellen Anforderungen an die Kreditvergabe und auf die Verringerung von Risiken bei Wohnimmobilienkrediten im Allgemeinen. Die Ratingagentur Scope konstatiert dagegen in einer Stellungnahme vom 13. Mai 2022, dass die neuen Regeln die Finanzstabilität nicht sichern, solange Zinsänderungsrisiken davon ausgeschlossen seien. Traditionell wird in Österreich ein hoher Anteil der Immobiliendarlehen variabel verzinst, mit entsprechenden Gefahren bei zukünftig stark steigenden kurzfristigen Zinsen. Diese möglichen Entwicklungen und entsprechenden Gefahren für die Finanzstabilität sieht Scope mit dem aktuellen Instrumentarium nicht hinreichend berücksichtigt. Ferner würden die Ausnahmen von den neuen Regeln von bis zu 20% des Neugesäftsvolumens als zu generös bezeichnet. Wir hatten den österreichischen Covered Bond-Markt im Rahmen unserer Wochenpublikation bereits am [11. Mai 2022](#) ausführlicher betrachtet.

**CEE Covered Bonds: Moody's sieht in Summe begrenzte Risiken durch Inflationsspfad**

Die rasant steigenden Teuerungsraten machen auch vor der CEE-Region keineswegs halt. Mit Blick auf die Implikationen für Covered Bonds der Region gaben sich die Risikoexperten von Moody's zuletzt aber eher entspannt. Zwar sei die Anfälligkeit für Deckungsstöcke in Jurisdiktion wie Rumänien, Polen, Slowakei und Tschechien hier relativ gesehen höher. Allerdings seien die Risiken insgesamt begrenzt. Steigende Zinsen würden es außerdem ermöglichen, auf Seiten der Banken der Region eine kompensatorische Wirkung im Hinblick auf höhere Kosten zu entfalten. Als Merkmale der Kreditqualität hebt Moody's außerdem die vergleichsweise niedrige Verschuldung der Haushalte und den hohen Anteil selbstgenutzten Wohneigentums hervor. Im EUR-Benchmarksegment sind derzeit Emittenten aus Tschechien, Polen sowie der Slowakei vertreten. Wir rechnen hier durchaus mit einem Zuwachs in den kommenden Jahren, wobei insbesondere für kleinere Institute ein erfolgreiches Debüt im EUR-Subbenchmarksegment nicht ausschließen würden.

## Marktüberblick

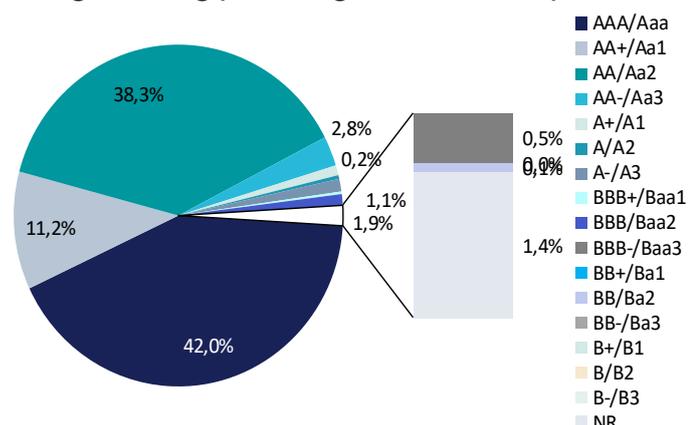
### SSA/Public Issuers

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, CIAA // Jan-Phillipp Hensing

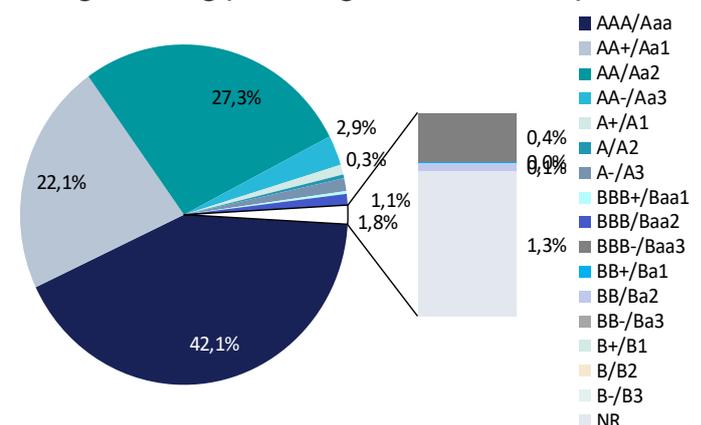
#### Rating: Upgrade für die EU und Euratom bei S&P – nun AA+ (stabil)

Nach der internen Überarbeitung ihrer Methodik für die Bewertung der Europäischen Union (EU) spiegelt das Rating nun die Einschätzung seitens S&P wider, dass alle 27 Mitgliedstaaten eine anhaltende Fähigkeit und Bereitschaft an den Tag legen, den EU-Haushalt zu unterstützen. Dies geht einher mit der außerordentlichen Unterstützung des Schuldendienstes der EU durch hoch bewertete Mitgliedstaaten unter gewissen Stressannahmen. Grundsätzlich berechnet S&P erst einen sog. Anker von „AA-“, der auf dem mit dem nominalen BIP gewichteten durchschnittlichen Rating aller Mitgliedsstaaten basiert. Außerdem berechnet S&P einen Aufschlag auf den Anker um zwei Notches, der auf den für den Schuldendienst zur Verfügung stehenden Mitteln basiert, gemessen an der Differenz zwischen den Höchstbeträgen, die die EU von den Mitgliedstaaten mit einem Rating oberhalb des Ankers einfordern kann (Obergrenze für die Eigenmittel) und dem Betrag, den diese Mitgliedstaaten tatsächlich jedes Jahr für den EU-Haushalt bereitstellen. Folglich hat die Ratingagentur die langfristigen Emittentenratings für die EU und Euratom von „AA“ auf „AA+“ angehoben und mit einem stabilen Ausblick versehen. Gravierendste Änderung: Nach der bisherigen Methodik wurden nur die Nettobeitragszahler zum EU-Haushalt berücksichtigt. Jetzt berücksichtigt die Methodologie den Anteil jedes Mitgliedstaats am nominalen BIP der EU. Alle Mitgliedstaaten werden nun in besagte Ankerberechnung einbezogen, da die EU eine starke, koordinierte und kohärente politische Reaktion auf eine Reihe externer Schocks gezeigt habe. Zu nennen sind hier in ersten Linie die von uns viel zitierten Programme SURE und NGEU. Hinzu kam der mehrjährige Finanzrahmen (2021-2027). Des Weiteren seien auch die Konstruktion des NGEU-Programms und der aufgezeigte Weg zur Generierung von mehr eigenen Einnahmen auf drei Säulen zu nennen: Emissionshandel, CO<sub>2</sub>-Grenzausgleichssystem und Residualgewinne multinationaler Unternehmen. Nach einer Anlaufphase dürften diese neuen Einnahmequellen dem EU-Haushalt in den Jahren 2026-2030 jährlich durchschnittlich bis zu EUR 17 Mrd. einbringen. Die EU-Ratingverbesserung verschiebt unsere volumengewichtete Verteilung wie folgt (Vergleich vorher/nachher):

Ratingverteilung (volumengewichtet; vorher)



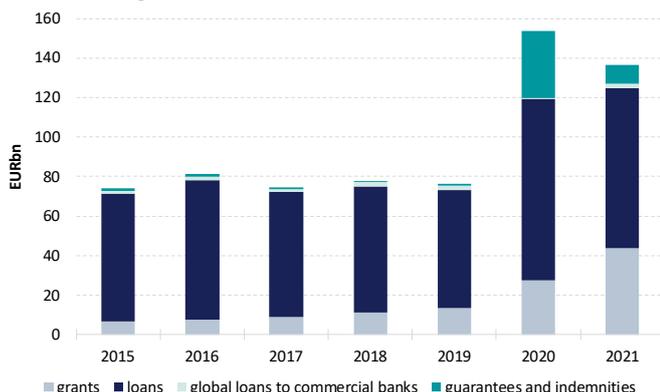
Ratingverteilung (volumengewichtet; nachher)



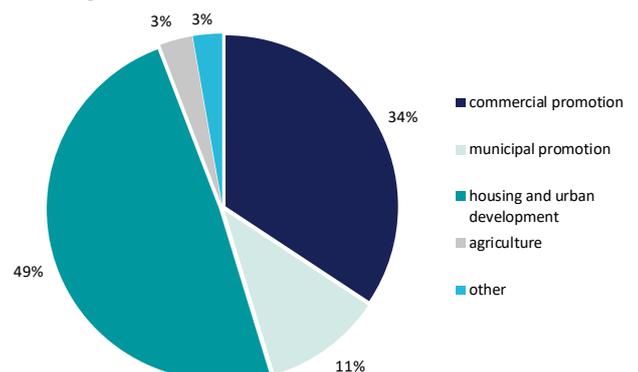
### Fördervolumina auch 2021 auf sehr hohem Niveau

Am 16. Mai hat der Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands (VÖB) die [Förderstatistik](#) für das Jahr 2021 veröffentlicht. Im Jahr 2021 vergaben demnach die Förderbanken des Bundes und der Länder knapp EUR 44 Mrd. an Zuschüssen aus Bundes- und Landesmitteln. Der Wert liegt damit, getrieben erneut durch die Corona-Pandemie, dreimal so hoch wie im Vorkrisenjahr 2019 und EUR 17 Mrd. über dem bisherigen Rekordjahr 2020. Der Löwenanteil entfiel dabei mit EUR 28 Mrd. auf die gewerblichen Förderungen, EUR 10 Mrd. flossen in den Wohnungs- und Städtebau. Die restliche Summe verteilt sich auf die kommunale Förderung, die Landwirtschaft und Sonstiges. Neben Zuschüssen vergeben Förderbanken zudem auch Darlehen (doppelt so relevant wie Zuschüsse), Bürgschaften und Haftungsfreistellungen. In der aggregierten Sichtweise beläuft sich das Volumen in 2021 über alle in der Statistik aufgeführten Förderinstrumente hinweg auf einen Wert von EUR 136,5 Mrd. Verglichen mit dem bisherigen Rekordjahr 2020 (EUR 153,9 Mrd.) befindet sich der Wert zwar um EUR 17,4 Mrd. darunter, allerdings ist gegenüber dem Vorkrisenjahr 2019 eine Steigerung von fast 80% (EUR +60,4 Mrd.) zu verzeichnen. In 2021 wiesen die Darlehen als Förderinstrument (EUR 81 Mrd.) mit 59% den größten Anteil auf: Mit EUR 39,6 Mrd. (49%) floss der Großteil der Förderdarlehen in den Wohnungs- und Städtebau, gefolgt von EUR 27,8 Mrd. (34%) für die gewerbliche Förderung. Auf die kommunale Förderung entfiel rund EUR 8,9 Mrd. (11%) und auf die Landwirtschaft EUR 2,5 Mrd. (3%). Die Übrigen EUR 2,2 Mrd. sind der Kategorie Sonstiges zuzuordnen. „Auch im zweiten Pandemie-Jahr haben die Förderbanken die deutsche Wirtschaft massiv unterstützt. Dank der Corona-Hilfsprogramme des Bundes und der Länder, die die Förderbanken an die Wirtschaft gegeben haben, ist Deutschland im Vergleich gut durch die Pandemie-Zeit gekommen. Doch die Wirtschaft bleibt im Krisenmodus. Wir spüren bereits die Auswirkungen des grausamen Ukraine-Kriegs. Die Förderbanken stehen weiterhin als starke Partner an der Seite von Wirtschaft, Politik und Gesellschaft, um die aktuellen und kommenden Herausforderungen zu meistern“, erklärt Erk Westermann-Lammers, Vorstandsvorsitzender der Investitionsbank Schleswig-Holstein und Vorsitzender des Ausschusses für Förderbanken des VÖB. Zusätzlich wird ergänzend angemerkt, dass Förderbanken nicht nur als Stabilitätsanker in der Krise anzusehen seien, sondern ebenfalls einen aktiven Part in der Transformation von Wirtschaft und Gesellschaft in Richtung Digitalisierung und Nachhaltigkeiten innehaben. Um sich schnell an ändernde Rahmenbedingungen anzupassen, sei zudem ein regulatorisches Umfeld notwendig, dass die Förderbanken bei ihren gesellschaftlichen Aufgaben unterstütze.

### Entwicklung der Förderinstrumente in Deutschland



### Aufteilung der Darlehen nach Förderbereich



**KfW-Kommunalpanel 2022: Kommunen durch Krise(n) gefordert**

Seit 2009 veröffentlicht die KfW jährlich das Ergebnis einer in Auftrag gegebenen Umfrage und repräsentativen Hochrechnung in Form des [KfW-Kommunalpanels](#). Durchgeführt wird diese durch das Deutsche Institut für Urbanistik (Difu). Hierbei werden die Kämmergeien in Städten und Gemeinden mit mehr als 2.000 Einwohnern sowie alle Landkreise befragt. Für die diesjährige Veröffentlichung sei noch vorab erwähnt, dass die Befragung bereits im Herbst 2021 erfolgte und somit die Ereignisse seit dem 24. Februar 2022 (Angriffskrieg Russlands) nicht eingeflossen sind. Nichtsdestotrotz ergaben die Befragungen, dass die Kommunen mit den Auswirkungen der Flutkatastrophe und der Corona-Pandemie bereits stark belastet sind – 48% der befragten Kämmergeien gaben ihre Finanzlage als „ausreichend“ oder sogar „mangelhaft“ an. Nur 21% empfinden ihre Haushaltssituation im zweiten Pandemiejahr als „gut“ oder „sehr gut“. Zwar konnte in dem Befragungsjahr 2021 dank des überraschend starken Steuerwachstums in der Kassenstatistik insgesamt ein Finanzierungsüberschuss von EUR 4,6 Mrd. erzielt werden, allerdings profitierten hiervon vor allem strukturstarke Regionen in Form von Gewerbesteuerzuwächsen. Auf der Einnahmenseite herrscht daher ein Ungleichgewicht, während die Mehrausgaben, wie beispielsweise höhere Sachkosten als Folge der Pandemie, alle Kommunen betreffen. Eine Rückkehr der Haushalte auf Vorkrisenniveau erwartet dabei eine Mehrheit der Kommunen erst in den nächsten zwei bis fünf Jahren. Insgesamt prognostizieren rund 70% der befragten Kommunen auf mittlere Frist eine Verschlechterung ihrer Finanzsituation, lediglich 9% eine Verbesserung. Gegenüber dem Vorjahr ist die Stimmung somit besser, jedoch nach wie vor unter dem langjährigen Durchschnitt. Hinsichtlich der Investitionen gehen die befragten Kommunen trotz finanzieller Planungsrisiken von einem leichten Anstieg auf EUR 40,6 Mrd. für das Jahr 2022 aus. Die Einschätzungen des letzten Jahres zeigen allerdings erneut, dass rund ein Drittel der geplanten Investitionen nicht realisiert werden. Außerdem sind die stark gestiegenen Baupreise bereits mit einkalkuliert. Des Weiteren sei eine Verschiebung der Investitionsschwerpunkte feststellbar: Vor allem in den Bereichen, welche im Zuge der Pandemie und der Flutkatastrophe besonders im Fokus standen (Schulen, IT und Katastrophenschutz), soll stärker investiert werden. Der wahrgenommene Investitionsrückstand der Kommunen wird dabei mit EUR 159 Mrd. beziffert. Der größte Anteil beläuft sich auf Schulen (EUR 45,6 Mrd.), gefolgt von Straßen (EUR 39,3 Mrd.) und Verwaltungsgebäuden (EUR 19,6 Mrd.). Über alle Investitionsbereiche hinweg gehen 28% der befragten Kommunen von einem Anstieg der Investitionsrückstände aus, jeweils 36% erwarten entweder keine Veränderung oder sogar einen Rückgang. Hinsichtlich der kommunalen Verschuldung lässt sich ein Anstieg feststellen. In neun der 13 Flächenländern stiegen die Kreditmarktschulden im Jahr 2021 an. Der Bestand an Kassenkrediten ist hingegen seit 2014 stetig gesunken. Interessant ist hierbei ein Blick auf die regionalen Unterschiede: Während die kommunale Verschuldung in Rheinland-Pfalz circa EUR 3.000 je Einwohner betrug, lag sie in Sachsen bei rund einem Sechstel, nämlich in Höhe von EUR 550 je Einwohner. Zwar profitieren aktuell (noch) hoch verschuldete Kommunen durch das Niedrigzinsumfeld, perspektivisch könnte dies jedoch weitere Risiken für die Kommunalhaushalte mit sich bringen. Einer Herausforderung müssen sich Kommunen bereits jetzt stellen: Der Krieg in der Ukraine setzt die Kommunen erneut in administrativer und finanzieller Hinsicht unter Druck. Steigende Energiepreise belasten die kommunalen Haushalte zusätzlich. Der Bund hat bereits eine finanzielle Entlastung von EUR 2 Mrd. für Länder und Kommunen auf den Weg gebracht. Inwieweit dieser Betrag zu einer nennenswerten Entlastung der angespannten Haushaltssituation der Kommunen führt, wird sich zeigen.

### Primärmarkt

Viele Neuemissionen in unserem SSA-Universum konnten diese Woche nicht beobachtet werden, dennoch gab es immerhin nennenswerten Nachschub für ESG-Investoren. Bereits in der letzten Ausgabe wiesen wir darauf hin, dass das Bundesland Baden-Württemberg (Ticker: BADWUR) ihren insgesamt zweiten Green Bond in Kürze begeben wird. Diese Woche wurde es dann bereits konkret: Mit einem Volumen von EUR 350 Mio. (WNG) liegt der Bond zwar im Subbenchmark-Bereich, dennoch möchten wir ihn nicht unerwähnt lassen. Gegenüber der Guidance von ms -10bp area konnte die Anleihe zwei Basispunkte enger bei ms -12bp bepreist werden. Das Orderbuch summierte sich auf EUR 610 Mio. was folglich eine Bid-to-Cover-Ratio von 1,7x ergibt. Zusätzlich konnten am gestrigen Dienstag zwei weitere ESG-Platzierungen verfolgt werden: Zum einen von der dänischen KommuneKredit (Ticker: KOMMUN) und zum anderen aus Spanien von der autonomen Gemeinschaft Andalusiens (Ticker: ANDAL). Die Dänen entschieden sich dabei für einen Green Bond mit siebenjähriger Laufzeit. Das Volumen betrug EUR 500 Mio. und soll – wenig überraschend – für Projekte im Einklang mit dem Green Bond Framework Verwendung finden. Bepreist wurde die Anleihe zu ms -5bp, gegenüber der Guidance von ms -3bp area war eine Einengung um zwei Basispunkte möglich. Das Orderbuch betrug schließlich EUR 975 Mio. Die autonome Gemeinschaft Andalusiens emittierte hingegen einen Sustainability Bond, ebenfalls mit einem Volumen in Höhe von EUR 500 Mio. Die Laufzeit der Anleihe beträgt indes zehn Jahre. Wie für unsere spanischen Emittenten üblich, erfolgt die Guidance und das Pricing nicht gegenüber der Mid-Swap-Kurve, sondern gegenüber den spanischen Staatsanleihen. Die anfängliche Guidance für den Deal betrug zunächst SPGB +28bp area, wurde kurze Zeit später bereits auf SPGB +26bp area revidiert. Platziert wurde die Nachhaltigkeitsanleihe schließlich zu SPGB +25bp. Unserer Berechnung nach beträgt dies circa ms +55bp. Die Bid-to-Cover-Ratio lag bei einem Orderbuch in Höhe von EUR 750 Mio. folglich bei 1,5x. Als Referenzgröße, um die oben genannten Bid-to-Cover-Ratios besser zu deuten: Der 2022er Mittelwert über alle bisherigen ESG-Emissionen in unserer Datenbank beträgt 3,7x. Das blanke ESG-Label macht noch keinen Deal zum Selbstläufer. Zudem war die KfW – so auch der Ticker – mit einem Tap am Montag auf den Bildschirmen zu sehen. Zwar für keinen ESG-Bond, dafür mit ordentlich Volumen: EUR 1 Mrd. wurden für die KfW 1,125% 03/31/37 zu ms -8bp (Guidance: ms -8bp area) eingesammelt. Das Orderbuch betrug EUR 1,25 Mrd. Gestern Nachmittag wurde eine weitere Mandatierung bekannt gegeben: Asian Development Bank. Beabsichtigt wird die Emission einer 15-jährigen EUR-Benchmarkanleihe seitens der ADB (so der Ticker). Wir erwarten die Öffnung der Bücher am heutigen Tag.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
ANDAL	ES	30.05.	ES0000090896	9.9y	0.50bn	ms +55bp	- / Baa2 / BBB+	X
KOMMUN	Nordics	30.05.	XS2489343793	6.9y	0.50bn	ms -5bp	- / Aaa / AAA	X

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

## Cross Asset

# EZB: Klopf, klopf – geldpolitische Zeitenwende vor der Tür

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

### **EZB-Sitzung am 09. Juni: Enttäuschte Gesichter möglicherweise vorprogrammiert**

Nach dem Ende der Nettoankäufe im Rahmen des PEPP Ende März verschiebt sich der Fokus der Marktbeobachter mit Blick auf die geldpolitische Gangart im Euroraum nun verstärkt auf die Steuerungsgrößen der verbleibenden (Netto-)Ankäufe des APP, die Zinserhöhungen bei den Referenzzinsen der Notenbank sowie am aktuellen Rand auch auf die unkonventionellen Instrumente (insbesondere TLTRO III). Wenngleich wir die Bedeutung des PEPP-Portfolios über das Ende der Nettoankäufe aufgrund der Reinvestitionen bis Ende 2024 nicht kleinreden wollen, gibt es bald Wichtigeres und Wegweisenderes in Frankfurts EZB-Tower zu entscheiden. Im Mittelpunkt steht aber längst nicht mehr allein die Frage, wie die EZB-Verantwortlichen die geldpolitische (Zeiten-)Wende einleiten, sondern vielmehr, was die durch die Eskalation in der Ukraine ausgelöste Zeitenwende für Implikationen für die reale ökonomische Aktivität, die Preisentwicklungen aber auch die Stabilität der Finanzmärkte insgesamt mit sich bringt. Zu denken ist dabei insbesondere an die inflationären Impulse der dramatischen Entwicklungen. Für die in der kommenden Woche anstehende Vorstellung der Entscheidungen im Rahmen der jüngsten EZB-Sitzung sowie die diesen vorgelagerten Diskussionen innerhalb des Rats werden die Implikationen und Folgewirkungen des Angriffskriegs auf die Ukraine wenig überraschend abermals einen hohen Stellenwert aufweisen. Gleichwohl müssen die Währungshüter in Frankfurt ihr Mandat im Blick behalten, dessen Erfüllung vor sich rasant verschärfenden Herausforderungen auf der Inflationsseite steht.

### **Protokoll der April-Sitzung: Unsicherheit am Ruder!**

Es ist zwar der Blick in den Rückspiegel, der im Rahmen eines Previews nicht unbedingt die zentrale Rolle einnehmen sollte. Gleichwohl sind wir der Meinung, dass auch am aktuellen Rand Einblicke in die internen Diskussionen im EZB-Rat einen hohen Informationsgehalt mit sich bringen. Selbst wenn die Einschätzung, dass die Unsicherheit im Hinblick auf die Preisentwicklungen im gemeinsamen Währungsraum immens war (und ist) nicht wirklich überrascht. Die am 19. Mai vorgelegten [Protokollierungen der EZB-Sitzung vom 13. und 14. April](#) spiegeln genau dies wider: Allein 23-mal fiel das Wort „uncertainty“ in den Aufzeichnungen. Uneinigkeit im Rat offenbarte sich unter anderem bei der Frage des Pfades der Lohnentwicklung, welche insbesondere bei der Bewertung der Nachhaltigkeit der Preissteigerungen bzw. des Inflationspfades eine hohe Bedeutung hat. In Bezug auf das Ende des Wertpapierankaufprogramms APP legen die Minutes zudem den Schluss nahe, dass das Gros der EZB-Entscheidungsträger die Meinung vertritt, dass „die Nettokäufe von Vermögenswerten eher früher als später im III. Quartal beendet werden sollten“. Auch der Aufschub mit Blick auf zu treffende Entscheidungen wird aus der Zusammenfassung der Diskussionsbeiträge aus der April-Sitzung zweifelsohne ersichtlich. So heißt es im Protokoll, dass die Auffassung vertreten wurde, „dass die Bedingungen für eine Anhebung der EZB-Leitzinsen für die geldpolitische Diskussion auf der Juni-Sitzung des EZB-Rats entscheidend sein werden“. In Summe würden wir durchaus resümieren, dass das Protokoll der April-Sitzung einen falkenhafteren Zungenschlag anzeigen als das im April verlesene Statement. Vor dem Hintergrund der jüngsten Entwicklungen steht der EZB-Rat auf der Juni-Sitzung regelrecht unter Zugzwang – zumindest mit Blick auf einen konkreteren Zeitplan.

**Blog-Beitrag: EZB-Präsidentin spricht von „schwarzer Null“ für das III. Quartal**

Und der Rat scheint liefern zu wollen und an dieser „Guidance“ keinen Zweifel zu lassen. Bereits am 23. Mai äußerte sich EZB-Chefin Christine Lagarde in einem Blog-Beitrag auf der EZB-Homepage zur geldpolitischen Normalisierung im gemeinsamen Währungsraum (vgl. [Monetary policy normalisation in the euro area](#)). Zunächst holte Lagarde jedoch dahingehend aus, als dass sie sowohl die treibenden Kräfte hinter der „früheren“ niedrigen Inflation sowie dem neuen Inflationsumfeld diskutierte. Die Differenzierung zwischen der insbesondere durch eine schwache Nachfrage begünstigten Phase extrem niedriger Preiszuwächse sowie den durch zum Teil externe Schocks ausgelösten aufwärtsgerichteten Dynamiken bei der Inflationsentwicklung. Ebenso bewertet Lagarde den unsicheren Wachstumsausblick vor dem Hintergrund möglicher geldpolitischer Entscheidungen und Weichenstellungen. Dabei stellt sie aber auch klar, dass nicht von klassischen Überhitzungstendenzen zu sprechen sei. Auch die Belastungen des (importierten) Preisauftriebs für die privaten Haushalte z. B. durch sinkende Reallöhne ließ Lagarde genauso wenig unerwähnt wie die für den Industriesektor negativen Begleiterscheinungen hoher Energiekosten gepaart mit Nachfrageengpässen. All das verleitet sie augenscheinlich auch zu der Schlussfolgerung, dass vor dem Hintergrund der oben dargelegten Fakten davon auszugehen sei, dass die Nettokäufe im Rahmen des APP „sehr früh im III. Quartal“ enden werden. Dies würde dem EZB-Rat weiter eine Anhebung der Zinssätze auf der „Sitzung im Juli“ ermöglichen, was auch im Einklang mit der Forward Guidance steht. Sie fuhr fort: „Ausgehend von den derzeitigen Aussichten werden wir wahrscheinlich in der Lage sein, die negativen Zinssätze bis zum Ende des III. Quartals zu beenden.“

**Was war zuletzt sonst noch aus dem EZB-Rat zu vernehmen**

Im direkten Bezug zu den Ausführungen Lagardes sind auch die jüngsten Verlautbarungen des EZB-Chefvolkswirts Philip R. Lane zu stellen. Der Ökonom stellte klar, dass Zinserhöhungen naturgemäß in Schritten von 25 Basispunkten erfolgen würden. Entsprechend sehe er Erhöhungen um eben diese Höhe auf den Sitzungen im Juli und September als „Referenztempo“ an. So formulierte er es zumindest in seiner Antwort auf die Frage nach einem möglichen Schritt in Höhe von 50 Basispunkten im Juli, welche ihm am [23. Mai](#) im Rahmen eines Interviews mit der spanischen Zeitung *Cinco Días* gestellt wurde. Damit würgt er sicherlich nicht gänzlich die Diskussionen über derart markante Schritte ab, verbindet dies aber wiederum mit der Notwendigkeit einer entsprechenden Begründung. Ratsmitglied Robert Holzmann könnte hier im Rahmen der internen Debatte womöglich mit entsprechenden Argumenten zu Felde ziehen. Schließlich sprach er sich bereits in der vergangenen Woche dafür aus, zu erwägen, mit einem Schritt von einem halben Prozentpunkt in den Zinserhöhungszyklus einzusteigen. Mit Blick auf die notwendige Begründung thematisierte er, dass es wichtig sei, Stärke zu signalisieren. Zwischen den Zeilen lässt sich durchaus eine signifikante Abweichung gegenüber dem Blog-Post Lagardes erkennen. Schließlich dürfte sie eher auf der Linie „natürlicher“ Zinsschritte liegen, genau wie Lane. Tatsächlich sind die Befürworter eines beherzten Vorgehens im EZB-Rat unterrepräsentiert. Neben Holzmann sprach sich mit Klaas Knot (bereits am 17. Mai) ein weiterer EZB-Notenbanker für die Möglichkeit eines Juli-Schritts in der Größenordnung von 50 Basispunkten aus, knüpfte dies aber auch an eine dramatischere Entwicklung in Bezug auf die Inflation. Die Äußerungen der EZB-Ratsmitglieder im Vorfeld der Juni-Sitzung wirken aber zumindest dahingehend einhellig, dass im Juni noch keine Anpassung der Leitzinsen erfolgt, was natürlich auch mit dem noch laufenden APP zu erklären ist. Schon Mitte Mai sprach François Villeroy de Galhau von einem „entscheidenden“ Juni sowie von einem „aktiven“ Sommer.

### Weiterer EZB-Pfad in aller Munde

Auf die Gefahr hin, dass wir uns im Rahmen unserer Wochenpublikation wiederholen: Es existiert kein Handbuch, welchem zu entnehmen ist, wann der richtige Zeitpunkt für den Ausstieg aus quantitativen Maßnahmen ist, wo das Verhalten während einer Pandemie nachzulesen ist oder wie richtig (oder falsch) sich Zinserhöhungen während eines Angriffskrieges innerhalb Europas anfühlen. Fakt ist: Die Inflationsdaten rechtfertigen längst eine Zinsanhebung. Die Geister scheiden sich allerdings, ob es zwei bis drei Schritte oder „nur“ einer in 2022 sein sollten und ob es sich dann um zwei kleine Schritte (z. B. zehn Basispunkte), „normale“ (25 Basispunkte) oder große (50 Basispunkte) handeln könnte. Wir erwarten zunächst, dass die EZB-Projektionen aus dem März im Juni erneut überarbeitet und revidiert werden müssen (siehe Tabelle unten). Und zwar dergestalt, dass die Inflationserwartung erneut mindestens für 2022 weiter nach oben genommen, der Wachstumsausblick jedoch abermals abgesenkt werden wird. Dies ist Teil des Spagats der EZB – Inflation dämpfen wollen, ohne die Konjunktur abzuwürgen, solange noch etwas Wachstum prognostiziert wird. Dafür muss ohnehin erst das APP enden. Im EZB-Rat diskutieren bekanntermaßen Falken und Tauben. Wasser auf die Mühlen der Falken: Die Teuerungsrate in der Eurozone hatte im März und April mit je 7,4% den höchsten Stand seit Einführung des Euro als Verrechnungswährung 1999 erreicht und damit die Zielmarke der EZB von 2% erneut deutlich übertroffen. Die Tauben argumentieren beispielweise mit dem Krieg, den Lieferketten und Zero-Covid in China. Gestern gab es die erste Schätzung für die Inflationsdaten der Eurozone im Mai: Die Median der Umfrage hatte einen Wert von 7,8% vermuten lassen. Die VPI-Schätzung lag dann sogar bei 8,1%. Die EZB ist einzig dem Ziel der Geldwertstabilität verschrieben, was klar für eine Zinserhöhung sprechen würde. Sie wäre dann ggf. mitverantwortlich für das Abwürgen des Konjunkturmotors. Dies gehört nicht zu ihrem Mandat, wodurch sie sich klar von der US-amerikanischen Fed unterscheidet, die sich schon voll im Zinserhöhungsmodus befindet. Daher hinken meist Vergleiche des geldpolitischen Gebarens diesseits und jenseits des Atlantiks. Neue Projektionen im Juni könnten die BIP-Wachstumsrate und die Inflationsrate von den Fabulierungen über eine *STAG*flation wegbringen und den Gesprächen über eine *SLOW*flation näherbringen. Wie bereits bekannt und kommuniziert, endet das APP in Q3, aber der genaue Weg und ggf. das Tapering auf dem Weg dorthin sind noch unklar. Der Pfad sei datenabhängig. Wir entnehmen zudem der Presse, dass die EZB an einem Kriseninstrument arbeite, das im Falle eines unerwünschten Ausbruchs der Anleiherenditen (nach oben) der schwächeren Volkswirtschaften der Eurozone eingesetzt werden soll. Details würden uns sehr interessieren. Rückblick: Im Frühjahr 2008 erhöhte die EZB die Leitzinsen und bereute diesen Schritt nur wenige Wochen später, bevor sie zu einer beispiellosen Zinssenkungsorgie überging. 2011 erhöhte das Gremium unter Führung von Trichet die Zinsen zweimal hintereinander, Draghi übernahm und drehte die Zinsschraube von 1,5% auf 0,0%. Die EZB wird aus ihren letzten Zinserhöhungen sicher gelernt haben und deshalb auch im Juni nicht agieren. Dies könnte den einen oder anderen Marktteilnehmer enttäuschen.

### EZB-Projektionen für das Wachstum und die Inflation im Euroraum\*

	March 2022 projections				Adverse scenario				Severe scenario			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Real GDP	5,4	3,7	2,8	1,6	5,4	2,5	2,7	2,1	5,4	2,3	2,3	1,9
HICP inflation	2,6	5,1	2,1	1,9	2,6	5,9	2,0	1,6	2,6	7,1	2,7	1,9

\* Veränderungen gegenüber Vorjahr in %

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

**EZB-Projektionen: Aktualisierungen im Juni**

Was uns nicht zuletzt die EZB-Minutes der vergangenen Sitzungen zeigen, ist, dass die EZB-Projektionen im Zuge der aktuellen Entwicklungen gewissermaßen der Realität hinterherhinken. Das ist für Vorhersagen sicherlich ein hartes Urteil, aber vor dem Hintergrund der dramatischen Ereignisse in der Ukraine durchaus nachvollziehbar. Die nächsten Projektionen stehen kommende Woche im Rahmen der Juni-Sitzung an (vgl. EZB-Kalender) und sollten erneut weniger Wachstum sowie eine abermals höhere Preisdynamik anzeigen. Diese Anpassungen könnten dann auch zusätzliche Impulse für bedeutende geldpolitische Entscheidungen sein, wie wir weiter unten ausführen werden.

**EZB-Kalender: Alles eine Frage des Timings – künftige EZB-Ratssitzungen 2022**

Die EZB veröffentlicht regelmäßig [unverbindliche Kalender](#) für die regulären Tenderoperationen und die Mindestreserve-Erfüllungsperioden des Eurosystems sowie ihre Sitzungstermine für das laufende Jahr. Am 09. Juni stehen aktualisierte EZB-Projektionen an. Der aktuelle und der zu erwartende Preisauftrieb bis in das Jahr 2024 sollten gewissermaßen den Druck zum Handeln für den EZB-Rat erhöhen. Gleichzeitig erhöht sich damit nach unserer Auffassung auch die Wahrscheinlichkeit für die Bekanntgabe richtungsweisender Entscheidungen in der kommenden Woche.

- 09. Juni (neue EZB-Projektionen)
- 21. Juli
- 08. September (neue EZB-Projektionen)
- 27. Oktober
- 15. Dezember (neue EZB-Projektionen, erstmalig für 2025)

**Was erwarten wir, was hält der Rest des Jahres bereit?**

Die nachfolgenden Absätze sollen sich mit den unterschiedlichsten Diskussionspunkten auseinandersetzen:

- Wann erfolgt der erste Zinsschritt?
- Wie hoch wird dieser sein?
- Wie viele folgen noch in 2022?
- Welcher Zinssatz bewegt sich zuerst?
- Wann endet das APP?
- Wie lange erfolgen noch Reinvestitionen im Rahmen des APP?

**Einordnung: Status quo**

Die Rekordinflation im Euroraum hat den EZB-Rat in Summe stärker ins Falkenlager gedrängt. Ein Großteil der geldpolitischen Entscheider befürwortet laut Interviews, Blogs und Umfragen sowie einer Zusammenschau der Nachrichtenagentur Bloomberg nun eine erste Zinserhöhung im Juli und eine Abkehr von den Negativzinsen im September. Der weitere Kurs der Notenbank sei Gegenstand heftiger Diskussionen. Wie bereits erwähnt, würden Falken wie der niederländische Zentralbankchef Klaas Knot, sein österreichischer Kollege Robert Holzmann und Lettlands Martins Kazaks darauf drängen, größere Zinsschritte zumindest als Option zu betrachten.

**Wann erfolgt der erste Zinsschritt?**

Damit wäre Frage 1 bereits beantwortet, schenkt man den aktuellen Meinungsäußerungen ausreichend Glauben: Die bevorstehende Sitzung birgt Enttäuschungspotenzial. Erst endet das APP, damit am 21. Juli der erste Zinsschritt beschlossen werden kann – und fiele somit in das III. Quartal. Dieser wird nach unserer Kenntnis nicht sofort und unverzüglich wirksam, sondern tritt circa eine Woche später in Kraft.

**Wie hoch wird dieser sein?**

Die Inflationsdaten rechtfertigen längst eine Zinsanhebung. Die Geister scheiden sich allerdings bei der Anzahl der Schritte und vor allem der Größe: Da keine Denkverbote existieren, wären auch kleine Schritte (z. B. zehn Basispunkte) denkbar. Aufgrund der Heftigkeit der Inflationsraten sehen wir in unserem Basisszenario jedoch „normale“ Schritte (25 Basispunkte). Wie die Forderungen mancher Zentralbanker auch zeigen, sind sogar vereinzelt große Schritte (50 Basispunkte) eher wahrscheinlich als kleine. Hier bleibt die Frage der Mehrheitsfähigkeit, welche wir bezweifeln.

**Wie viele Schritte folgen noch in 2022?**

Dies scheint noch nicht ausgemachte Sache zu sein und es bleiben in der zweiten Jahreshälfte noch vier weitere Ratssitzungen für ausreichend Handlungsspielraum, zwei von ihnen sind ausgestattet mit neuen Projektionen (September und Dezember). Wir stellen uns eher die Frage, welche Zinssätze sich wann bewegen und wie stark.

**Welcher Zinssatz bewegt sich zuerst?**

Klarer Favorit auf die erste Anhebung ist der Einlagesatz bzw. die Deposit Facility Rate: Diese liegt seit September 2019 bei -0,50% und ist hauptverantwortlich für Negativzinsen auf Giro- und Geschäftskonten. Hauptsächlich dient der Zinssatz natürlich der Übernachtanlage bei der EZB und hat eine dementsprechende Signalfunktion. Daher sehen wir hier eine Anhebung um 25 Basispunkte. Der Hauptrefinanzierungssatz und somit der Leitzins im engeren Sinne (MRO; Main Refinancing Operations Rate) liegt bereits seit März 2016 bei 0,00%. Ihm voraus ging ein Wert von 0,05%, womit gezeigt wäre, dass auch von 25bp abweichende Schritte nach oben oder unten jederzeit denkbar sind. Der Spitzenrefinanzierungssatz, also Geld über Nacht leihen von der Zentralbank, liegt ebenfalls seit März 2016 auf seinem Tiefstwert in Höhe von 0,25%. Spannend hierbei, wenn auch eher homöopathischer Natur: Der vorherige Wert betrug 0,30%, sodass hier ebenfalls ein Schritt um 5 Basispunkte vollzogen wurde. Dies hatte damals Signalfunktion, um einen symmetrischen Korridor der drei Zinssätze herzustellen. Diese Symmetrie (-0,25%; 0,00%; 0,25%) würde im Übrigen bei einer Anhebung des Einlagesatzes nach Pfingsten wieder erreicht werden. Dementsprechend sieht unser Basisszenario vor, dass diese Symmetrie beibehalten wird und der danach folgende Zinsschritt alle drei Zinssätze um 25 Basispunkte heben dürfte, sodass Negativzinsen seitens der Zentralbank der Vergangenheit angehören. Danach dürfte es in 2023 ggf. sogar wieder zu einer Ausweitung des symmetrischen Korridors kommen. Dieser betrug früher nach oben und nach unten jeweils mindestens 50, lange Zeit sogar 100 Basispunkte.

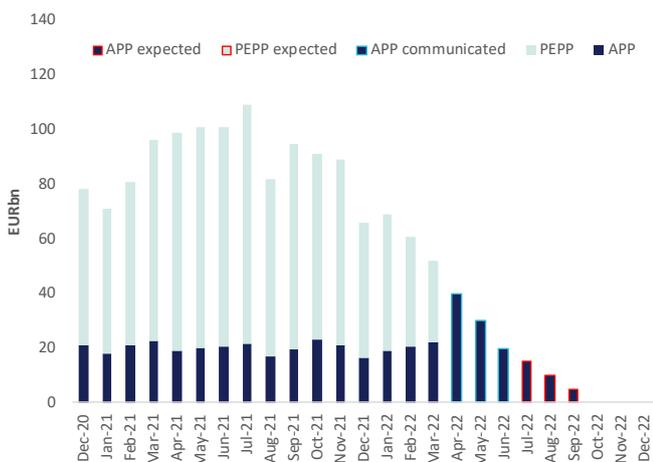
**Wann endet das APP?**

Bis gestern (Mai 2022) kaufte das Eurosystem im Rahmen des Asset Purchase Programmes (kurz: APP) noch Assets in Höhe von EUR 30 Mrd. im Monat an, ab heute (Juni 2022) sind es wieder – die bis Ende März üblichen – EUR 20 Mrd. je Monat. Wobei wir hier nicht mehr zu sehr in die Zukunft blicken sollten, was die Nettoankäufe im Rahmen des APP angeht: Unser ehemaliges Basisszenario von einer stufenweisen Rückführung in Q3 scheint sich nicht zu materialisieren, wahrscheinlicher ist ein abruptes Ende an einem Tag X im Juli. Reichlich unwahrscheinlich ist es, nur noch am 01. Juli anzukaufen, um den Tatbestand des III. Quartals faktisch zu erfüllen. Hier rücken eher der 15. Juli (Freitag) oder der 20. Juli (Vorabend der nächsten EZB-Entscheidung) in den Fokus. Das APP muss enden, bevor im Juli (21.) der Zinserhöhungszyklus eingeläutet wird. Hier scheint es dann doch eher zum kalten Entzug als einer mittelfristigen Entwöhnung zu kommen. Jedoch: Das APP wurde schon einmal netto beendet, bevor es wieder auflebte.

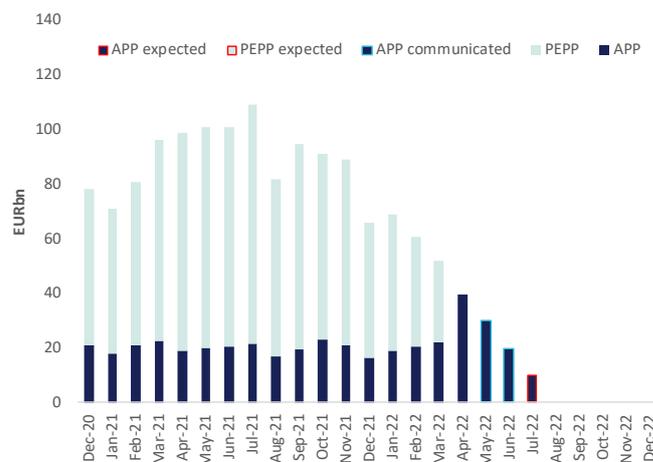
**Wie lange erfolgen noch Reinvestitionen im Rahmen des APP?**

So unklar die Datenlage und Berichterstattung des Eurosystems im Rahmen des PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) auch scheint, für die Reinvestitionen liegen die Karten klar auf dem Tisch: Obwohl das Programm seine Nettokäufe Ende März vor Ausschöpfung des selbstgesteckten Rahmens in Höhe von EUR 1.850 Mrd. einstellte, werden Fälligkeiten in teilweise (noch) unbekannter Höhe bis Ende 2024 reinvestiert. Das heißt, wir beschäftigen uns noch mehr als 2,5 Jahre mit dem PEPP und sehen keine Bilanzsummenverkürzung. Dies verhält sich im Rahmen des APP derzeit deutlich kryptischer: „Der EZB-Rat beabsichtigt zudem, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere weiterhin bei Fälligkeit für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginnt, vollumfänglich wieder anzulegen und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.“ Hier halten wir derzeit alles für denkbar von sechs Monaten bis über 24 Monate hinaus und erhoffen uns Hinweise im Rahmen der Pressekonferenz nach der Ratssitzung nächste Woche Donnerstag.

**APP und PEPP: Ankäufe und Basisszenario (alt)**



**APP und PEPP: Ankäufe und Basisszenario (neu)**



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

**TLTRO III weniger im Fokus, aber Zinspfad könnte vorzeitige Rückzahlungen dämpfen**

Mit Blick auf andere geldpolitische Instrumente wie TLTRO III und den Staffelnzins sind theoretisch ebenso Anpassungen oder Ankündigungen im Rahmen der Juni-Sitzung – oder im weiteren Jahresverlauf – denkbar. Das Ende der extrem attraktiven Verzinsung der TLTRO III-Tender (Sonderzinsperiode) bleibt aber unserer Auffassung nach besiegelt und eine Entscheidung zu Folgetendern wäre jetzt verfrüht. Durchaus bedeutende Implikationen für die Geschäftsbanken im Euroraum, die über nennenswerte Volumina an TLTRO III-Liquidität verfügen, hat der dem Ende der Sonderzinsperiode gegenüberstehende Anstieg der Leitzinsen (und hierbei vor allem der Deposit Facility Rate als Bestimmungsfaktor für die Verzinsung der Tender). Schließlich erfolgt die Berechnung der TLTRO III-Rate in einer durchschnittlichen Betrachtung über die Laufzeit der jeweiligen Tender. In einem aufwärtsgerichteten Zinspfad entstehe abermals das Potenzial für Arbitrage bzw. Carry. Auch aufgrund eines nennenswerten Prefundings in den vergangenen Wochen (vor allem über Covered Bonds) sehen wir daraus für 2022 keine nennenswerten Veränderungen auf der Angebotsseite. Was aber durchaus denkbar ist, ist, dass die Rückzahlungen ohne vorangegangene freiwillige Repayments im Jahr 2023 in geballter Form kommen, was je nach originärem Fundingbedarf mehr Supply an den Markt bringen könnte.

**Fazit und Kommentar**

Die Zinserhöhungserwartungen an den Finanzmärkten haben sich in den letzten Wochen noch einmal verstärkt. Minimum zwei Leitzinsschritte erscheinen demnach als Basisszenario zunehmend plausibler. Nicht zuletzt das vorgelegte Protokoll der Aprilsitzung gepaart mit dem sehr deutlichen Blogbeitrag von Präsidentin Lagarde stützen nach unserer Auffassung diese Sicht der Dinge. Für die EZB-Leitzinsentscheidung in acht Tagen würden wir aber keine hohen Erwartungen mit Blick auf konkrete Zinsankündigungen schüren wollen. Zunächst sollte am 09. Juni die abwartende Haltung abgelegt werden, welche sich stark auf neu kommende Daten bezieht. Dies dürfte folglich der Sargnagel des APP sein. Das späteste Enddatum kann nach unserem Verständnis nur der 20. Juli sein, der früheste Zeitpunkt der 01. Juli. Wir rechnen mit dem 15. Juli als wahrscheinlichstes Enddatum. In Bezug auf konkrete Zinsentscheidungen sehen wir auch diese Sitzung als weiteren Zwischenschritt an. Insofern hüten wir uns auch davor, die Junisitzung im Vorfeld als „Non-Event“ zu bezeichnen, die Zinswende klopft immer lauter an die Tür. Zudem verweisen wir auch mit Blick auf die neuen Projektionen im Juni eher auf einen Terminus namens „Slowflation“ statt „Stagflation“, da die Wachstumsprognosen allenthalben noch positiv auf 2022 blicken und gar keine Stagnation oder gar einen Rückgang des Bruttoinlandsproduktes prognostizieren – sondern eben eine Verlangsamung gepaart mit immer weiter anziehenden Inflationsraten. Im Juli dürfte dann der Zinssatz für die Einlagefazilität von -0,50% auf -0,25% angehoben werden. Im weiteren Jahresverlauf wäre der Negativzins ad acta gelegt (September) und auch der Leitzins läge nicht mehr bei 0%, wenn wir mindestens einen weiteren Zinsschritt in allen drei Leitzinssätzen korrekt annehmen. Künftig dürfte sich dieser Korridor von  $\pm 25$  Basispunkte nach oben und unten auf mindestens 50 Basispunkte ausweiten, bevor wir ein „New Normal“ in 2023 oder 2024 erreichen. Vielen mag dies am 09. Juni zu wenig sein, aber die EZB kann unserer Meinung nach auf den letzten Metern nicht vom Sequencing abweichen. Erst muss das APP in Q3 beendet werden, dann startet der Zinserhöhungszyklus – aber eben erst am 21. Juli.

## Covered Bonds

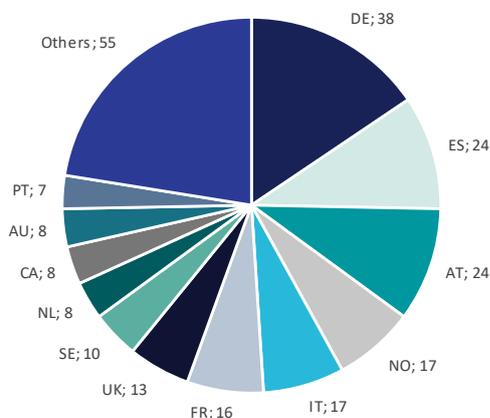
# Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick

Autor: Stefan Rahaus

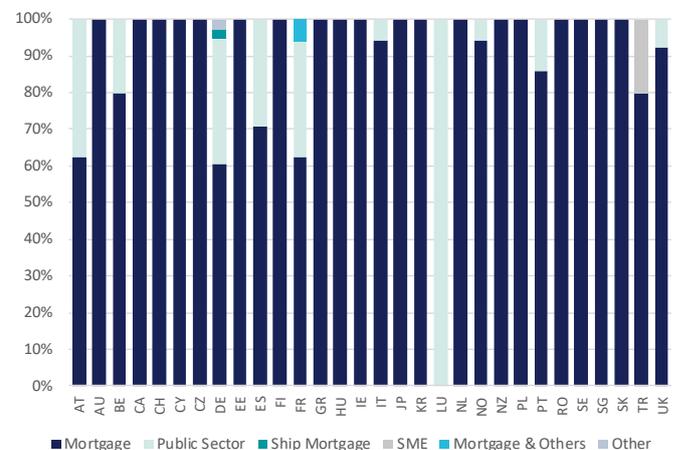
### 245 geratete Covered Bond-Programme

Die Ratingagentur Moody's hat zuletzt Anfang Mai 2022 im Rahmen des Reports „Sector Update – Q1 2022 Geopolitical developments pose new risks to global recovery“ Details zu den von ihr gerateten Covered Bond-Programmen veröffentlicht. Nachfolgend möchten wir erneut einen Einblick über das Universum dieser Covered Bonds geben. Moody's greift hierzu mehrheitlich auf Ratingberichte des III. Quartals 2021 zurück und bewertet Schlüsselkennzahlen zu Deckungsstockverlusten, Sicherheiten-Scores, Spielräumen beim Indikator für fristgerechte Zahlungen (TPI) sowie einer Kombination aus TPI-Spielraum und Übersicherung (OC). Demnach wurden für insgesamt 245 Covered Bond-Programme aus 30 Jurisdiktionen Ratingeinschätzungen vorgenommen (Vorquartal: 250). Damit deckt die Agentur einen signifikanten Anteil des gesamten Covered Bond-Universums ab. Mit Blick auf die Verteilung nach Jurisdiktionen kann konstatiert werden, dass Deutschland mit 38 Covered Bond-Programmen weiterhin den Spitzenplatz einnimmt. Es folgen Spanien und Österreich mit je 24, Norwegen und Italien mit je 17 und Frankreich mit 16 Programmen. 77,6% der Programme entfallen auf zwölf Länder, in denen mindestens sieben Programme geratet wurden. Die verbleibenden 55 Programme verteilen sich hingegen auf 18 Jurisdiktionen. Von den insgesamt 245 gerateten Covered Bond-Programmen sind 200 hypothekarisch-besichert und machen damit 81,6% an Moody's Covered Bond-Universum aus. Des Weiteren ratet Moody's 41 öffentliche Programme (16,7%), wobei hier knapp 83% aus Deutschland (13 Programme), Österreich (9), Spanien (7) sowie Frankreich (5) stammen. Moodys ratet aktuell nur ein mit Schiffen unterlegtes Covered Bond-Programme, welches in Deutschland aufgelegt wurde.

### Anzahl der Programme mit Moody's-Rating



### Verteilung der Programmarten nach Land



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

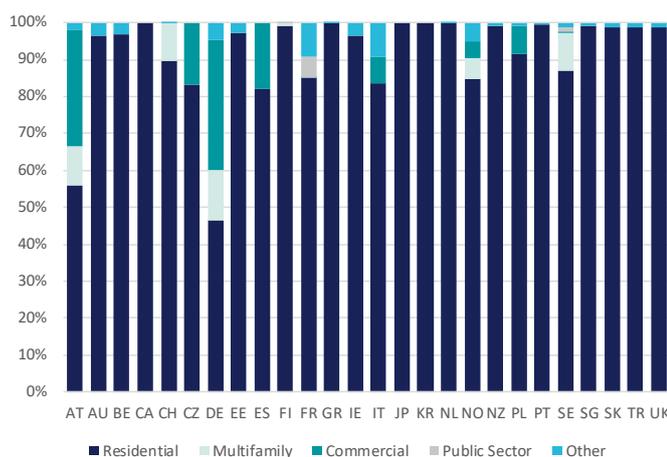
### Fokus auf Mortgage-Programme aus EUR-Benchmarkjurisdiktionen

Der Hauptfokus des Moody's Ratinguniversums bei Covered Bonds liegt also zweifelsohne auf Mortgage-Programmen, von denen ein Großteil EUR-Benchmarkjurisdiktionen zuzuordnen ist. Aus der Türkei (5 Programme), Schweiz (4), Ungarn (2), Zypern (1) und Rumänien (1) verzeichnen wir derzeit keine ausstehenden Covered Bond-Emissionen im EUR-Benchmarksegment. Aus diesen Gründen fokussieren wir uns nachfolgend auf jene hypothekarisch-besicherten Programme, die in EUR-Benchmarkjurisdiktionen aufgesetzt wurden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass aus den hierzu betrachteten Programmen nicht zwingend EUR-Benchmarks emittiert worden sein müssen. Vielmehr soll die Eingrenzung mit Blick auf Moody's gesamtes Covered Bond-Universum einer besseren Vergleichbarkeit von Kennzahlen aus Investorensicht dienen.

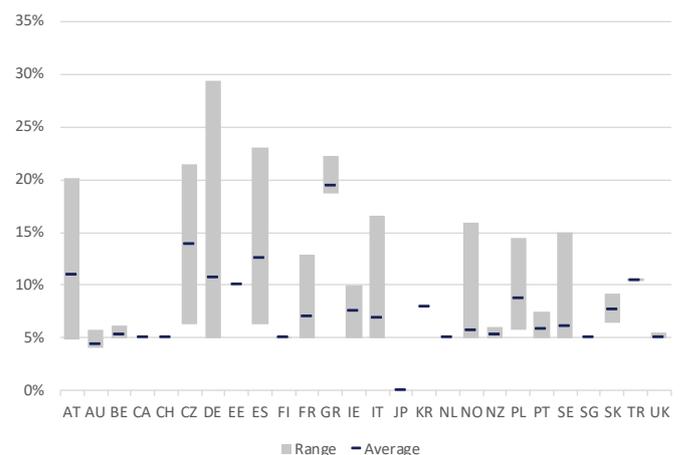
### Mortgage-Programme mehrheitlich mit wohnwirtschaftlichem Charakter

Ein Blick auf die von Moody's vorgenommene Klassifizierung der Deckungswerte der einzelnen Programme zeigt, dass Emissionen in fast allen Ländern zu über 80% durch wohnwirtschaftliche Assets gedeckt sind. Auffällig sind hier Deutschland und Österreich, die mit 46,5% bzw. 56,1% deutlich vom Durchschnitt (83,8%) nach unten abweichen. Dafür ist in diesen beiden Ländern der Anteil der gewerblichen Deckungswerte mit 35,4% in Deutschland und 31,5% in Österreich entsprechend höher. Anteile von über 10% an gewerblichen Assets haben noch Spanien mit 18% und Tschechien mit 16,8%. Über nennenswerte Anteile an Multi-Family-Assets verfügen neben Deutschland (13,5%) auch Österreich (10,3%) sowie die Schweiz (10,2%) und Schweden (10,1%). Deckungswerte des öffentlichen Sektors werden erwähnenswert nur in Frankreich (5,9%) und Schweden (1,2%) herangezogen, in beiden Fällen allerdings nur zu einem Bruchteil des Volumens des hypothekarischen Deckungsstocks.

### Struktur der Deckungsstöcke (Mortgage-Programme)



### Collateral Score nach Land (Mortgage-Programme)



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

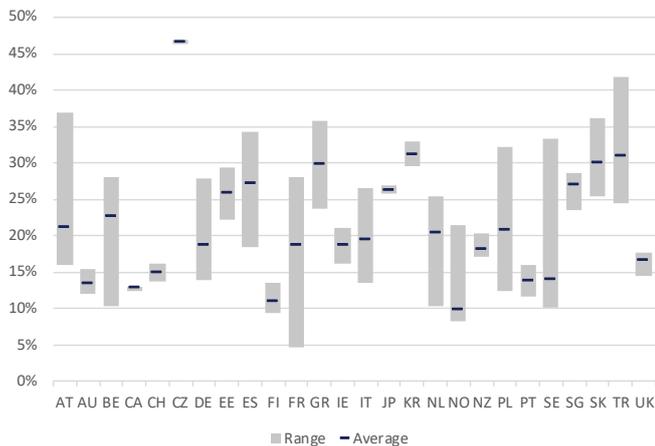
### **Der Collateral Score als Indikator der Deckungsstockqualität**

Eine wichtige Kennzahl in Moody's Covered Bond-Methodik ist der Collateral Score. Dieser misst die Kreditqualität des Deckungsstocks und beschreibt die erwartete Minderung der Deckungsstockwerte aufgrund eines Covered Bond-Ankerereignisses. Ein niedriger Wert zeigt eine hohe Qualität eines Deckungsstocks bzw. eine geringe Verschlechterung der Aktiva im Deckungsstock aufgrund einer Zahlungsunfähigkeit des Emittenten an. Zusätzlich betrachtet der Collateral Score die Verschlechterung der Kreditqualität der Cover Assets im Falle eines schweren Rezessionsszenarios. Grundsätzlich erachten wir es als adäquat, auch programm- bzw. jurisdiktionsübergreifend die Collateral Scores zu vergleichen. Gleichwohl sind hier einige spezifische Besonderheiten zu berücksichtigen. So sieht Moody's bei den Mortgage-Programmen mehrheitlich eine Untergrenze des Collateral Scores von 5% vor. In Australien reichen die Collateral Scores hingegen auch runter auf 4%, wohingegen in Japan – aufgrund der RMBS-Struktur der jeweiligen Programme – Collateral Scores ausschließlich bei 0% angesetzt werden. Der obenstehenden Grafik kann neben dem jeweils durchschnittlichen Collateral Score auf nationaler Ebene auch die Bandbreite der Ausprägungen entnommen werden. Mit Kanada, der Schweiz, den Niederlanden und Singapur weisen vier Jurisdiktionen Scores von ausschließlich 5% auf. Auch Finnland verfügt über eine sehr geringe Streuung (5% bis 5,1%). Für Österreich, Tschechien, Deutschland, Spanien, Italien, Norwegen und Schweden zeichnet sich hingegen eine Bandbreite der Collateral Scores von 10% oder mehr ab. Der einfache Durchschnitt aller Collateral Scores lag für wohnwirtschaftliche Assets zuletzt bei 8,1%, wobei dieser Durchschnittswert seit Q2/2018 in einer sehr engen Spanne zwischen 8,0% und 8,2% seitwärts tendiert. In den Jahren davor hatte sich dieser Wert ausgehend von einem Niveau um 11% sukzessive verbessert. In Griechenland (durchschnittlicher Collateral Score: 19,4%), Tschechien (13,9%) und Spanien (12,6%) ist von der geringsten durchschnittlichen Qualität der in den Deckungsstöcken enthaltenen Assets auszugehen. Auf globaler Ebene zeichnet sich wenig überraschend ein sehr differenziertes Bild.

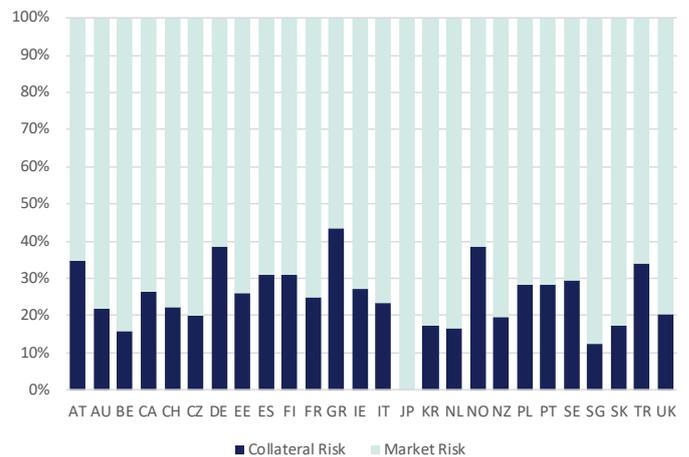
### **Cover Pool Losses als Zwei-Komponenten-Kennzahl**

Mit Hilfe der Cover Pool Losses (CPL) spiegeln die Ratingexperten von Moody's die zu erwartenden Verluste in der Deckungsmasse nach einem Ausfall des Emittenten wider. Das Risiko setzt sich dabei aus den zwei Komponenten Marktrisiko (Refinanzierungs-, Zins- und Währungsrisiken) und Collateral-Risiko (Asset-Qualität und Kreditrisiko) zusammen. Im dritten Quartal 2021 lag das einfache durchschnittliche Marktrisiko für Hypothekenprogramme bei 13,7% und wies damit den niedrigsten Wert seit 2013 auf. Das Collateral-Risiko tendiert mit 5,4% in Q3 2021 seit Mitte 2020 seitwärts, liegt damit aber ebenfalls auf dem niedrigsten Niveau seit 2013. Ähnlich wie beim Collateral Score ist hier im globalen Vergleich ein hohes Maß an Heterogenität zu erkennen, welches sich nicht nur in Bezug auf die durchschnittlichen Cover Pool Losses, sondern auch mit Blick auf die Bandbreite der nationalen Ausprägungen zeigt. So fallen die Cover Pool Losses in Kanada, Finnland und Norwegen besonders gering aus, während sie in Tschechien, Südkorea und der Slowakei eher hoch sind. Eine geringe Bandbreite weisen dabei die Programme aus Kanada, Tschechien und Japan auf, was teilweise jedoch auf die geringe Anzahl an Programmen zurückzuführen ist. Eine hohe Spanne über 20% ist in Österreich, Frankreich und Schweden zu beobachten.

### Cover Pool Losses nach Land (Mortgage-Programme)



### CPL-Risikokomponenten nach Land (Mortgage-Programme)



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

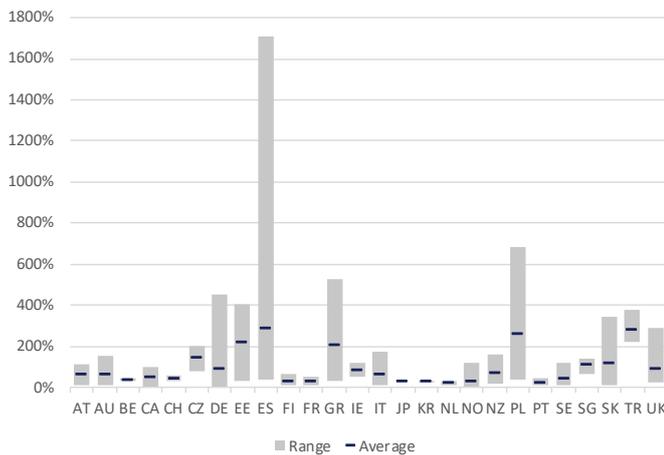
#### Refinanzierungs-, Zins- und Währungsrisiko bestimmen zu erwartende Verluste

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

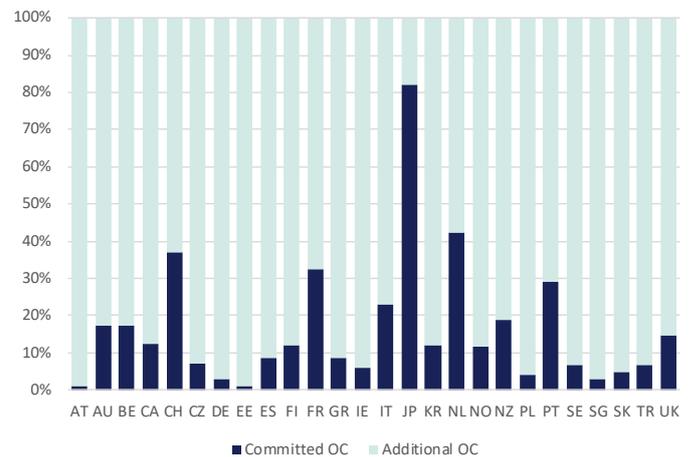
#### Spanische Programme mit heterogener hoher Übersicherung

Auch mit Blick auf die Übersicherungsniveaus der von Moody's gerateten Programme zeichnen sich im internationalen Vergleich wenig überraschend deutliche Unterschiede ab. Die größte nationale Heterogenität offenbart sich dabei in Spanien, Griechenland und Polen (lediglich drei Programme). Während das spanische Programm mit der geringsten OC von 40,8% übersichert ist, betrug die OC des Programms der Kutxabank 1.706,3%. Eine vergleichsweise hohe durchschnittliche Übersicherungsquote von über 200% weisen neben Spanien mit der Türkei, Polen, Griechenland und Estland eher Länder aus der sogenannten zweiten Reihe aus.

## Übersicherung nach Land (Mortgage-Programme)



## Zusammensetzung der Übersicherung (Mortgage-Programme)



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

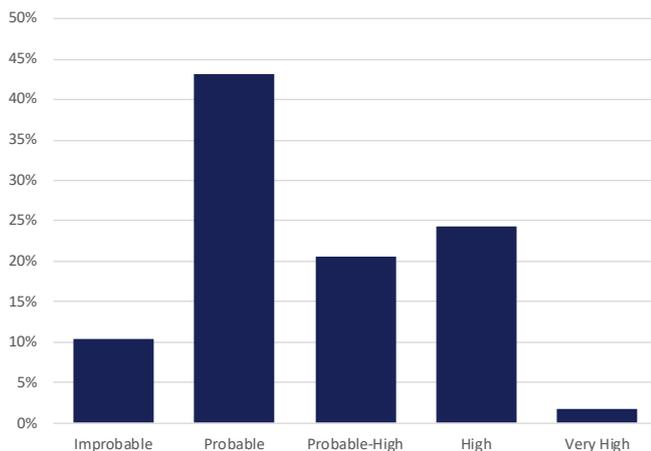
### Committed OC als Ausgangspunkt der freiwilligen Übersicherung

Auch die Übersicherung lässt sich in Subkomponenten unterteilen. So kann diese gegenüber der Ratingagentur zum Erhalt einer bestimmten Ratingbeurteilung zugesichert worden sein oder auf gesetzlichen Anforderungen beruhen. Die Committed OC kann somit als eine Art Untergrenze der Übersicherung verstanden werden, die nicht ohne Weiteres oder überhaupt nicht unterschritten werden kann. Im Gegensatz dazu ist die tatsächliche Übersicherung unter Umständen nur eine temporäre Ausprägung, welche durch Neuemissionen oder Fälligkeiten einer gewissen Volatilität unterliegt. Mit Blick auf den Anteil der Committed OCs an den OC-Leveln zeigt sich, dass insbesondere die Übersicherung in Estland, Österreich, Deutschland und Singapur zu einem hohen Anteil auf freiwilliger Basis bereitgestellt wird und dementsprechend vergleichsweise einfach reduziert werden könnte. Dies liegt jedoch auch an den geringen Anforderungen an die Committed OCs, die bspw. in Österreich im Mittel gerade einmal bei 0,7% liegt. In Estland, Deutschland und Singapur liegt sie bei 2,5%, 2,6% bzw. 3,0%. Committed OC-Werte unter 3% weisen noch Schweden mit 2,8% und Norwegen mit 2,9% auf. Hohe Committed OCs werden für Spanien und Japan mit 25% ausgewiesen. Ein hoher Anteil an Committed OC bedeutet keineswegs auch eine hohe Übersicherung insgesamt, wie das Beispiel Japan zeigt. Hier beträgt die Current OC 30,4%, damit macht die Committed OC 82,3% der gesamten OC aus. Hohe Anteile über 30% an Committed OC weisen noch die Niederlande, Schweiz und Frankreich aus. Insgesamt lässt sich festhalten, dass der größere Anteil der Übersicherung seitens der Emittenten auf freiwilliger Basis bereitgestellt wird.

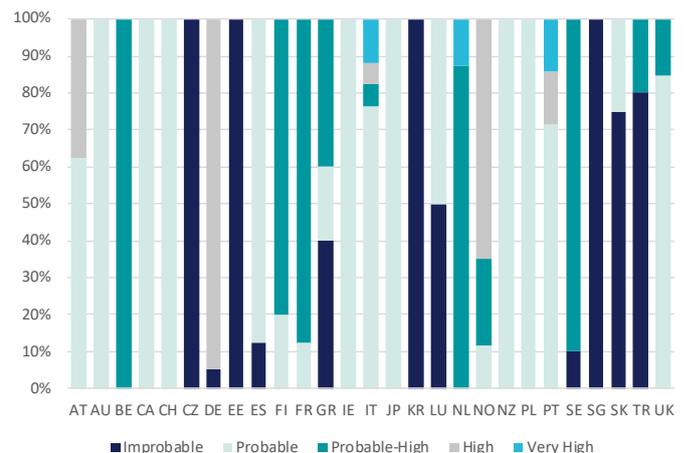
### TPI als Indikator für rechtzeitige Zahlung & begrenzender Faktor für Covered Bond-Ratings

Eine weitere von Moody's bereitgestellte Kennzahl ist der Timely Payment Indicator (TPI). Der TPI spiegelt die Wahrscheinlichkeit wider, dass die Zahlungen auf die gedeckte Schuldverschreibung nach einem CB-Ankerereignis fristgerecht geleistet werden, und folgt einer sechsstufigen Skala, die von „sehr hoch“ (Very High) bis „sehr unwahrscheinlich“ (Very Improbable) reicht (siehe untenstehende Darstellung). Die TPI-Ausprägung begrenzt zudem das potenzielle Covered Bond-Rating auf eine bestimmte Anzahl von Notches über dem Emittentenrating (TPI-Cap). Der untenstehenden Grafik kann entnommen werden, dass knapp die Hälfte aller durch Moody's gerateten Mortgage-Programme über einen TPI von „Probable“ (wahrscheinlich) verfügen. Die höchstmögliche Ausprägung „Very High“ erreichen 1,7% der Programme. Die TPIs sind in Ländern mit einem Länderrating von Aa3 tendenziell höher als in Ländern mit einem Länderrating von A1 und darunter.

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



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



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

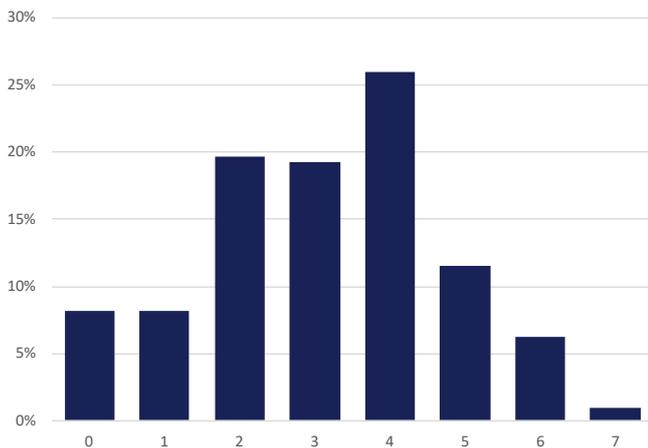
#### Nationale Einschätzungen vielfach gleich

In insgesamt zwölf EUR-Benchmarkjurisdiktionen verfügen die Programme über jeweils nur eine einzige Ausprägung des Timely Payment Indicators. Während diese in sieben Fällen „Probable“ entspricht, verfügen die Programme in Tschechien, Estland, Südkorea und Singapur ausschließlich über TPIs von „Improbable“. Die fünf Programme aus Belgien werden alle mit „Probable High“ eingestuft. Insgesamt verfügen lediglich vier Programme (2x IT, 1x PT und 1x NL) über die höchstmögliche Ausprägung „Very High“. Auf der anderen Seite werden 25 Programme (10,5%) nur mit „Improbable“ eingestuft, was 100% der Programme aus Tschechien, Estland und Südkorea und Singapur betrifft. Mindestens drei unterschiedliche Stufen der erwarteten zeitnahen Anspruchsbedienung sind hingegen in Griechenland, Italien, Portugal und Norwegen vorzufinden. In Deutschland wird für 36 der 38 Programme von einer hohen Wahrscheinlichkeit für eine zeitnahe Bedienung der Zahlungsverpflichtungen nach Ausfall des Emittenten ausgegangen. Eine ebenfalls hohe Wahrscheinlichkeit wird darüber hinaus insbesondere für Programme aus Norwegen (11 von 17 Programmen) und Österreich (9 von 24) gesehen.

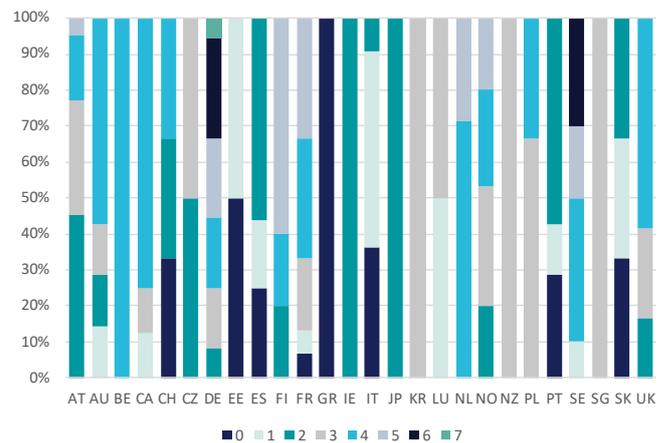
### TPI Leeway: Ausreichend Puffer mit Blick auf Herabstufungen

Der TPI Leeway gibt an, um wie viele Stufen der Covered Bond-Ankerpunkt herabgestuft werden kann, ohne dass dieses eine Ratingverschlechterung aufgrund der TPI-Methodik für das Covered Bond-Programm nach sich zieht. Demnach verfügen insgesamt 17 (8,2%) der durch Moody's gerateten Covered Bond-Programme über keinen entsprechenden Puffer. Dies bedeutet, dass im Falle einer Herabstufung des Anchors ein Downgrade des Programms die direkte Folge wäre. Am häufigsten liegt der TPI Leeway bei vier Notches (54 Programme; 26,0%). Mehr als 45,2% der Programme entfallen auf die beiden mittleren und zudem häufigsten Kategorien „3 Notches“ und „4 Notches“, während zwei Programme aus Deutschland sogar 7 Notches Abstand zu einem Downgrade aufweisen.

#### TPI Leeways in Notches (Mortgage-Programme)



#### TPI Leeways in Notches nach Land (Mortgage-Programme)



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

### Deutschland, Frankreich, Schweden und Norwegen mit teilweise hohen Puffern

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

### Fazit

Die quartalsweise vorgelegten Daten von Moody's zu dem ratingspezifischen Charakter der Deckungsstöcke für hypothekarisch- bzw. öffentlich-besicherte Covered Bonds zeigen ein weitgehend unverändert robustes Bild der Lage. Dabei bleibt aber beispielsweise mit Blick auf die Beurteilung der Kreditqualität der Deckungswerte in einigen Jurisdiktionen eine gewisse Heterogenität erhalten. So weisen Covered Bond-Programme mit Aaa-Rating in der Regel mittlere bis hohe TPI-Leeway-Levels und eine mittlere bis hohe Überschussbesicherung auf, was auf ein gutes Maß an Widerstandsfähigkeit gegenüber einer Verschlechterung der Bonität des Emittenten hinweist. Gedeckte Schuldverschreibungen mit einem Rating unter Aaa weisen in der Regel einen geringeren TPI-Spielraum und OC-Überschuss aus.

# Covered Bonds

## EZB-Finanzstabilitätsbericht sieht steigende Risiken im Euroraum: Ein kurzer Blick auf Covered Bonds

Autoren: Melanie Kiene // Dr. Frederik Kunze

### **Risiken im Finanzsystem haben zugenommen: Implikationen für EMU Covered Bonds?**

Die EZB hat am vergangenen Mittwoch ihren aktuellen [Finanzstabilitätsbericht](#) veröffentlicht. Dieser zweimal jährlich erscheinende Report soll einen Überblick über potenzielle Risiken für die Finanzmarktstabilität im Euroraum geben. Sinngemäß fasst die EZB die Kernaussagen der aktuellen Ausgabe wie folgt zusammen: Die Auswirkungen des Krieges in der Ukraine werden voraussichtlich das Wachstum schwächen und die Inflation in die Höhe treiben, was die bereits bestehenden Schwachstellen noch verstärkt. An den volatilen Finanzmärkten nimmt das Risiko weiterer Korrekturen zu und stärker verschuldete Staaten, Unternehmen und Haushalte könnten durch höhere Zinsen „getestet“ werden und/oder Kostendruck auslösen. Die Rentabilität der Banken hat sich 2021 deutlich verbessert, sieht sich aber neuem Gegenwind ausgesetzt. Auch der Druck auf die finanzielle Situation der Haushalte könnte Risiken bei Wohnimmobilien steigen lassen. So warnt die EZB auch vor einer Immobilienpreisblase, da Häuser teilweise bis zu 60% überbewertet seien. Im Rahmen des vorliegenden Artikels möchten wir zunächst die nach unserer Auffassung wesentlichen Erkenntnisse aus dem Finanzstabilitätsbericht skizzieren und schließlich auf mögliche Implikationen für Covered Bond-Programme im gemeinsamen Währungsraum eingehen.

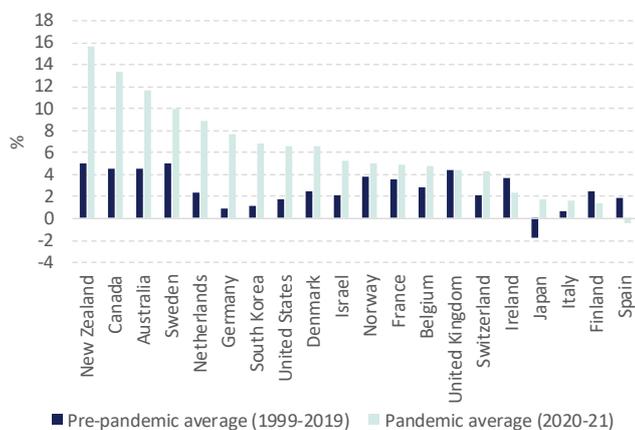
### **Kein Sektor, der unverschont geblieben ist**

Trotz der jüngsten Anpassungen bei einigen Vermögenswerten bleibt die Gefahr weiterer Korrekturen bestehen, sollten sich die Wachstumsaussichten weiter abschwächen und/oder die Inflation nochmals deutlich höher ausfallen als erwartet. Dabei ist die Anfälligkeit insbesondere vom ungewissen Verlauf des Angriffskriegs Russlands auf die Ukraine abhängig. Die nicht-finanziellen Unternehmen im Euroraum sehen sich mit steigenden Einkaufspreisen und einer weiteren Eintrübung der Wachstumsaussichten konfrontiert. Hier steigt das Risiko von Unternehmensausfällen, insbesondere bei Sektoren, die sich noch nicht vollständig von der Corona-Pandemie erholt haben, sowie hoch verschuldeten Unternehmen und solchen mit niedrigem Kreditrating. Die Rentabilitätsaussichten der europäischen Banken haben sich nach der Erholung in 2021 wieder verschlechtert. Hier führt das Umfeld aus gestiegenen Energiepreisen, der höheren Inflation und des schwächeren Wachstums zu Risiken bei der Aktivaqualität. Bei einer kürzlich von der EZB durchgeführten Schwachstellenanalyse hat sich jedoch gezeigt, dass nur wenige Banken direktes Engagement in Russland und der Ukraine haben und das Bankensystem, selbst bei sehr ungünstigen Wirtschaftsszenarien, widerstandsfähig bleiben dürfte. Förderlich für die Resilienz wirken hier von einigen Ländern bereits verabschiedete zusätzliche Kapitalpuffer (u. a. Deutschland, Österreich, Schweden, Finnland). Weiter angezogen sind auch die Preise für Immobilien im Euroraum, zudem hat sich das Wachstum der Hypothekarkredite beschleunigt. Viele Kreditnehmer sind in den nächsten Jahren jedoch durch Festzinskredite noch vor höheren Zinsen geschützt. Da die Entwicklung der Immobilienpreise für Covered Bond-Investoren von Interesse ist, beleuchten wir diesen Teil des Financial Stability Reviews etwas genauer.

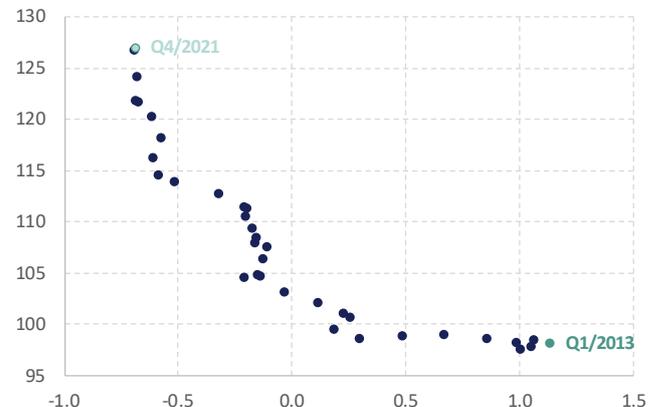
### Die nominalen Hauspreise stiegen im IV. Quartal 2021 im Euroraum um 9,6% Y/Y

Laut EZB sind die Wohnimmobilienpreise im Euroraum zuletzt rasant gestiegen, was in den Augen der Notenbank zu zunehmend überzogenen Bewertungen führte. Die nominalen Hauspreise stiegen im Euroraum um 9,6% Y/Y (Q4/2021), was die höchste Rate der letzten 20 Jahre war. Beeinflusst wurde der Trend durch die niedrigen Kreditkosten und Engpässe auf der Angebotsseite. Bestärkt wurde der Effekt zusätzlich durch die Knappheit an Arbeitskräften und Materialien bzw. deren steigende Preise im Bausektor. Dies wird laut EZB auch in Zukunft zu einem Aufwärtsdruck bei den Hauspreisen beitragen. Das Wachstum der Kreditvergabe für Hauskäufe lag im März 2022 bei robusten 5,4%, was zu einem weiteren Anstieg der Verschuldung der Privathaushalte beiträgt, wobei die Effekte in den einzelnen Mitgliedsländern sehr unterschiedlich sind. Besonders während der Pandemie stiegen die Hauspreise auch real, also inflationsbereinigt, erheblich. In vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften lag das reale Hauspreiswachstum während der Pandemie bei über 4%, zuletzt mit einem Plus von 4,3% Y/Y im vierten Quartal 2021 in der Eurozone. Gleichzeitig sanken die realen Hypothekenzinsen und befanden sich damit auf einem historisch tiefen Niveau. Unterstützt wurde diese Entwicklung durch die Verschiebung der Wohnpräferenzen. Dies kann insbesondere dort beobachtet werden, wo während der Pandemie verstärkt auf mobiles Arbeiten (z.B. Homeoffice) gesetzt wurde.

### Reales Hauspreiswachstum (Q1 1999-Q4 2021, in Prozent)



### EU: reale Hauspreise und reale Hypothekenzinsen (Q1 2013-Q4 2021; y-Achse : Index; x-Achse : %)



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

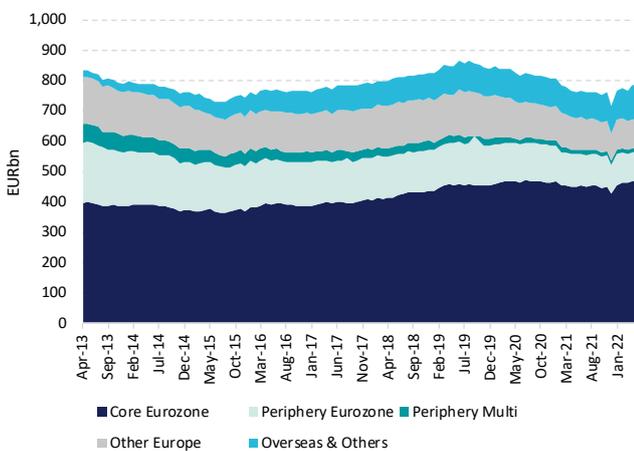
### Anstieg der realen Hypothekenzinsen hat bei niedrigem Zinsniveau stärkeren Einfluss auf die Immobilienpreise

Der langsam begonnene Ausstieg der EZB aus den expansiven geldpolitischen Maßnahmen und in absehbarer Zeit leicht steigenden Zinsen haben auch einen Effekt auf das Wachstum der Immobilienpreise. So nimmt mit steigenden Realzinsen die Wahrscheinlichkeit erheblicher Hauspreisumkehrungen deutlich zu. Modellüberlegungen der EZB implizieren, dass die Reaktion der Hauspreise umso größer sein dürfte, je niedriger das Niveau der Realzinsen ist und je größer dann die Änderung dieses Zinssatzes ausfällt. Daher könnten die potenziellen Gegenbewegungen bei den Preisen für Wohnimmobilien nun größer ausfallen, als dies noch vor einigen Jahren zu beobachten gewesen wäre. Die EZB verglich dafür geschätzte lineare und nichtlineare Modelle und kam zu dem Ergebnis, dass bei einem Anstieg der realen Hypothekenzinsen um 0,1 Prozentpunkte (vom aktuell sehr niedrigen Niveau aus) der Effekt bei den Immobilienpreisen rund 28 Basispunkte höher ausfällt, als bei nichtlinearen Beziehungen.

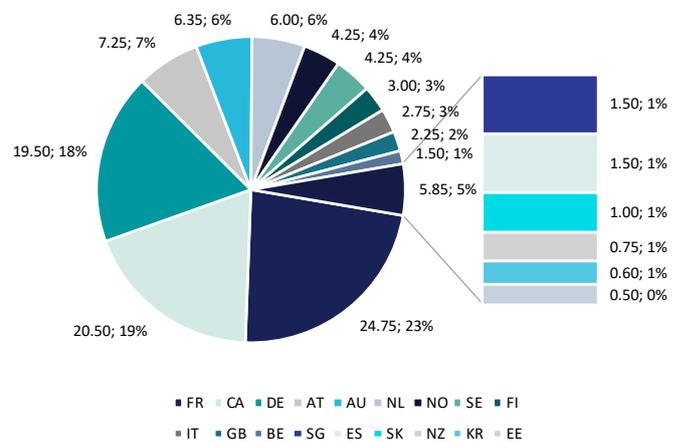
**Abrupte Preisanpassung auf dem Immobilienmarkt könnte in der Theorie nennenswerte Spillover-Effekte mit sich bringen**

Wenn sich beispielsweise die Nachfrage nach Wohnraum umkehren würde oder die realen Zinssätze erheblich ansteigen würden, könnte dies zu einer abrupten Preisanpassung auf dem Immobilienmarkt führen und dies wiederum Spillover-Effekte auf das Finanzsystem und die reale ökonomische Aktivität insgesamt haben. Als Treiber von solchen Preisanpassungen nennt die EZB eine „Rückkehr zu den Arbeitsmodalitäten von vor der Pandemie“ oder einen starken Anstieg der Realzinsen. Weiterhin könnten auch eine allgemeine Verschlechterung der Risikostimmung in Bezug auf eine Verschärfung der geopolitischen Risiken oder, etwas pauschaler formuliert, der Klimawandel Preisanpassungen auslösen. Dem zuvor erwähnten Modell zufolge würde ein Rückgang bei den Immobilienpreisen um 1% (ausgelöst durch eine Verschiebung der Nachfrage im Durchschnitt aller Länder) in der Spitze zu einem Absinken des realen BIP um 0,2% nach zwei Jahren führen. Natürlich ist der Effekt von Land zu Land sehr unterschiedlich, wobei in einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit einem Rückgang um bis zu 0,9% gerechnet wird – auch wenn die EZB-Schätzungen von großen Unsicherheiten geprägt sind. Um die Finanzstabilität zu stärken und negative Effekte abzufedern, ist es in einigen Ländern, in denen das Immobilienpreiswachstum und/oder das Kreditwachstum sehr stark waren, gerechtfertigt, mit makroprudenziellen Maßnahmen zu reagieren, so die EZB.

**iBoxx EUR Covered: Ausstehendes Volumen**



**EUR BMK-Covered Bonds: Emissionsvolumen (ytd)**



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

**Immobilienmarkt und Covered Bond-Volumen**

Das Emissionsvolumen von Covered Bonds legte in den letzten Jahren streckenweise u.a. auch deshalb stark zu, weil steigende Immobilienpreise und eine höhere Kreditnachfrage bzw. Kreditwachstum zu entsprechend benötigter Refinanzierung führten. Trendunterstützend wirkten sich zudem die Covered Bond-Ankaufprogramme aus, da Emittenten mit einer zu erwartenden EZB-Order bereits einen relevanten Investor sicher hatten, was das Exekutionsrisiko im Mittel deutlich herabsenkte. Auch die Möglichkeit der Nutzung der Langfristender (TLTRO II und III), für die die Institute eigene Covered Bonds als Sicherheit hinterlegen konnten (Stichwort: „own use“) führte zu einem Anstieg des Gesamtmarktolumens, wenngleich die einbehaltenen Emissionen dem Markt vorenthalten wurden.

**Neue Dynamik bei Covered Bonds und Vorteile des Dual Recourse-Produkts bei Marktabkühlungstendenzen**

Zwar sind die Wachstumsraten bei Immobilienpreisen und Hypothekenkrediten geringer geworden, doch handelt es sich damit noch nicht um einen sich nachhaltig abkühlenden Markt. Entsprechend sehen wir zunächst weiterhin Argumente für eine wachsende Bedeutung von Covered Bonds als Fundingtool. Allein dieses Jahr wurden bisher EUR 108,2 Mrd. an Covered Bonds im EUR-Benchmarksegment emittiert. Hier standen in 2021 für das Gesamtjahr nur EUR 95 Mrd. zu Buche. Bis Jahresende 2022 werden noch knapp EUR 62 Mrd. fällig. Wir gehen davon aus, dass Ende dieses Jahres ein Emissionsvolumen von EUR 155 Mrd. vorliegen wird (vgl. Marktteil). Ausgeprägte Gegenbewegungen an den Immobilienmärkten werden regelmäßig auch mit negativen Implikationen für durch hypothekarische Assets besicherte Covered Bonds in Verbindung gebracht. Tatsächlich erachten wir die Risiken dahingehend als überschaubar, als dass für den Covered Bond-Investor zunächst der Credit des Emittenten im Vordergrund steht. Darüber hinaus verfügen die Covered Bond-Gesetzgebungen bekanntermaßen über weitreichende Vorgaben in Bezug auf Übersicherungsquoten und Obergrenzen bei den Beleihungsausläufen. Hinzu kommen beispielsweise die Vorteile ausgewogener Cover Pools insbesondere in Bezug auf das Seasoning, also der bisherigen Laufzeit der Kredite. Insofern bringen die vor längerer Zeit finanzierten Objekte aufgrund der erfolgten Marktbewegung in einigen Jurisdiktionen einen nennenswerten Bewertungspuffer mit.

**Fazit**

Die EZB hat im Rahmen ihres aktuellen Finanzstabilitätsberichts den Immobilienmarkt als einen wesentlichen Risikofaktor benannt. Angesichts der aktuellen Dynamik an Europas Immobilienmärkten kommt das keineswegs überraschend. Gleichwohl sehen wir aus dieser Entwicklung zunächst keine einschneidenden negativen Konsequenzen für Covered Bonds bzw. deren Deckungsstöcke. Tatsächlich dürfte der Immobilienmarkt weiterhin wesentlicher Treiber am Covered Bond-Primärmarkt bleiben.

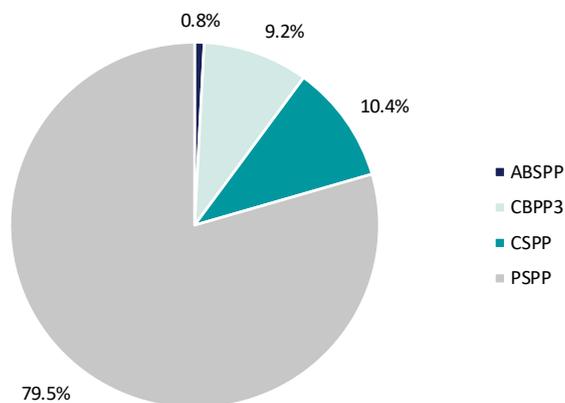
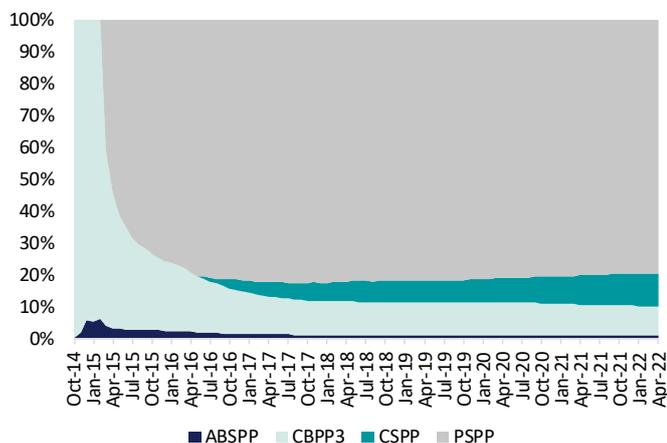
# EZB-Tracker

## Asset Purchase Programme (APP)

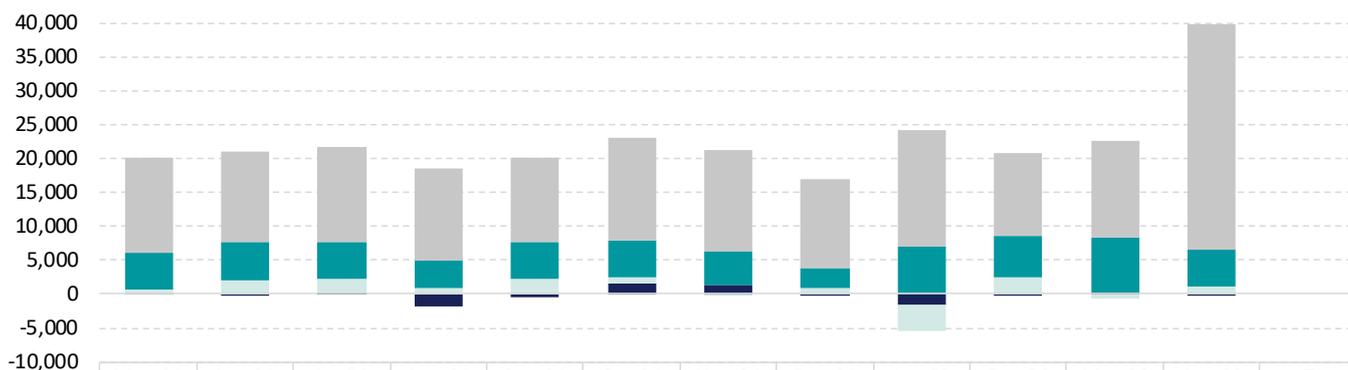
### Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
<b>Mar-22</b>	26,979	295,849	330,605	2,525,610	3,179,043
<b>Apr-22</b>	26,691	296,924	336,066	2,558,848	3,218,529
<b>Δ</b>	-289	+1,074	+5,461	+33,238	+39,484

### Portfoliostruktur



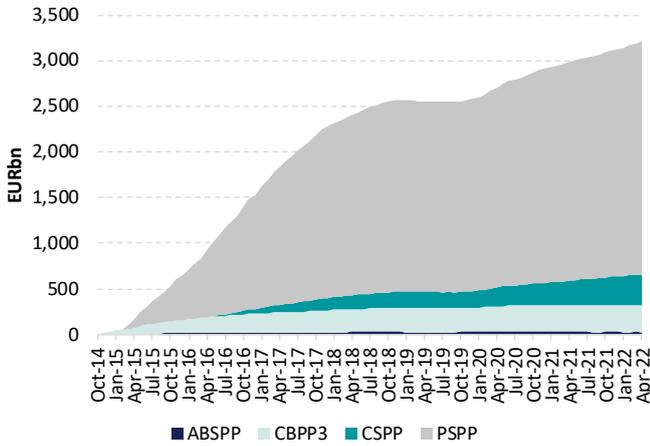
### Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



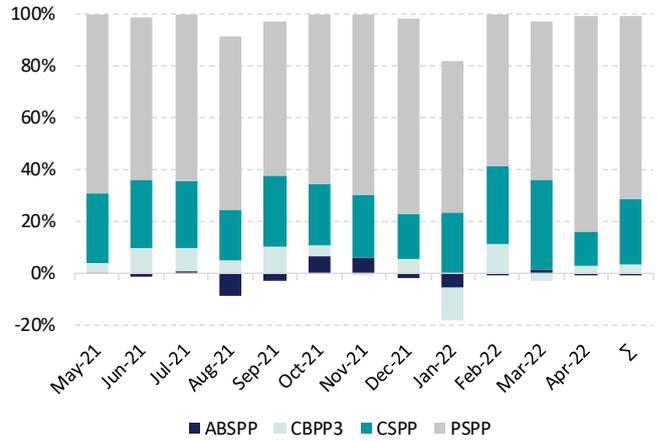
	May-21	Jun-21	Jul-21	Aug-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dec-21	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	Σ
APP	20,141	20,640	21,597	16,749	19,659	23,017	21,200	16,596	18,838	20,698	21,929	39,484	260,548
PSPP	13,973	13,320	13,943	13,563	12,423	15,038	14,815	12,989	17,292	12,095	14,172	33,238	186,861
CSPP	5,394	5,602	5,502	3,936	5,590	5,481	5,142	3,007	6,970	6,272	8,042	5,461	66,399
CBPP3	686	2,037	2,011	999	2,184	1,008	-12	942	-3,761	2,376	-606	1,074	8,938
ABSPP	88	-319	141	-1,749	-538	1,490	1,255	-342	-1,663	-45	321	-289	-1,650

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

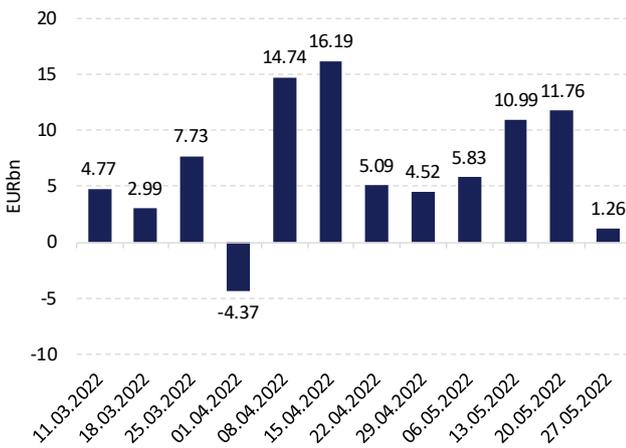
**Portfolioentwicklung**



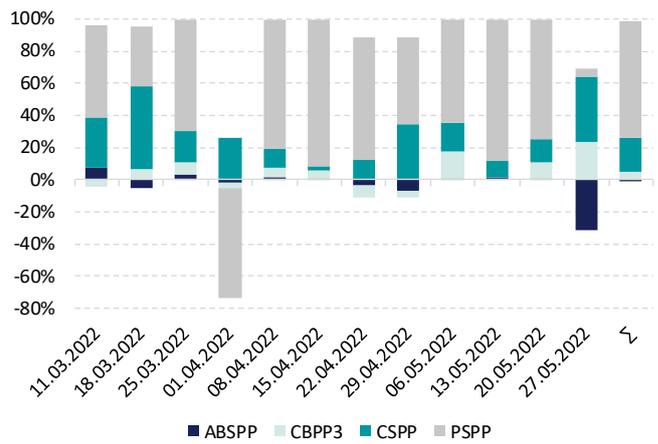
**Verteilung der monatlichen Ankäufe**



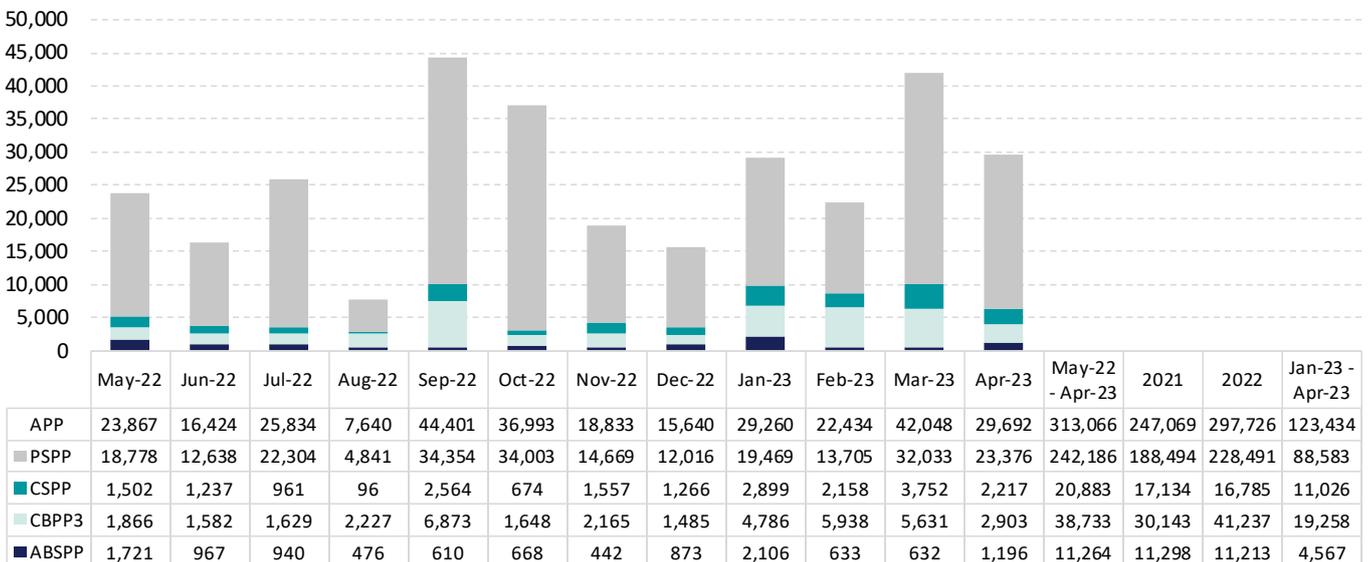
**Wöchentliches Ankaufsvolumen**



**Verteilung der wöchentlichen Ankäufe**



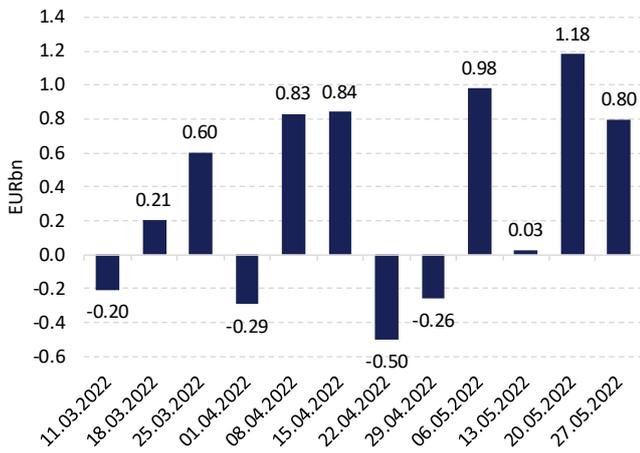
**Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)**



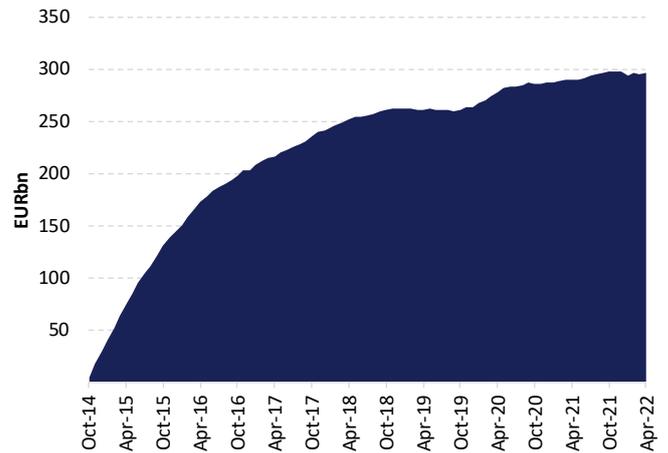
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

**Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)**

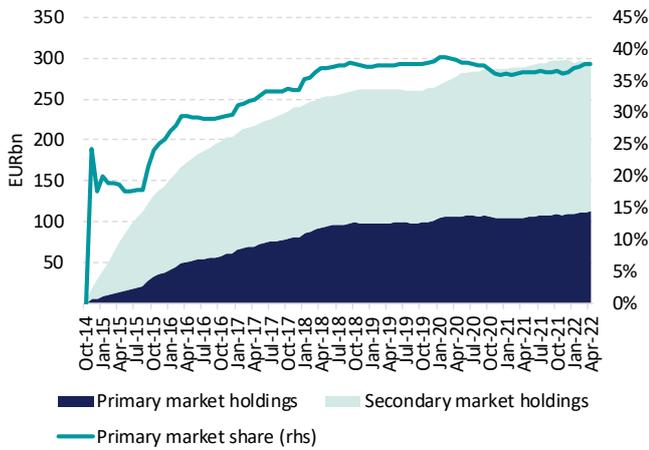
**Wöchentliches Ankaufvolumen**



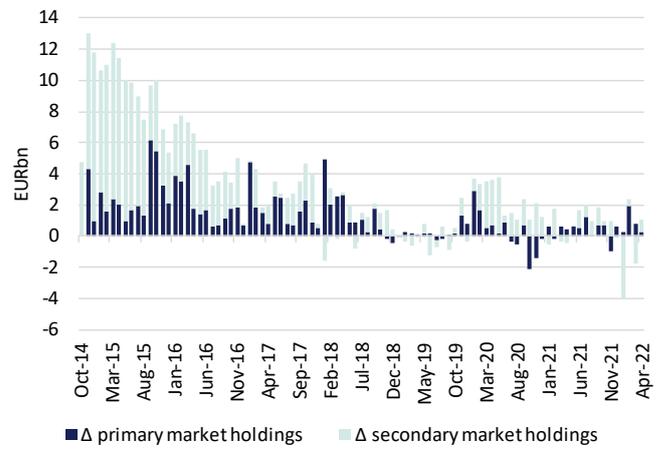
**Entwicklung des CBPP3-Volumens**



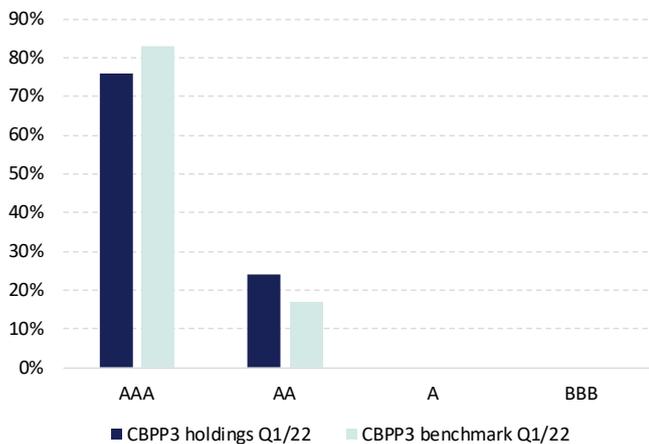
**Primär-/Sekundärmarktanteile**



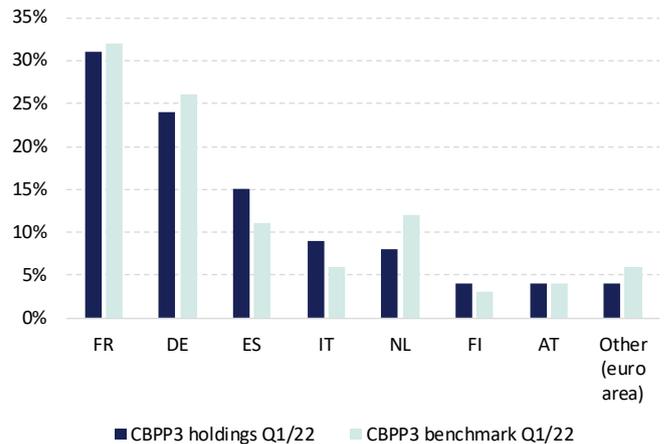
**Veränderung der Primär-/Sekundärmarktanteile**



**CBPP3-Struktur nach Ratings**

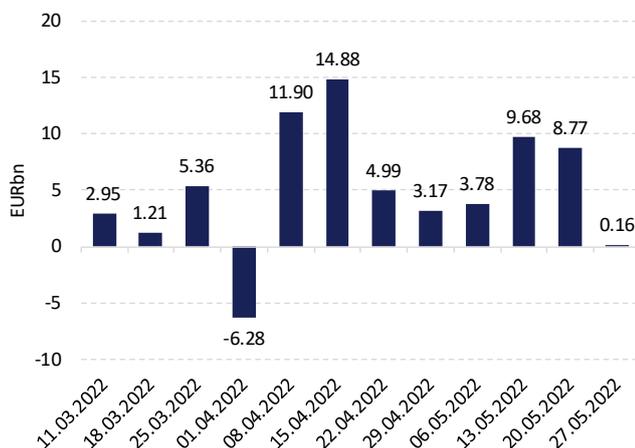


**CBPP3-Struktur nach Jurisdiktionen**

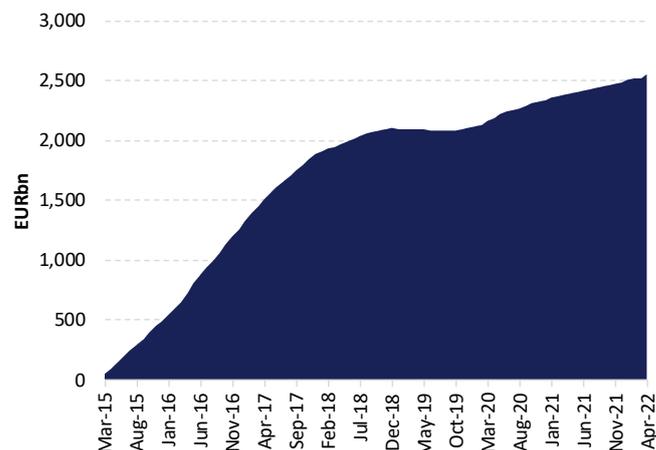


## Public Sector Purchase Programme (PSPP)

## Wöchentliches Ankaufsvolumen



## Entwicklung des PSPP-Volumens



## Gesamtverteilung der PSPP-Ankäufe per Monatsende

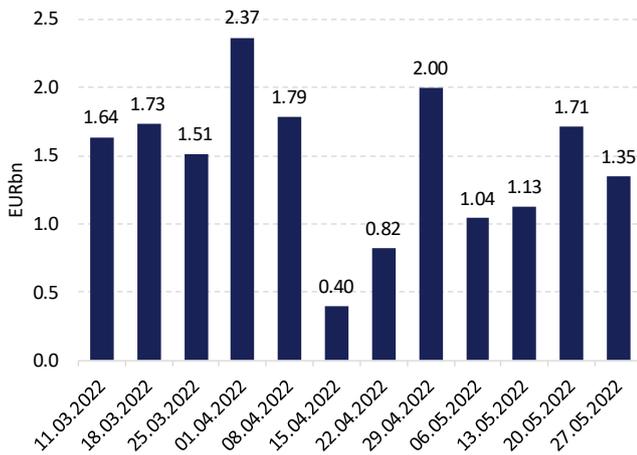
Jurisdiktion	Adjustierter Verteilungsschlüssel <sup>1</sup>	Bestand (in EURm)	Erwartbarer Bestand <sup>2</sup> (EURm)	Differenz (EURm)	Ø Restlaufzeit <sup>3</sup> (in Jahren)	Marktdurchschnitt <sup>4</sup> (in Jahren)	Differenz (in Jahren)
AT	2.7%	75,622	73,141	2,481	7.3	8.1	-0.8
BE	3.4%	92,910	91,042	1,868	7.5	9.9	-2.4
CY	0.2%	4,446	5,377	-931	8.5	8.9	-0.5
DE	24.3%	655,956	658,753	-2,797	6.7	8.0	-1.3
EE	0.3%	429	7,039	-6,610	8.1	8.1	0.0
ES	11.0%	314,676	297,986	16,690	8.0	8.2	-0.2
FI	1.7%	42,502	45,902	-3,400	7.9	8.9	-1.0
FR	18.8%	528,080	510,388	17,692	6.9	8.4	-1.5
GR	0.0%	0	0	0	0.0	0.0	0.0
IE	1.6%	41,333	42,316	-983	8.4	10.1	-1.7
IT	15.7%	442,389	424,530	17,859	7.2	7.8	-0.7
LT	0.5%	5,786	14,463	-8,677	10.6	10.4	0.1
LU	0.3%	3,680	8,232	-4,552	5.8	6.1	-0.3
LV	0.4%	3,661	9,737	-6,076	9.5	9.4	0.1
MT	0.1%	1,411	2,621	-1,210	11.1	9.8	1.3
NL	5.4%	129,120	146,448	-17,328	7.7	9.3	-1.6
PT	2.2%	53,800	58,487	-4,687	7.5	7.9	-0.4
SI	0.4%	10,571	12,032	-1,461	9.7	9.9	-0.2
SK	1.1%	17,800	28,618	-10,818	8.1	8.8	-0.7
SNAT	10.0%	283,732	270,790	12,942	8.2	9.4	-1.2
<b>Total / Avg.</b>	<b>100.0%</b>	<b>2,707,903</b>	<b>2,707,903</b>	<b>0</b>	<b>7.3</b>	<b>8.4</b>	<b>-1.1</b>

<sup>1</sup> Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras und die Disqualifikation Griechenlands<sup>2</sup> Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel<sup>3</sup> Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (WAM) der für das PSPP angekauften Anleihen<sup>4</sup> Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (WAM) der für das PSPP ankaufbaren Anleihen

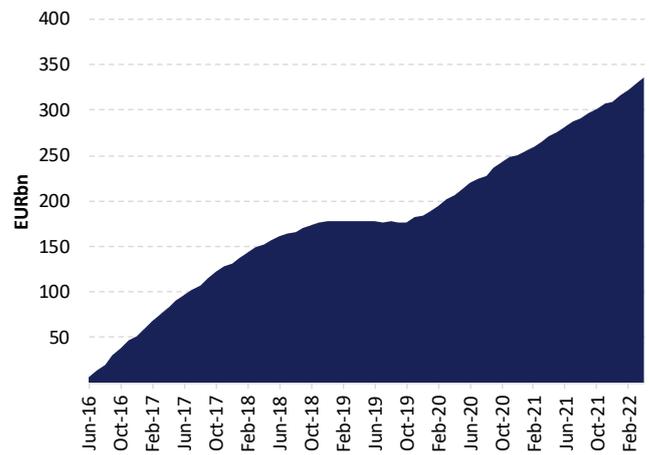
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy &amp; Floor Research

**Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)**

**Wöchentliches Ankaufsvolumen**

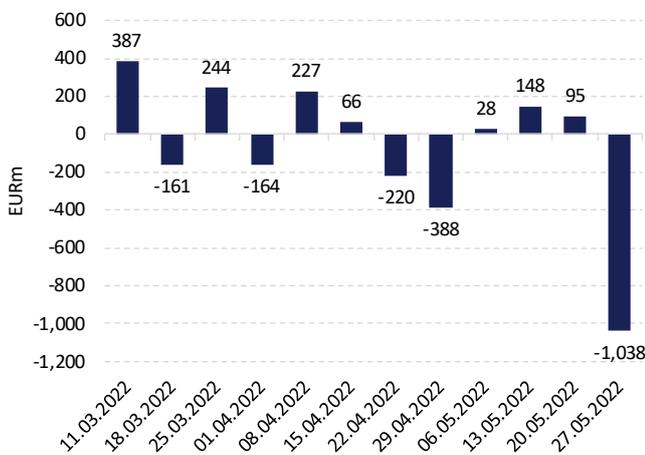


**Entwicklung des CSPP-Volumens**

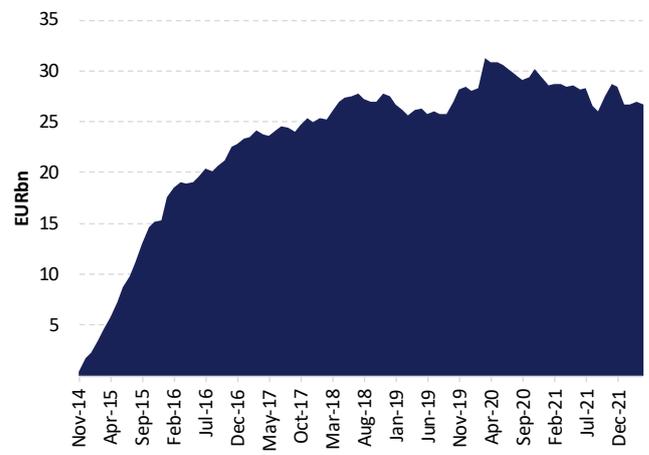


**Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)**

**Wöchentliches Ankaufsvolumen**



**Entwicklung des ABSPP-Volumens**



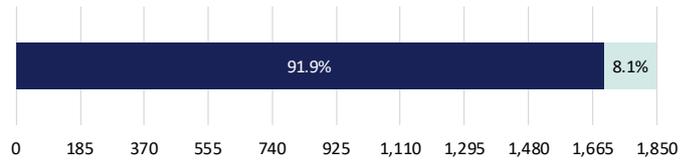
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

**Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)**

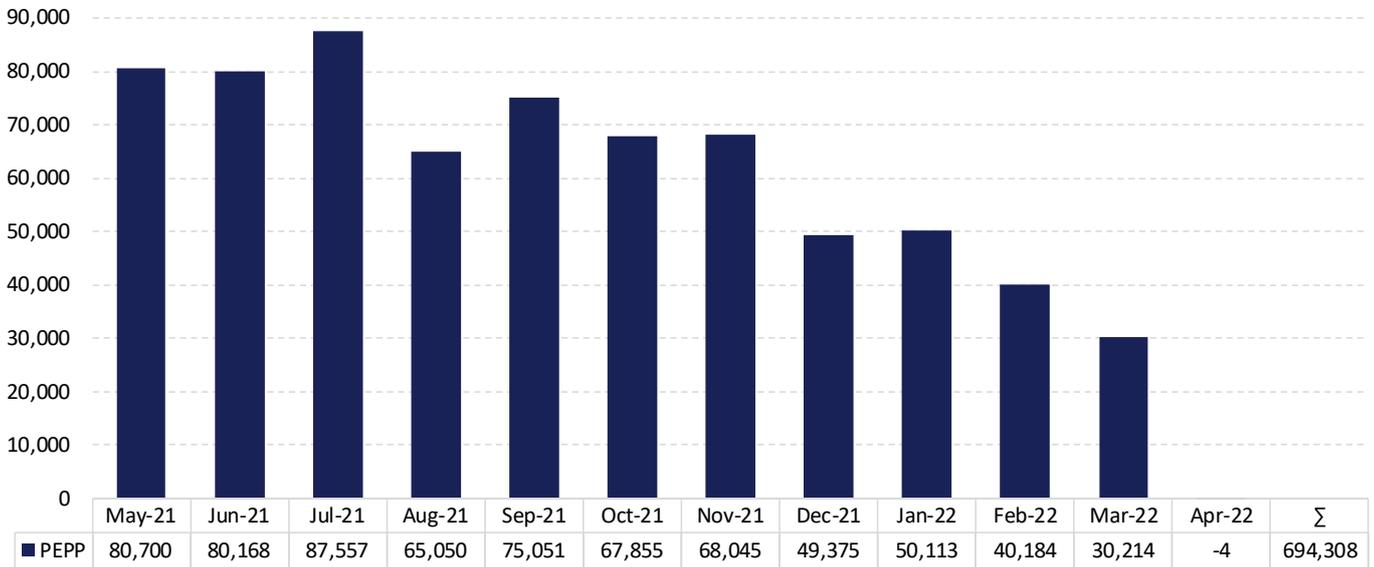
**Volumen des Ankaufprogramms (in EURm)**

	PEPP
Mar-22	1,718,076
Apr-22	1,718,071
<b>Δ (net purchases)</b>	<b>-4</b>

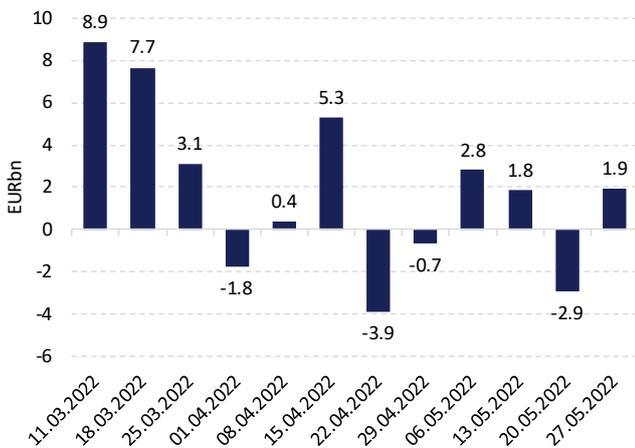
**Investierter Anteil am PEPP-Rahmen (in EURbn)**



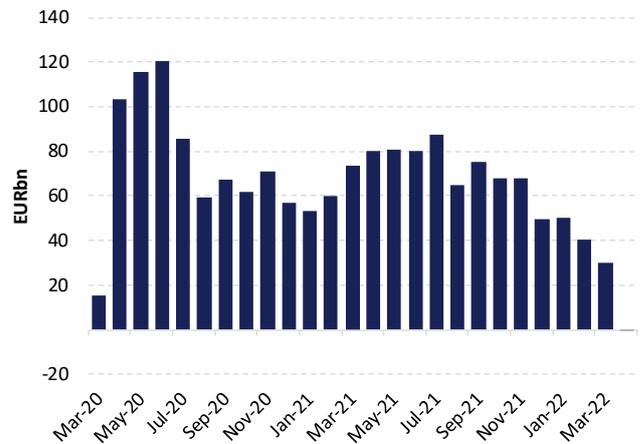
**Monatliche Nettoankäufe (in EURm)**



**Wöchentliches Ankaufsvolumen**



**Entwicklung des PEPP-Volumens**

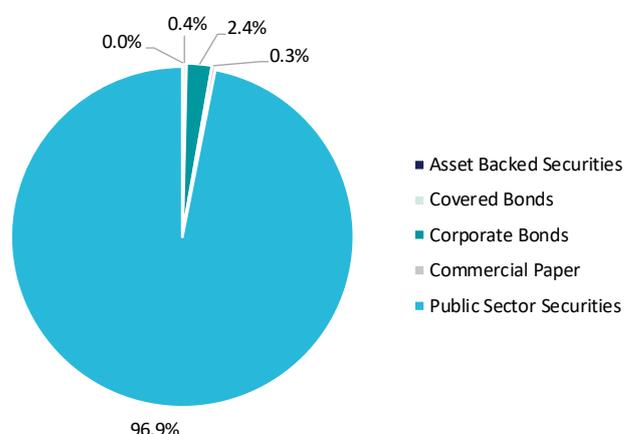
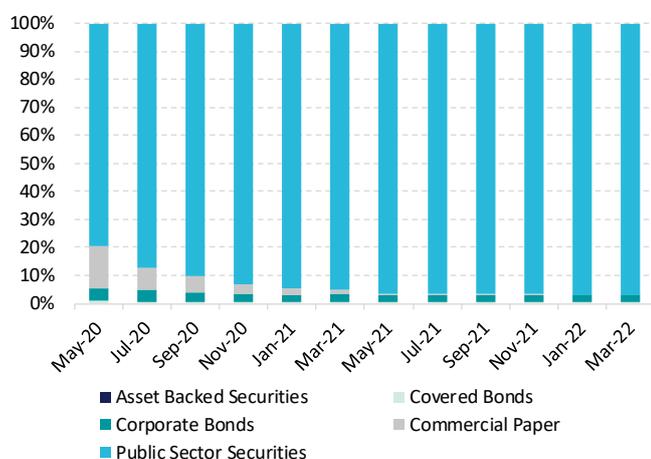


Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

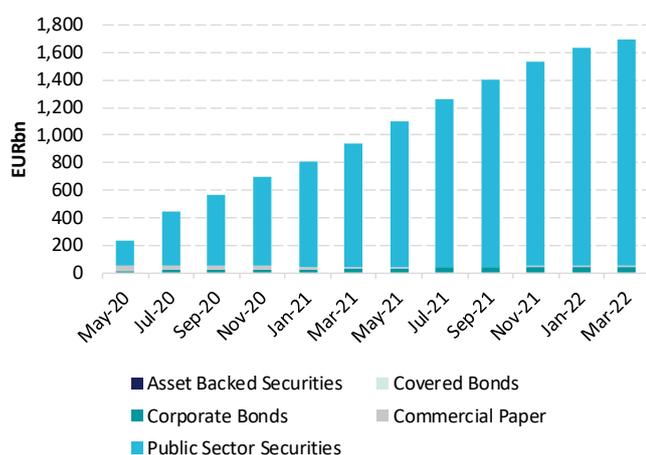
## Volumina der Assetklassen (in EURm)

	Asset-backed Securities	Covered Bonds	Corporate Bonds	Commercial Paper	Public Sector Securities	PEPP
Jan-22	0	6,073	40,301	3,857	1,580,547	1,630,779
Mar-22	0	6,067	40,313	5,862	1,644,247	1,696,489
Δ (net purchases)	0	0	+48	+2,007	+68,342	+70,398

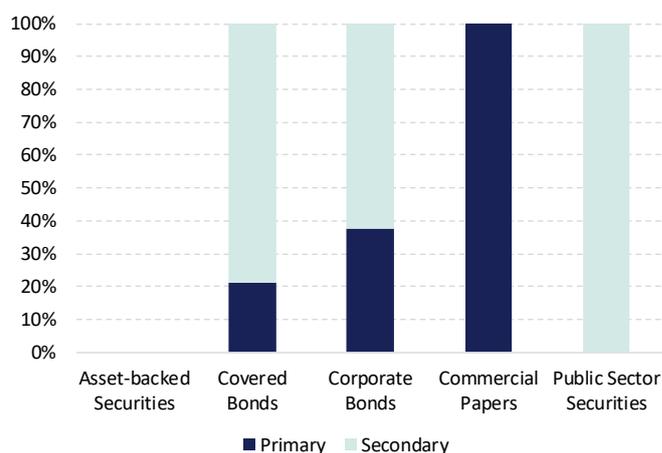
## Portfoliostruktur



## Portfolioentwicklung



## Anteil der Primär-/Sekundärmarktankäufe



## Überblick über Private Sector Assets unter dem PEPP

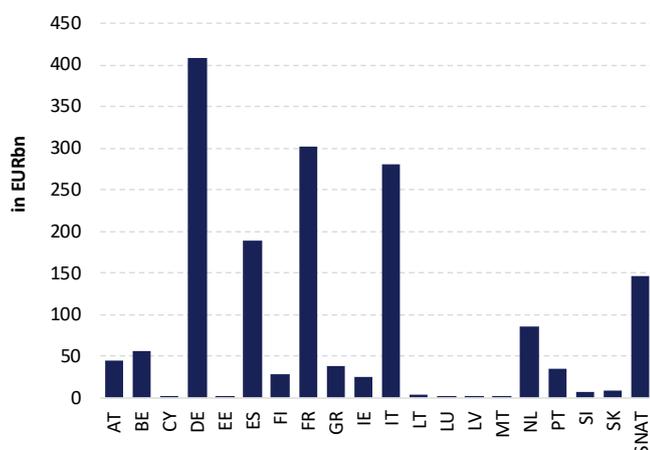
März 2022	Asset-backed Securities		Covered Bonds		Corporate Bonds		Commercial Paper	
	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär
Bestand in EURm	0	0	1,298	4,769	15,162	25,151	5,862	0
Anteil	0.0%	0.0%	21.4%	78.6%	37.6%	62.4%	100.0%	0.0%

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

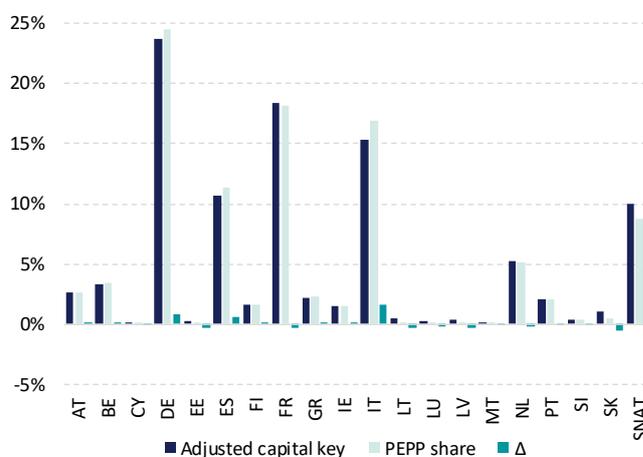
## Überblick über Public Sector Assets unter dem PEPP

Jurisdiktion	Bestand (in EURm)	Adj. Verteilungsschlüssel <sup>1</sup>	PEPP-Anteil	Δ zum adj. Verteilungsschlüssel <sup>2</sup>	Ø Restlaufzeit (in Jahren) <sup>3</sup>	Marktdurchschnitt <sup>4</sup> (in Jahren)	Differenz (in Jahren)
AT	43,980	2.6%	2.6%	0.0%	7.9	7.1	0.8
BE	56,797	3.3%	3.4%	0.1%	6.6	9.1	-2.5
CY	2,633	0.2%	0.2%	0.0%	8.6	8.5	0.1
DE	408,941	23.7%	24.6%	0.8%	6.3	6.8	-0.4
EE	256	0.3%	0.0%	-0.2%	8.2	6.6	1.6
ES	189,664	10.7%	11.4%	0.7%	7.7	7.6	0.1
FI	28,183	1.7%	1.7%	0.0%	6.8	8.0	-1.2
FR	302,287	18.4%	18.1%	-0.2%	8.0	7.6	0.4
GR	38,504	2.2%	2.3%	0.1%	8.7	9.5	-0.7
IE	25,532	1.5%	1.5%	0.0%	9.2	9.3	-0.1
IT	281,026	15.3%	16.9%	1.6%	7.1	6.9	0.1
LT	3,215	0.5%	0.2%	-0.3%	10.3	9.9	0.4
LU	1,833	0.3%	0.1%	-0.2%	6.5	6.2	0.3
LV	1,887	0.4%	0.1%	-0.2%	8.7	8.9	-0.2
MT	610	0.1%	0.0%	-0.1%	11.1	9.2	1.9
NL	85,172	5.3%	5.1%	-0.2%	7.8	8.4	-0.6
PT	34,742	2.1%	2.1%	0.0%	6.8	7.2	-0.3
SI	6,499	0.4%	0.4%	0.0%	9.3	9.3	-0.1
SK	7,966	1.0%	0.5%	-0.6%	8.9	8.3	0.6
SNAT	145,950	10.0%	8.8%	-1.2%	10.3	8.5	1.8
<b>Total / Avg.</b>	<b>1,665,676</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>7.6</b>	<b>7.5</b>	<b>0.1</b>

## Bestand Öffentlicher Anleihen nach Jurisdiktionen



## Abweichungen vom adjustierten Kapitalschlüssel

<sup>1</sup> Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras<sup>2</sup> Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel<sup>3</sup> Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (WAM) der für das PEPP angekauften Anleihen<sup>4</sup> Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (WAM) der für das PEPP ankaufbaren Anleihen

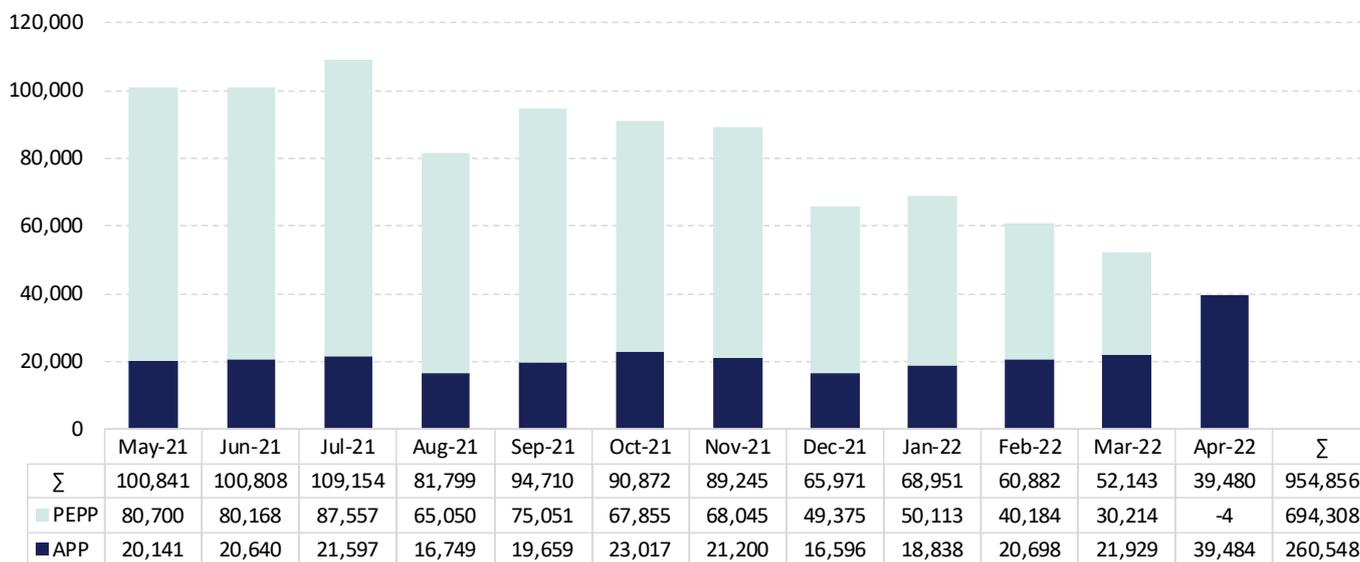
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy &amp; Floor Research

**Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP**

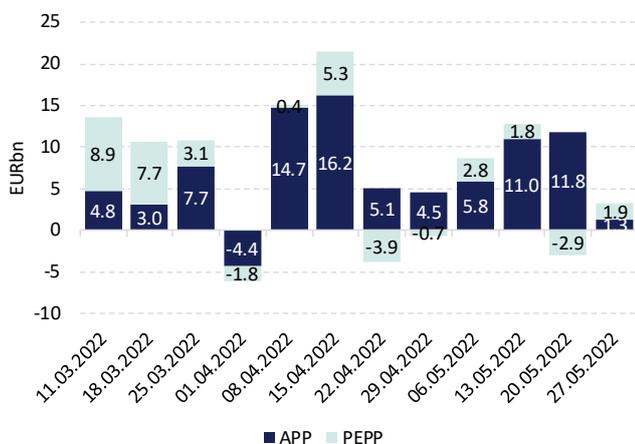
**Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)**

	APP	PEPP	APP & PEPP
<b>Mar-22</b>	3,179,043	1,718,076	4,897,119
<b>Apr-22</b>	3,218,529	1,718,071	4,936,600
<b>Δ</b>	+39,484	-4	+39,480

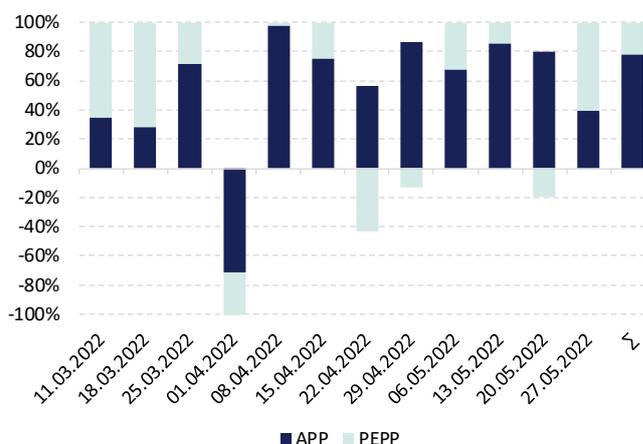
**Monatliche Nettoankäufe (in EURm)**



**Wöchentliches Ankaufvolumen**



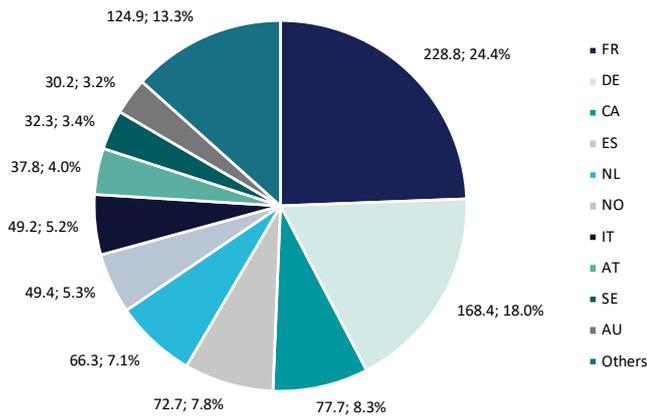
**Verteilung der wöchentlichen Ankäufe**



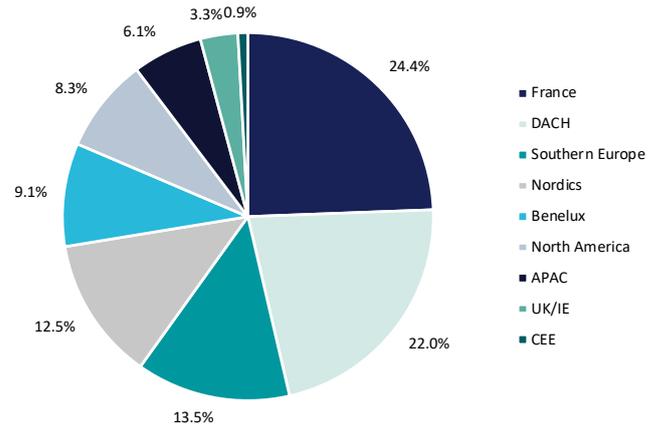
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

## Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



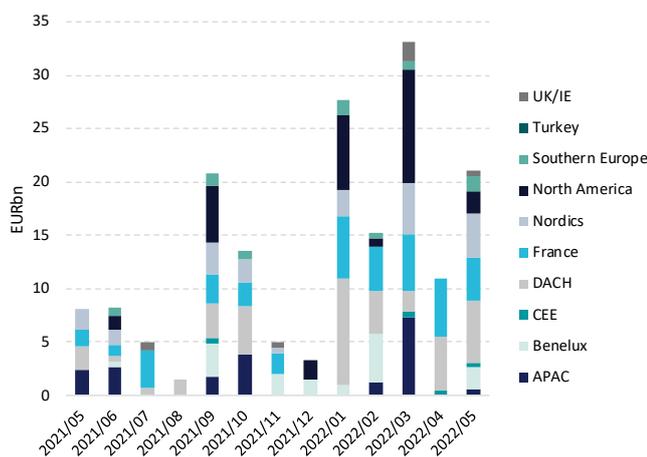
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



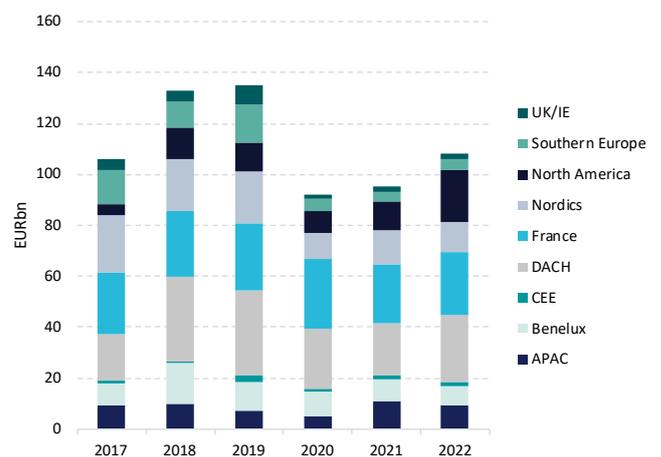
Top-10 Jurisdiktionen

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	228.8	219	14	0.95	10.0	5.6	0.83
2	DE	168.4	244	19	0.63	8.4	4.5	0.45
3	CA	77.7	61	0	1.23	5.9	3.2	0.29
4	ES	72.7	59	5	1.12	11.7	3.8	1.73
5	NL	66.3	67	1	0.93	11.6	7.7	0.75
6	NO	49.4	58	9	0.85	7.5	4.1	0.40
7	IT	49.2	59	2	0.80	9.2	4.2	1.25
8	AT	37.8	69	3	0.54	9.5	6.1	0.60
9	SE	32.3	38	0	0.85	7.5	3.5	0.51
10	AU	30.2	31	0	0.97	8.2	4.0	0.88

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

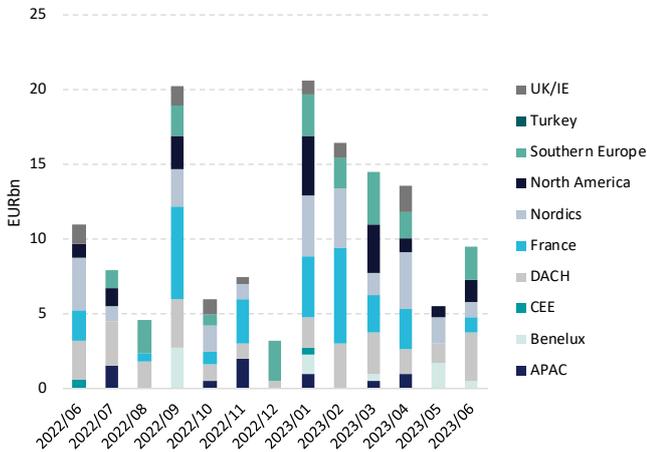


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

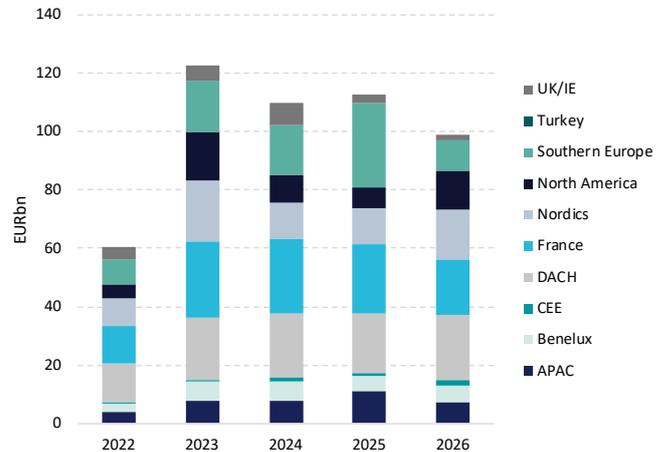


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

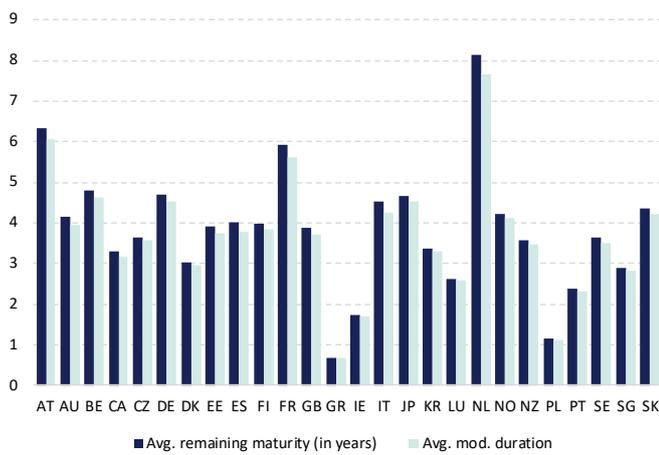
**EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat**



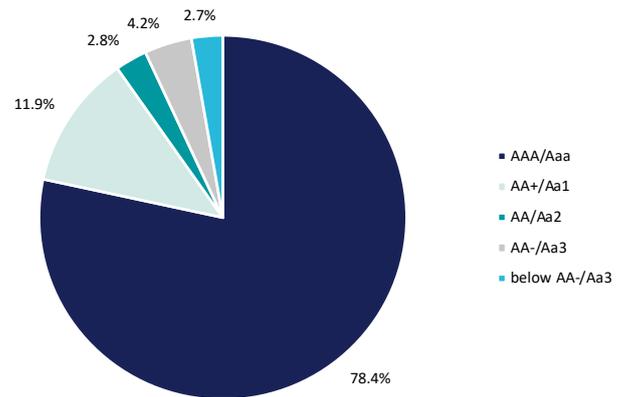
**EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr**



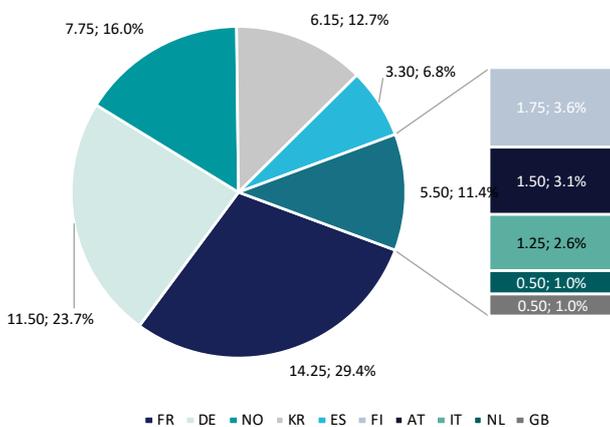
**Modified Duration und Restlaufzeit nach Land**



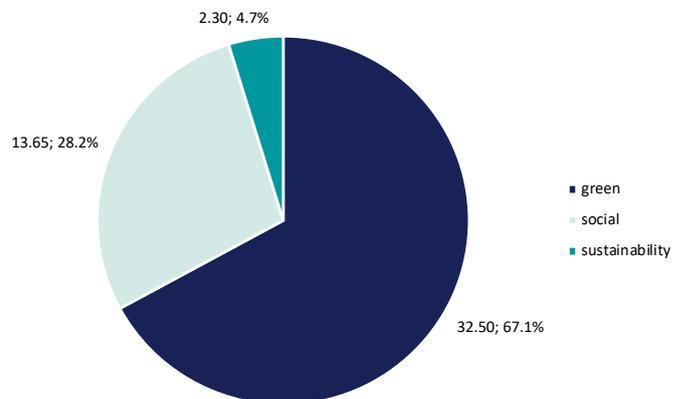
**Ratingverteilung (volumengewichtet)**



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

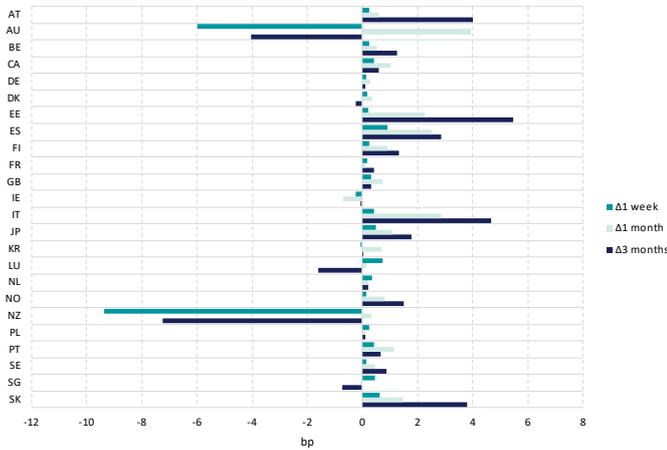


**EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)**

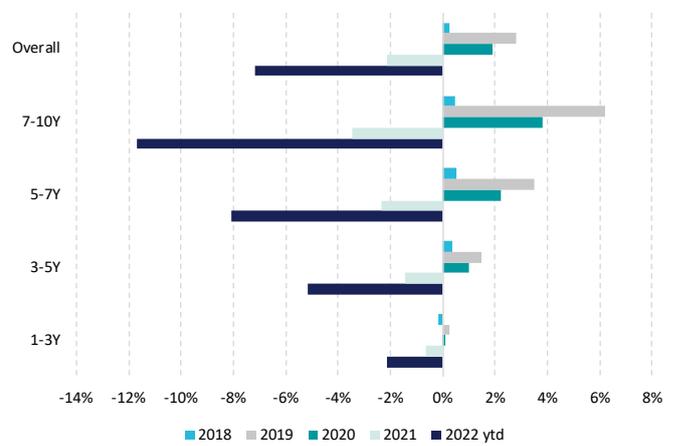


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

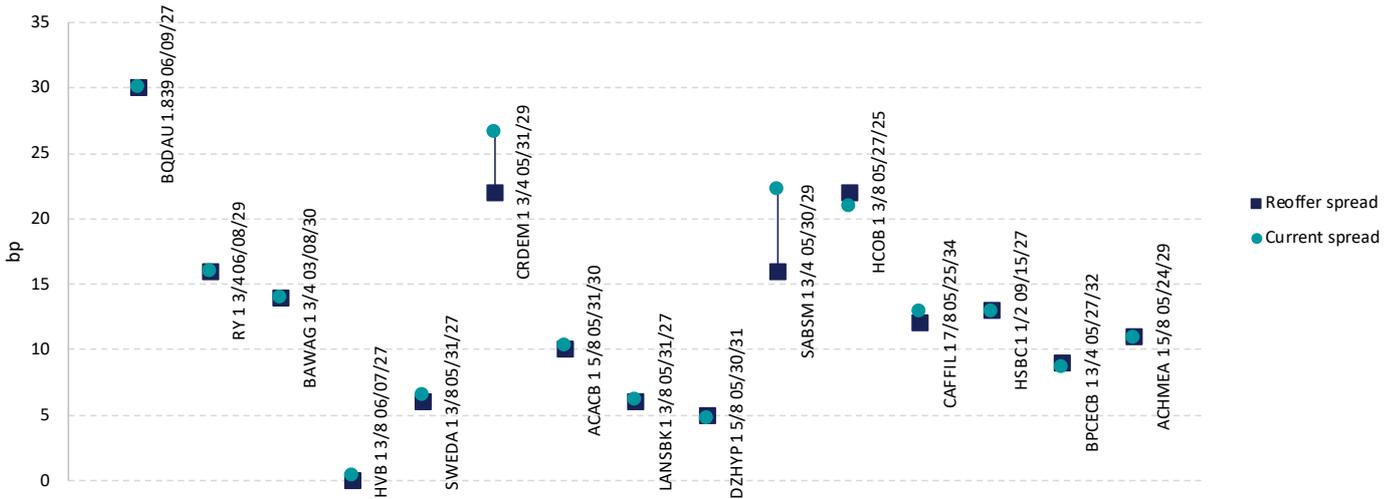
**Spreadveränderung nach Land**



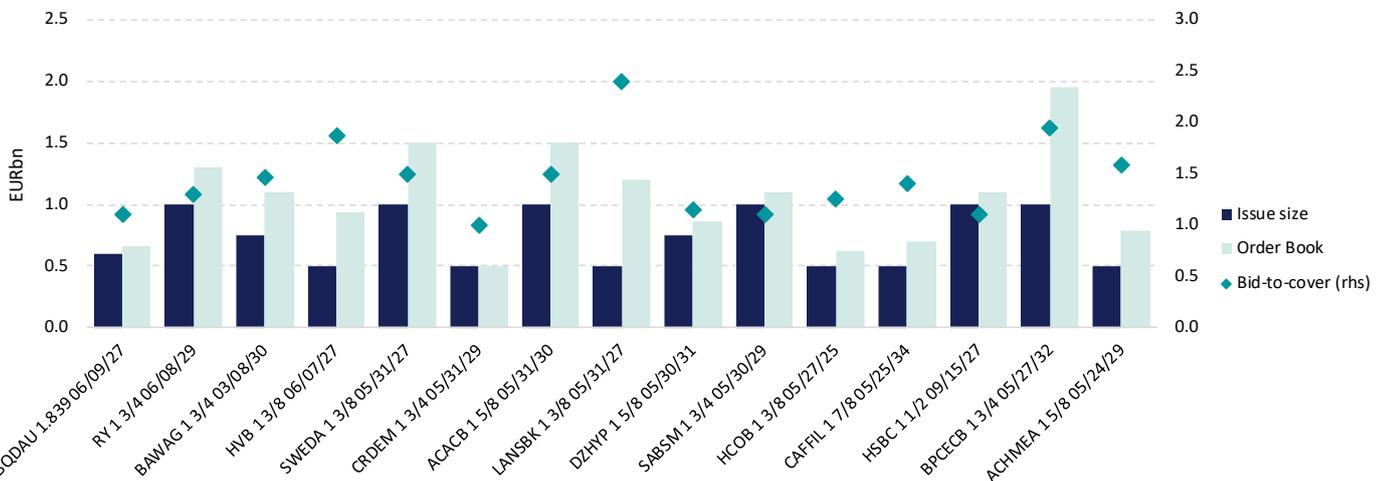
**Covered Bond Performance (Total Return)**



**Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen**

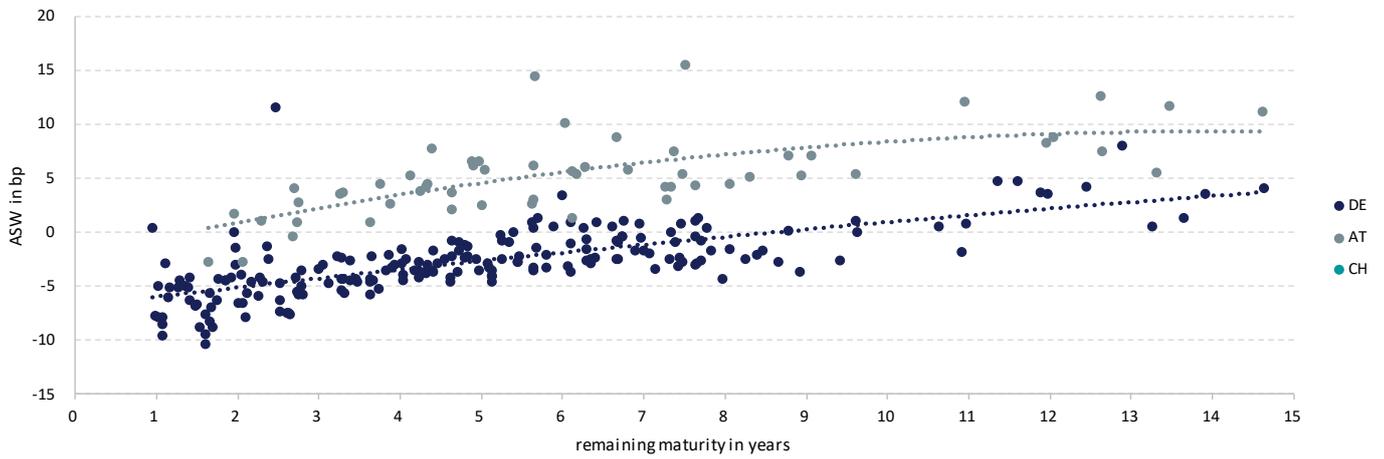


**Orderbücher der letzten 15 Emissionen**

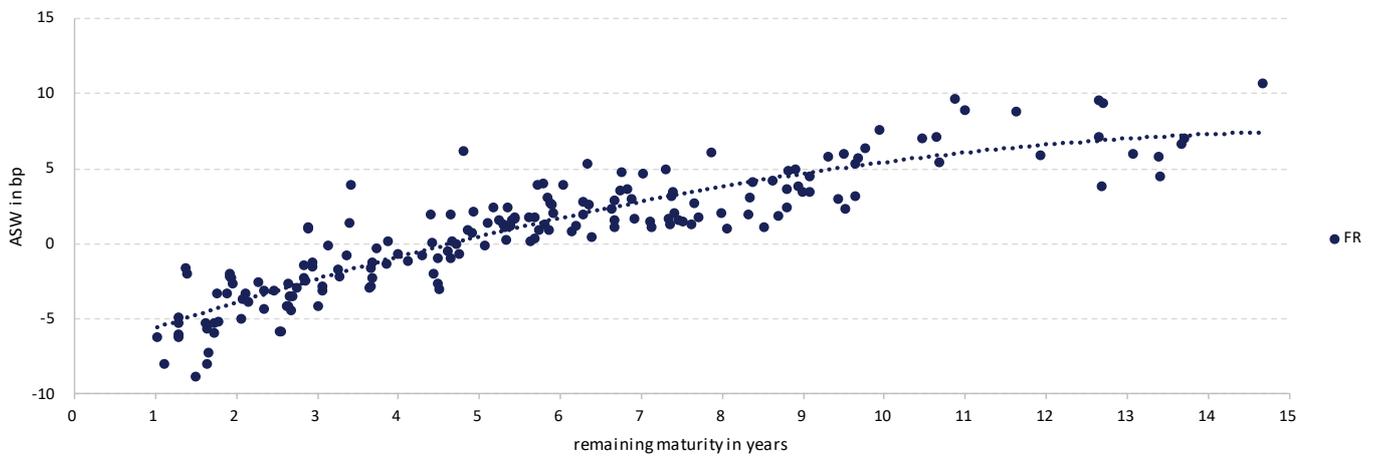


**Spreadübersicht<sup>1</sup>**

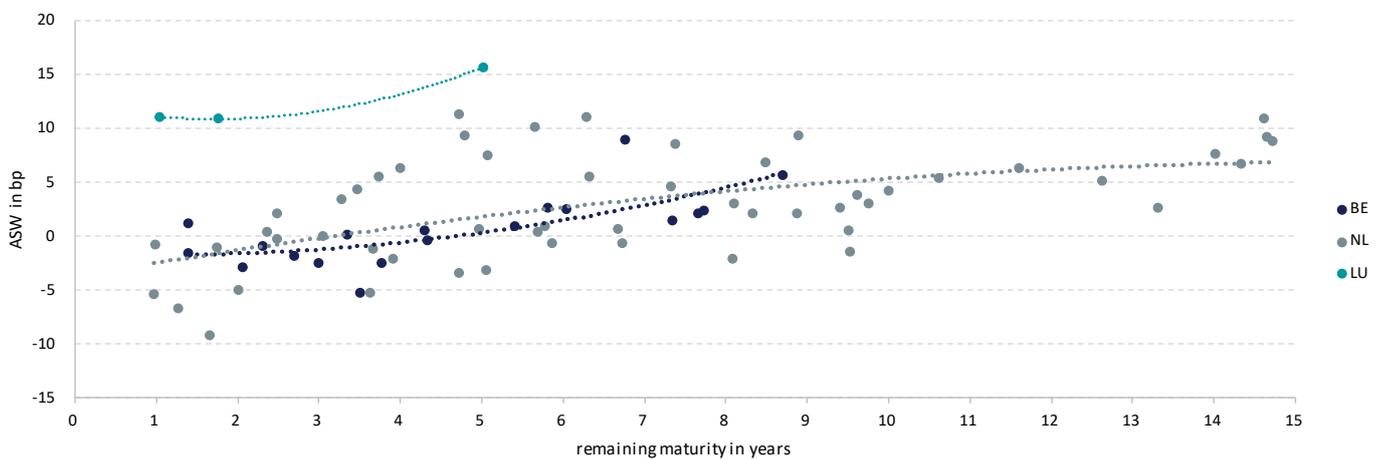
**DACH** 



**France** 

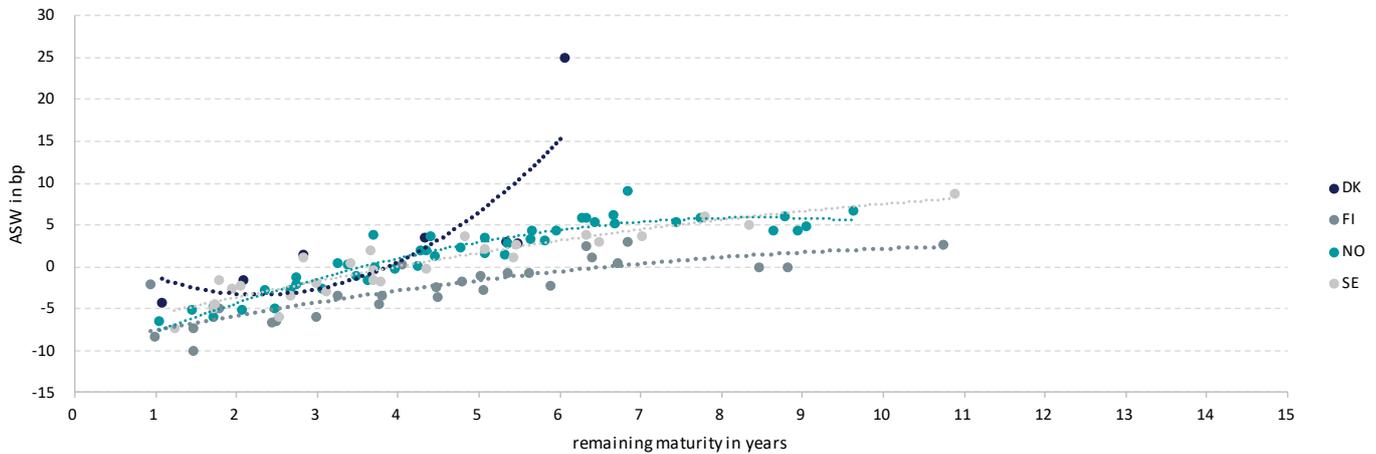


**Benelux** 

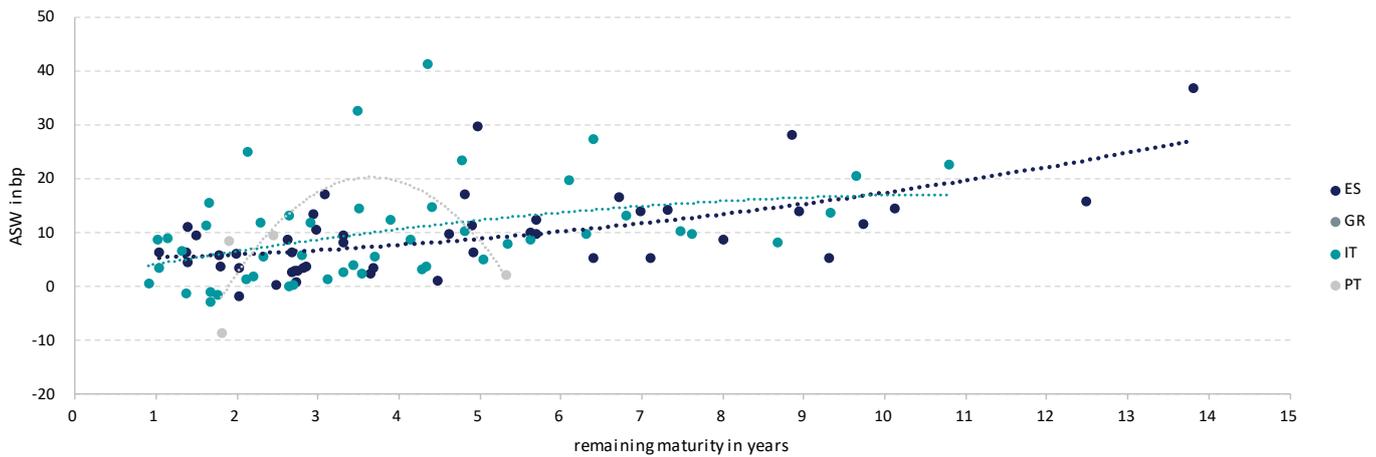


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research <sup>1</sup>Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

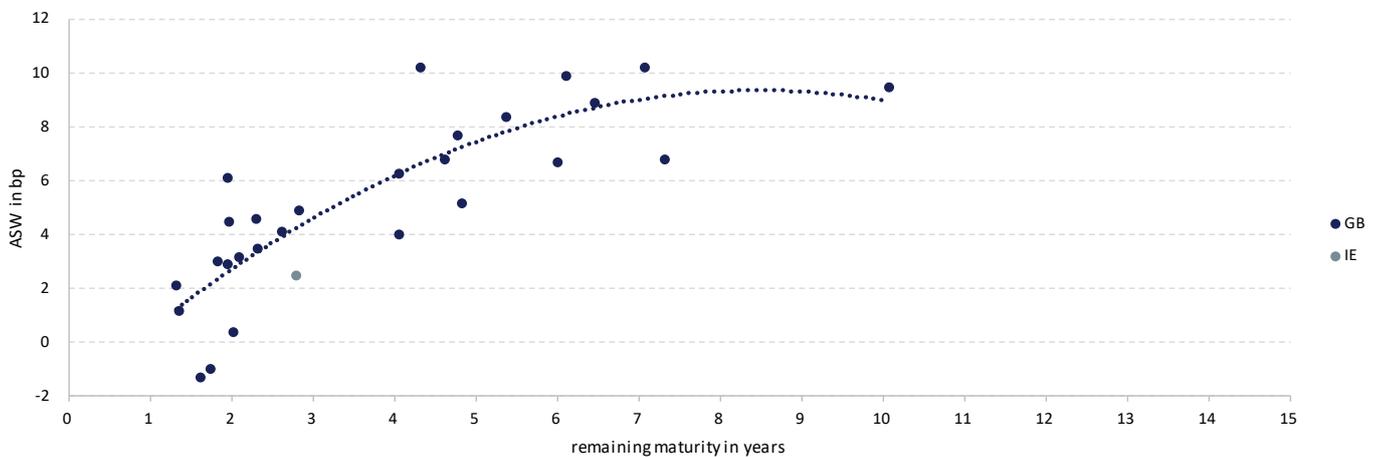
**Nordics** 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪



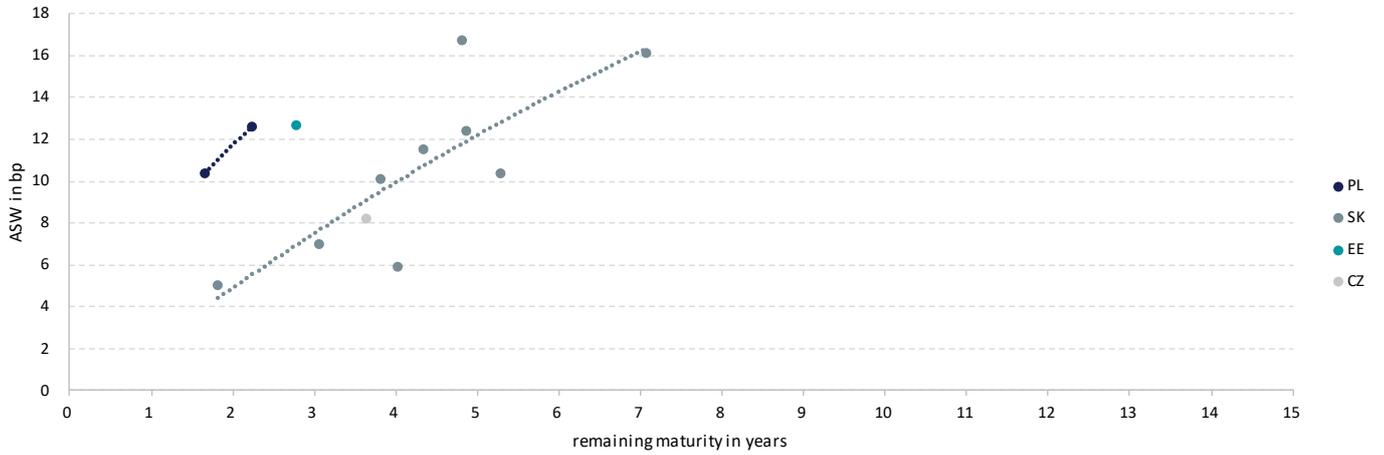
**Southern Europe** 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



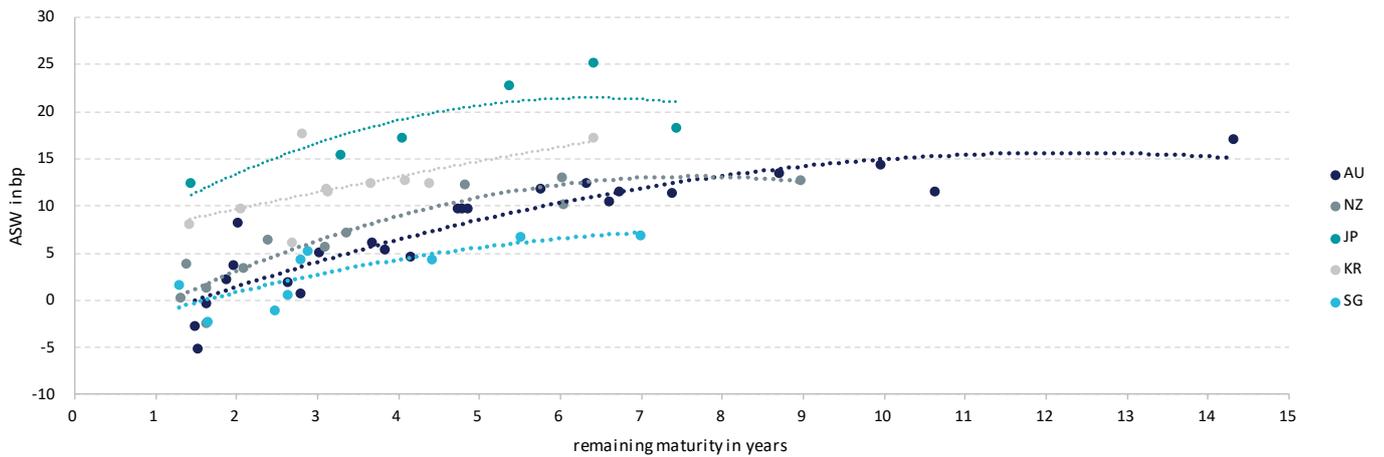
**UK/IE** 🇬🇧 🇮🇪



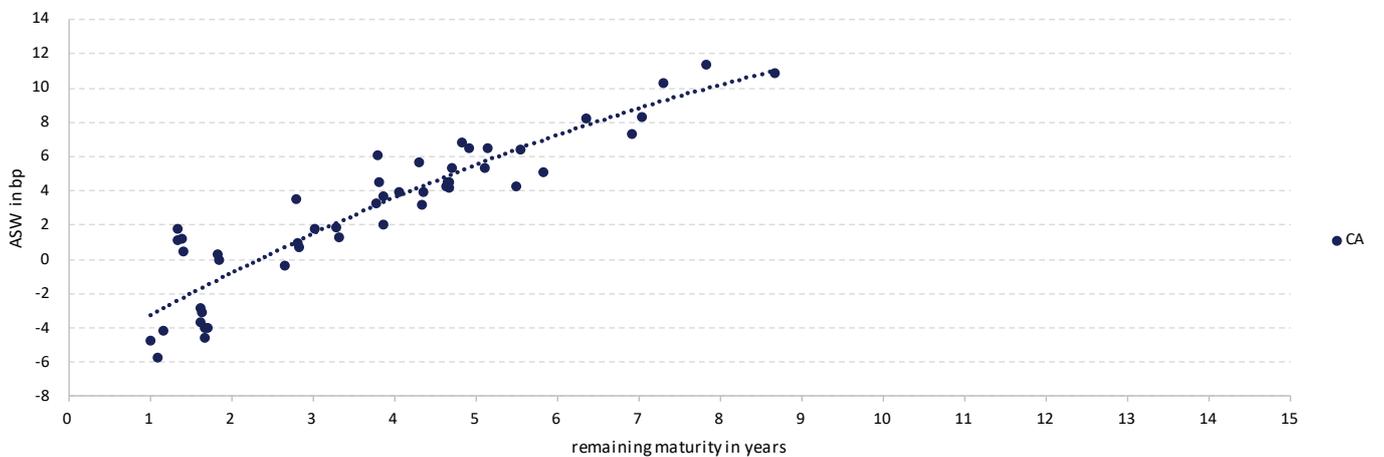
**CEE** 



**APAC** 



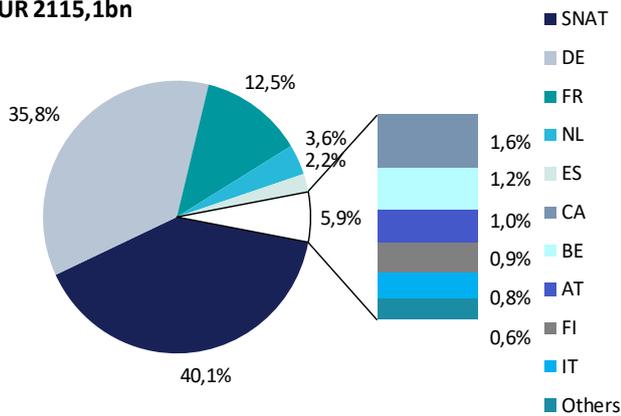
**North America** 



## Charts & Figures SSA/Public Issuers

### Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

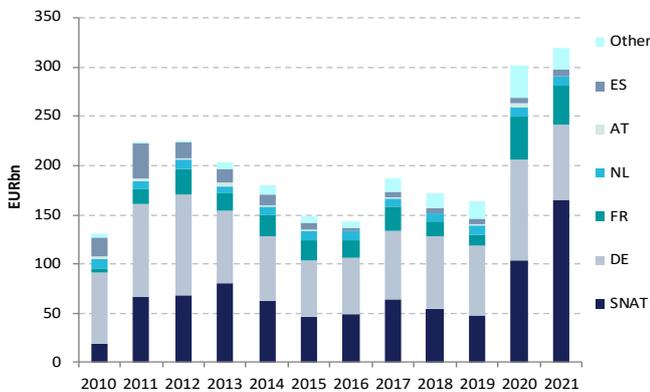
EUR 2115,1bn



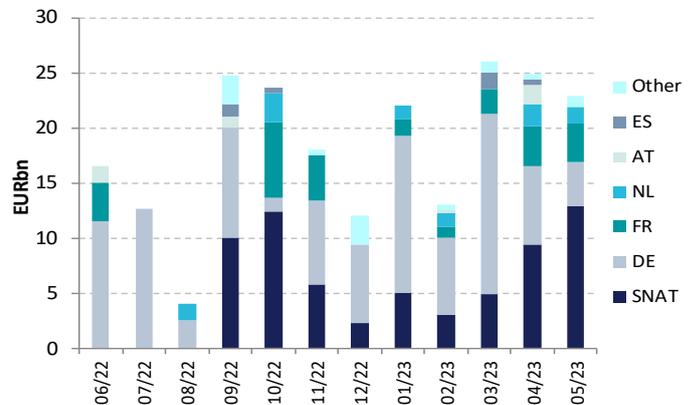
### Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (€bn)	No. of bonds	ØVol. (€bn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	847,5	207	4,1	8,4
DE	757,1	570	1,3	6,8
FR	263,4	177	1,5	6,6
NL	76,0	68	1,1	6,7
ES	45,8	59	0,8	5,1
CA	33,2	22	1,5	5,0
BE	24,5	28	0,9	12,7
AT	21,2	23	0,9	4,5
FI	18,0	22	0,8	5,8
IT	16,0	19	0,8	5,4

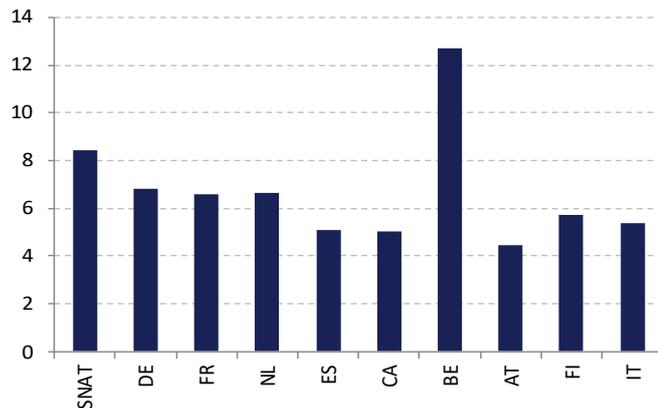
### EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



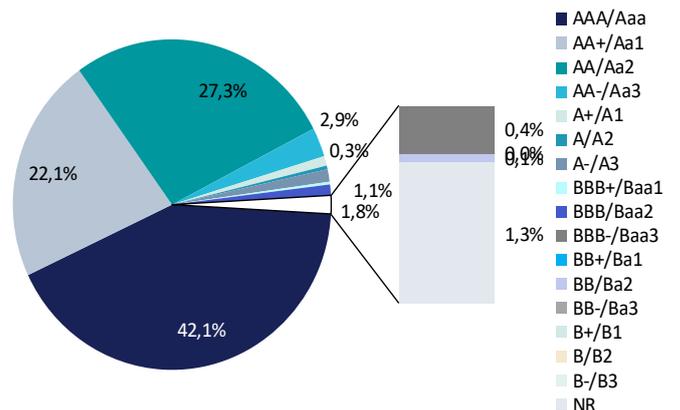
### EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



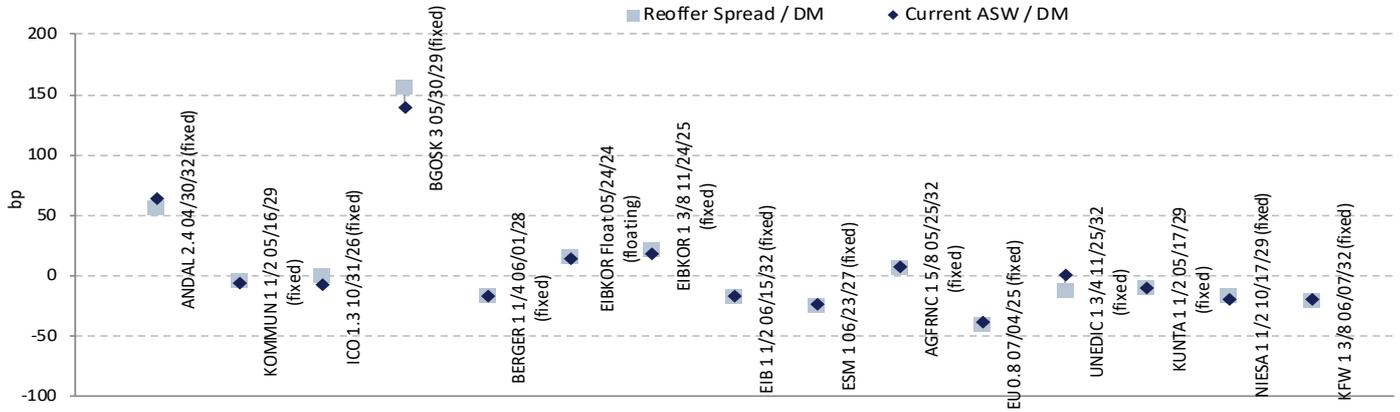
### Vol. gew. Modified Duration nach Land



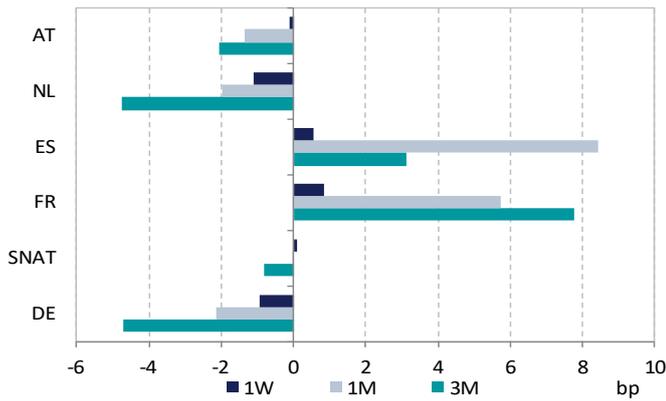
### Ratingverteilung (volumengewichtet)



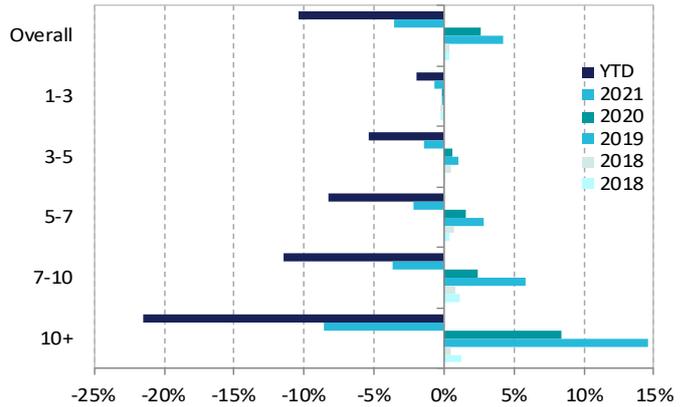
**Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen**



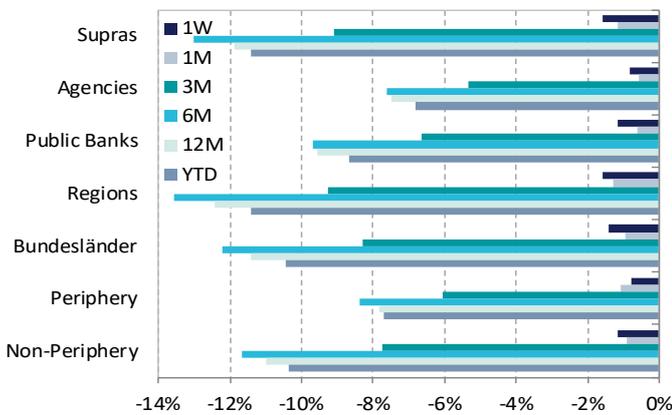
**Spreadentwicklung nach Land**



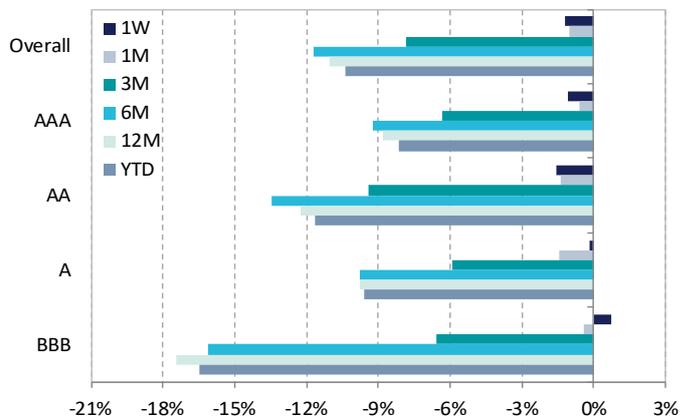
**SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich**



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

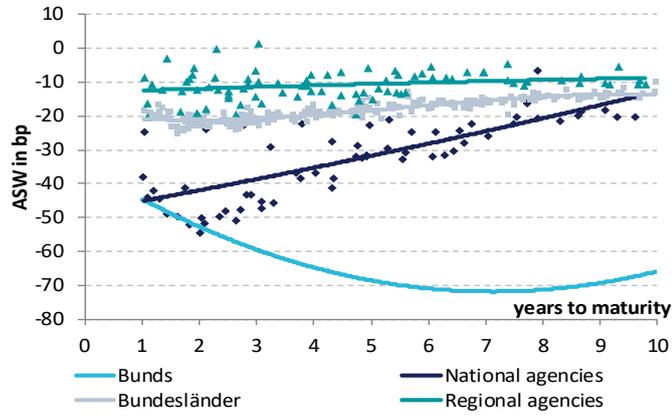


**SSA-Performance nach Rating (Total Return)**

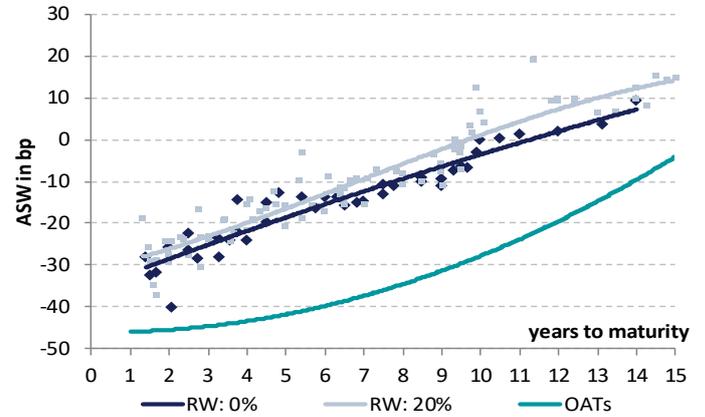


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

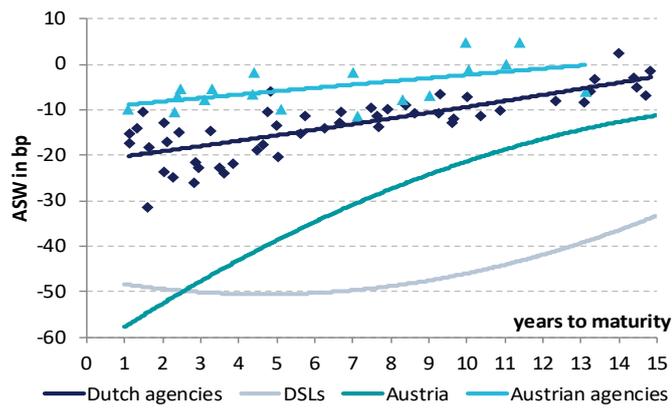
**Germany (nach Segmenten)**



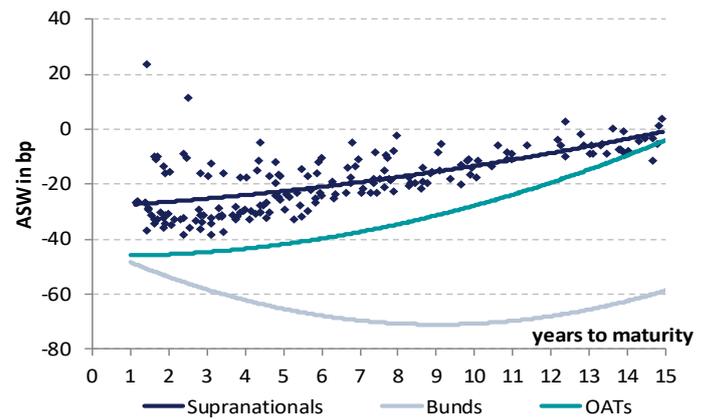
**France (nach Risikogewichten)**



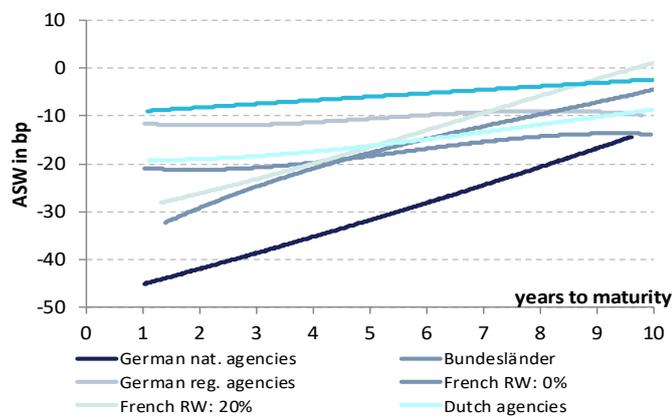
**Netherlands & Austria**



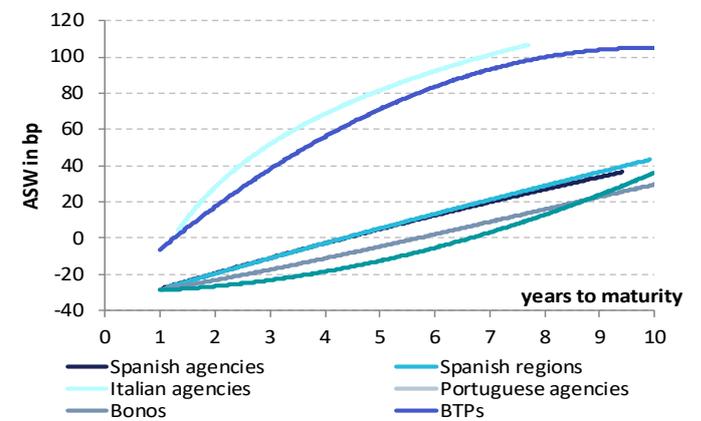
**Supranationals**



**Core**



**Periphery**



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

# Anhang

## Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
<a href="#">18/2022 ♦ 25. Mai</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Transparenzvorschrift § 28 PfandBG Q1/2022</li> <li>▪ EUR-ESG-Benchmarks im bisherigen SSA-Jahr 2022</li> </ul>
<a href="#">17/2022 ♦ 18. Mai</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes</li> <li>▪ Ein Rückblick auf das erste Drittel des SSA-Jahres 2022</li> </ul>
<a href="#">16/2022 ♦ 11. Mai</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Covered Bond-Jurisdiktionen im Fokus: Ein Blick auf Österreich</li> <li>▪ Update DEUSTD – Deutsche Städteanleihe No. 1</li> </ul>
<a href="#">15/2022 ♦ 04. Mai</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Covered Bond-Jurisdiktionen im Fokus: Ein Blick auf Schweden</li> <li>▪ ESG-Covered Bonds aus Deutschland: DKB mit begibt Sozialen Pfandbrief als „Berlin Social Housing Bond“</li> <li>▪ Issuer Guide SSA 2022: Der spanische Agency-Markt</li> </ul>
<a href="#">14/2022 ♦ 13. April</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Erste EZB-Sitzung nach dem Ende des PEPP: (K)Ein Non-Event!?</li> <li>▪ PEPP-Reporting: (K)Ein Nachruf, eher Ankauf interruptus</li> </ul>
<a href="#">13/2022 ♦ 06. April</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Pünktlich zum Quartalswechsel: EZB passt Orderverhalten an</li> <li>▪ Vereinigtes Königreich: EUR-Benchmarksegment im Fokus</li> <li>▪ Issuer Guide SSA 2022: Der skandinavische Agency-Markt</li> </ul>
<a href="#">12/2022 ♦ 30. März</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ein Blick auf den Markt für ESG-Covered Bonds</li> <li>▪ Issuer Guide SSA 2022: Der österreichische Agency-Markt</li> </ul>
<a href="#">11/2022 ♦ 23. März</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ESG-Update 2022 ins Spotlight gerückt</li> <li>▪ Der Ratingansatz von DBRS</li> </ul>
<a href="#">10/2022 ♦ 16. März</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Was bedeutet die jüngste EZB-Sitzung für Covered Bonds?</li> <li>▪ Kreditermächtigungen der deutschen Bundesländer 2022</li> </ul>
<a href="#">09/2022 ♦ 09. März</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Transparenzvorschrift § 28 PfandBG Q4/2021</li> <li>▪ Issuer Guide SSA 2022: Der niederländische Agency-Markt</li> </ul>
<a href="#">08/2022 ♦ 02. März</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EZB: Bei einer Zeitenwende kriegen nicht alle die Kurve</li> <li>▪ Willkommener Zuwachs im Covered Bond ESG-Universum: Banco BPM Green Covered Bond</li> <li>▪ Krieg in der Ukraine und Sanktionen in Russland: Ein Schlaglicht auf die europäische Bankenlandschaft</li> </ul>
<a href="#">07/2022 ♦ 23. Februar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EZB-Bankenaufsicht sieht auch den Wohnimmobilienmarkt als potenziellen Risikotreiber für Kreditinstitute an</li> <li>▪ Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes</li> <li>▪ Beyond Bundesländer: Großraum Paris (IDF und VDP)</li> </ul>
<a href="#">06/2022 ♦ 16. Februar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ PEPP-Reporting: Ziellinie in Sicht, kein Fotofinish zu erwarten</li> <li>▪ DZ HYP debütiert mit Grünem Pfandbrief: Der ESG-Markt in Deutschland bleibt auf Wachstumskurs</li> </ul>
<a href="#">05/2022 ♦ 09. Februar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EZB: Auf der Schussfahrt gewendet</li> <li>▪ Versicherungsunternehmen als Covered Bond-Investoren: Der Banken-Versicherungen-Nexus</li> </ul>
<a href="#">04/2022 ♦ 02. Februar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Rückblick auf den Januar 2022: Ein Rückfall in alte Muster muss nicht immer schlecht sein</li> <li>▪ Neues Jahr, neues Glück? Weniger Wumms zum Jahresauftakt</li> </ul>

## Anhang Publikationen im Überblick

### Covered Bonds:

[Issuer Guide Covered Bonds 2021](#)

[Risikogewichte und LCR-Level von Covered Bonds \(halbjährlich aktualisiert\)](#)

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG \(Quartalsupdate\)](#)

[Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten](#)

### SSA/Public Issuers:

[Issuer Guide – Deutsche Bundesländer 2021](#)

Issuer Guide – Kanadische Provinzen & Territorien 2020

Issuer Guide – Supranationals & Agenices 2019 (Update in 2022 geplant)

Issuer Guide – Down Under 2019

### Fixed Income Specials:

[ESG-Update 2022](#)

[Gesichtswahrende EZB-Entscheidung: Falkenhafte Rolle rückwärts](#)

[EZB-Entscheidung: PEPP auf die Reservebank, APP in den Sturm](#)

[EZB hält Kurs, legt aber Kohlen nach – PEPP bis 2022 verlängert](#)

# Anhang

## Ansprechpartner in der NORD/LB

### Markets Strategy & Floor Research



**Jan-Phillipp Hensing**

SSA/Public Issuers

+49 172 4252877

[jan-phillipp.hensing@nordlb.de](mailto:jan-phillipp.hensing@nordlb.de)



**Melanie Kiene, CIAA**

Covered Bonds/Banks

+49 172 169 2633

[melanie.kiene@nordlb.de](mailto:melanie.kiene@nordlb.de)



**Dr. Frederik Kunze**

Covered Bonds/Banks

+49 172 354 8977

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



**Dr. Norman Rudschuck, CIAA**

SSA/Public Issuers

+49 152 090 24094

[norman.rudschuck@nordlb.de](mailto:norman.rudschuck@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, zu kopieren 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 lediglich Ihrer allgemeinen Information dienende 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.** Ebenfalls stellt diese Information keine Anlageempfehlung bzw. Anlagestrategieempfehlung im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 dar.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Mit der Verwendung dieser Information erkennt der Empfänger die obigen Bedingungen an.

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Australien:**

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland:**

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:**

Die NORD/LB ist teilweise reguliert durch die „Autorité des Marchés Financiers“. Details über den Umfang unserer Regulierung durch die zuständigen Behörden sind von uns auf Anfrage erhältlich. Diese Information stellt keine Analyse i.S.v. Art. 24 Abs. 1 der Richtlinie 2006/73/EG, Art. L.544-1 und R.621-30-1 des Französischen Geld- und Finanzgesetzes, sondern eine Marketingmitteilung dar und ist als Empfehlung gemäß der Richtlinie 2003/6/EG und 2003/125/EG zu qualifizieren.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:**

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Indonesien:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Irland:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Japan:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Luxemburg:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Neuseeland:**

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Österreich:**

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Polen:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Portugal:**

Diese Information ist nur für institutionelle Kunden gedacht und darf nicht (i) genutzt werden von, (ii) in irgendeiner Form kopiert werden für oder (iii) verbreitet werden an irgendeine andere Art von Investor, insbesondere keinen Privatkunden. Diese Information stellt weder ein Angebot noch den Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von in der Information behandelten Wertpapieren 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 Bundesbankenkommission (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.

Redaktionsschluss: 1. Juni 2022 08:53h