

Frohes Fest und guten Rutsch!
Vielen Dank für Ihre Treue in 2022

Unsere nächste Wochenpublikation
erscheint am **11.01.2023**



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	6
Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2023	9
SSA-Ausblick 2023: EZB, NGEU und deutsche Schuldenbremse	17
EZB-Tracker	
Asset Purchase Programme (APP)	25
Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)	30
Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP	33
Charts & Figures	
Covered Bonds	34
SSA/Public Issuers	40
Ausgaben im Überblick	43
Publikationen im Überblick	44
Ansprechpartner in der NORD/LB	45

Flooranalysten:

Covered Bonds/Banks

Dr. Frederik Kunze
frederik.kunze@nordlb.de

Melanie Kiene, CIIA
melanie.kiene@nordlb.de

Stefan Rahaus
stefan.rahaus@nordlb.de

SSA/Public Issuers

Dr. Norman Rudschuck, CIIA
norman.rudschuck@nordlb.de

Jan-Phillipp Hensing
jan-phillipp.hensing@nordlb.de

Marktüberblick

Covered Bonds

Autor: Stefan Rahaus

Primärmarkt: Vorweihnachtliche Ruhe

Die Fundingaktivitäten der Emittenten scheinen für 2022 abgeschlossen, seit unserer letzten Ausgabe dieser Publikation gab es keine neuen Marktauftritte am Covered Bond-Primärmarkt. Damit sieht es so aus, als wird die Marke von EUR 200 Mrd. an EUR-Benchmarkemissionen nicht mehr überschritten werden können und wir notieren für 2022 ein Neuemissionsvolumen von EUR 198,625 Mrd. Die vorweihnachtliche Ruhe am Primärmarkt möchten wir gerne nutzen, um gemeinsam mit Ihnen eine Vorausschau auf den Covered Bond-Markt im kommenden Jahr 2023 zu wagen. Dafür haben wir in den folgenden Absätzen kurz die Ausblicke der drei großen Ratingagenturen S&P, Fitch und Moody's zusammengefasst und erläutern im Artikel „[Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2023](#)“ ausführlich unsere Einschätzungen und Erwartungen für den Markt gedeckter Anleihen im kommenden Jahr. An dieser Stelle möchten wir uns ganz herzlich für Ihr Interesse an unseren Publikationen bedanken und hoffen, Ihnen auch im kommenden Jahr einen hilfreichen Mehrwert bieten zu können, um Sie bei Ihrer täglichen Arbeit zu unterstützen. Für Anregungen, Feedback oder Rückfragen stehen wir gerne zur Verfügung. Beenden möchten wir das Jahr 2022 mit dem Wunsch auf eine friedliche und besinnliche Weihnachtszeit für Sie und Ihre Familien sowie ein gesundes und erfolgreiches Jahr 2023.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
-	-	-	-	-	-	-	-	-

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

Sekundärmarkt: Auch hier wird es ruhiger

Auch am Sekundärmarkt ist es mit dem geschlossenen Primärmarkt deutlich ruhiger geworden. Die Handelsaktivitäten fokussieren sich auf das kürzere Laufzeitende bis fünf Jahre, Kundenanfragen und Umsätze beschränken sich größtenteils jedoch auf Covered Bonds mit Laufzeiten zwischen sechs Monaten und zwei Jahren. Bei längeren Laufzeiten hat die Liquidität deutlich abgenommen, hier sehen wir auch vereinzelt Verkaufsinteresse von Investoren, die wohl Platz schaffen für Emittenten, die sich im neuen Jahr am langen Ende versuchen könnten. Die Sekundärmarktsreads der indikativ gezeigten Preise gegen Swap präsentieren sich nahezu unverändert zur Vorwoche. Wie belastbar dieses Niveau ist, wird sich mit der von uns erwarteten Neuemissionsflut in den ersten Januarwochen zeigen. Die Präsenz der EZB am Sekundärmarkt könnte sich in 2023 aufgrund möglicher Quantitative Tightening-Maßnahmen deutlich verringern. Da auch aufgrund vorzeitiger Rückzahlungen von TLTRO III-Mitteln (siehe nachfolgender Absatz) weniger Covered Bonds bei der EZB „geparkt“ werden, erhoffen wir uns eine deutliche Verbesserung der Liquidität im Verlauf des kommenden Jahres, auch wenn viele der bei der EZB eingelieferten Covered Bonds einbehaltene („retained“) Anleihen sind. Allerdings wird es sich unseres Erachtens um einen längeren Prozess handeln, da wir erwarten, dass der EZB-Rat am kommenden Donnerstag einen sehr behutsamen Ausstieg aus den monetären Unterstützungsmaßnahmen bekannt geben wird.

EZB-Geldpolitik: TLTRO III-Rückzahlungen belaufen sich im Dezember auf EUR 447,5 Mrd.

In der vergangenen Handelswoche wurde durch das Eurosystem das Volumen bekannt gegeben, welches die Geschäftsbanken im gemeinsamen Währungsraum an TLTRO III-Mitteln zurückzahlen wollen. Es handelt sich dabei um das zweite „Voluntary Repayment“ seit den Anpassungen der Konditionen für die Refinanzierungsgeschäfte. Während es sich bei der ersten Rückzahlung im November um den ersten zusätzlichen freiwilligen Rückzahlungstermin handelte, stand der Tilgungstermin im Dezember bereits deutlich länger fest, wenngleich durch die neue Verzinsung diesem Datum eine größere Bedeutung, auch für den Covered Bond-Markt, beizumessen war. Mit EUR 447,5 Mrd. lag das Rückzahlungsvolumen deutlich über der Rückführung im November (EUR 296,3 Mrd.). Erwartungsgemäß schmilzt damit die EZB-Bilanz weiter ab. Die freiwilligen Tilgungen kommen für uns keineswegs unerwartet und so haben wir einen – wenngleich dezenten – positiven Einfluss dieser Entwicklung im Rahmen unserer Angebotsprognose (vgl. [Covered Bond-Fokusartikel](#) in dieser Ausgabe) berücksichtigt. Insbesondere unser Forecast für die Spreadentwicklung sieht außerdem eine Ankündigung der EZB im Hinblick auf QT voraus, wie wir auch in unserem Preview zur EZB-Sitzung am 15. Dezember hervorgehoben haben (vgl. auch [NORD/LB Covered Bond & SSA View vom 07. Dezember](#)).

S&P Covered Bond Outlook 2023: Ratingausblick stabil

In ihrem Covered Bond Outlook 2023 vom 06. Dezember 2022 schätzen die Analysten von S&P den Ausblick für die Covered Bond-Ratings weiterhin als stabil ein. Eine ausreichende Übersicherung sollte etwaige Verluste aufgrund steigender Lebenshaltungskosten und Zinserhöhungen auffangen. Ungenutzte Notches verringern das Risiko von Herabstufungen gedeckter Anleihen im Fall von begrenzten Ratingherabsetzungen der emittierenden Banken. Fundamental werden für die erste Jahreshälfte 2023 die bekannten Risiken gesehen (abflachendes Wirtschaftswachstum, steigende Zinsen, anhaltende Inflation), ein robuster Arbeitsmarkt und öffentliche Investitionen sollten jedoch zu einer moderaten Erholung ab Mitte 2023 führen. Im Wohnbausegment belasten zum Teil massiv gestiegene Hypothekenzinsen und geringere verfügbare Einkommen das Preisniveau bei Immobilien, private Ersparnisse sowie eine niedrige Arbeitslosigkeit unterstützen auf der anderen Seite die Assetqualität von Wohnbaudarlehen in den Deckungsstöcken. Bei Gewerbeimmobilien sehen die Experten von S&P die Teilsektoren Büro und Einzelhandel stärker gefährdet, es wird aber angenommen, dass eine Verschlechterung der Vermögensqualität die Kreditqualität der bewerteten Schuldverschreibungen nicht erheblich beeinflussen wird. Bei Neuemissionen wird von den Ratingspezialisten bei S&P aufgrund von gut zehn Prozent weniger Fälligkeiten ein Volumen leicht unter dem diesjährigen 2022er Level erwartet. Niedrigere Kundeneinlagen im Verhältnis zum Kreditvolumen sowie rückläufige Zentralbankfinanzierung unterstützen dabei das Angebot. Im Hinblick auf das Credit Enhancement (CE) bei S&P beträgt das Uplift im Durchschnitt mehr als das Neunfache des für die Aufrechterhaltung der aktuellen Ratings erforderlichen Niveaus und sollte die erwartete Verschlechterung der Sicherheitenqualität abfedern. Die Ratings von etwa 74% der von S&P bewerteten Covered Bond-Programme wären von einer Herabstufung um eine Stufe sowohl des Staates als auch des Emittenten nicht beeinträchtigt.

Fitch Covered Bond Outlook 2023: Sektorausblick Neutral

Experten der Ratingagentur Fitch schätzen den Sektorausblick für Covered Bonds als neutral ein. In ihrem Global Covered Bonds Outlook 2023 bleiben die Analysten von Fitch trotz des verschlechterten Ausblicks für die Entwicklung der Vermögenswerte bei ihrer bisherigen Einschätzung. Als Begründung wird insbesondere auf den doppelten Rückgriff (dual-recourse) gedeckter Anleihen, aber auch auf Liquiditätsschutzmechanismen, die umfangreiche Übersicherung (OC) sowie gesetzliche Vorgaben für die Eignung von Vermögenswerten verwiesen. Eine vorsichtiger Kreditvergabe und niedrigere Beleihungswerte bei Hypotheken sollten eine Verschlechterung bei den Vermögenswerten begrenzen. Zusätzlich hätten die Kreditinstitute aufgrund von regulatorischen Vorschriften in den vergangenen Jahren starke Kapital- und Liquiditätspuffer aufgebaut, die dazu beitragen, die Auswirkungen einer Rezession in 2023 aufzufangen. Die aufsichtsrechtliche Überwachung, der günstige Status in einem Abwicklungsszenario und die Kapazität für laufende Zahlungen, auch nach dem Ausfall des Emittenten, ermöglichen es, dass die meisten gedeckten Schuldverschreibungen viel höher bewertet werden als ihr Emittenten Default Rating (Issuer Default Rating; IDR). 87% der gerateten Programme haben einen oder mehrere Notches Puffer gegen eine IDR-Herabstufung, wobei die IDRs von 96% der Emittenten einen stabilen oder einen positiven Ausblick haben bzw. auf „Rating Watch Positive“ stehen. Auch bei Ratingveränderungen von Staaten sieht Fitch nur eine begrenzte Auswirkung auf die Bewertung von Covered Bonds. Das hohe Level der Übersicherung (OC) sehen die Ratingspezialisten von Fitch als Puffer gegen fallende Hauspreise und ansteigende Zahlungsrückstände aufgrund höherer Lebenshaltungskosten. Fitch erwartet, dass die Hauspreise in nahezu allen Jurisdiktionen in 2023 fallen werden.

Moody's Covered Bond Outlook 2023: Emissionsvolumen bleibt hoch

Analysten der Ratingagentur Moody's erwarten für 2023, dass das Emissionsvolumen am Covered Bond-Markt hoch bleiben wird. Anstehende Fälligkeiten, Rückzahlungen von Zentralbankfinanzierungen und weite Spreads zu Senior Bankanleihen begünstigen das Angebot, während abnehmende Hypothekenfinanzierungen und hohe Einlagen die Emissionstätigkeit in gewissem Maße dämpfen werden. Wie auch wir gehen die Experten von Moody's davon aus, dass zumindest Teile der fällig werdenden bzw. vorzeitig zurückgezahlten TLTRO-Kredite durch neue öffentlich begebene gedeckte Anleihen ersetzt werden. Von Moody's wird geschätzt, dass Banken bis zu EUR 200 Mrd. an TLTRO-Ziehungen verwendet haben, um in 2020 und 2021 fällig gewordenen Covered Bonds zurück zu zahlen, insbesondere von südeuropäischen Emittenten. In welcher Höhe TLTRO-Kredite aus Erlösen neu begebener gedeckter Anleihen zurückgezahlt werden oder bereits in 2022 vorfinanziert wurden, ist schwer abzuschätzen, die TLTRO-Rückzahlungen sollten das Emissionsvolumen in 2023 nach Meinung der Ratingagentur jedoch auf jeden Fall erhöhen. Die Assetqualität sehen die Ratingspezialisten von Moody's (analog S&P und Fitch) durch fallende Hauspreise und steigende Kreditausfallraten aufgrund gestiegener finanzieller Belastungen der Kreditnehmer belastet. Die Risiken seien aber durch hohe Übersicherung und niedrige Beleihungsquoten begrenzt. Zusätzlich unterstreicht auch im Jahr 2023 die Stabilität von Emittenten und Staaten die anhaltend hohe Kreditqualität von Covered Bonds. 90% der Moody's-Ratingausblicke für Covered Bond-Emittenten sind stabil oder positiv.

Marktüberblick

SSA/Public Issuers

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

Outlook 2023

In der heutigen Jahresendausgabe präsentieren wir Ihnen unseren [SSA-Ausblick auf das Jahr 2023](#). Dieser umfasst u.a. die zukünftige EZB-Politik, das von uns erwartete Emissionsvolumen deutscher Länder, wichtiger E-Supras und großer (inter)nationaler Agencies. In 2023 wird vor allem das Thema Quantitative Tightening, also das bevorstehende Ende der vollumfänglichen Reinvestitionen im Rahmen des Ankaufprogramms APP, eine große Rolle einnehmen. Details erfahren wir hoffentlich bereits morgen auf der EZB-Presskonferenz.

PEPP: Die erste Verteidigungslinie ruht weiterhin

Vor einer Woche wurden die jüngsten Zahlen bezüglich der PEPP-Reinvestitionen veröffentlicht. Die PEPP-Reinvestitionen werden flexibel vorgenommen, um „pandemiebedingten Risiken für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken“. Wurden im Juni/Juli noch verstärkt Nettoankäufe in Peripheriestaaten getätigt, ist dies seitdem nicht mehr zu beobachten. Im Gegenteil: Die Bestände in den entsprechenden Staaten (Ausnahme: Griechenland) haben sich in den vergangenen zwei Monaten sogar reduziert. In deutsche und niederländische Wertpapiere wurde indes mehr investiert, als fällig wurde. Falls Sie sich an dieser Stelle fragen, wieso wir die jeweiligen Bestandsveränderungen so genau unter die Lupe nehmen: Seit Juli steht der EZB mit dem TPI ein neues Tool zur Verfügung. Dieses kann aktiviert werden, um ungerechtfertigten, ungeordneten Marktentwicklungen entgegenzuwirken. Bei Aktivierung könnte das Eurosystem etwa Wertpapiere aus einzelnen Ländern ankaufen, um eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen – welche aus fundamentaler Sicht nicht begründbar sind – zu bekämpfen. Von besonderem Interesse ist daher auch immer der Renditeabstand von italienischen Staatsanleihen zu deutschen: Lag der Spread (10y) in den Monaten Juni und Juli in einem Korridor von 185 bis 240 Basispunkten, befand sich dieser in den vergangenen zwei Monaten zwischen 180 und 250 Basispunkten, seit Oktober sogar mit sinkender Tendenz. Wir sind der festen Überzeugung, dass das TPI nie aktiviert wird, sondern die Reinvestitionen des PEPP genug unterstützenden Einfluss bieten. Dafür sprechen auch die jüngsten Daten, da keine signifikanten Bestandsveränderungen in Richtung Peripherie vorgenommen wurden.

Public Sector Nettoankäufe im Rahmen des PEPP in ausgewählten Staaten (EUR Mio.)

Country	Net purchases Aug 22 – Sep 22	Net purchases Oct 22 – Nov 22	Cumulative net purchases at end-November 22
Germany	-3.060	2.551	397.704
Netherlands	128	1.689	84.558
Total	-2.932	+4.240	482.262
Spain	-200	-1.418	194.758
Italy	-1.243	-794	287.027
Greece	-888	729	39.607
Portugal	177	-1.068	34.425
Total	-2.154	-2.551	555.817
Supranationals	2	0	145.914

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

26. Sitzung des Stabilitätsrates für den 16. Dezember terminiert

Für diesen Freitag haben der Bundesfinanzminister Christian Lindner sowie die Vorsitzende der Finanzministerkonferenz – Doris Ahnen aus Rheinland-Pfalz – zur 26. Sitzung des Stabilitätsrates nach Berlin geladen. Auf der Tagesordnung stehen die Überwachung der Einhaltung der strukturellen gesamtstaatlichen Defizitobergrenzen und der Schuldenbremse, die Haushaltsüberwachung sowie die Überprüfung drohender Haushaltsnotlagen. Zur Erinnerung: Aus der Pressemitteilung der 25. Sitzung ist hervorgegangen, dass der Stabilitätsrat für die Jahre 2022 bis 2025 erwartet, dass die europäische Obergrenze des strukturellen gesamtstaatlichen Finanzierungsdefizits überschritten wird. Dies ist in 2022 zulässig, weil die Ausweichklausel des europäischen Stabilitäts- und Wachstumspaktes aktiviert bleibt. In den Jahren 2023 bis 2026 soll das strukturelle Defizit des Staatshaushaltes bis zum Erreichen des mittelfristigen Haushaltsziels schrittweise zurückgeführt werden. Der Stabilitätsrat vertritt zudem die Auffassung, dass die Überschreitung der Obergrenze des strukturellen gesamtstaatlichen Finanzierungsdefizits auf Basis der haushaltspolitischen Leitlinien der Europäischen Kommission bis 2025 ebenfalls zulässig sei. Eine Zusammenfassung der Sitzung können Sie im Rahmen dieser Publikation Mitte Januar erwarten.

Ratingänderungen im Überblick

Zum Jahresende haben wir noch einige Ratingänderungen für Sie: Die Ratingagentur S&P hat den Outlook für Frankreich von „stable“ zu „negative“ revidiert. Dies hat auch direkten Einfluss auf unsere Coverage, da das Rating für viele öffentliche Emittenten aus der französischen Jurisdiktion mit dem von Frankreich gleichgesetzt ist. Im Detail betrifft dies (Bloomberg-Ticker): AGFRNC, CADES, CDCEPS, SAGESS sowie SFILFR. Auch unmittelbar betroffen ist der supranationale Emittent EFSF, dessen Outlook sich ebenfalls von „stable“ auf „negative“ geändert hat. Für unseren „Beyond Bundesländer“ Emittenten MADRID wurde indes von der Agentur Fitch der Outlook von „stable“ auf „positive“ revidiert. An dieser Stelle möchten wir etwas Werbung in eigener Sache machen: In 2023 können Sie sich neue Veröffentlichungen im Rahmen unserer bekannten „Beyond Bundesländer“-Produktreihe erwarten.

KfW: Erste digitale Transaktion auf Basis des elektronischen Wertpapiergesetzes

Bereits vor wenigen Wochen haben wir über die digitale Transaktion der Europäischen Investitionsbank (Ticker: EIB) berichtet. Umso erfreulicher ist es, dass die Digitalisierung auch im deutschen Anleihenmarkt weiter voranschreitet und mit der KfW (Ticker: KfW) ein neuer Emittent die digitale Bühne betritt. Die Emission wurde dabei von Clearstream auf der digitalen Nachhandelsplattform „D7“ der Deutschen Börse durchgeführt. Die Anleihe umfasst ein Volumen von EUR 20 Mio. bei zweijähriger Laufzeit und weist einen Kupon in Höhe von 2,381% auf. Durch die Digitalisierung der Emission über die D7-Plattform wurde es der KfW ermöglicht, den oftmals mehrtägigen Begebungsprozess auf wenige Minuten zu verkürzen. Neben der Zeitersparnis konnte ebenfalls der manuelle Aufwand sowie die Verarbeitungskosten reduziert werden. Ermöglicht wurde die digitale Transaktion durch die Verabschiedung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG). Hierdurch haben Emittenten von Inhaberschuldverschreibungen ein Wahlrecht, das Wertpapier über den herkömmlichen Weg mittels Urkunde oder auf elektronischem Wege zu begeben. Anstelle der Ausstellung einer physischen Urkunde durch den Emittenten tritt die Eintragung in ein elektronisches Wertpapierregister.

EZB: Organisatorisches

Wie bereits in den Vorjahren wird das Eurosystem die APP- und PEPP-Käufe (hier ist stets die Rede von Reinvestitionen, nicht von Nettoankäufen) in Erwartung einer deutlich geringeren Marktliquidität gegen Ende des Jahres vorübergehend pausieren. Der letzte Handelstag vor Weihnachten wird der 20. Dezember sein. Am 02. Januar 2023 werden die Käufe dann wieder aufgenommen. Die Wertpapierleihfazilitäten des Eurosystems stehen an allen Geschäftstagen im Dezember weiterhin zur Verfügung. Um die Konsistenz mit der Veröffentlichung des Wochenausweises des Eurosystems (einschließlich vierteljährlicher Bereinigung von Neubewertungen) zu gewährleisten, erfolgt die erste monatliche Veröffentlichung der APP- und PEPP-Bestände im Jahr 2023 am Mittwoch, dem 04. Januar, um 15:00 Uhr.

Primärmarkt

In dieser Handelswoche kam mit der letzten syndizierten Transaktion der Europäischen Union (Ticker: EU) in 2022 der große Paukenschlag vor dem Jahreswechsel. Insgesamt wurden hier EUR 7,048 Mrd. eingesammelt. EUR 6,548 Mrd. wurden dabei in Form eines 15-jährigen Social Bonds zu ms +21bp (Guidance: ms +23bp area) im Rahmen des SURE-Programms begeben. Das Orderbuch betrug üppige EUR 25 Mrd. Die Erlöse der Anleihe fließen in die SURE-Programme von Bulgarien, Zypern, Tschechien, Griechenland, Kroatien, Litauen, Lettland, Polen und Portugal. Insgesamt wurden damit von dem EUR 100 Mrd. schweren Programm EUR 98,4 Mrd. ausgezahlt. Mit dieser Emission hat die EU-Kommission zudem das SURE-Programm – welches planmäßig am 31.12.2022 ausläuft – abgeschlossen. Zusätzlich zu dem Social Bond stockte der Megaemittent die EU 2.5% 10/04/52 um EUR 500 Mio. zu ms +66bp (Guidance: ms +68bp area) auf. Mit einem Orderbuch von EUR 10 Mrd. war der Deal 20-fach überzeichnet. Die Erlöse fließen hierbei in das außerordentliche MFA-Programm für die Ukraine, welches ebenfalls mit dieser Transaktion abgeschlossen ist. In 2022 hat die Europäische Union damit die Ukraine in Summe mit EUR 7,2 Mrd. unterstützt. Für 2023 hat die Europäische Union bereits ein weiteres Hilfspaket für die unter dem Angriffskrieg Russlands leidende Ukraine auf den Weg gebracht (vgl. [Ausgabe #35](#)). Die Genehmigung durch die Kommission steht derzeit noch aus. Das Paket umfasst EUR 18 Mrd. und soll durch die Emission von Anleihen am Kapitalmarkt finanziert werden. Beenden möchten wir das Jahr 2022 mit dem Wunsch auf eine friedliche und besinnliche Weihnachtszeit für Sie und Ihre Familien sowie ein gesundes und erfolgreiches Jahr 2023.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
EU	SNAT	06.12.	EU000A3K4D09	15.0y	6.55bn	ms +21bp	AAA / Aaa / AA+	X

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

Covered Bonds

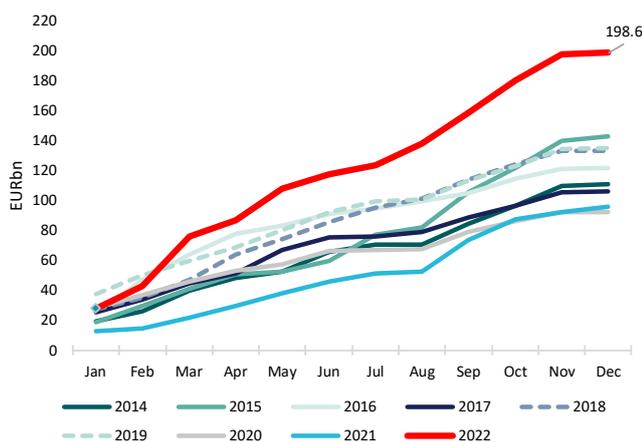
Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2023

Autor: Dr. Frederik Kunze

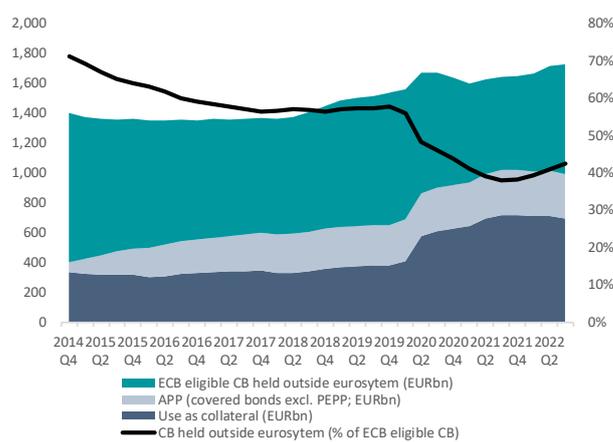
Der Covered Bond-Markt im Jahr 2023

Wir haben im Rahmen unserer Wochenpublikation mehr als einmal das in 2022 überraschend große Emissionsaufkommen im EUR-Benchmarksegment und die daraus hervorgehenden Implikationen für die Spreadbewegungen thematisiert. In diesem Zusammenhang stachen für uns einige Entwicklungen des sich dem Ende neigenden Jahres 2022 als erklärende Variablen für die Dynamik am Primärmarkt heraus. Aus einer Phase kommend, in der Liquidität im Überfluss vorhanden war und die EZB-Geldpolitik speziell am Covered Bond-Primärmarkt das Exekutionsrisiko einzelner Deals reduzierte, sahen wir in Richtung Jahresende 2022 eine Neuordnung der Marktkräfte. Übergeordnet und durchaus stark verallgemeinert würden wir von einem Wechsel der Marktdynamik dahingehend sprechen, dass sich der Primärmarkt von einem Verkäufermarkt in einen Käufermarkt gewandelt hat. Wir sehen das insbesondere an geringeren Überzeichnungsquoten und anziehenden Neuemissionsprämien. Auch Risikoerwägungen fanden wieder verstärkt Einzug in die Investitionsentscheidungen der handelnden Akteure. Auf der Emittentenseite wird und wurde auf sich ändernde Rahmenbedingungen reagiert, was nicht zuletzt bei den gewählten Laufzeiten, aber auch in der Häufigkeit der Präsenz am Markt offenkundig wurde. Während für die Investoren unverändert Relative Value-Überlegungen bei der Kaufentscheidung eine bedeutende Rolle spielten, stand bei den Emittenten die Bewertung der Opportunitätskosten verstärkt im Vordergrund. Nun gehört es im Grundsatz nicht zu den Aufgaben eines Ausblicks, die Vergangenheit zu beschreiben. Gleichwohl sehen wir in mehreren dieser erklärenden Variablen auch für das Jahr 2023 richtungsweisenden Charakter für das Emissionsvolumen und damit für die Spreadentwicklung. Maßgeblich wird einmal mehr die geldpolitische Gangart der EZB sein, wir messen jedoch einer Vielzahl von weiteren Faktoren ebenfalls eine sehr hohe Bedeutung zu. So möchten wir deshalb im Rahmen dieses Ausblickartikels sowohl auf die Implikationen der geldpolitischen Wende im Eurosystem als auch auf die weiteren Taktgeber für den Covered Bond-Markt in 2023 eingehen.

EUR BMK: Emissionsverlauf



EZB-Einfluss auf den Covered Bond-Markt



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

Das EUR-Benchmarksegment 2022: Dauerschleife am Primärmarkt

Der Covered Bond-Primärmarkt verabschiedet sich aus dem Jahr 2022 mit einem Rekordvolumen von EUR 198,625 Mrd. Dabei fällt auf, dass das Emissionsaufkommen maßgeblich von vier Jurisdiktionen (Frankreich, Deutschland, Kanada und Österreich) getragen wurde. Die sich durch die Zinswende, den Ukrainekrieg und allgemeine Rezessionsängste gewandelte Risikoneigung der Investoren hat außerdem ein Übergewicht von Covered Bonds mit ungewöhnlich kurzen Laufzeiten zur Folge gehabt. Was im Grundsatz aber auch zu beobachten war, war die Rückkehr einer Vielzahl von Real Money-Investoren in das Covered Bond-Segment. So wurde eine geringere Nachfrage des Eurosystems kompensiert, wengleich aus der Kombination von Dealgrößen und Orderbüchern weniger hohe Überzeichnungsquoten hervorgingen. In der Folge würden wir durchaus zusammenfassend davon sprechen, dass die Marktmacht der Investoren zugenommen hat und Emittenten nunmehr vermehrt Zugeständnisse beim Spread machen mussten. Wir sehen diese Marktkonstellation zumindest auch für den Start in das neue Jahr 2023 als gegeben an. Wir rechnen mit einem dynamischen Januar, bei dem Laufzeiten von „um die drei Jahre“ dominant sein sollten. Den Anfang dürften nach unserem Verständnis Emittenten aus Jurisdiktionen wie Deutschland oder Frankreich gleich in der ersten Handelswoche machen.

Primärmarkt 2023: Eindrucksvolles Nettoneuangebot!

Für das Jahr 2023 rechnen wir bei Fälligkeiten im Volumen von EUR 115,5 Mrd. (2022: EUR 138 Mrd.) mit Neuemissionen in einer Größenordnung von EUR 197,5 Mrd. Demnach stünden unserer Prognose folgend EUR 82 Mrd. als Net Supply an, ein im historischen Vergleich sehr hohes Nettoneuangebot an Covered Bonds im EUR-Benchmarkformat. Im Rahmen unserer Vorhersage sind wir zunächst davon ausgegangen, dass das Gros der Emittenten eine Refinanzierung ihrer fällig werdenden Covered Bonds vornehmen wird. Darüber hinaus haben wir, wie weiter unten etwas detaillierter erläutert, Annahmen zur grundsätzlichen Entwicklung des Kreditgeschäfts sowie zur Zusammensetzung des Funding-Mixes im Jahr 2023 getroffen. Die Teilkomponenten für unsere Angebotsprognose 2023 auf Ebene der einzelnen Jurisdiktionen lassen sich der untenstehenden Tabelle entnehmen. Getragen wird diese starke Dynamik nach unserer Einschätzung abermals durch die vier Jurisdiktionen Frankreich (Net Supply 2023: EUR 19,9 Mrd.), Deutschland (EUR 15,3 Mrd.), Österreich (EUR 12,3 Mrd.) sowie Kanada (EUR 10,0 Mrd.). Doch auch dem Volumen nach kleinere Jurisdiktionen sollten in 2023 zum Teil einen relativ starken Zuwachs erfahren. Dies gilt sowohl für etablierte Länder wie beispielsweise Neuseeland und Singapur aber auch für die „Wachstumsmärkte“ aus dem CEE-Universum, wie zum Beispiel die Slowakei. In der Länderbetrachtung hervorheben würden wir bereits an dieser Stelle das Vereinigte Königreich. Für diese Jurisdiktion rechnen wir mit einem verstärkten Fokus auf den Heimatmarkt. Auch für die nordischen Länder sehen wir eine etwas geringere Dynamik im EUR-Benchmarksegment. Für die Emittenten – beispielsweise aus Norwegen – steht nach unserem Dafürhalten auch in 2023 eine sinnvolle Abwägung zwischen Fundingkosten und Pflege der entsprechenden Kurve im Vordergrund, sodass wir im Vergleich zu UK eher weniger von strukturellen Veränderungen sprechen würden. In Bezug auf Spanien haben wir tatsächlich die Erwartung, dass der Markt wieder etwas an Dynamik gewinnen sollte. So rechnen wir damit, dass in 2023 ein positives Nettoneuangebot zu Buche stehen sollte, was nicht zuletzt die Folge eines sich zwangsläufig verändernden Funding-Mixes sein sollte. In der vorherigen Woche haben wir uns im Rahmen dieser Publikation detailliert mit dem spanischen Covered Bond-Markt auseinandergesetzt (vgl. [NORD/LB Covered Bond & SSA View vom 07. Dezember 2022](#)).

NORD/LB-Prognose 2023: Emissionen und Fälligkeiten nach Jurisdiktionen

Jurisdiction	Issues 2022	Outstanding volume	Maturities	Issues	Net supply
	as at 14 December 2022 (EURbn)	as at 14 December 2022 (EURbn)	2023 (EURbn)	2023e (EURbn)	2023e (EURbn)
AT	14.0	43.5	1.8	14.0	12.3
AU	11.5	31.8	3.8	4.5	0.8
BE	2.5	17.0	2.5	3.0	0.5
CA	30.3	83.0	15.0	25.0	10.0
CH	0.8	0.8	0.0	1.0	1.0
CZ	0.5	1.0	0.0	1.0	1.0
DE	42.9	179.8	17.8	33.0	15.3
DK	0.5	5.0	0.8	1.5	0.8
EE	0.5	1.0	0.0	0.5	0.5
ES	5.8	72.5	9.4	10.0	0.7
FI	8.6	33.1	5.8	8.0	2.3
FR	43.5	235.1	22.7	42.5	19.9
GB	3.3	21.4	4.0	4.0	0.0
GR	-	0.5	0.5	0.5	0.0
HU	-	0.0	0.0	0.5	0.5
IE	-	1.8	1.0	0.0	-1.0
IS	-	0.5	0.0	0.5	0.5
IT	3.3	48.8	7.3	9.0	1.8
JP	-	4.9	1.0	1.5	0.5
KR	1.6	7.2	0.5	2.5	2.0
LU	-	1.5	0.5	0.0	-0.5
NL	9.8	68.8	3.8	10.0	6.3
NO	8.3	51.4	10.3	9.0	-1.3
NZ	2.3	10.0	1.5	4.0	2.5
PL	0.5	2.0	0.5	1.0	0.5
PT	-	3.0	0.0	0.0	0.0
SE	5.3	29.8	4.5	6.0	1.5
SG	2.3	8.0	1.0	3.0	2.0
SK	1.5	5.0	0.0	2.0	2.0
Total	199.0	967.8	115.5	197.5	82.0

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

Grundüberlegungen zu den prognostischen Rahmenparametern für 2023...

Wie eingangs bereits erwähnt, wirken die Rahmenparameter aus 2022 auch in das neue Jahr mit hinein. Eine wesentliche Bedeutung für das Emissionsverhalten in 2023 kommt unseres Erachtens dem sich verändernden Funding-Mix zu. Wir rechnen demnach auch in den kommenden zwölf Monaten mit einem starken Fokus der Emittenten auf die gedeckte Refinanzierung. Die geringere Verfügbarkeit bzw. die Rückführung günstiger langfristiger Zentralbankliquidität, die Unsicherheit im Hinblick auf die Einlagenbasis auch aufgrund der gestiegenen Lebenshaltungskosten für die privaten Haushalte sowie ein sich vertuerndes Senior Unsecured-Funding zeigen nach unserem Verständnis die Bedeutung von Covered Bond-Platzierungen unmissverständlich auf. Dabei sehen wir einen konstanten bis steigenden Refinanzierungsbedarf der Geschäftsbanken insgesamt. Die Kreditvergabe der Institute sollte dynamisch bleiben, wenngleich der Fokus zum Teil stärker auf Geschäftsbereiche außerhalb der Immobilienfinanzierungen liegen sollte. Schließlich steht auch der Immobilienmarkt dem Anschein nach ebenfalls vor einer Zeitenwende.

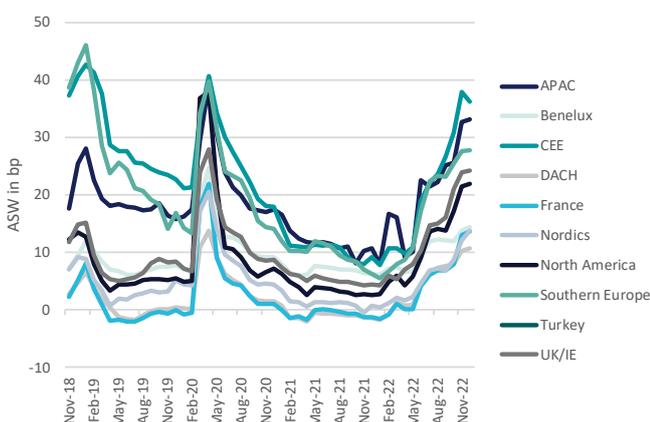
... EZB-Schwenk in der Geldpolitik wird signifikant bleiben, aber keineswegs der alleinige Treiber der Neuemissionen sein

Der Schwenk in der EZB-Geldpolitik macht sich nunmehr sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite bemerkbar. In Bezug auf die Angebotsseite sehen wir zumindest in einem kleinen Anteil Covered Bond-Emissionen als Ersatz für (freiwillig) zurückgezahlte TLTRO III-Mittel an. Insofern hat dieser Sachverhalt einen geringen Einfluss auf unsere Angebotsprognose für 2023. Ein weiterer Aspekt erscheint im Zusammenhang TLTRO III und Covered Bonds zudem relevant. So stellten einbehaltene Covered Bonds einen signifikanten Anteil der bei der Zentralbank eingereichten Sicherheiten. Mit Rückführung der Zentralbankliquidität verringert sich der diesbezügliche Bedarf in der Tendenz. Die durch retained Covered Bonds belegten Deckungswerte stünden damit für „Public Deals“ zur Verfügung und ermöglichen in Summe nach unserem Dafürhalten ein dynamisches Emissionsgeschehen bei den EUR-Benchmarks, auch wenn die Immobilienfinanzierungen in 2023 weit weniger stark wachsen als in den Vorjahren.

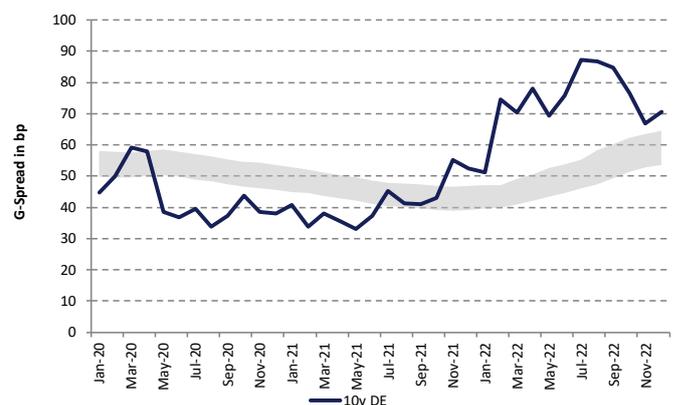
Ratings: Agenturen zeichnen klares Bild zur Stabilität der Risikoeinschätzungen

Bevor wir uns im weiteren Verlauf dieses Beitrags mit den Spreadimplikationen beschäftigen, erscheint uns an dieser Stelle ein Aufgreifen der Risikosicht als angebracht. Wie bereits beschrieben, bewegen sich die Immobilienmärkte auf globaler Ebene auf dem Weg in eine Zeitenwende. Die Kombination steigender Hypothekenzinsen mit dem allgemeinen Aufwärtstrend bei den Verbraucherpreisen lassen die aktuellen Preisniveaus an den Immobilienmärkten als nicht mehr haltbar erscheinen und starke Rücksetzer bei den Immobilienpreisen sollten eines der prägenden Themen für 2023 sein. Auch wenn wir an dieser Stelle die Gefahren nicht kleinreden wollen, sehen wir im Hinblick auf die Kreditqualität von Covered Bonds kein Grund für übermäßige Sorgen. Diese Einschätzung deckt sich auch mit dem Bild, welches die Ratingagenturen auf einen Zeitraum von 12 bis 18 Monaten zeichnen. Die Covered Bond-Ratings bleiben auch in einer zu erwartenden Phase des Abschwungs am Immobilienmarkt gepaart mit einer grundsätzlichen konjunkturellen Schwäche stabil (vgl. [Marktteil](#)). Wir sehen den Grund dafür zum einen in der hohen Kreditqualität der Emittenten. Zum anderen sollten die in Summe strengen Anforderungen an die Cover Assets in den Covered Bond-Gesetzen sowie die Bewertungsstandards bei Immobilienfinanzierungen ausreichend Unterstützung bieten.

EUR BMK: Spreadverlauf (5y, generisch)



EUR BMK: Relative Value am Beispiel Deutschland (generisch und langfristiger Durchschnitt)



Spreadentwicklung: EZB und Markttechnik lösen Widening aus...

Der Wandel in der EZB-Geldpolitik, aber in Teilen auch grundsätzliche Risikoüberlegungen, sind bereits heute aus den aktuellen Spreadniveaus ablesbar. Dabei überlagern sich diese Einflussfaktoren wenig überraschend mit anderen Rahmenparametern wie z.B. der Markttechnik (überraschend großes Nettoneuangebot in 2022). Die an den Markt in nennenswerten Teilen eskomptierte Neuausrichtung der geldpolitischen Steuerungsparameter schließt neben der bereits im Fluss befindlichen Zinswende wie bereits erwähnt auch die Rückführung der ausgefertigten EZB-Bilanz mit ein. Dies gilt es, bei den Prognosen für die Spreads entsprechend zu berücksichtigen, sodass wir z.B. bis zur Jahresmitte 2023 zwar deutliche, aber keine massiven Ausweitungen erwarten. Haupttreiber ist nach unseren Erwartungen die Markttechnik und hier das sehr große von uns für 2023 erwartete Nettoneuangebot im EUR-Benchmarksegment. Sowohl im Kontext von EZB-Ankündigungen aber auch in Phasen eines stark zurückgehenden Risikoappetits rechnen wir außerdem durchaus mit stimmungsgetriebenen, aber eher vorübergehenden Ausweitungen der ASW-Spreads für Covered Bonds. Fundamentaldaten spielen für uns dahingehend eine Rolle, als dass es wieder zu größeren Spreddifferenzen über die Jurisdiktionen und Laufzeitbänder hinweg kommen sollte. Wir würden hier aber eher von einem „Back to normal“ sprechen.

NORD/LB Spread Forecast

Current levels					as of 30/06/2023(e)					Expected spread change				
in bp	3y	5y	7y	10y	in bp	3y	5y	7y	10y	in bp	3y	5y	7y	10y
AT	13.7	15.6	17.5	21.5	AT	14.0	20.0	23.0	28.0	AT	0.3	4.4	5.5	6.5
AU	26.0	35.0	37.5	39.3	AU	26.0	39.0	43.0	45.0	AU	0.0	4.0	5.5	5.7
BE	6.9	9.5	13.8	22.9	BE	7.0	13.0	20.0	29.0	BE	0.1	3.5	6.2	6.1
CA	17.7	20.4	24.2	27.1	CA	18.0	24.0	30.0	33.0	CA	0.3	3.6	5.8	5.9
CZ	44.1	44.1			CZ	45.0	48.0			CZ	0.9	3.9		
DE	2.6	4.0	5.3	8.9	DE	3.0	8.0	11.0	15.0	DE	0.4	4.0	5.7	6.1
DK	9.2	16.1	20.8		DK	10.0	20.0	27.0		DK	0.8	3.9	6.2	
EE	31.6	34.0			EE	32.0	38.0			EE	0.4	4.0		
ES_Multi	32.8	34.8	36.1	36.1	ES_Multi	33.0	39.0	42.0	42.0	ES_Multi	0.2	4.2	5.9	5.9
ES_Single	18.6	25.1	31.8	40.4	ES_Single	21.0	33.0	43.0	50.5	ES_Single	2.4	7.9	11.2	10.1
FI	1.9	6.3	9.2	11.2	FI	2.0	10.0	15.0	17.0	FI	0.1	3.7	5.8	5.8
FR	7.5	12.0	15.1	20.4	FR	8.0	16.0	21.0	27.0	FR	0.5	4.0	5.9	6.6
GB	19.8	23.2	22.7	26.1	GB	22.0	29.5	33.0	37.0	GB	2.2	6.3	10.3	10.9
IE	12.3				IE	13.0				IE	0.7			
IT	24.6	30.9	36.1	48.9	IT	26.5	37.0	44.0	59.0	IT	1.9	6.1	7.9	10.1
JP	33.5	40.2	41.5	39.7	JP	34.0	44.0	47.0	46.0	JP	0.5	3.8	5.5	6.3
KR	35.3	36.5	36.6		KR	36.0	41.0	42.0		KR	0.7	4.5	5.4	
LU	22.9	20.6			LU	23.0	25.0			LU	0.1	4.4		
NL	7.9	10.9	11.6	15.5	NL	8.0	15.0	17.0	22.0	NL	0.1	4.1	5.4	6.5
NO	8.1	12.5	16.3	17.5	NO	9.0	17.0	22.0	24.0	NO	0.9	4.5	5.7	6.5
NZ	31.5	37.2	34.9	32.7	NZ	32.0	41.0	41.0	39.0	NZ	0.5	3.8	6.1	6.3
PL	36.8				PL	38.0				PL	1.2			
PT	13.5	17.4			PT	14.0	21.0			PT	0.5	3.6		
SE	7.6	10.9	15.0	18.7	SE	8.0	15.0	21.0	25.0	SE	0.4	4.1	6.0	6.3
SG	15.8	18.5	19.9		SG	16.0	23.0	26.0		SG	0.2	4.5	6.1	
SK	24.8	33.1	39.1		SK	25.0	37.0	45.0		SK	0.2	3.9	5.9	

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

... Ausweitungen bereits zum Jahresstart 2023 erwartet

Einhergehend mit einem geschäftigen Jahresstart am Primärmarkt sollte es auch zu nennenswerten Spreadausweitungen kommen. Gefolgt von anziehenden bzw. auf erhöhtem Niveau verharrenden Neuemissionsprämien dürften somit die Sekundärkurven parallel nach oben verschoben werden. Der sich weiter einengende Spread zu Bunds, beispielsweise im Falle von deutschen Pfandbriefen, dürfte dabei etwas zu Lasten der Attraktivität von Covered Bonds gehen. In Verbindung mit der erwarteten Fülle an Neuemissionen wird es durchaus Zugeständnisse auf der Emittentenseite geben müssen. Mit einer nach den ersten Handelswochen etwas abflachenden Welle an frischen Bonds könnten sich die Kurven aber wieder etwas zurückverschieben, so wie wir es auch in 2022 wiederholt beobachtet haben. Dabei sollte es aber nicht mehr zu einer generellen Einengung über alle Jurisdiktionen hinweg kommen. Wir bleiben insgesamt bei der Auffassung, dass für Covered Bonds aus Aspekten der Kreditqualität eher keine Spreadausweitungen zu erwarten sind.

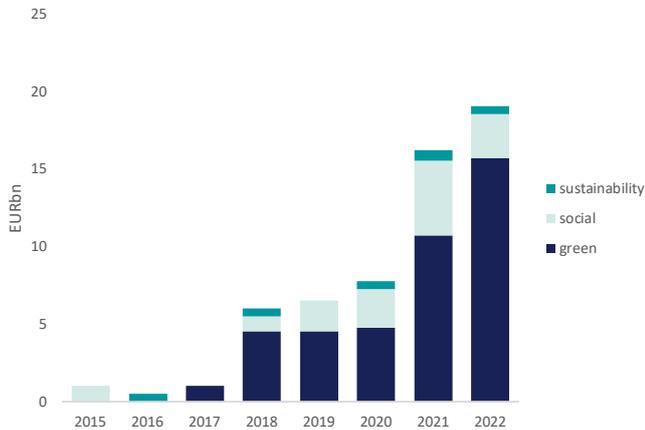
Was hält das Jahr 2023 aus regulatorischer bzw. struktureller Sicht bereit?

Während das Jahr 2022 durch den offiziellen Starttermin der neuen „EU-Mindeststandards“ zum 08. Juli 2022 geprägt war, hält das Jahr 2023 in diesem Zusammenhang eher wenige bedeutende Meilensteine bereit. Grundsätzlich dürfte die „Drittstaatenregelung“ und damit ein stärkeres Zusammenrücken der globalen Covered Bond-Märkte in den Fokus rücken. Die Adaption der nunmehr an den Artikel 14 der EU-Richtlinie angelegten Reportingstandards des Covered Bond Labels (HTT) hat auf Seiten der Emittenten außerhalb des Wirkungsbereichs der EU-Richtlinie bereits begonnen bzw. ist in einigen Jurisdiktionen bereits abgeschlossen. Fragezeichen sehen wir weiterhin bei UK Covered Bonds im Hinblick auf die LCR-Fähigkeit; bleiben aber bei unserer Einschätzung, dass diese erhalten werden kann (vgl. [NORD/LB Covered Bond Special vom 05. August 2022](#)). Außerdem wird das Jahr 2023 für die Basel III-Finalisierung prägend sein. Die Umsetzung der Anforderungen in Europa birgt auch Belastungspotenzial für Covered Bond-Emittenten. Aus dem Blickwinkel der in Deutschland tätigen Pfandbriefbanken hat hier beispielsweise wiederholt der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) die Vorschläge kritisiert und insbesondere eine Anpassung dahingehend angemahnt, dass die Institute keine zu hohe Eigenkapitalbelastung für das wohnwirtschaftliche bzw. gewerbliche Immobiliengeschäft erfahren. Auf internationaler Ebene hebt das European Covered Bond Council (ECBC) regelmäßig die grundsätzliche Bedeutung des Immobilienmarktes sowie die spezifischen Vorteile des Covered Bond-Sektors für Europa hervor und stellt dabei auch die Relevanz der Hypothekenfinanzierungen für die grüne Transformation dar. Dabei benötigte es einer adäquaten Bewertung der Risiken bzw. einer gerechtfertigten Eigenkapitalbelastung. Dies sei durch entsprechende Anpassungen an der Basel III-Finalisierung sicherzustellen, damit die Immobilienfinanzierer bzw. Covered Bond-Emittenten dieser Aufgabe gerecht werden können.

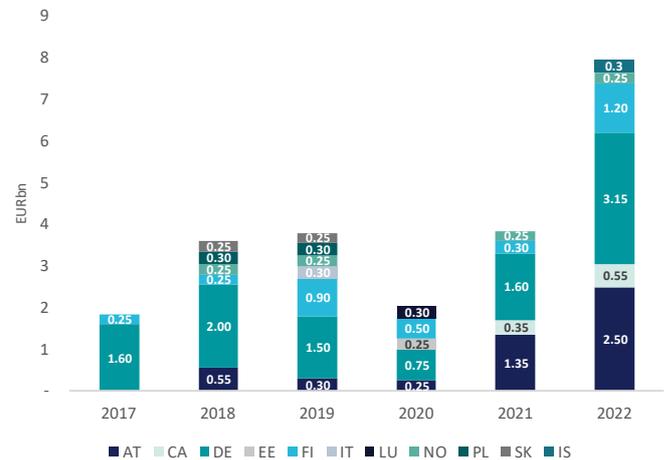
ESG: Nicht nur ein Schlagwort für den Covered Bond-Markt im Jahr 2023

Das Thema nachhaltiger Covered Bond-Benchmarks ist in der Wahrnehmung im „Krisenjahr 2022“ etwas in den Hintergrund gerückt. Dies mag auch daran liegen, dass wir zwar von einem neuen Rekordjahr mit Blick auf das ESG-Neuemissionsvolumen sprechen können, der Anteil an den insgesamt neuplatzierten Anleihen aber etwas geringer ist. Doch das darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass „ESG“ ein Wachstumsmarkt bleibt. In 2022 haben wir sieben ESG-Debütanten im EUR-Benchmarksegment begrüßen dürfen. Auch in 2023 rechnen wir mit Neuzugängen und Folgedeals der am Markt bereits aktiven Institute. In dem von uns erwarteten Marktumfeld, welches von einem üppigen Angebot und steigenden Spreads gekennzeichnet ist, würden wir den nachhaltigen Formaten durchaus ein in der Tendenz größeres Investoreninteresse zusprechen. So nimmt der Anteil der Investoren mit ESG-Fokus bzw. nachhaltigem Mandat weiter zu, während das Angebot dieser steigenden Nachfrage nach unserem Dafürhalten noch nicht gerecht wird. Gleichzeitig steigen aber auch die Anforderungen an die Emittenten mit Blick auf geforderte Standards. Hinzu kommen gewisse Unsicherheiten im Kontext der regulatorischen Gegebenheiten. In diesem Kontext denken wir insbesondere an die EU-Taxonomie und den European Green Bond Standard. Fragezeichen bleiben im Zusammenhang mit der „sozialen Taxonomie“, da das Vorhaben auf EU-Ebene zuletzt etwas ins Stocken geraten ist. Tatsächlich sehen wir aber in 2023 sowohl für grüne als auch für soziale Covered Bonds eine anziehende Dynamik voraus. Bei einem Anteil von mehr als 10% am Gesamtneuemissionsvolumen dürfte damit auch die Marke von EUR 20 Mrd. an frischen ESG-Deals im Verlauf der kommenden zwölf Monate überschritten werden.

EUR BMK: ESG-Emissionen



EUR SBMK: Emissionen



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

Abseits der EUR-Benchmarks: Subbenchmarksegment auch in 2023 dynamisch...

Wir haben in der Vergangenheit immer wieder auf das EUR-Subbenchmarksegment als bemerkenswerten Nischenmarkt hingewiesen. Die kleineren Losgrößen ermöglichen auch Covered Bond-Emittenten mit weniger Fundingbedarf oder kleineren Cover Pools einen regelmäßigen Marktauftritt. Für einige Investoren erscheinen die (der regulatorischen Auslegung der LCR-Verordnung folgend) weniger liquiden Bonds aufgrund eines Spreadschlags als interessante Anlagemöglichkeit. Wir rechnen nach einem vergleichsweise starken Jahr 2022 auch in den kommenden zwölf Monaten mit einem regen Treiben am Primärmarkt für EUR-Subbenchmarks. Dies lässt sich nicht zuletzt mit der hohen Dynamik in den dominierenden Ländern Österreich und Deutschland erklären. Analog zum Aufkommen im EUR-Benchmarksegment sollten die auch Emittenten aus dem „Nischenmarkt“ verstärkt auf die Investoren zugehen.

... und Emissionen außerhalb des Euro ebenso ein Thema

Auch in 2023 werden erneut einige Emittenten abseits der Euromärkte Funding bei Investoren einsammeln. Während sich vor allem die nordischen Jurisdiktionen wie Dänemark, Schweden und Norwegen auf ihre etablierten Heimatmärkte stützen und konkrete Auftritte sowohl vom primären Fundingbedarf als auch von Opportunitätserwägungen abhängig machen sollten, sehen wir vor allem bei den kanadischen Instituten eine Fortsetzung des sich über eine Vielzahl von Währungen erstreckenden Emissionsantritts. Ähnlich erwarten wir das auch von den australischen Covered Bond-Emittenten, wenngleich in abgeschwächter Form. Wie auch in 2022 sollte vor allem bei diesen beiden Jurisdiktionen ein Auftritt in USD, AUD oder GBP nicht zu Lasten der EUR-Benchmarks gehen. Schließlich standen bei dem hohen Volumen an frischen EUR-Benchmarks aus Kanada und Australien augenscheinlich die Auftritte in den „Fremdwährungen“ der Aktivität im Euro nicht wirklich im Weg. Bei den Nordics verhält sich das nach unserem Dafürhalten etwas anders. Hier existiert durchaus eine etwas stärkere Substitutionsbeziehung zwischen den verschiedenen Währungsmärkten. Dem tragen wir im Rahmen unserer Emissionsprognose unter anderem damit Rechnung, dass wir uns stärker an den Fälligkeiten orientieren und allenfalls ein sehr dezentes Wachstum der jeweiligen EUR-Märkte erwarten. Ein weiterer „Sonderfall“ ist UK. Hier haben wir bereits in 2022 eine hohe Konzentration auf den Heimatmarkt und damit das Britische Pfund beobachtet, was wir auch für 2023 erwarten.

Fazit

Nach einem turbulentem Jahr 2022 rechnen wir auch in den kommenden zwölf Monaten damit, dass Covered Bonds ihrer Rolle als Krisenprodukt gerecht werden. Für Emittenten bedeutet dies eine sichere und verlässliche Quelle für stabiles Funding, während Investoren eine im Grundsatz hohe Kreditqualität offeriert wird. Mit Blick auf das Emissionsvolumen steuern wir nicht zuletzt deshalb erneut auf ein rekordverdächtiges Jahr zu. Dabei muss aber auch festgehalten werden, dass Covered Bonds nicht isoliert sind vom Marktgeschehen oder die Emittenten im luftleeren Raum agieren. Zunächst dürfte dabei ein sehr hohes Emissionsvolumen in 2023 allein aus Gründen der Markttechnik für sich ausweitende Spreads sorgen. Der Schwenk vom Verkäufer- auf den Käufermarkt hat sich in 2022 vollzogen und dieser neue Zustand wird mindestens im I. Quartal 2023 beobachtbar bleiben. Vergleichsweise niedrigere Überzeichnungsquoten und im Durchschnitt relativ hohe Neuemissionsprämien dürften weiterhin eine Konsequenz dieser neuen Kräftelage sein. Die Vermeidung von Durations- bzw. Zinsänderungsrisiken ist uns in 2022 auch am Covered Bond-Markt durch eine Fokussierung der Investoren auf das kurze Ende eindrucksvoll vor Augen geführt worden. Tatsächlich dürften aber nach wenigen Wochen im Jahr 2023 einige Emittenten den Anlageappetit der Investoren mit Blick auf das längere Ende antesten. Der Rückzug des Eurosystems geht gleichzeitig mit einer geringeren Nachfrage einher. Der Einstieg in die Phase des Quantitative Tightenings ist erst in Teilen eingepreist. Wir rechnen bei den Ausweitungen aber auch mit möglichen „Übertreibungen“, sodass durch das Marktsentiment getriebene Anstiege eher temporären Charakter haben sollten. Mit Blick auf die Fundamentalbewertungen bei Covered Bonds erwarten wir für 2023 weiterhin eine hohe Kreditqualität und sehen hier auch die aktuell zu beobachtende Entwicklung an den internationalen Immobilienmärkten nicht als reelle Gefahr an.

SSA/Public Issuers

SSA-Ausblick 2023: EZB, NGEU und deutsche Schuldenbremse

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

Öffentliche Emittenten zwischen Inflation, Zinserhöhungszyklus und Angriffskrieg

Unseren Ausblick auf die morgige EZB-Sitzung, welche die letzte des Jahres darstellt, hatten wir bereits [vergangene Woche](#) gegeben. Darin gehen wir davon aus, dass im Basisszenario die EZB nicht nur alle drei relevanten Leitzinsen um mindestens 50 Basispunkte erhöht, sondern idealerweise auch möglichst wegweisend mit Blick auf die Reinvestitionen agieren wird. Manch Marktakteur lechzt derzeit nach Informationen zum Auslaufen der Reinvestitionen im Rahmen des ursprünglichen Asset Purchase Programmes (APP), in welchem vorrangig Titel öffentlicher Emittenten erworben werden (Public Sector Purchase Programme; PSPP). Die EZB wird auch über das Jahr 2022 hinaus als „Staubsauger“ auf dem SSA-Sekundärmarkt agieren; so verstehen wir zumindest die Forward Guidance für das Pandemic emergency purchase programme (PEPP), welches als erste Verteidigungslinie noch bis (mindestens) Ende 2024 laufen soll. Staatsfinanzierung durch die Vordertür, sprich Beteiligung des Eurosystems für die Ankaufprogramme am Primärmarkt, wird auch weiterhin untersagt bleiben. Jedoch halten auch die institutionellen Investoren trockenes Pulver bereit: Sicher nicht nur, um in das Segment ESG (Anlagekriterien: Environmental, Social, Governance) zu investieren, sondern auch, um ihre LCR-Portfolien zu steuern oder Asset-Liability-Management zu betreiben und folglich die Aktiv- und Passivseite der Bilanz in Einklang zu bringen. Zudem kehren diverse Real Money-Investoren an den Markt zurück.

EZB: Viel hilft viel?

Auch im Jahr 2023 dürfte das SSA-Segment somit primär von dem geldpolitischen Kurs der EZB getrieben werden. Von einer Ankündigung der Notenbank, die monatlichen Reinvestitionen langsam einzudämmen, sind wir eventuell nur noch einen Tag weit entfernt. Dies birgt natürlich auch ein gewisses Enttäuschungspotenzial, sollte sich die EZB morgen eher in Schweigen hüllen. Zumindest erwarten wir somit eher eine technisch getriebene graduelle Spreadausweitung am Rentenmarkt, wenngleich eine sentimentgetriebene Ausweitung im Jahresverlauf situativ ebenfalls möglich wäre. Dies könnte etwa der Fall sein, wenn Politiker*innen in Italien erneut nicht nachvollziehbare Entscheidungen treffen oder das Transmission Protection Instrument (TPI) wider Erwarten doch eingesetzt werden muss. Böse Zungen behaupten ohnehin, dass das „I“ nicht für Instrument, sondern für Italien stünde. Widmen wir uns nun unserer Assetklasse für die bei uns im Fokus stehenden europäischen Supranationals und Agencies sowie deutsche Länder. Aber auch andere Regionen innerhalb des Eurowährungsraums mit deutlich geringerem Angebot an Anleihen (so zum Beispiel belgische oder französische Regionen) sind vom derzeitigen Marktumfeld steigender Zinsen betroffen. Die EZB-Ratsmitglieder sowie das dem Rat vorstehende Direktorium haben klare Aussagen bisher vermieden und wegweisende Entscheidungen mit Blick auf die Reinvestitionen auf die morgige finale Sitzung in 2022 geschoben. Im Folgenden wollen wir unsere Einschätzungen für 2023 strukturiert vorstellen. Unvorhersehbare Ereignisse lassen sich dabei natürlich naturgemäß nicht ausschließen: 2022 entwickelte sich ebenfalls anders, als zu Jahresbeginn erwartet. Angriffskrieg, deutlich überschießende Inflation und Gaslieferstopp waren bei niemandem derart klar auf der Agenda, wurden aber auf ihre Art zum echten Gamechanger.

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

Mittlerweile haben die meisten Emittenten ihre Refinanzierung für das laufende Jahr abgeschlossen oder befinden sich auf der Funding-Zielgeraden. Insgesamt dürfte es 2022 zu EUR-Benchmarkemissionen (der von uns analysierten SSAs) in einer Größenordnung von fast EUR 270 Mrd. gekommen sein. Nach z.B. rund EUR 190 Mrd. in 2017 oder EUR 166 Mrd. in 2019 ist dies ein sehr hoher Wert, wenngleich niedriger als in den beiden bestimmenden Pandemie Jahren (2020: EUR 303 Mrd.; 2021: EUR 325 Mrd.). Immerhin kamen deutsche Bundesländer auch 2022 ohne zusätzliche Kreditermächtigungen aus. Zudem setzten die ersten Gewöhnungseffekte ein, obwohl nicht nur die EZB mit immensen Summen agierte und hantierte, sondern auch die Europäische Union als relativ neuer „Megaemittent“ bis dato entschieden handelte und bis 2026 noch sehr viel vorhat. Dies wird das Fundingvolumen in 2023 (und darüber hinaus) ebenfalls maßgeblich beeinflussen. Für das kommende Jahr gehen wir folglich – mit einer gewissen Unsicherheit behaftet – von EUR-Benchmarkemissionen von circa EUR 250 Mrd. aus. Dieser Wert würde sich erneut über dem Vorkrisenvolumen bewegen und sich folglich auf hohem Niveau stabilisieren, wenngleich die Treiber jedes Jahr andere sind.

Fokus: Deutsche Bundesländer

Aufgrund der Pandemielage war 2020 nach einem ersten Spreadschreck ein sehr hoher Aktionismus – insbesondere in EUR-Benchmarks – festzustellen. Selbst BAYERN und SAXONY kehrten dereinst an den Kapitalmarkt zurück – zwei echte und zugleich rare Alternativen im besten Ratingsegment. Nachdem noch in 2021 ein überproportional hohes Angebot auf eine riesige Nachfrage traf, waren wir 2022 überrascht: Aus BAYERN und BADWUR kam nicht eine einzige Benchmark-Anleihe trotz teils immenser Kreditermächtigungen. Die Spreads und die Laufzeiten werden 2023 DAS Thema bleiben, eine weitere Methusalem-Anleihe mit hundertjähriger Laufzeit erwarten wir aus NRW indes nicht. Schätzungen zum Gesamtvolumen sind zudem schwieriger denn je, da noch unklar ist, wie mit der Schuldenbremse und länderspezifischen Entlastungspaketen verfahren werden soll.

Kreditermächtigungen deutscher Länder: 2022 vs. 2023e (in EUR Mrd.)

	2022	2023e
Baden-Württemberg	23,78	4
Bayern	7,07	3
Berlin	8,20	5
Brandenburg	3,25	1
Bremen	1,98	2
Hamburg	4,39	1
Hessen	7,73	4
Mecklenburg-Vorpommern	0,42	1
Niedersachsen	5,91	6
Nordrhein-Westfalen	13,85	14
Rheinland-Pfalz	4,89	5
Saarland	2,30	1
Sachsen	0,41	1
Sachsen-Anhalt	1,65	2
Schleswig-Holstein	4,57	3
Thüringen	0,81	1
Summe	91,21	54

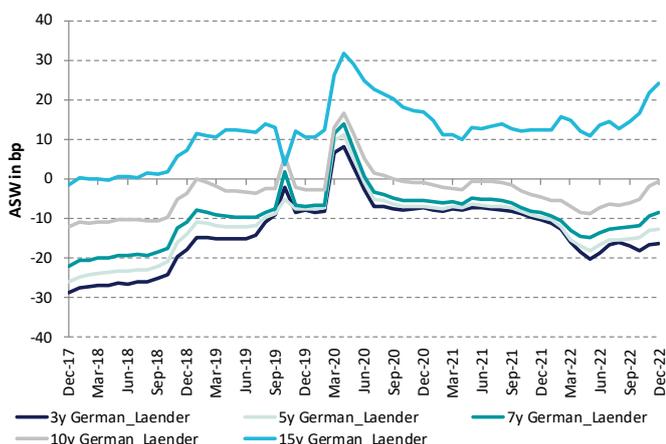
e = estimate

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

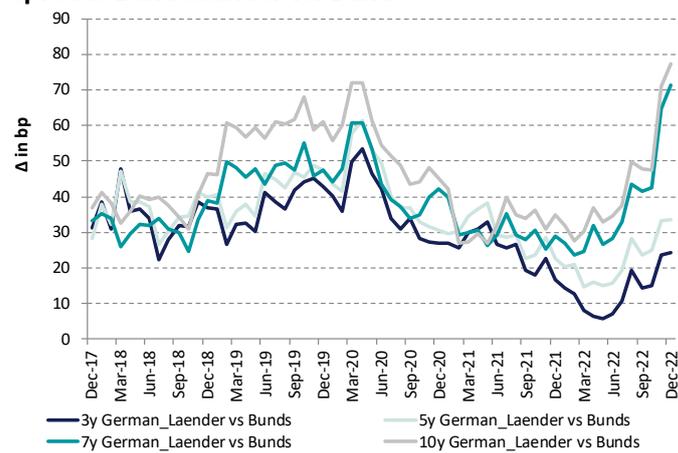
Bundesländer mit abermals niedrigerem Funding in 2023 erwartet

Im Bereich der Regional Bonds stellen die Anleihen deutscher Bundesländer unverändert den mit Abstand bedeutendsten Sub-Sovereign-Markt dar – vor allem in 2020, aber auch in 2021 haben hier die 16 Länder ihren Vorsprung und somit ihre Bedeutung erneut ausgebaut. Zuvor war allerdings seit Jahren ein Rückgang der Fundingvolumina festzustellen. Für 2023 rechnen wir brutto mit der Platzierung neuer Anleihen im Umfang von EUR 50-60 Mrd. (Annahme: EUR 54 Mrd.). Demgegenüber stehen Fälligkeiten in Höhe von knapp EUR 52 Mrd. In beiden Fällen handelt es sich nicht nur um EUR-Benchmark-Anleihen, sondern auch um Fremdwährungen sowie Schuldscheindarlehen, jedoch dürfte der Trend eines positiven Net Supplys der letzten Jahre nun künftig der Vergangenheit angehören. Alles steht und fällt bei dieser Prognose jedoch mit der Ausgestaltung bzw. (Nicht-)Aussetzung der Schuldenbremse. Der Relevanz deutscher Länderanleihen in diesem wichtigen Segment tut jegliches Volumen keinen Abbruch. In den Jahren zuvor profitierten die Haushalte der Bundesländer von der soliden konjunkturellen Entwicklung in Deutschland. Sowohl die gesamtwirtschaftliche Entwicklung pre-Corona als auch die in die Zukunft gerichteten Stimmungsindikatoren deuteten auf eine Fortsetzung des robusten gesamtwirtschaftlichen Umfeldes hin, was sich bis Corona positiv auf die Einnahmen- und Ausgabensituation der öffentlichen Haushalte ausgewirkt hatte. Zum anderen war die Haushaltsdisziplin der Bundesländer vor dem Hintergrund der seit 2020 auch auf Länderebene geltenden Schuldenbremse bereits sehr viel ausgeprägter als in der Vergangenheit. Im Jahr der Aktivierung der Schuldenbremse hätten sich wohl selbst die größten Pessimisten nicht träumen lassen, dass diese aufgrund der Pandemie für 2020, aber auch für 2021 sowie 2022 ausgesetzt blieb. Dieser Tatbestand ist gesetzlich vorab so eingeplant gewesen, wengleich die Hoffnung bestand, diesen Passus selten bis nie ziehen zu müssen. Das für 2023 von uns erwartete und gegenüber den Jahren 2020-2022 erheblich rückläufige Primärmarktangebot sollte aus unserer Sicht dazu führen, dass die einst notenbankinduzierten Spreadbewegungen in diesem Segment nun eher wieder fundamental getrieben werden. Aus unserer Sicht dürfte sich dies 2023 allerdings erst im Jahresverlauf herausbilden, da bei der Refinanzierung der Bundesländer in den letzten Jahren eine stärkere Fokussierung auf lange Laufzeiten zu erkennen war. Mit Stand vom 12. Dezember 2022 wurden seit 2015 555 unterschiedliche deutsche Anleihen im Rahmen des PSPP bzw. PEPP von der EZB bzw. den dazugehörigen Notenbanken erworben. Demgegenüber stehen 130 ISINs von anderen europäischen, regionalen Emittenten (u.a. VDP, IDF, WALLOO, FLEMSH, MADRID).

Spreadbewegungen deutscher Bundesländer



Spreads Bundesländer vs. Bunds



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research; Daten vom 12.12.2022 eod

Andere europäische Regionen im Rahmen des PSPP

Während die deutschen Bundesländer vermutlich wie beschrieben agieren werden, wollen wir nun einen Blick auf die französischen Regionen Île-de-France (IDF) und Ville de Paris (VDP), die belgischen Pendanten (u.a. FLEMSH und WALLOO) sowie die kanadischen Provinzen (BRCOL, ALTA etc.) aus Übersee werfen. Dieses Segment nennen wir seit 2021 „Beyond Bundesländer“. Hier planen wir in 2023 weitere Research-Begleitung, insbesondere möglichst ein Update unserer bekannten Publikationen. Speziell die Franzosen tun sich regelmäßig als ESG-Emittenten hervor. Auch aus Madrid kam wieder verstärkt Supply, immerhin wurde diese Region bereits mit 23 unterschiedlichen ISINs in die Bücher des Eurosystems gebucht. Durch das Raster fiel lange Zeit die Generalitat de Catalunya. Das Rating der spanischen Autonomen Gemeinschaft Katalonien (Ticker: GENCAT) lag stets außerhalb des „Investment Grade“-Bereichs und war daher lange nicht für das Eurosystem ankaufbar. Dies hat sich im Zeitablauf geändert und ein Bond fand den Weg in die Bücher des Eurosystems. Andere spanische Regionen hingegen sind schon in nennenswertem Umfang angekauft worden, wie die nachstehende Tabelle zeigt. Auch weniger bekannte Ticker wie die belgischen LCFB und BRUCAP tauchen hier auf. In besagten Regionen erwarten wir in 2023 ebenfalls nennenswerte Fundingaktivitäten, wie u.a. die Benchmarkanleihen aus WALLOO oder LCFB in 2022 unterstrichen. Aber auch GOVMAD sowie AZORES verstärkten den Trend mit ihren Sub-Benchmarks. Interessant ist unverändert, dass nicht ein einziger Bond einer italienischen Region erworben wurde. Unserer Einschätzung nach ist der Gesamtmarkt italienischer Staatsanleihen hinreichend groß, um nicht von BTPs abweichen zu müssen und den Kapitalschlüssel dennoch einhalten zu können. Dies galt in ungleich kleinerem Umfang lange Zeit auch für Österreich.

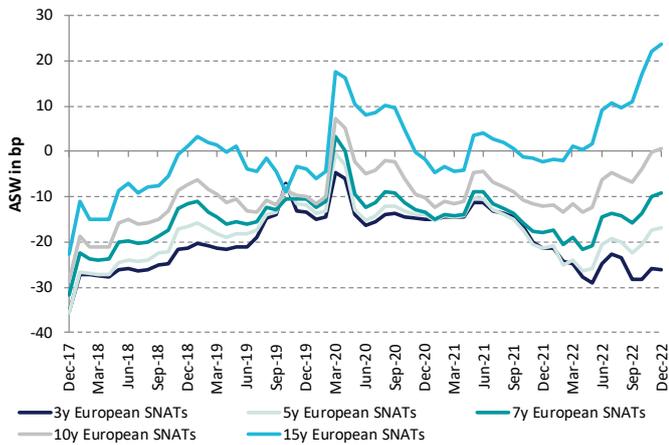
EZB-Ankaufliste für das PSPP – regionale europäische Emittenten

Emittent	Jurisdiktion	Anzahl bereits angekaufter ISINs	Emittent	Jurisdiktion	Anzahl bereits angekaufter ISINs
BADWUR	DE	24	IDF	FR	5
BAYERN	DE	14	VDP	FR	3
BERGER	DE	55	MADRID	ES	23
BREMEN	DE	53	CASTIL	ES	6
BRABUR	DE	24	BASQUE	ES	11
HESSEN	DE	53	ARAGON	ES	1
HAMBRG	DE	28	ANDAL	ES	67
NIESA	DE	62	BALEAR	ES	1
MECVOR	DE	3	JUNGAL	ES	3
NRW	DE	78	NAVARR	ES	1
RHIPAL	DE	44	GENCAT/CANARY	ES	je 1
SAARLD	DE	11	WALLOO	BE	21
SCHHOL	DE	39	FLEMSH	BE	17
SAXONY	DE	9	LCFB	BE	8
SACHAN	DE	11	BRUCAP	BE	9
THRGN	DE	21	GOVMAD	PT	4
BULABO	DE	1	AZORES	PT	8
LANDER	DE	25	NIEDOE	AT	1
Summe	Σ	555	Summe	Σ	130

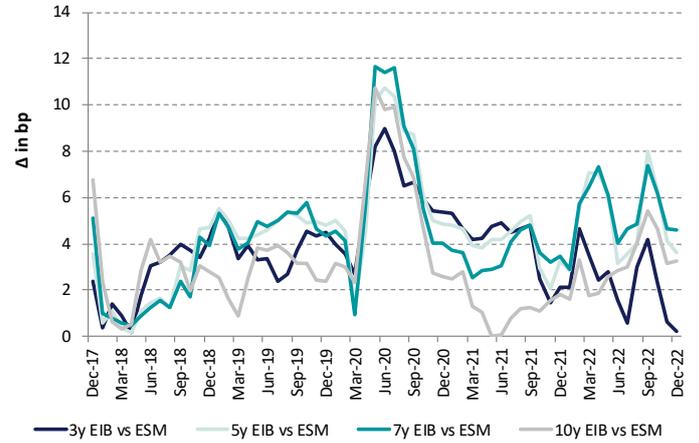
Supranationals im Bann politisch-pandemischer Entscheidungen

Die (wenigen) E-Supranationals stellen nach wie vor eine wichtige Kategorie im SSA-Universum dar und sind nun bereits seit 2021 in unserer Abgrenzung größer als alle deutschen EUR-Benchmark-Emittenten zusammen. Ein im Regelfall sehr gutes Rating, die hohe Liquidität sowie regulatorische Vorzüge sprechen auch weiterhin für die Anleihen supranationaler Emittenten. Die Gouverneure der EIB, Europas Finanzminister, haben bereits 2019 einstimmig vereinbart, dass der Brexit die Finanzierungstätigkeit und das Geschäftsmodell der EIB nicht beeinträchtigen werde. Im Nachgang brachten Rumänien und Polen zusätzliches Kapital ein, sodass die EIB eine höhere Kapitalbasis als vor dem Brexit aufweisen kann. Ein regelmäßiger Akteur am Primärmarkt wird die EIB natürlich auch 2023 bleiben. Hier erwarten wir ein Fundingziel zwischen EUR 60-65 Mrd. – erneut aufgeteilt auf eine Vielzahl unterschiedlichster Währungen. Demgegenüber stehen Fälligkeiten in Höhe von rund EUR 61,5 Mrd. Auf europäischer Ebene wird das Bild insgesamt von einigen großen Adressen bestimmt: So lässt sich etwa die Ausweitung der EUR-Benchmarkemissionen in diesem Jahr zu einem großen Teil auf den spürbar gestiegenen Fundingbedarf der EU im Rahmen ihres NGEU-Programms zurückführen. Dies gilt auch für 2023 bzw. wird sogar noch ausgebaut, da auf die bisherigen EUR 170,8 Mrd. allein im ersten Halbjahr weitere EUR 50-60 Mrd. Kapitalmarktfunding für NGEU folgen dürften („Next Generation EU“: Covid-19-Aufbaupaket). Hier rechnen wir spätestens am 20.12. mit den konkreten Planzahlen. Für die zweite Jahreshälfte erwarten wir mindestens weitere EUR 50-60 Mrd., wären aber auch nicht von einer größeren Zahl überrascht. EU-Bills ergänzen diese Werte stets und sind folglich nicht inkludiert. Im Rahmen ihrer eigentlichen Tätigkeit hatte die EU bis 2020 oft einen neutralen Net Supply. Die Fälligkeiten in 2023 in Höhe von EUR 3,5 Mrd. werden folglich, wie gehabt, verlängert. In 2022 gingen weite Teile der Macro-Financial Assistance (MFA) in Richtung Ukraine (EUR 7,2 Mrd.), für 2023 sind derzeit EUR 18 Mrd. für das Land angesetzt. Wir erwarten somit EUR 125-135 Mrd. an Funding der EU (alles EUR-Benchmarks oder Taps, teilweise Green). Für den ESM rechnen wir für das kommende Jahr mit einem negativen Net Supply von knapp EUR 5 Mrd., während EUR 8,0 Mrd. an neuer Ware auf den Markt drängen (Fälligkeiten: EUR 12,9 Mrd.). Dies gilt vorbehaltlich und mit Ausschluss der bisher nicht bezifferbaren ECCL und anderen Notfallhilfen des ESM. Für die EFSF erwarten wir abermals einen Anstieg der Neuemission auf nun EUR 20,0 Mrd. nach EUR 19,5 Mrd. in 2022. In der Vergangenheit handelte es sich hier stets um eine (deutliche) Reduktion der Neuemissionen (nach z.B. EUR 28,0 Mrd. frischer Ware in 2018 und sogar noch EUR 49,0 Mrd. in 2017). Demgegenüber stehen 2023 Fälligkeiten in Höhe von EUR 22,5 Mrd. Dies entspricht einem negativen Net Supply von EUR 2,5 Mrd. für die EFSF. Hier vermuten wir auch keinerlei etwaige Planänderungen. Zudem rechnen wir damit, dass der ESM auch wieder mit einer USD-Anleihe im kommenden Jahr am Markt in Erscheinung treten wird, was 2022 unterblieb. Interessant wird zudem sein, wann und wie sich aus dem Dauerthema „Europäischer Währungsfonds“ (EWF) eine Transformation des ESM ergibt – analog bzw. als lokales Pendant zum IWF. Apropos Transformation und politischer Wille: Im Fokus behalten wir 2023, wie die sich gerade in Erneuerung bzw. im Umbau befindliche Kapitalmarktstruktur der EIB nach dem Brexit und die (unternehmens-)politische Neuausrichtung auf das gesamte ESG-Segment auf die Assetklasse „Green Bonds“ auswirken wird. Hinzu gesellen sich bis 2026 in Summe rund EUR 225 Mrd. Green Bonds der EU. Der Part der Social Bonds seitens der EU ist nun im Rahmen der SURE-Aktivitäten in 2022 als beendet anzusehen. Die EU dominiert insbesondere das grüne Segment in EUR-Benchmarks auf kurze bis mittlere Sicht mit frischem Material und schwingt sich zu dem größten Green Bond-Emittenten der Welt auf.

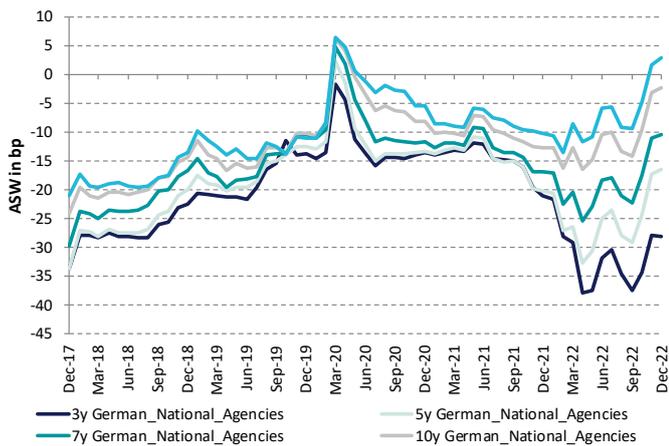
Spreadbewegungen europäischer Supranationals



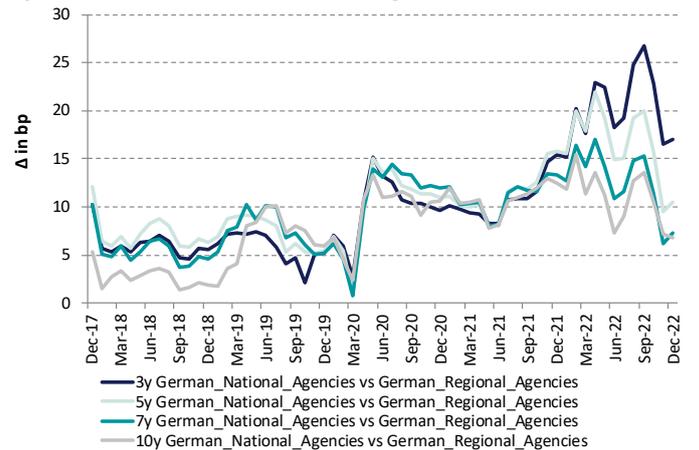
Spreaddifferenzen: EIB vs. ESM



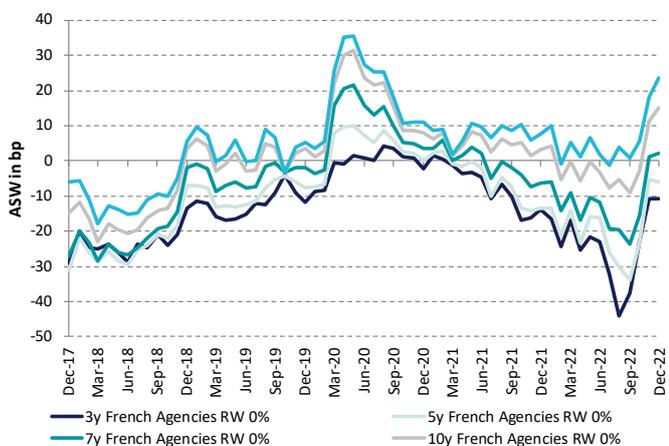
Spreadbewegungen deutscher nationaler Agencies



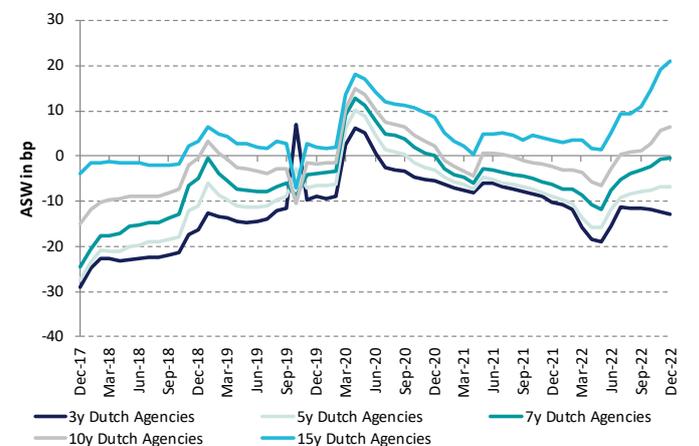
Spreaddifferenzen: Deutsche Agencies



Spreadbewegungen französischer Agencies



Spreadbewegungen niederländischer Agencies



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research; Daten vom 12.12.2022 eod

Deutsche Agencies insgesamt mit stabilem Net Supply

Für den deutschen Agency-Markt rechnen wir insgesamt mit einem stabilen oder sogar positiven Net Supply bei einem langsamen Wiederanziehen der Volumina für klassische Förderprogramme anstelle von Soforthilfen und Coronaprogrammen. Vieles wurde auch in 2022 noch durch Corona überlagert. Nichtsdestotrotz gehen wir bei dem dominantesten Marktteilnehmer, der KfW, von einem erheblichen Fundingvolumen aus, wenngleich hier auch Töpfe der Bundesregierung wie z.B. der Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF) angezapft werden können. In 2022 passten die Frankfurter ihr Fundingziel unterjährig von EUR 80-85 Mrd. auf nun EUR 90 Mrd. an. In unseren Augen dürfte sich das Gesamtfunding 2023 erneut bei über EUR 80 Mrd. einpendeln. Wir rechnen nun täglich mit den genauen Zahlen aus Frankfurt, spätestens im Rahmen des Global Investor Broadcasts am Montag (19.12.). Demgegenüber steht ein Fälligkeitsvolumen in Höhe von EUR 72,9 Mrd. Der Net Supply wäre bei einem Erwartungswert von mindestens EUR 80 Mrd. dementsprechend positiv (Minimum EUR +7 Mrd.). Zum anderen ist das Funding deutscher Agencies (dieses Segment beinhaltet nicht nur Förderbanken) in der Vergangenheit auch durch Abwicklungsanstalten wie FMSWER oder ERSTAA getrieben, die naturgemäß in immer geringerem Umfang ihre Abbauportfolien refinanzieren. Diese beiden Emittenten werden nicht im Rahmen der Ankaufprogramme PSPP und PEPP seitens des Eurosystems erworben und bieten immer einen gewissen Pick-up gegenüber den Förderbanken bei ähnlichem Rating. Wie bereits bei den deutschen Bundesländern rechnen wir bei den bekannten Agency-Adressen nur mit graduell steigenden Spreads, da sie weiterhin im Rahmen der Reinvestitionen vom Eurosystem nachgefragt werden. Insgesamt gehen wir für den deutschen Markt davon aus, dass die Fundamentalanalyse für die einzelnen Emittenten wieder stärker in den Vordergrund rückt und Reinvestments des Eurosystems starke Spreadsteigerungen dämpfen.

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

Erinnern wir uns kurz an das Fundingziel der EU für 2020: EUR 800 Mio. (kein Tippfehler). Pandemiebedingt stieg es auf über EUR 41 Mrd. für das Gesamtjahr um das mehr als Fünzigfache (!) an. Ähnliches galt für UNEDIC, welche mit EUR 3 Mrd. starteten, ihr Fundingziel mehrfach unterjährig nachjustierten und letztlich bei circa EUR 20 Mrd. landeten. Da war 2021 mit EUR 10 Mrd. fast ein Ruhepol im Vergleich zu dem hektischen Treiben am Primärmarkt, da deutlich weniger nachgeschärft werden musste. 2022 waren es sogar nur noch EUR 1 Mrd. Nicht näher im Detail betrachten wollen wir daher an dieser Stelle französische Agencies (RW 0% und 20%), da dieses gezeichnete Bild der Unsicherheit auch für CADES gilt. Klar ist, dass Player in diesem Segment weiter erhebliche Fundingvolumina am Primärmarkt zu platzieren haben und auch im ESG-Segment unterwegs sein werden. Stets zu nennen ist auch der ESG-Emittent SOGRPR. Deutlich stabiler und vorhersagbarer sind hingegen niederländische Förderbanken. So wird das Funding der BNG für 2023 voraussichtlich wieder bei EUR 12-14 Mrd. liegen. Zudem sind deren Sustainability bzw. Social Housing Bonds bereits sehr etabliert. Ähnliches gilt für die NWB: Sie begibt jedes Jahr in mehreren Währungen EUR-Äquivalenten in Höhe von EUR 10 Mrd. Hier tauchen ESG-Kriterien in Form von Water Bonds, Affordable Housing sowie Sustainable Development Goals auf. Das Ziel für SRI-Bonds beträgt dabei stets über 25%. Beide Niederländer diversifizieren zudem stark über Währungen – stärker diversifizieren nur noch die Nordics. Schwer prognostizierbar sind EUR-Benchmarks der kanadischen Provinzen. Alle Emittenten bevorzugen primär ihre Heimatwährung, nutzen den Euro nur opportunistisch, sobald sich ein Fenster auf Basis von Cross Currency Swaps öffnet.

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

Das Volumen emittierter Green Bonds nahm seit der ersten Green Bond-Emission durch die EIB in 2007 stark und nahezu exponentiell zu. Zwischenzeitlich stagnierte das Wachstum nach 2017 jedoch auf sehr hohem Niveau. Der Wachstumspfad schien folglich zunächst unterbrochen. Nichtsdestotrotz konnte der Meilenstein von über EUR 100 Mrd. Emissionsvolumen per annum übertroffen werden. Einen zusätzlichen Schub erhielt das ESG-Segment sowohl von der grünen als auch von der sozialen Emissionsseite. Allein das SURE-Programm der EU besteht kumuliert aus fast EUR 100 Mrd. Social Bonds. Von 2021 bis 2026 wird sich die EU zum größten grünen Emittenten weltweit aufschwingen. Auch die französischen Emittenten UNEDIC und CADES sind hier in großen Volumina unterwegs. Grundsätzlich wurde nicht nur auf Social Housing oder Social Inclusion gesetzt, sondern auch die Corona-Pandemie von zig Emittenten aufgegriffen, um den sozialen Folgen und Folgeschäden zu begegnen. Interessant wird darüber hinaus auch 2023 sein, wie die sich gerade in Erneuerung bzw. im Umbau befindliche Kapitalmarktstruktur der EIB auf das Segment „Green Bonds“ auswirken wird. Nicht nur Ursula von der Leyen will und wird die EIB grüner machen. Der Transformationsprozess ist in vollem Gange und der Weg des Erfinders der Green Bonds ist unverändert als Vorreiter zu bezeichnen. Aber auch die KfW oder Nordrhein-Westfalen haben mittlerweile eine nachhaltige bzw. grüne und zugleich liquide Kurve aufgebaut. Hinzu kommt der Plan der EU, in ihrem NGEU-Programm mindestens EUR 225 Mrd. bis 2026 als grüne Anleihen emittieren zu wollen, wovon „erst“ EUR 36,4 Mrd. eingeworben worden sind.

Digitale Anleihen auf dem Vormarsch

Zu guter Letzt wagen wir auch noch einen Blick auf die allgemeine digitale Transformation am Anleihenmarkt. Die EIB war nicht nur Pionier bei ESG-Anleihen, sondern begab in 2021 und 2022 in einer Art Vorreiterrolle ebenfalls digitale EUR-Anleihen. Wenngleich diese nicht einmal Volumina im Subbenchmark aufwiesen, ist die zukunftssträchtige Relevanz nicht zu leugnen. Auch die KfW begab vergangene Woche ihre erste digitale Anleihe und ebnet damit den Weg für deutsche Emittenten. Ob digitale Anleihen in 2023 eine bedeutende(re) Rolle spielen werden, bezweifeln wir. Nichtsdestotrotz ist das Thema auf dem Vormarsch und wird von uns weiterhin beobachtet.

Fazit und Ausblick

Wir erwarten, dass das SSA-Segment im Jahr 2023 weniger im Zeichen von Corona, also der Maßnahmen der öffentlichen Emittenten gegen die Pandemie, dafür aber umso mehr von den rückläufigen Reinvestitionen der Ankaufprogramme der EZB stehen wird. Hier ist insbesondere das APP zu nennen. Details zu Dauer und Umfang dieser im Rahmen des APP bzw. Tendenzen des Eurosystems in Richtung Drosselung erhoffen wir uns bereits von der morgigen EZB-Pressekonferenz, die wegweisend für die Geldpolitik im Jahr 2023 sein wird. Zudem erwarten wir in unserem Basisszenario keine drastische Bewegung der Spreadlandschaft. Dies verhindern unserer Ansicht nach die fällig werdenden hunderten Milliarden der noch andauernden Reinvestitionen im Rahmen von PSPP und PEPP. Auf Sicht von anderthalb bis drei Jahren könnten die Spreadlevels aus dem Jahr 2016 eine realistische Zielgröße für die meisten Emittenten innerhalb unserer Coverage darstellen. Gespannt sind wir zudem auf die Saisonmuster, etwa wie stark der Januar sein wird (die EU könnte erst wieder im Februar an den Markt kommen). Schwer vorhersehbar sind nach wie vor die Auswirkungen der gegenwärtigen Energiekrise; weitere Entlastungspakete mit zusätzlichem Fundingbedarf sind nicht ausgeschlossen. Auch der (Nicht-)Umgang mit der wieder in Kraft tretenden Schuldenbremse bietet Potenzial für Überraschungen beim Länderfunding.

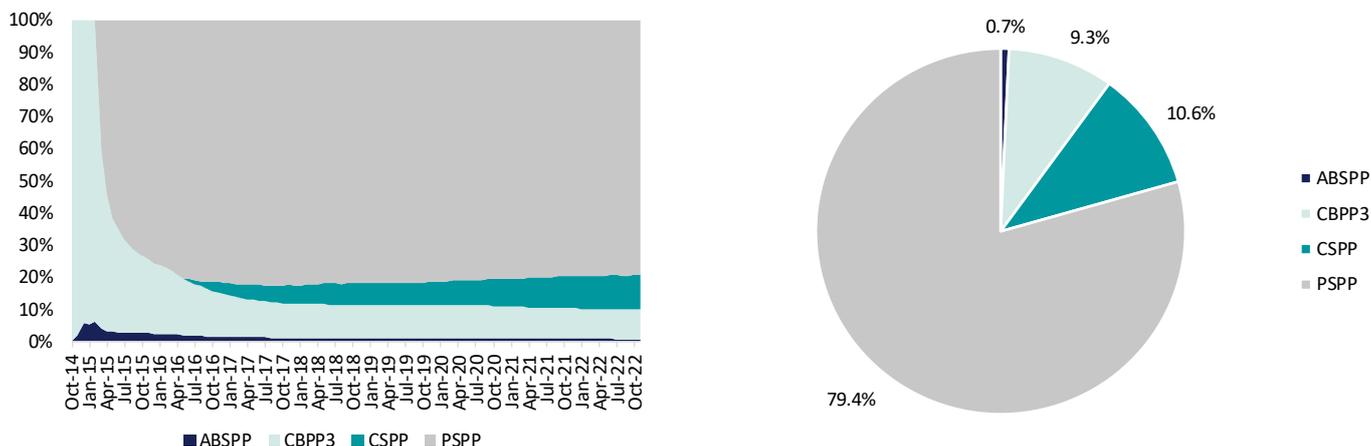
EZB-Tracker

Asset Purchase Programme (APP)

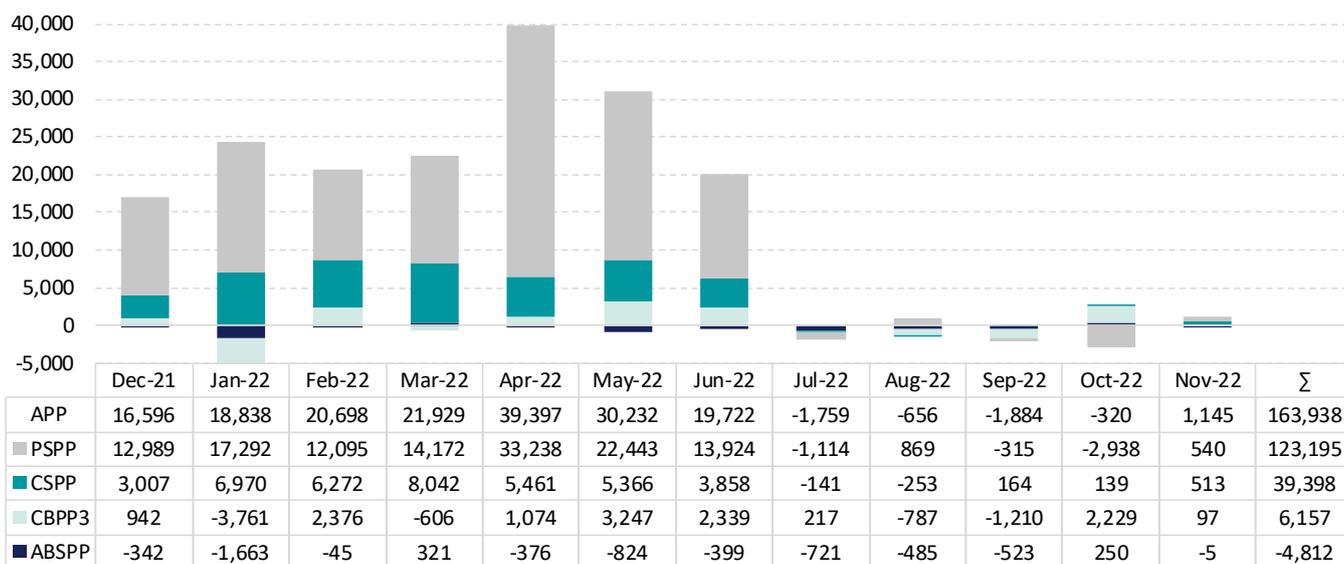
Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Oct-22	23,844	302,385	344,527	2,585,180	3,255,936
Nov-22	23,839	302,482	345,039	2,585,720	3,257,080
Δ	-5	+97	+513	+540	+1,145

Portfoliostruktur

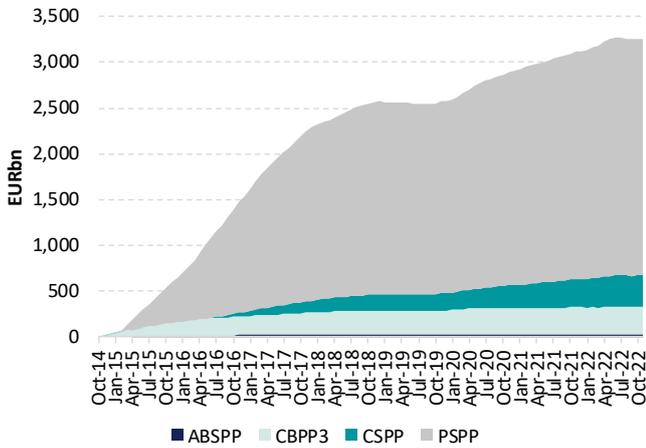


Monatliche Nettoankäufe (in EURm)

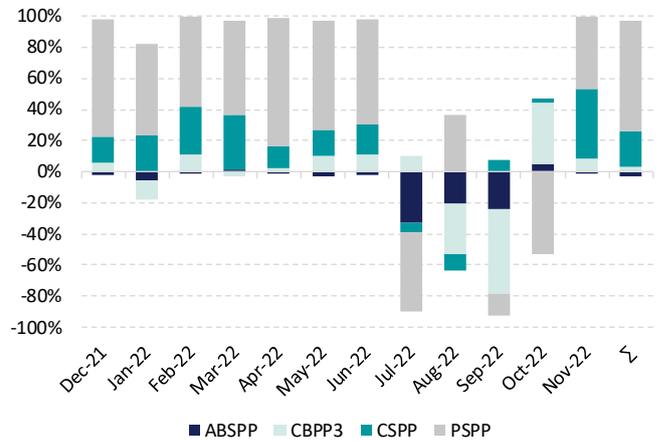


Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

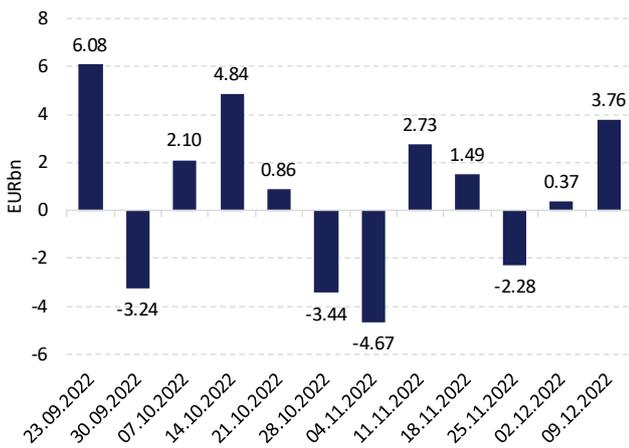
Portfolioentwicklung



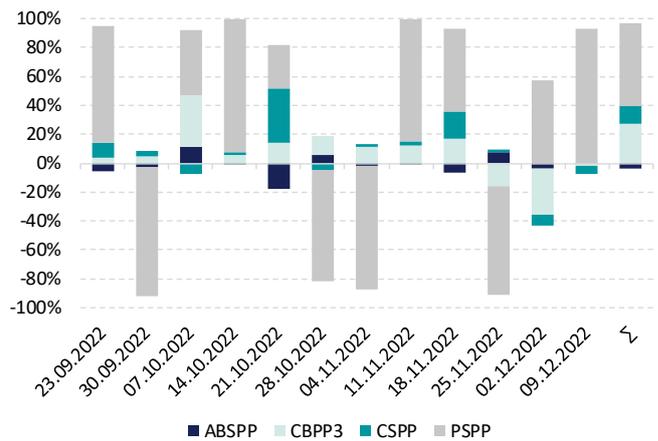
Verteilung der monatlichen Ankäufe



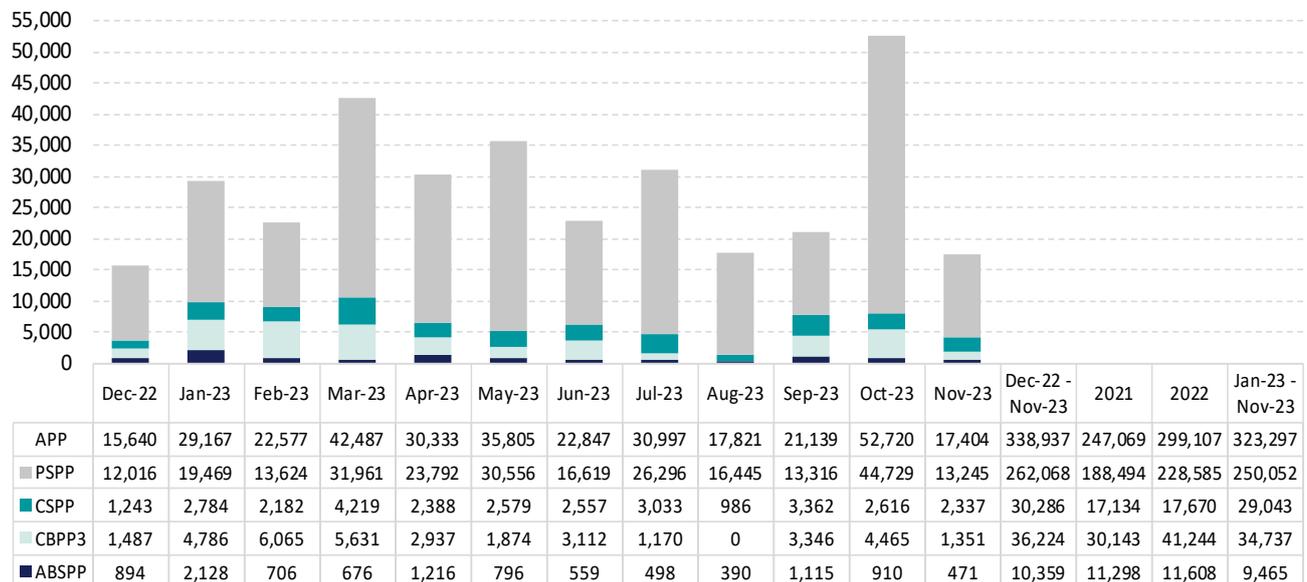
Wöchentliches Ankaufsvolumen



Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



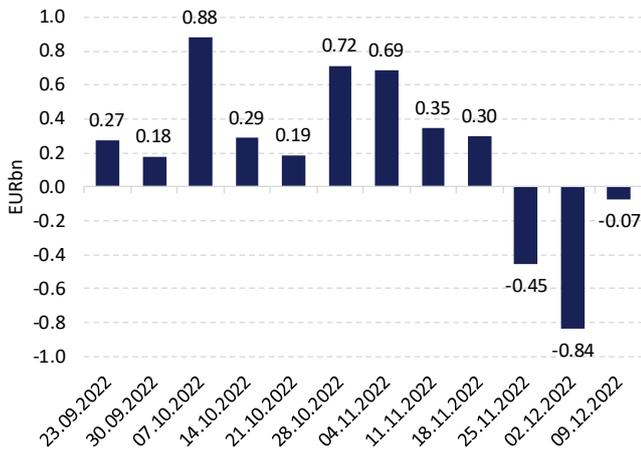
Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



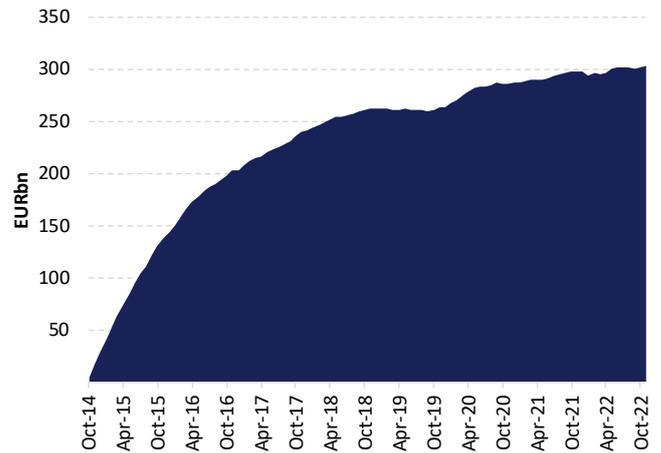
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)

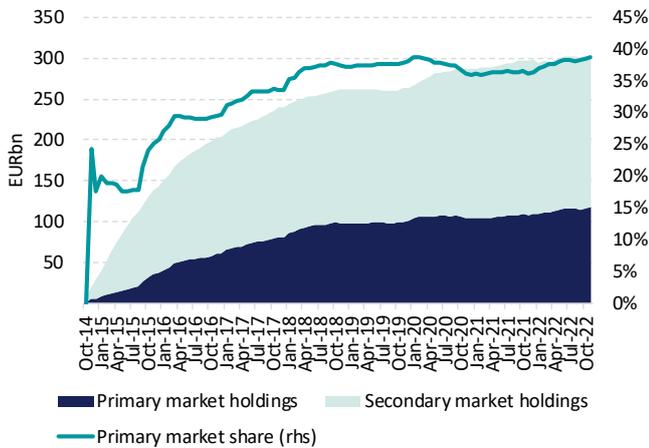
Wöchentliches Ankaufsvolumen



Entwicklung des CBPP3-Volumens



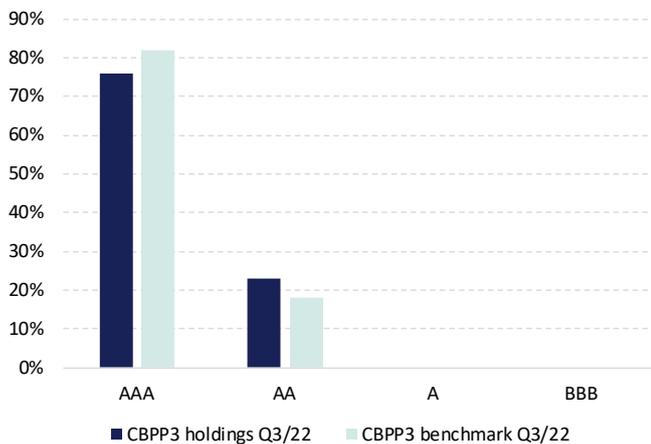
Primär-/Sekundärmarktanteile



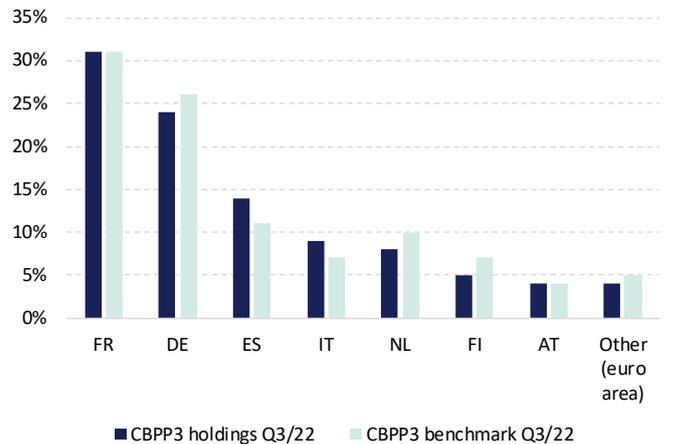
Veränderung der Primär-/Sekundärmarktanteile



CBPP3-Struktur nach Ratings

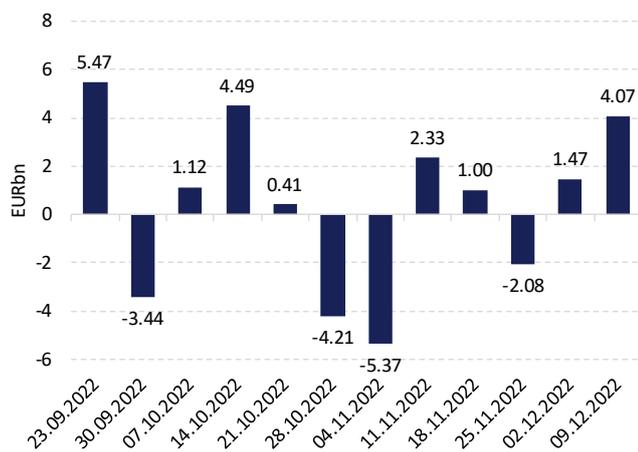


CBPP3-Struktur nach Jurisdiktionen

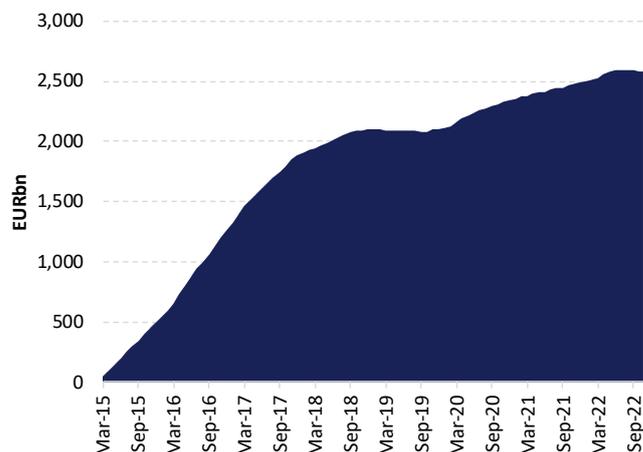


Public Sector Purchase Programme (PSPP)

Wöchentliches Ankaufsvolumen



Entwicklung des PSPP-Volumens



Gesamtverteilung der PSPP-Ankäufe per Monatsende

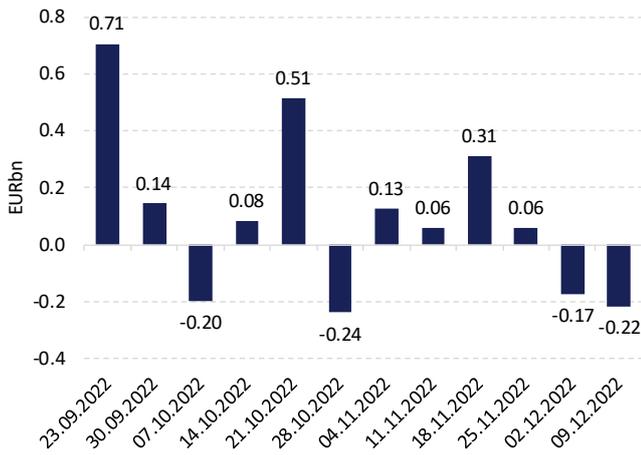
Jurisdiktion	Adjustierter Verteilungsschlüssel ¹	Bestand (in EURm)	Erwartbarer Bestand ² (EURm)	Differenz (EURm)	Ø Restlaufzeit ³ (in Jahren)	Marktdurchschnitt ⁴ (in Jahren)	Differenz (in Jahren)
AT	2.7%	74,794	74,046	748	7.6	8.4	-0.9
BE	3.4%	94,058	92,168	1,890	7.3	10.4	-3.1
CY	0.2%	4,483	5,444	-961	8.4	8.9	-0.6
DE	24.3%	668,299	666,903	1,396	6.7	8.0	-1.3
EE	0.3%	531	7,126	-6,595	7.9	8.5	-0.6
ES	11.0%	315,704	301,673	14,031	7.7	8.2	-0.5
FI	1.7%	44,102	46,470	-2,368	8.1	8.9	-0.8
FR	18.8%	532,243	516,702	15,541	6.8	8.6	-1.9
GR	0.0%	0	0	0	0.0	0.0	0.0
IE	1.6%	42,708	42,840	-132	8.4	10.2	-1.8
IT	15.7%	445,698	429,782	15,916	7.2	8.0	-0.8
LT	0.5%	5,992	14,642	-8,650	10.1	9.7	0.4
LU	0.3%	3,942	8,333	-4,391	5.7	7.6	-1.9
LV	0.4%	3,900	9,858	-5,958	8.7	8.6	0.1
MT	0.1%	1,432	2,653	-1,221	11.1	9.6	1.5
NL	5.4%	133,747	148,259	-14,512	7.7	9.4	-1.7
PT	2.2%	53,853	59,211	-5,358	7.5	7.9	-0.4
SI	0.4%	11,177	12,181	-1,004	9.3	9.4	-0.1
SK	1.1%	18,570	28,973	-10,403	7.8	8.5	-0.8
SNAT	10.0%	286,168	274,140	12,028	8.2	9.5	-1.3
Total / Avg.	100.0%	2,741,404	2,741,404	0	7.3	8.5	-1.3

¹ Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras und die Disqualifikation Griechenlands² Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel³ Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (WAM) der für das PSPP angekauften Anleihen⁴ Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (WAM) der für das PSPP ankaufbaren Anleihen

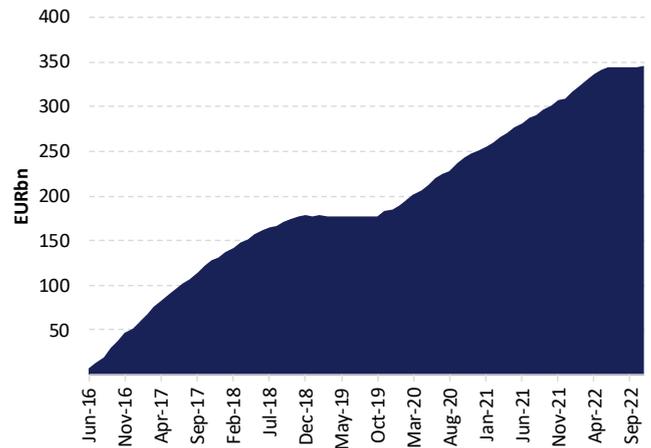
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)

Wöchentliches Ankaufvolumen

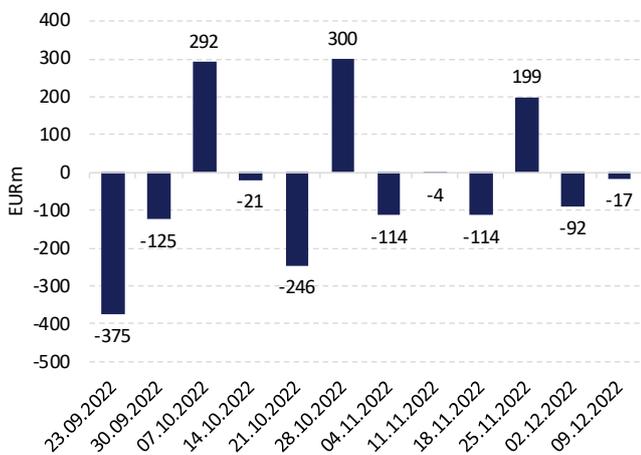


Entwicklung des CSPP-Volumens

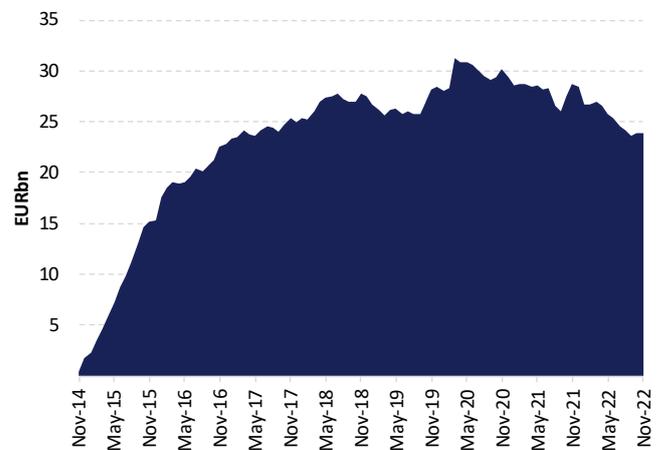


Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)

Wöchentliches Ankaufvolumen



Entwicklung des ABSPP-Volumens



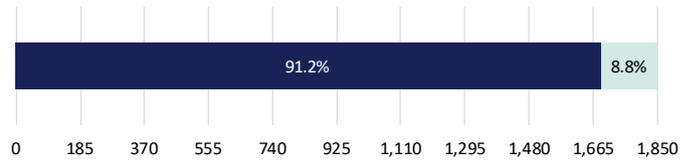
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

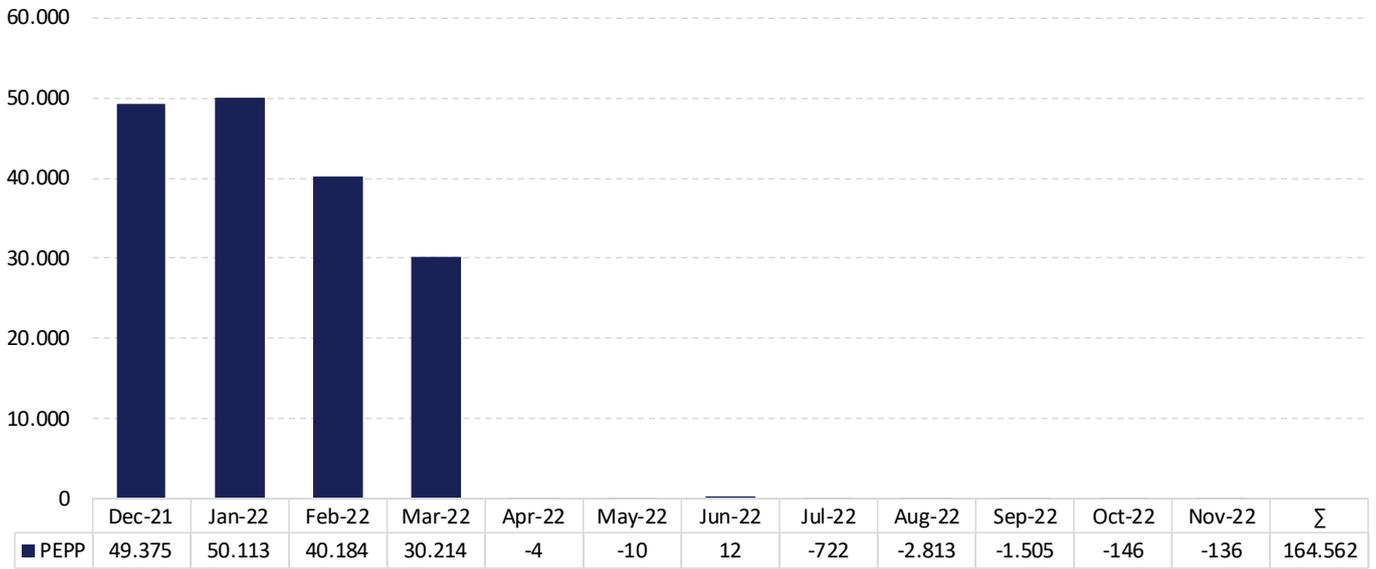
Volumen des Ankaufprogramms (in EURm)

	PEPP
Oct-22	1,712,889
Nov-22	1,712,753
Δ (net purchases)	-136

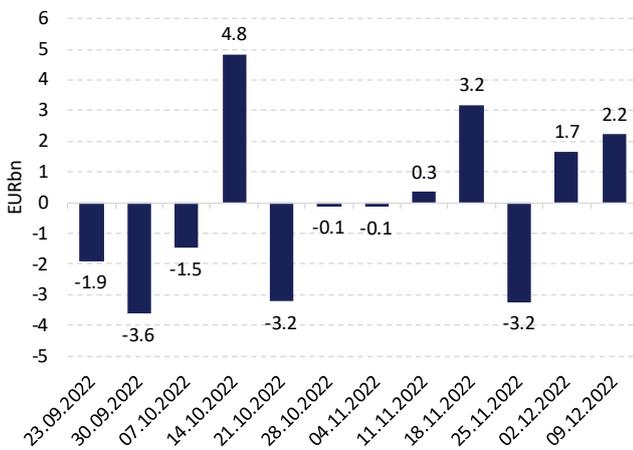
Investierter Anteil am PEPP-Rahmen (in EURbn)



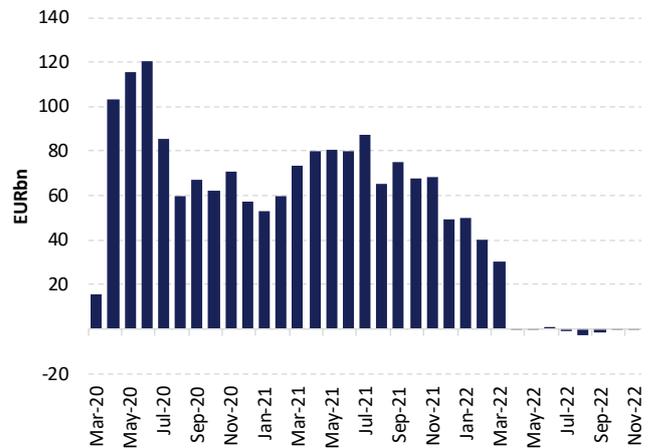
Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



Wöchentliches Ankaufsvolumen



Entwicklung des PEPP-Volumens

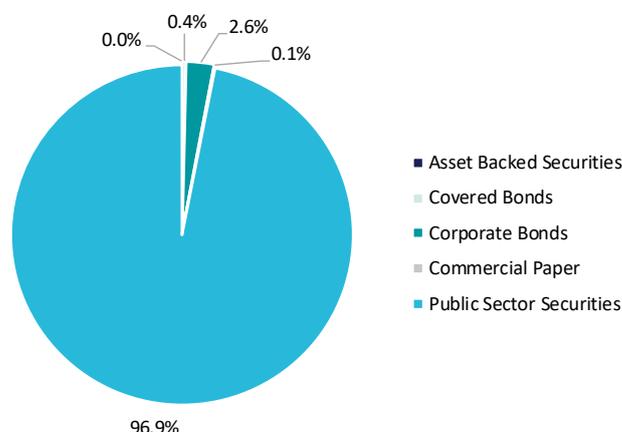
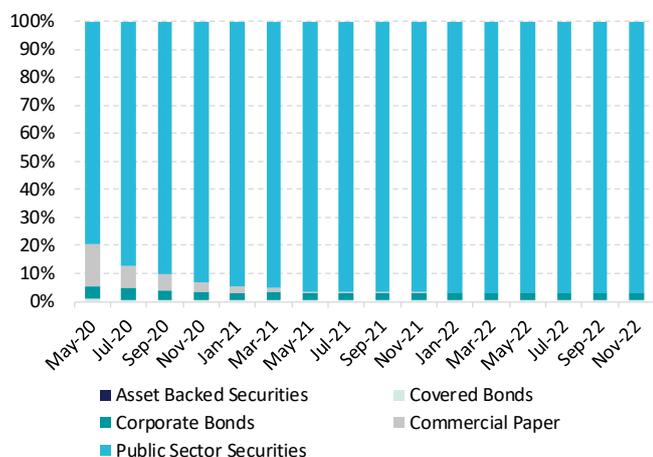


Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

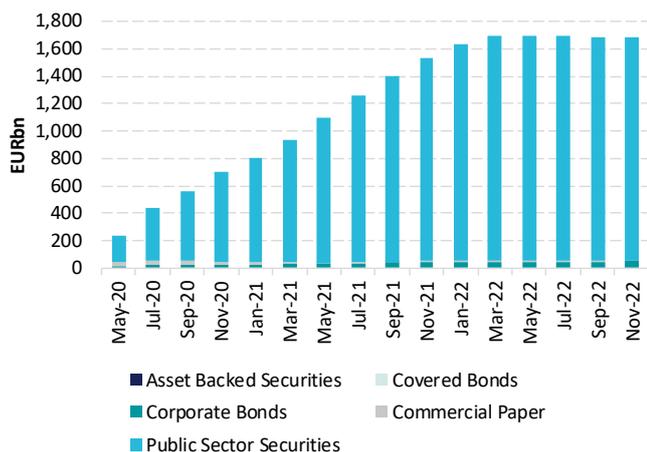
Volumina der Assetklassen (in EURm)

	Asset-backed Securities	Covered Bonds	Corporate Bonds	Commercial Paper	Public Sector Securities	PEPP
Sep-22	0	6,056	43,233	2,871	1,631,176	1,683,336
Nov-22	0	6,056	44,012	2,091	1,630,895	1,683,054
Δ (net purchases)	0	0	+780	-780	-281	-282

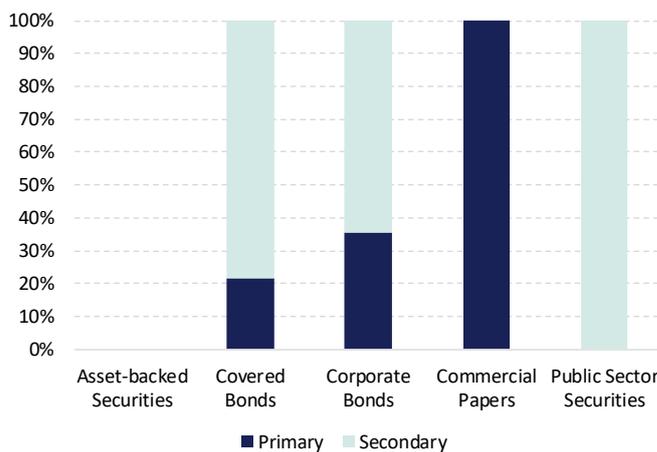
Portfoliostruktur



Portfolioentwicklung



Anteil der Primär-/Sekundärmarktankäufe



Überblick über Private Sector Assets unter dem PEPP

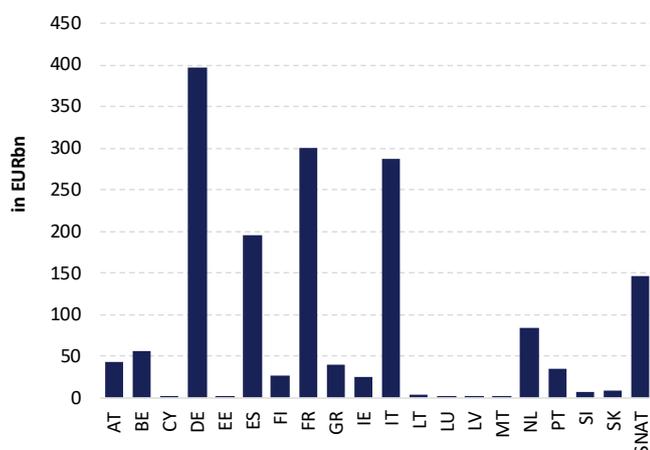
September 2022	Asset-backed Securities		Covered Bonds		Corporate Bonds		Commercial Paper	
	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär
Bestand in EURm	0	0	1,298	4,758	15,407	27,826	2,873	0
Anteil	0.0%	0.0%	21.4%	78.6%	35.6%	64.4%	100.0%	0.0%

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

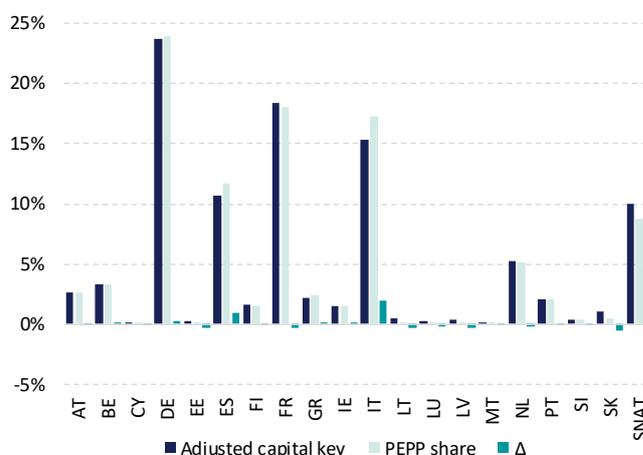
Überblick über Public Sector Assets unter dem PEPP

Jurisdiktion	Bestand (in EURm)	Adj. Verteilungsschlüssel ¹	PEPP-Anteil	Δ zum adj. Verteilungsschlüssel ²	Ø Restlaufzeit (in Jahren) ³	Marktdurchschnitt ⁴ (in Jahren)	Differenz (in Jahren)
AT	43,449	2.6%	2.6%	0.0%	7.7	7.3	0.3
BE	56,175	3.3%	3.4%	0.1%	6.4	9.5	-3.1
CY	2,487	0.2%	0.1%	0.0%	8.4	8.3	0.2
DE	397,704	23.7%	24.0%	0.2%	6.8	6.8	0.0
EE	256	0.3%	0.0%	-0.2%	7.5	7.5	0.1
ES	194,758	10.7%	11.7%	1.0%	7.4	7.4	0.0
FI	26,208	1.7%	1.6%	-0.1%	7.6	7.7	-0.1
FR	299,751	18.4%	18.1%	-0.3%	7.8	7.7	0.0
GR	39,607	2.2%	2.4%	0.2%	8.2	9.6	-1.4
IE	25,825	1.5%	1.6%	0.0%	8.8	9.7	-0.9
IT	287,027	15.3%	17.3%	2.0%	7.2	6.9	0.4
LT	3,222	0.5%	0.2%	-0.3%	9.7	8.9	0.8
LU	1,898	0.3%	0.1%	-0.2%	6.0	6.7	-0.7
LV	1,890	0.4%	0.1%	-0.2%	8.1	7.7	0.4
MT	606	0.1%	0.0%	-0.1%	10.6	8.8	1.8
NL	84,558	5.3%	5.1%	-0.2%	7.7	8.6	-0.9
PT	34,425	2.1%	2.1%	0.0%	6.8	7.2	-0.5
SI	6,586	0.4%	0.4%	0.0%	8.7	9.1	-0.4
SK	7,966	1.0%	0.5%	-0.6%	8.3	7.9	0.4
SNAT	145,915	10.0%	8.8%	-1.2%	10.4	8.8	1.6
Total / Avg.	1,660,313	100.0%	100.0%	0.0%	7.6	7.6	0.0

Bestand Öffentlicher Anleihen nach Jurisdiktionen



Abweichungen vom adjustierten Kapitalschlüssel

¹ Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras² Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel³ Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (WAM) der für das PEPP angekauften Anleihen⁴ Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (WAM) der für das PEPP ankaufbaren Anleihen

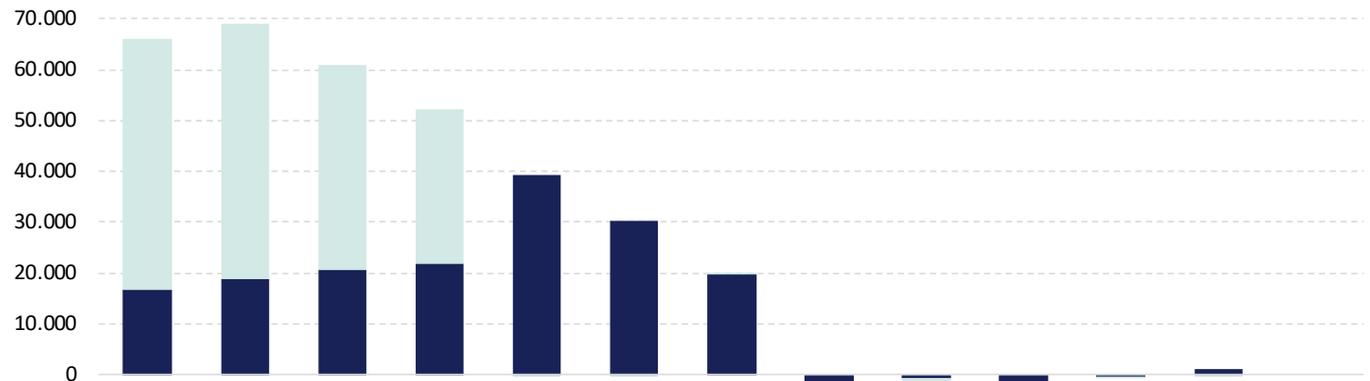
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP

Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

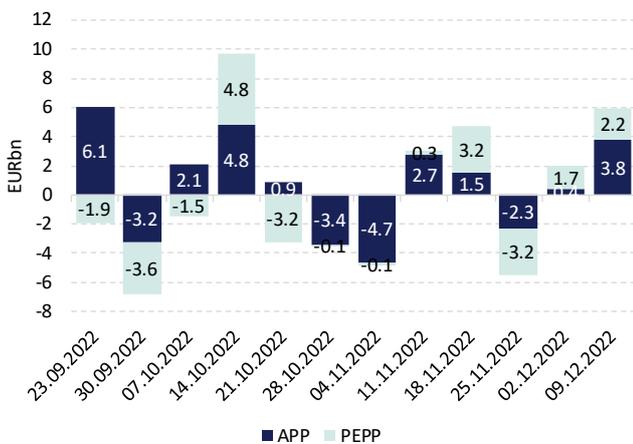
	APP	PEPP	APP & PEPP
Oct-22	3,255,936	1,712,889	4,968,825
Nov-22	3,257,080	1,712,753	4,969,833
Δ	+1,145	-136	+1,009

Monatliche Nettoankäufe (in EURm)

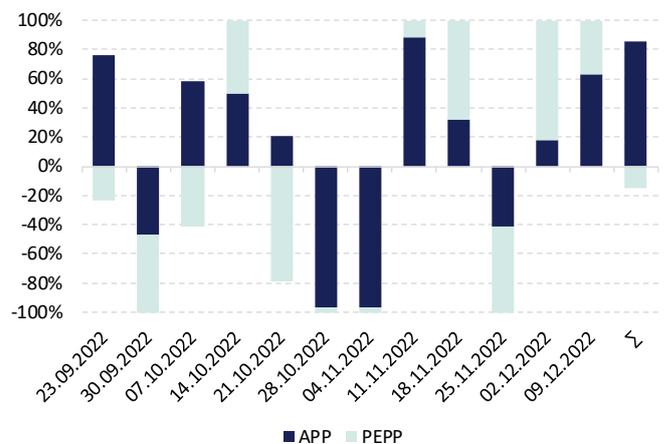


	Dec-21	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Σ
Σ	65.971	68.951	60.882	52.143	39.393	30.222	19.734	-2.481	-3.469	-3.389	-466	1.009	328.500
PEPP	49.375	50.113	40.184	30.214	-4	-10	12	-722	-2.813	-1.505	-146	-136	164.562
APP	16.596	18.838	20.698	21.929	39.397	30.232	19.722	-1.759	-656	-1.884	-320	1.145	163.938

Wöchentliches Ankaufvolumen



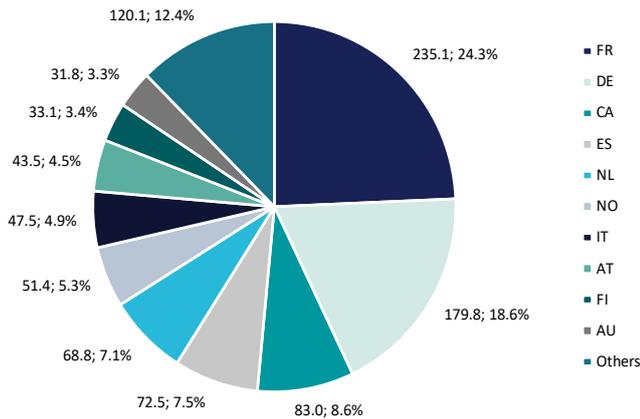
Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



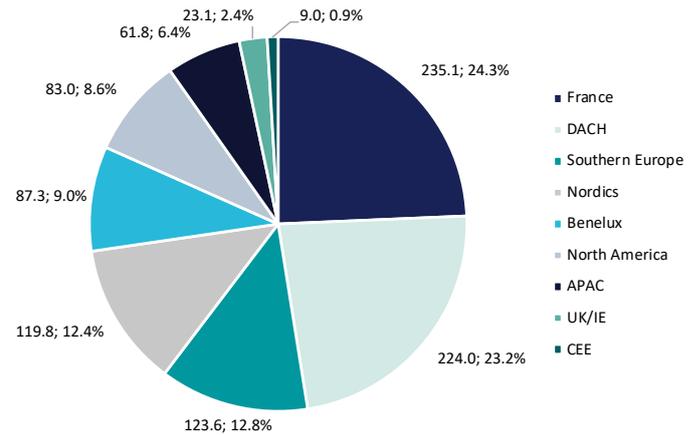
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



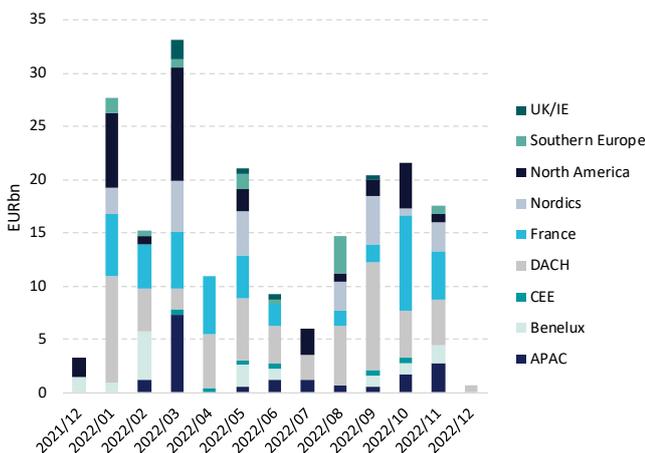
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



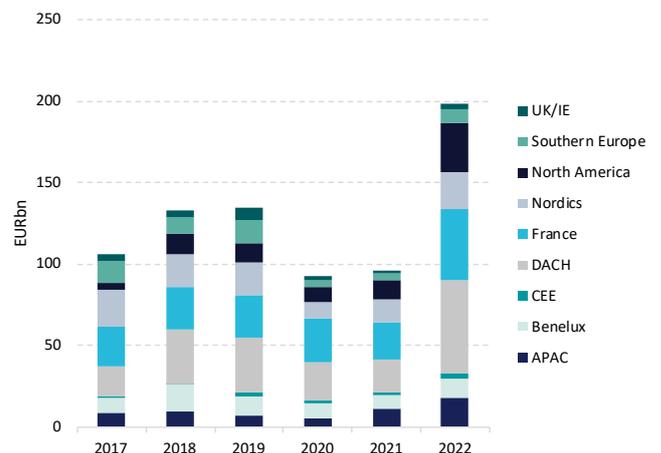
Top-10 Jurisdiktionen

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	235.1	227	15	0.95	9.8	5.3	0.97
2	DE	179.8	256	26	0.65	8.3	4.4	0.68
3	CA	83.0	64	0	1.26	5.6	2.9	0.53
4	ES	72.5	58	5	1.14	11.6	3.6	1.77
5	NL	68.8	70	1	0.92	11.3	7.0	0.81
6	NO	51.4	61	11	0.84	7.2	3.7	0.53
7	IT	47.5	58	2	0.79	9.2	3.8	1.24
8	AT	43.5	77	3	0.56	9.1	5.7	0.83
9	FI	33.1	35	3	0.94	7.3	3.7	0.75
10	AU	31.8	32	0	0.99	7.8	3.9	1.14

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

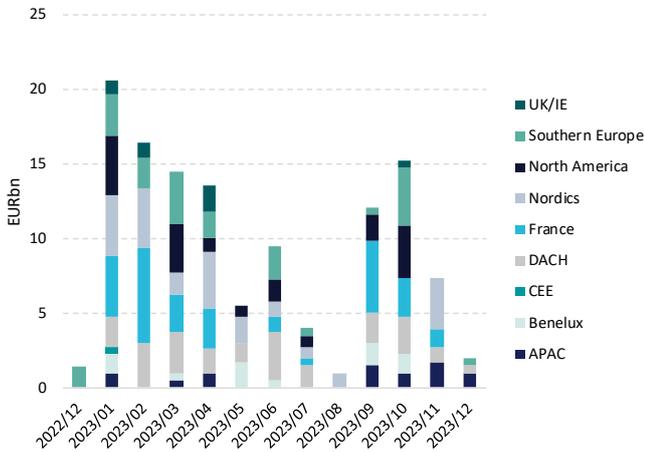


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

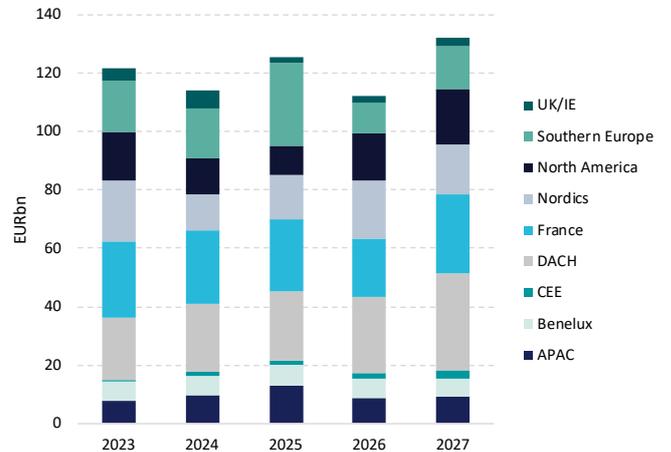


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

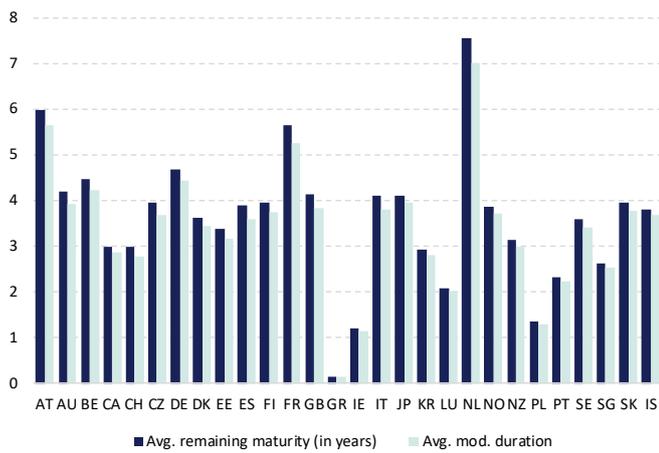
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



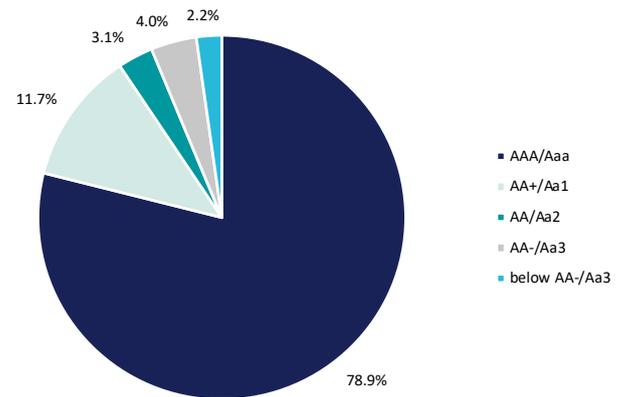
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



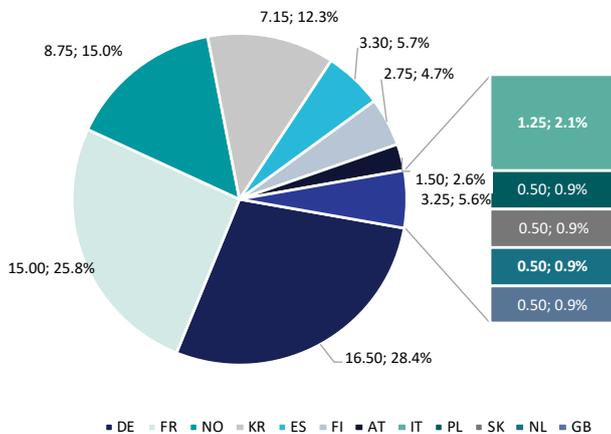
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



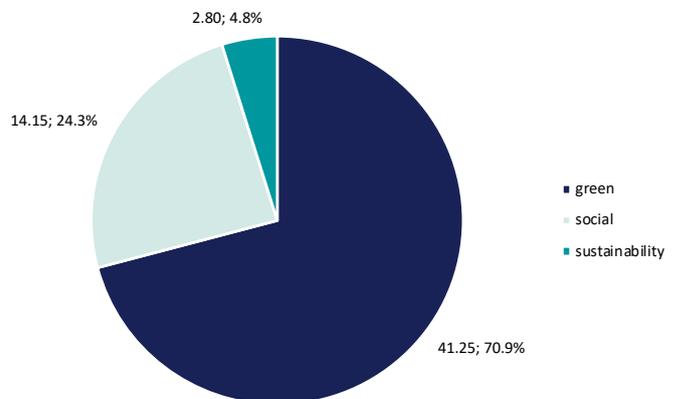
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

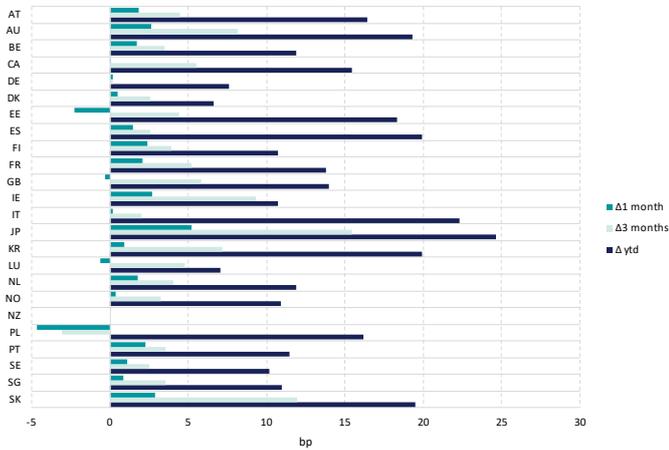


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

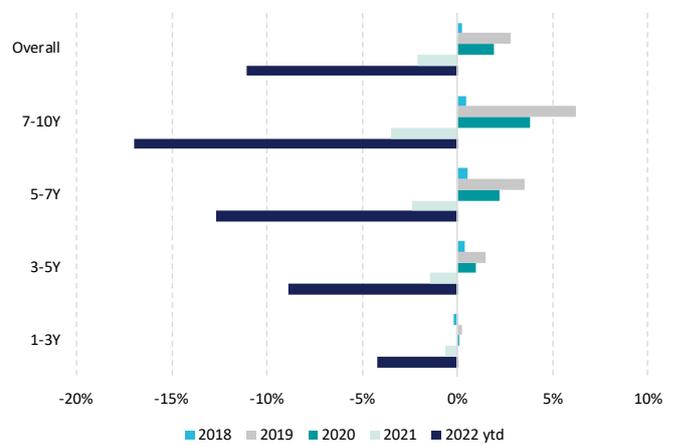


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

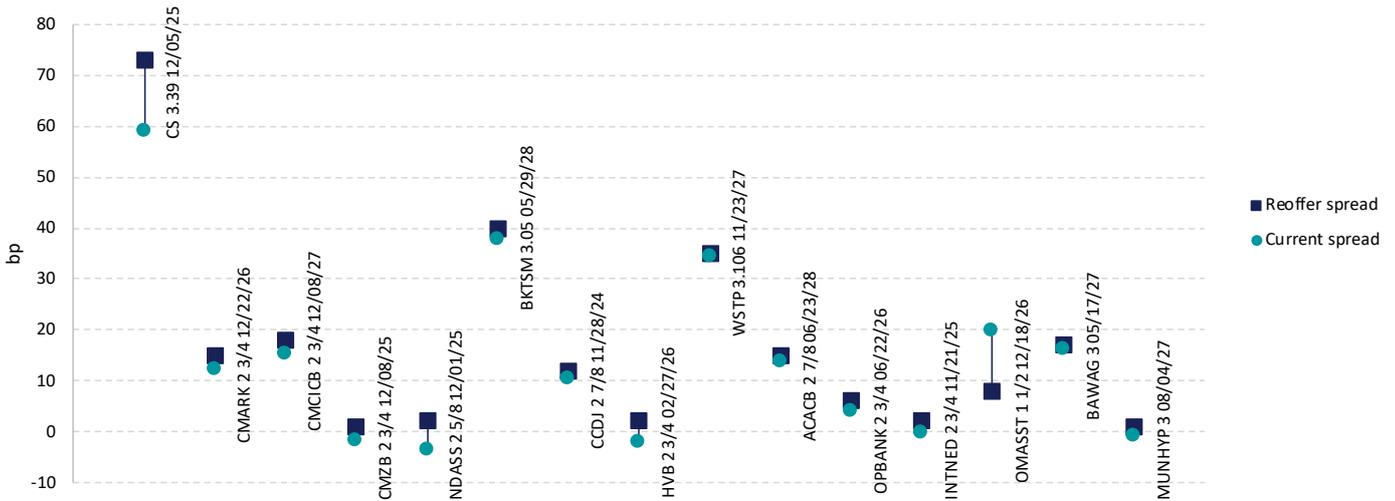
Spreadveränderung nach Land



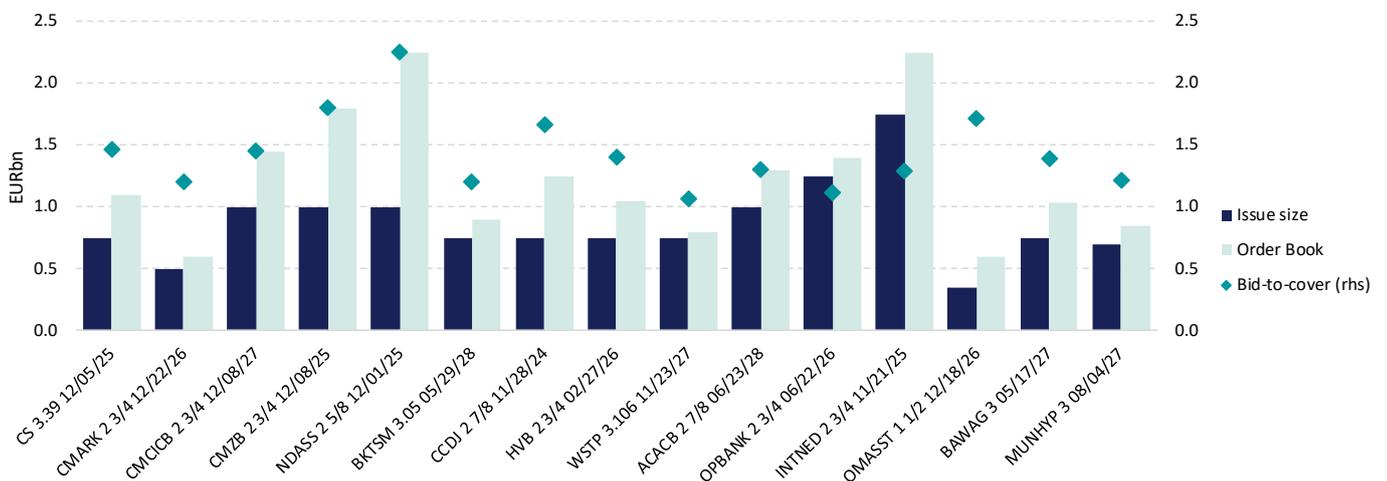
Covered Bond Performance (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

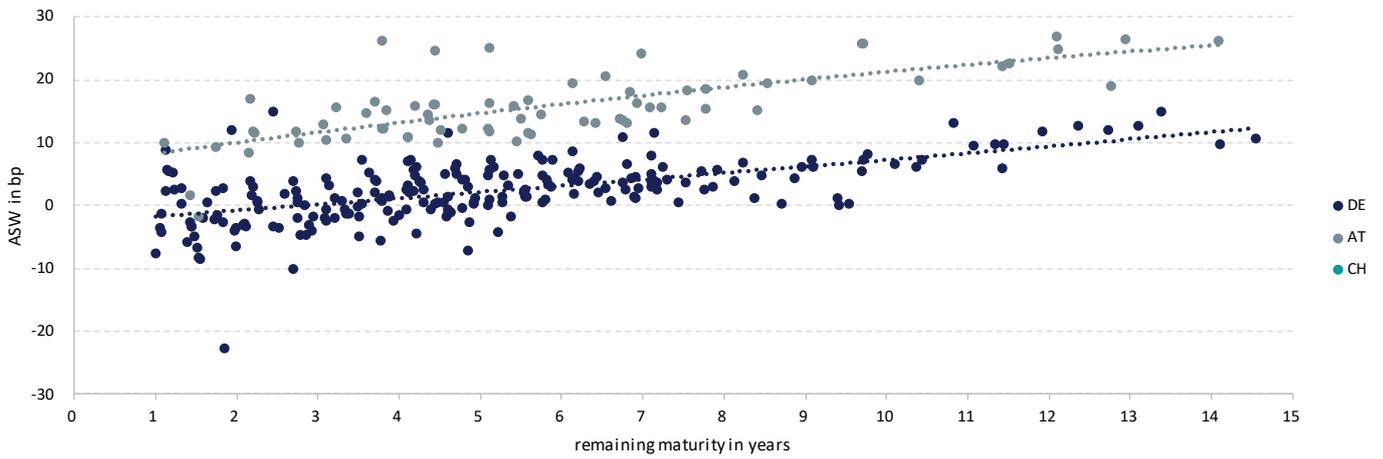


Orderbücher der letzten 15 Emissionen

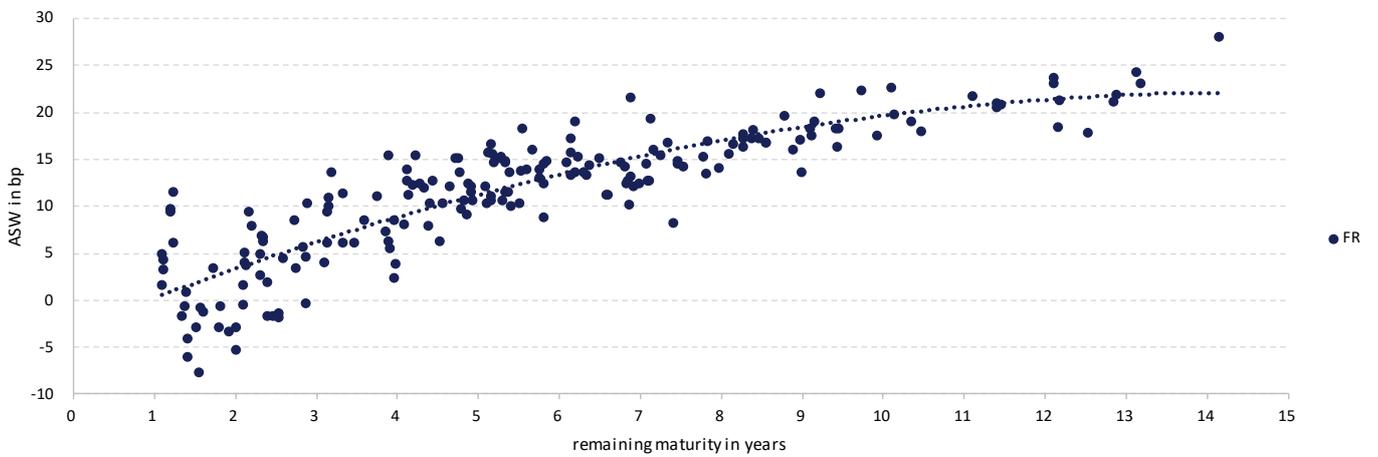


Spreadübersicht¹

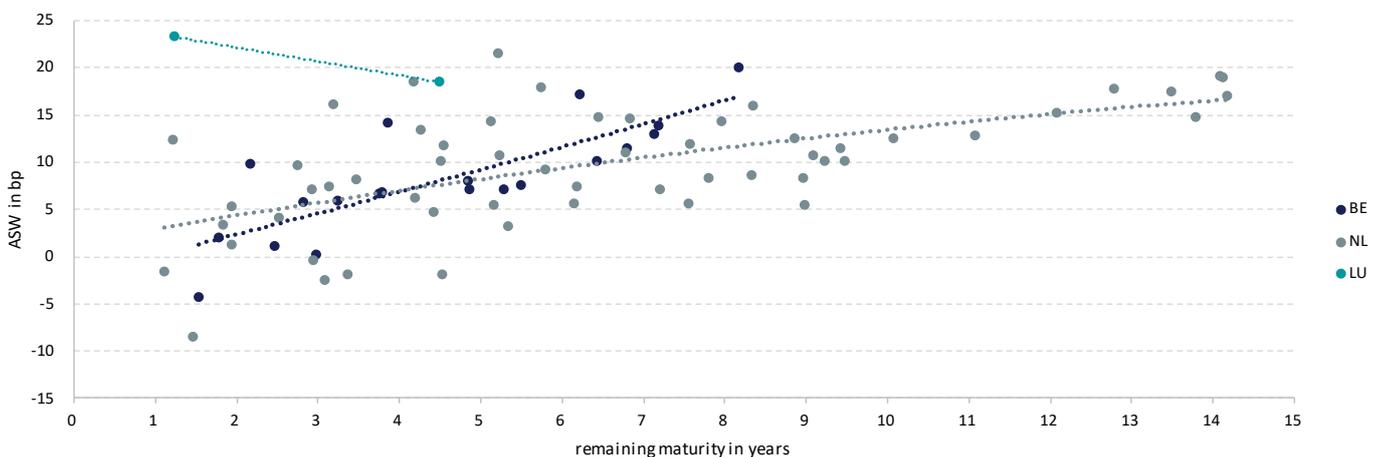
DACH   



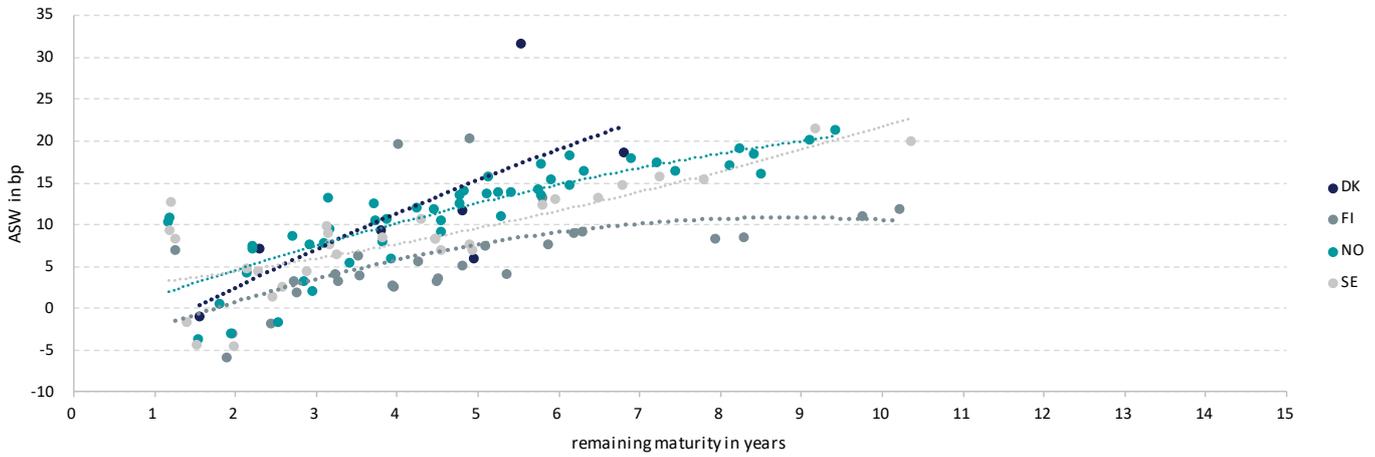
France 



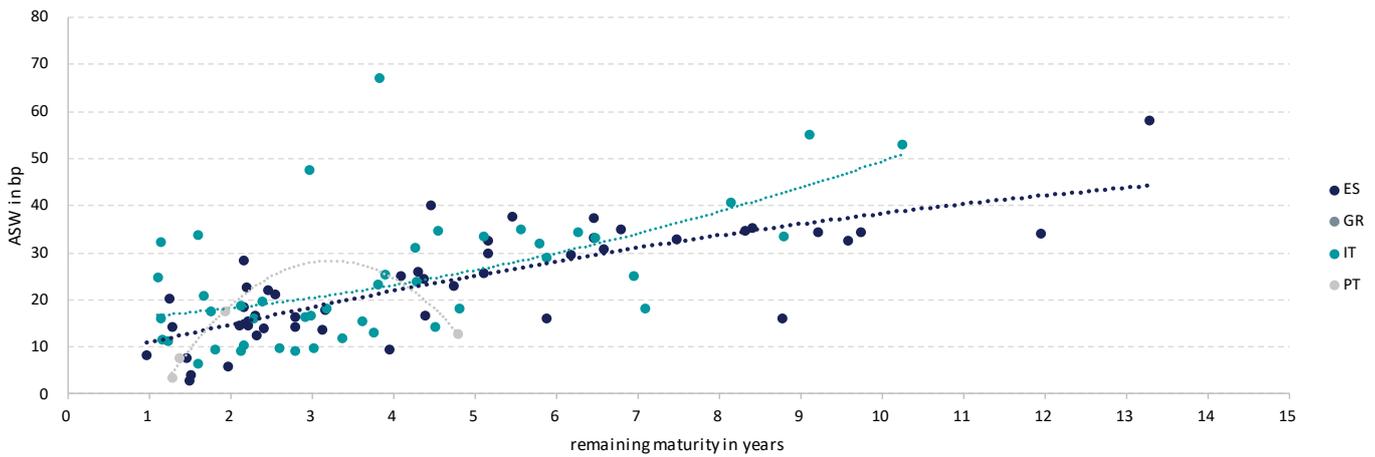
Benelux   



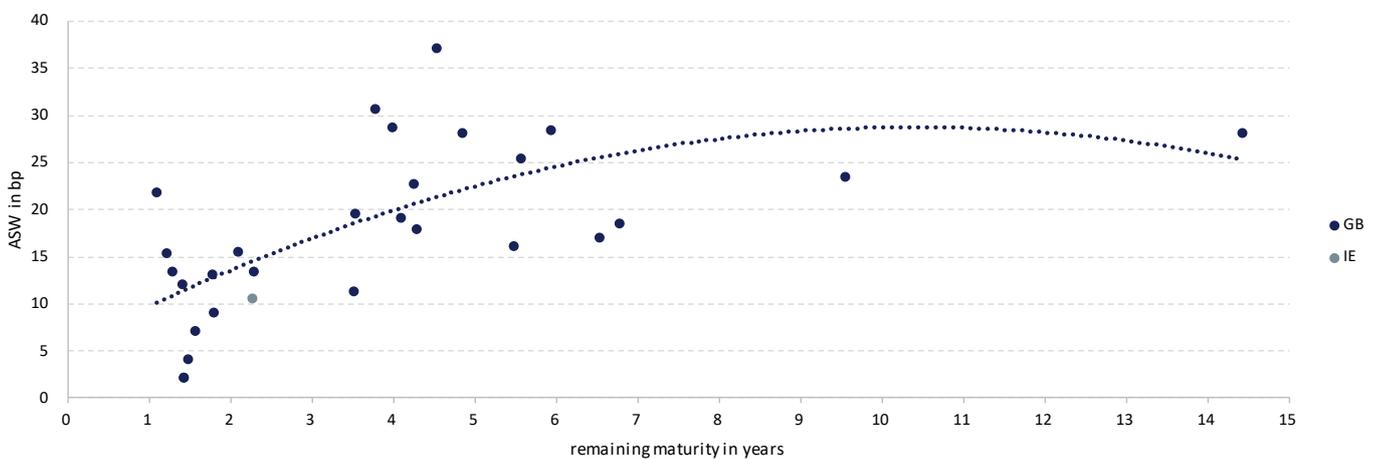
Nordics 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪



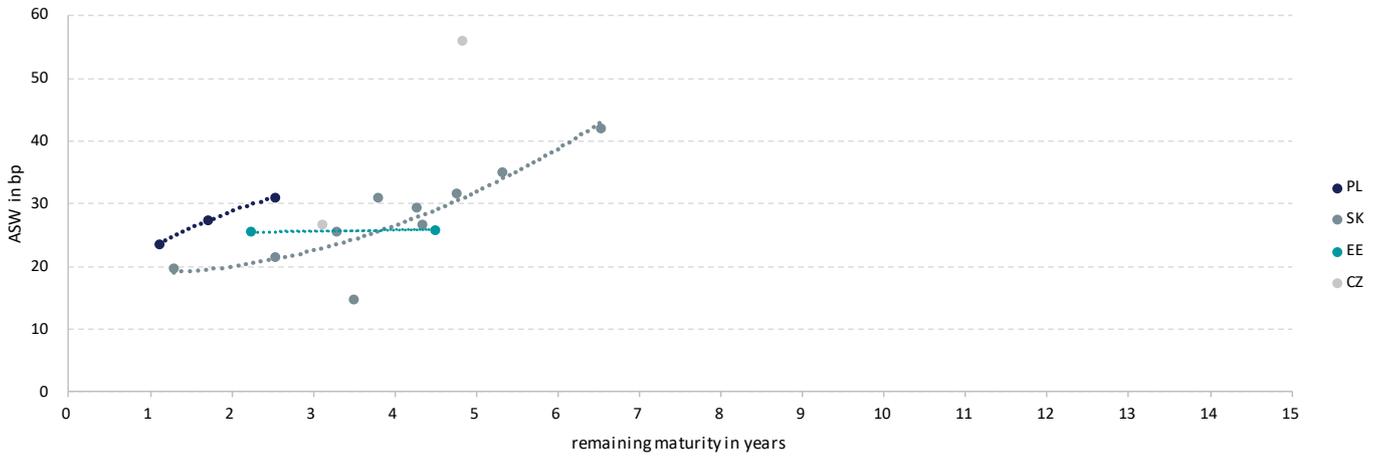
Southern Europe 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



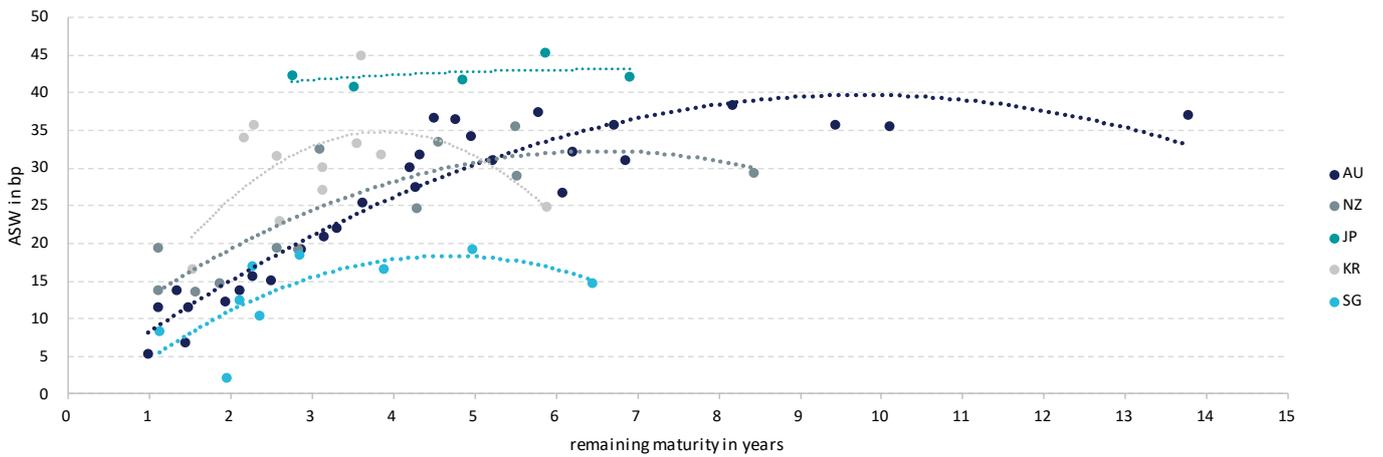
UK/IE 🇬🇧 🇮🇪



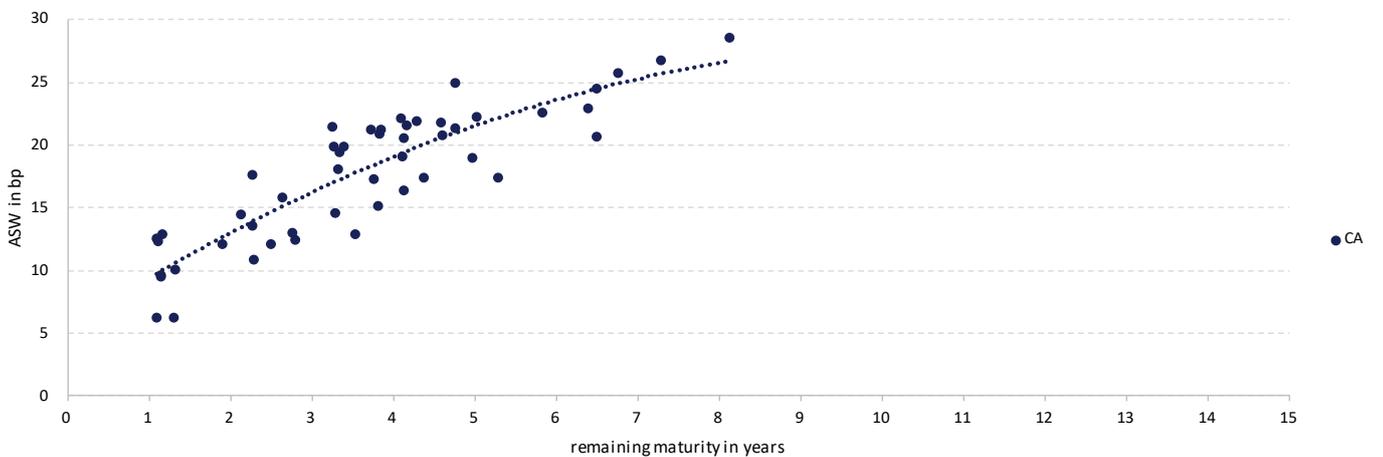
CEE 



APAC 



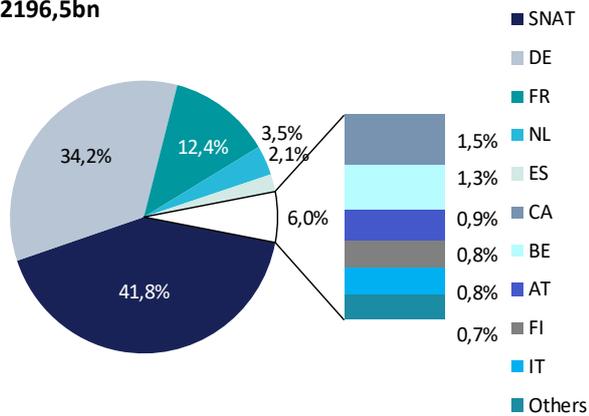
North America 



Charts & Figures SSA/Public Issuers

Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

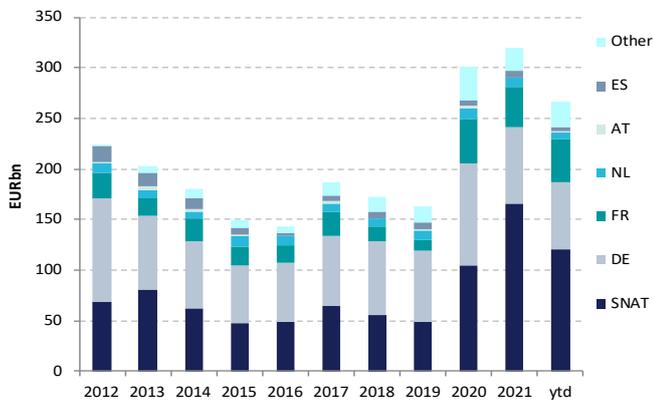
EUR 2196,5bn



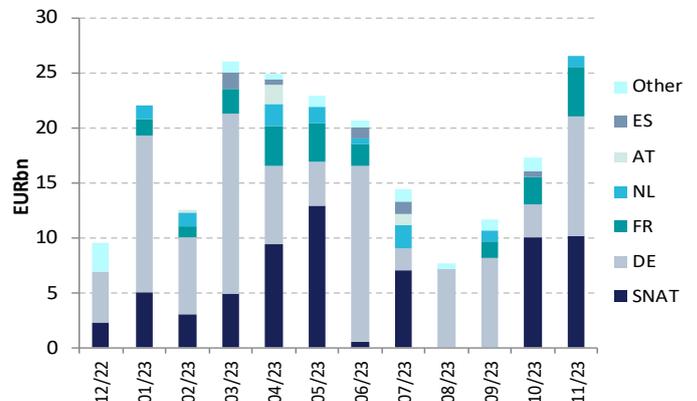
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (€bn)	No. of bonds	ØVol. (€bn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	918,5	218	4,2	8,3
DE	751,8	558	1,3	6,4
FR	271,8	180	1,5	6,3
NL	77,2	69	1,1	6,6
ES	45,6	60	0,8	4,8
CA	32,6	23	1,4	4,6
BE	28,0	31	0,9	12,0
AT	19,8	23	0,9	4,5
FI	18,5	22	0,8	5,5
IT	16,8	20	0,8	5,0

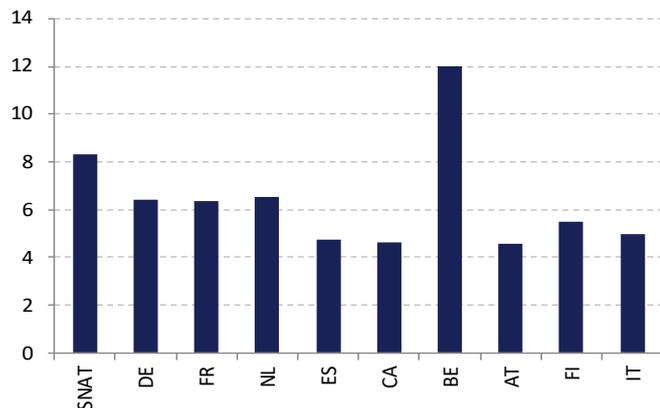
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



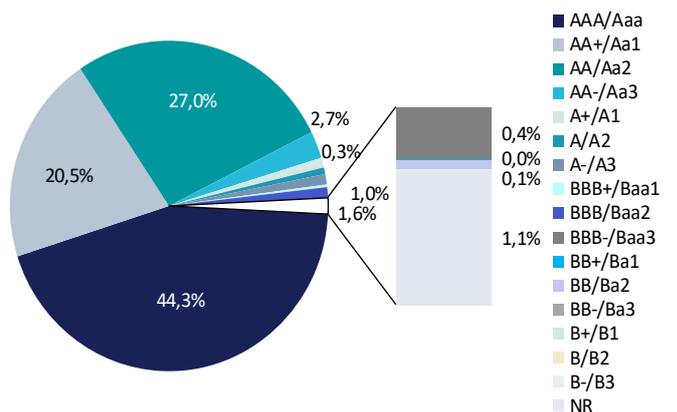
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



Vol. gew. Modified Duration nach Land



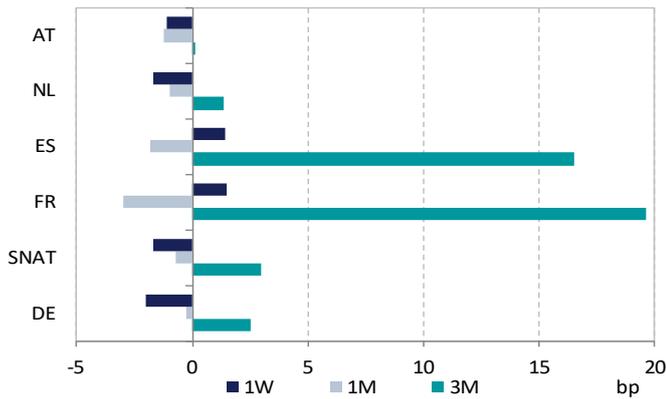
Ratingverteilung (volumengewichtet)



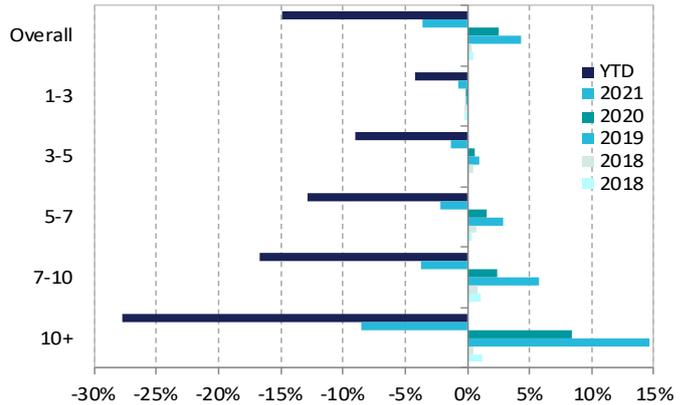
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



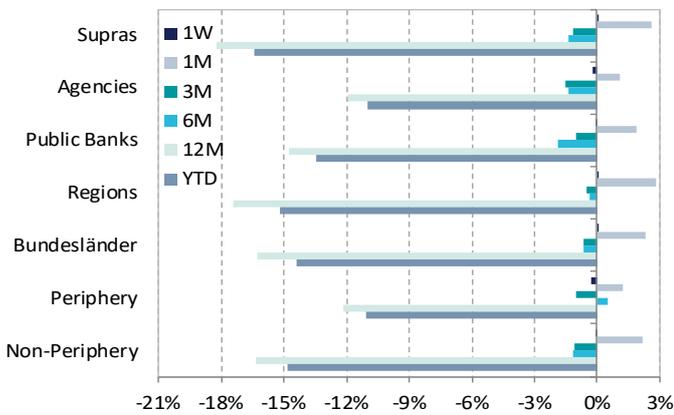
Spreadentwicklung nach Land



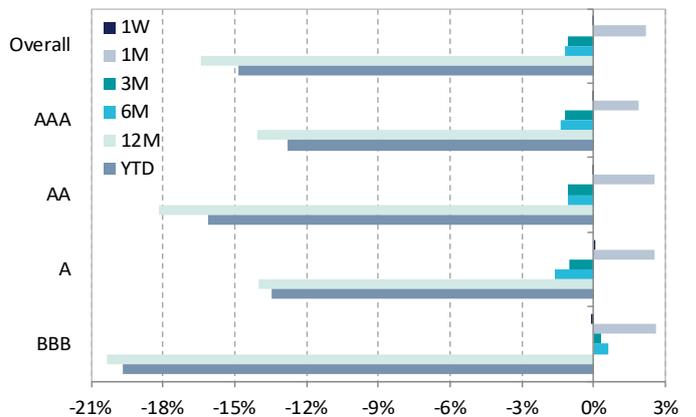
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

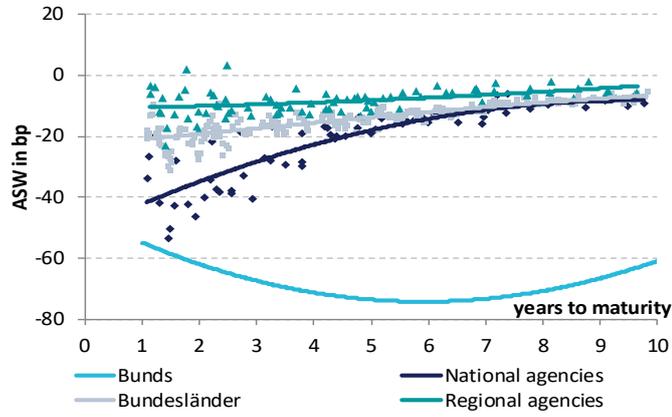


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

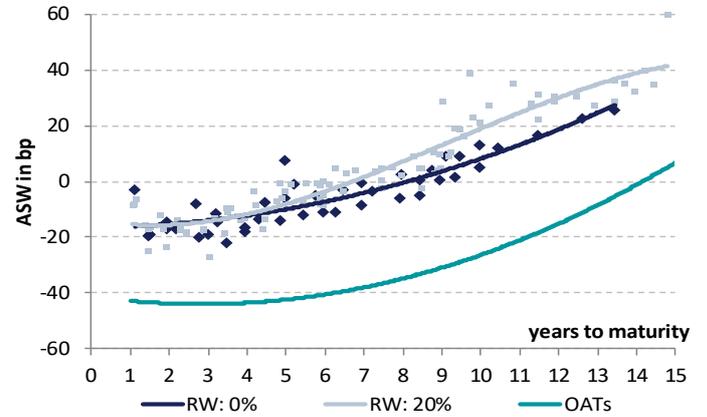


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

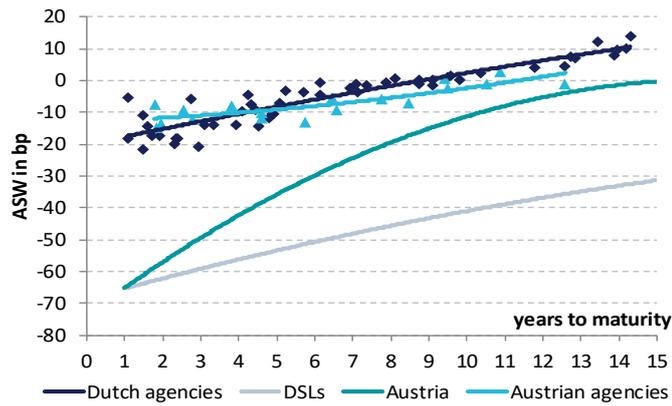
Germany (nach Segmenten)



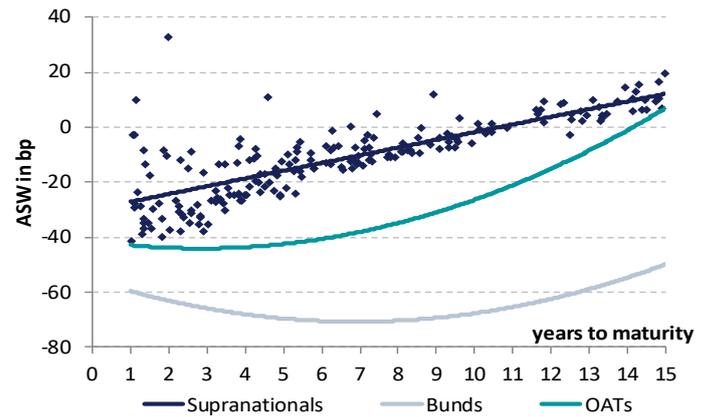
France (nach Risikogewichten)



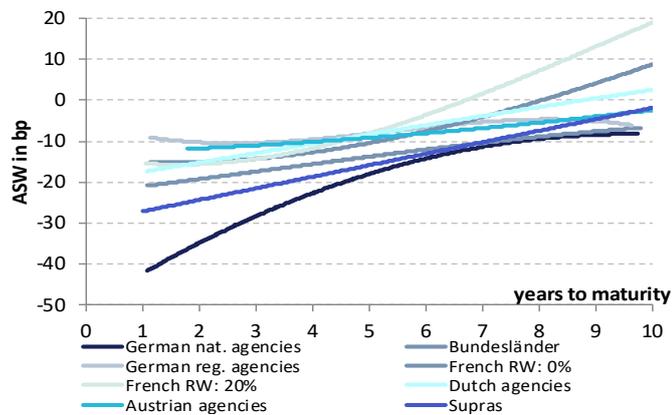
Netherlands & Austria



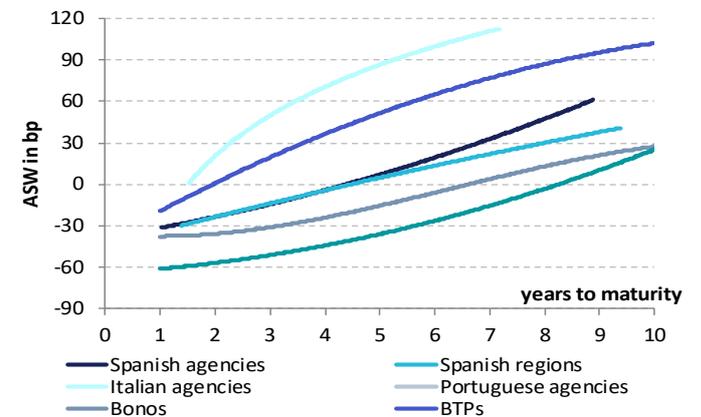
Supranationals



Core



Periphery



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

Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
38/2022 ♦ 07. Dezember	<ul style="list-style-type: none"> ▪ EZB-Preview: Zins erneut rauf, EZB-Bilanz (endlich) runter?! ▪ Covered Bond-Jurisdiktionen im Fokus: Ein Blick auf Spanien
37/2022 ♦ 30. November	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Transparenzvorschrift § 28 PfandBG Q3/2022 ▪ Die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für Supranationals & Agencies
36/2022 ♦ 23. November	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ESG-Covered Bonds - ein weiteres Rekordjahr ▪ Aktuelle LCR-Klassifizierungen unserer SSA-Coverage
35/2022 ♦ 16. November	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Covered Bond-Jurisdiktionen im Fokus: Ein Blick auf Österreich ▪ Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes ▪ EIB goes Blockchain... again!
34/2022 ♦ 09. November	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Covered Bond-Jurisdiktionen im Fokus: Ein Blick auf Norwegen ▪ NORD/LB Issuer Guide Covered Bonds in seiner zehnten Auflage ▪ Blitztabelle vor dem Endspurt: Das bisherige SSA-Jahr 2022
33/2022 ♦ 26. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt: EU-Harmonisierung stellt Hard Bullets in den Schatten ▪ Die Schuldenbremse auf Länderebene
32/2022 ♦ 19. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> ▪ EZB-Preview: +75bp und die Frage nach der Zentralbankbilanz ▪ EBA Risk Dashboard zeichnet robustes Bild im II. Quartal 2022 ▪ Deutsche Länder im Überblick
31/2022 ♦ 12. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Der Covered Bond-Ratingansatz von Standard & Poor's ▪ Benchmark-Indizes für deutsche (Bundes-)Länder
30/2022 ♦ 28. September	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Covered Bond-Jurisdiktionen im Fokus: Ein Blick auf Singapur ▪ Deutsche Bundesländer: Darf es ein bisschen mehr ESG sein?
29/2022 ♦ 21. September	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ECBC veröffentlicht Jahresstatistik für 2021 ▪ Update: Gemeinschaft deutscher Länder (Ticker: LANDER)
28/2022 ♦ 07. September	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Primärmarkt: Etwas mehr kommt da noch! ▪ EZB: PEPP als erste Verteidigungslinie erkennbar aktiv
27/2022 ♦ 31. August	<ul style="list-style-type: none"> ▪ EZB-Zinserhöhungen: Minimum noch +100bp bis Jahresende ▪ Fokus Australien: Macquarie zurück im EUR-Benchmarksegment
26/2022 ♦ 24. August	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes ▪ Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2022
25/2022 ♦ 27. Juli	<ul style="list-style-type: none"> ▪ EZB und ihre Abkürzungen: Nach OMT und SMP kommt nun TPI ▪ Covereds vs. Senior Unsecured
24/2022 ♦ 20. Juli	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ein kurzes Schlaglicht auf das Segment für EUR-Subbenchmarks ▪ Deutsche Hypo Immobilienklima: Index sinkt erneut
23/2022 ♦ 13. Juli	<ul style="list-style-type: none"> ▪ EZB-Preview: Darf's auch ein bisschen mehr sein?! ▪ EBA Report on Asset Encumbrance: Belastung nimmt zu

Anhang Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

[Issuer Guide Covered Bonds 2022](#)

[Covered Bond-Richtlinie: Auswirkungen auf Risikogewichte und LCR-Level](#)

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

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2022 \(Quartalsupdate\)](#)

[Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten](#)

SSA/Public Issuers:

[Issuer Guide – Deutsche Länder 2022](#)

[Issuer Guide – Deutsche Agencies 2022](#)

[Issuer Guide – Niederländische Agencies 2022](#)

[Beyond Bundesländer: Großraum Paris im Spotlight \(IDF/VDP\)](#)

[Belgische Regionen](#)

[Spanische Regionen im Spotlight](#)

Fixed Income Specials:

[ESG-Update 2022](#)

[EZB-Zinsentscheidung: Geliefert wie erwartet?](#)

[EZB: Der große Schluck aus der Pulle](#)

[EZB legt Kickstart hin – Spurt oder Marathon zum New Normal?](#)

[EZB läutet zur Zinswende: Nicht ein Schritt, sondern eine Reise](#)

Anhang

Ansprechpartner in der NORD/LB

Markets Strategy & Floor Research



Dr. Frederik Kunze

Covered Bonds/Banks

+49 172 354 8977

frederik.kunze@nordlb.de



Melanie Kiene

Covered Bonds/Banks

+49 172 169 2633

melanie.kiene@nordlb.de



Stefan Rahaus

Covered Bonds/Banks

+49 172 6086 438

stefan.rahaus@nordlb.de



Dr. Norman Rudschuck

SSA/Public Issuers

+49 152 090 24094

norman.rudschuck@nordlb.de



Jan-Phillipp Hensing

SSA/Public Issuers

+49 172 425 2877

jan-phillipp.hensing@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 zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten und keine Maßnahme, durch die Finanzinstrumente angeboten oder verkauft werden könnten, darstellt.

Alle hierin enthaltenen tatsächlichen Angaben, Informationen und getroffenen Aussagen sind Quellen entnommen, die von der **NORD/LB** für zuverlässig erachtet wurden. 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 heruntergeladen werden können und die bei der **NORD/LB**, Georgsplatz 1, 30159 Hannover kostenlos erhältlich sind. Eine eventuelle Anlageentscheidung sollte in jedem Fall nur auf Grundlage dieser (Finanzierungs-) Dokumentation getroffen werden. Diese Information ersetzt nicht die persönliche Beratung. Jeder Empfänger sollte, bevor er eine Anlageentscheidung trifft, im Hinblick auf die Angemessenheit von Investitionen in Finanzinstrumente oder Anlagestrategien, die Gegenstand dieser Information sind, sowie für weitere und aktuellere Informationen im Hinblick auf bestimmte Anlagemöglichkeiten sowie für eine individuelle Anlageberatung einen unabhängigen Anlageberater konsultieren.

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

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

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

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Australien:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Indonesien:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Irland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Japan:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:

Diese Information 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 Angebotes 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 Prospektpflicht 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 Finanzinstrumenten, 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: 14. Dezember 2022 08:57 Uhr