



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	7
EZB-Rückblick: 2022 brachte jede Menge geldpolitische Action	12
Jahresrückblick 2022 – Covered Bonds	18
SSA-Rückblick 2022	26
EZB-Tracker	
Asset Purchase Programme (APP)	35
Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)	40
Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP	43
Charts & Figures	
Covered Bonds	44
SSA/Public Issuers	50
Ausgaben im Überblick	53
Publikationen im Überblick	54
Ansprechpartner in der NORD/LB	55

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

Autoren: Melanie Kiene // Dr. Frederik Kunze // Stefan Rahaus

Primärmarkt: Rekordverdächtiges Neuemissionsvolumen

Trotz eines Feiertages in Teilen Europas startete das neue Jahr gleich am Montag letzter Woche mit zwei Platzierungen: Einem Hypothekendarlehenbrief der österreichischen Erste Group Bank AG, die bereits in 2022 das Emissionsjahr eröffnete (ERSTBK; 6y; Bid-to-Cover: 1,4x) und einem französischen Obligation Foncières der Crédit Mutuel Arkéa (CMARK; Bid-to-Cover: 1,4x). Die erste Handelswoche entwickelte sich anschließend zu einem wahren Feuerwerk an Neuemissionen, insgesamt kamen elf Emittenten mit 13 Tranchen und einem Gesamtvolumen von EUR 12,2 Mrd. an den Markt. Im Vergleich dazu wurden in den Jahren 2022 EUR 3,75 Mrd. und 2021 EUR 500 Mio. in den ersten 4 Handelstagen platziert. Zu den Akteuren der ersten Woche zählten weiterhin eine ESG-Dualtranche der Berlin Hyp (BHH; 3,3y; social; Bid-to-Cover: 5,0x und 10y; green; Bid-to-Cover 2,2x), die Raiffeisenlandesbank Niederösterreich-Wien (RFLBNI; Bid-to-Cover: 1,4x), die Banco Santander (SANTAN, Bid-to-Cover: 1,8x (3y) bzw. 1,4x (7y)), CRH (CRH, Bid-to-Cover: 1,2x), BAWAG (BAWAG, Bid-to-Cover: 1,2x), BayernLB (BYLAN; Bid-to-Cover: 1,6x) und Aareal Bank (AARB; Bid-to-Cover: 1,3x), UniCredit Bank (HVB; Bid-to-Cover: 2,3x) und Crédit Agricole Home Loan SFH (ACACB; Bid-to-Cover: 1,9x). In Bezug auf die Deckung sind mit Ausnahme des Öffentlichen Darlehenbriefs der BayernLB und der CMARK-Transaktion, die laut Bloomberg 100% Public Loans im Deckungsstock vorhält, alle anderen Covered Bonds hypothekarisch gedeckt. Der Emissionsreigen setzte sich in der aktuellen Handelswoche nahtlos fort: Am Montag wurde das ESG-Segment durch eine grüne Dualtranche der DZ Hyp ([Issuer View](#)) bereichert (DZHYP; 3y und 9,8y), wobei die kurze Laufzeit eine Bid-to-Cover-Ratio von erwähnenswerten 8x verbuchen konnte, während diese für die lange Emission bei 2,6x lag. Den ersten Non-Euroland EUR-Benchmark Covered Bond für 2023 konnten wir ebenfalls am Montag von der Bank of Nova Scotia ([Issuer View](#)) verbuchen (BNS; 5y; Bid-to-Cover 1,1x). Am gestrigen Dienstag waren sogar zwei Dualtranchen zu verzeichnen: Die Deutsche Bank platzierte je EUR 500 Mio. für 4y und 7,5y, während die BPCE SFH EUR 1,75 Mrd. für lange vier Jahre und EUR 1,0 Mrd. für 10y bei Investoren einwerben konnte. Weiterhin emittierte die Sparkasse Pforzheim Calw (SKPPFO) einen vierjährigen Hypothekendarlehenbrief bei ms +8bp. So wurden in den ersten sieben Handelstagen des Jahres 2023 insgesamt 21 EUR-Benchmark Covered Bonds im Volumen von EUR 19,2 Mrd. bei Investoren platziert. In Summe lässt sich festhalten, dass der Primärmarkt intakt ist und die hohen Emissionsvolumina bisher gut verkraftet wurden. Die Platzierungen der ersten Handelstage stammen aus Jurisdiktionen, die wir erwartet hatten und wir gehen davon aus, dass sich die Flut an Neuemissionen ungebremst fortsetzen wird, unter anderem auch aus Ländern, die bisher noch nicht aktiv waren. Gemessen am Orderbuch und den Überzeichnungsquoten werden kurze Laufzeiten von den Investoren weiterhin besser aufgenommen, im Gegensatz zum IV. Quartal 2022 sind jedoch auch wieder Emissionen mit Laufzeiten länger als sieben Jahre möglich. Mit Blick auf die Bid-to-Cover-Ratios stechen die BHH mit 5,0x bei ihrem langen dreijährigen Social Bond sowie die DZHYP mit 8,0x bei ihrem dreijährigen Grünen Covered Bond hervor.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
BPCE SFH SA	FR	10.01.	FR001400F5R1	4.5y	1.75bn	ms +19bp	- / Aaa / AAA	-
BPCE SFH SA	FR	09.01.	FR001400F5S9	10.0y	1.00bn	ms +34bp	- / Aaa / AAA	-
Deutsche Bank AG	DE	10.01.	DE000A30VG92	4.0y	0.50bn	ms +5bp	- / Aaa / -	-
Deutsche Bank AG	DE	10.01.	DE000A30V5F6	7.5y	0.50bn	ms +16bp	- / Aaa / -	-
Sparkasse Pforzheim	DE	10.01.	DE000A30V5G4	4.0y	0.50bn	ms +8bp	AAA / - / -	-
Bank of Nova Scotia	CA	09.01.	XS2576390459	5.0y	1.75bn	ms +35bp	AAA / Aaa / -	-
DZ HYP	DE	09.01.	DE000A3MQUY1	3.0y	0.50bn	ms -4bp	- / Aaa / AAA	X
DZ HYP	DE	09.01.	DE000A3MQUZ8	9.8y	0.50bn	ms +13bp	- / Aaa / AAA	X
Credit Agricole SFH	FR	05.01.	FR001400F091	6.6y	1.00bn	ms +24bp	AAA/Aaa/AAA	-
UniCredit Bank	DE	05.01.	DE000HV2AZC4	3.5y	1.00bn	ms +3bp	- / Aaa / -	-
CRH	FR	04.01.	FR001400F281	7.0y	1.65bn	ms +24bp	AAA / Aaa / -	-
BAWAG PSK	AT	04.01.	XS2570759154	6.0y	0.80bn	ms +25bp	- / Aaa / -	-
Aareal Bank AG	DE	04.01.	DE000AAR0371	4.8y	0.75bn	ms +14bp	- / Aaa / -	-
Bayerische Landesbank	DE	04.01.	DE000BLB6JR3	10.0y	0.50bn	ms +10bp	- / Aaa / -	-
Banco Santander SA	ES	03.01.	ES0413900905	3.0y	2.50bn	ms +22bp	- / Aa1 / -	-
Banco Santander SA	ES	03.01.	ES0413900913	7.0y	1.00bn	ms +47bp	- / Aa1 / -	-
RaiffeisenLB Niederöster	AT	03.01.	XS2572298409	7.0y	0.50bn	ms +33bp	- / Aaa / -	-
Berlin Hyp	DE	03.01.	DE000BHY0GM2	10.0y	0.50bn	ms +11bp	- / Aaa / -	X
Berlin Hyp	DE	03.01.	DE000BHY0SP0	3.3y	0.50bn	ms -4bp	- / Aaa / -	X
Arkea Public Sector SCF	FR	02.01.	FR001400EZL5	8.0y	0.50bn	ms +29bp	- / Aaa / -	-
Erste Group Bank AG	AT	02.01.	AT0000A324F5	6.0y	1.00bn	ms +20bp	- / Aaa / -	-

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

Sekundärmarkt: Hohe Neuemissionsprämien belasten Sekundärsreads nur leicht

Der Sekundärmarkt zeigt aufgrund der hohen Neuemissionsvolumina und der hohen Neuemissionsprämien leichte Ausweitungstendenzen. Die Primärmarktbonds werden speziell in kurzen Laufzeiten aus Deutschland, aufgrund des attraktiven Pricings aber auch aus anderen Jurisdiktionen und in längeren Laufzeiten im Nachgang weiter nachgefragt und engten sich zum Reofferspread zwischen zwei und sechs Basispunkten ein. Gefragt ist dabei nicht nur das optisch billige Pricing gegenüber den Altanleihen, die Investoren haben auch eine Präferenz für Covered Bonds mit einem aktuellen Kupon. Emissionen aus der Niedrig-/Negativzinsphase ohne Kupon mit Kursen weit unter 100 sind dabei im Nachteil und werden sich unseres Erachtens sukzessive den Neuemissionssreads anpassen. Die aktuellen Spreadniveaus des Sekundärmarktes bzw. des iBoxx zeichnen diese Bewegung aktuell noch nicht vollends nach. In Erwartung weiterer Neuemissionen sind daher die Geldseiten im Sekundärmarkt nach unserer Auffassung wenig belastbar. Unsere Annahmen im [Outlook 2023](#) haben weiterhin Bestand, wir sehen weiterhin eine zunehmende Differenzierung zwischen Ländern sowie einzelnen Emittenten, hohe Volumina im I. Quartal, die das Spreadniveau belasten und Emittenten, die verstärkt am langen Ende emittieren möchten, nachdem dieses im Jahr 2022 nur begrenzt möglich war. Verhaltene Investoreninteresse bei langen Laufzeiten, welches sich im Vergleich zu Orderbüchern bzw. der Bid-to-Cover-Ratio von kürzeren Laufzeiten festmachen lässt, spricht für steilere Kurven, sodass Zugestände von Emittenten am langen Ende größer ausfallen sollten. Im ein- bis dreijährigen Bereich sehen wir weiterhin eine gute Nachfrage, begünstigt durch attraktive All-in-Renditen, die sich aufgrund der inversen Zinsstruktur auf nahezu gleichem Niveau wie langlaufende Covered Bonds befinden.

EZB ändert ab Ende Juni 2023 Bewertungsabschläge für Repo-Sicherheiten

Einen weiteren Schritt in Richtung Rückkehr zur vorpandemischen Normalität hat die EZB in einer [Pressemitteilung am 20. Dezember 2022](#) bekannt gegeben. Nachdem der EZB-Rat bereits am 24. März 2022 seinen [Beschluss](#) veröffentlichte, die pandemischen Lockerungsmaßnahmen für Sicherheiten schrittweise auslaufen zu lassen, wurden nun die Ergebnisse der jüngsten Überprüfung des Risikokontrollrahmens für besicherte Kreditgeschäfte vorgestellt. Danach werden ab dem 29. Juni 2023, einen Tag nach dem Auslaufen der Juni 2020er TLTRO-Tranche, die Bewertungsabschläge für Sicherheiten von geldpolitischen Geschäften wieder auf das Risikotoleranzniveau der EZB von vor der Pandemie angehoben. Der ursprünglich um 20% reduzierte Abschlag wurde bereits im Juli 2022 auf zehn Prozent reduziert. Für Covered Bonds wird es zukünftig keine Unterscheidung zwischen Jumbo-Anleihen und anderen gedeckten Schuldverschreibungen mehr geben. Sämtliche gedeckte Wertpapiere sowie spanische Multi-Cédulas werden dann in die Haircut-Kategorie II eingeordnet. Schuldtitel von EU-Anleihen erfahren eine Neueinstufung in Haircut-Kategorie I (von II), dem gleichen Level wie von Zentralstaaten begebene Anleihen. Weitere Änderungen ergeben sich bei der Angleichung der Abschläge für Wertpapiere mit fixen und variablen Kupon sowie bei der Aufteilung der längsten Laufzeitkategorie in drei neue Kategorien (zehn bis 15 Jahre, 15 bis 30 Jahre und länger als 30 Jahre). Die Änderungen der Leitlinien EZB/2014/60, EZB/2015/35 und EZB/2014/31, die die vorgenannten Maßnahmen widerspiegeln, werden auf der Website der EZB zur Verfügung gestellt und im April 2023 in allen EU-Amtssprachen im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht. Im März 2024 sollen dann die verbleibenden Pandemiemaßnahmen der EZB auslaufen.

vdp-Emissionsklima: Situation am Kapitalmarkt bleibt 2023 herausfordernd

Nach der erstmals vom Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) durchgeführten Umfrage unter Kapitalmarktexpert:innen der vdp-Mitgliedsinstitute zum Emissionsklima wird die Situation am Kapitalmarkt im Jahr 2023 herausfordernd bleiben. Hohe Inflationszahlen bei gleichzeitigen Rezessionsorgen sowie der Krieg in der Ukraine werden weiterhin für eine hohe Volatilität und Verunsicherung sorgen. Die Umfrage, die von nun an zweimal im Jahr durchgeführt werden soll, zeigt das Emissionsklima als Stimmungsindikator in einer Bandbreite von -100 bis +100 Punkten, wobei ein Punktwert von Null ein stabiles Kapitalmarktumfeld darstellt, in dem Emissionspläne ohne Probleme umgesetzt werden können. Aus den Beurteilungen werden je ein Score für Pfandbriefe und unbesicherte Bankanleihen sowie ein Gesamtscore ermittelt. Der Gesamtscore zeigt aktuell einen Wert von -17 Punkten, das Stimmungsbild bei Pfandbriefen ist dabei mit -10 Punkten leicht besser als bei unbesicherten Bankanleihen mit -26 Punkten. Insgesamt wird demnach für das erste Halbjahr 2023 mit einem leichten Gegenwind am Primärmarkt gerechnet. Bei Pfandbriefen erwarten die befragten Expert:innen ein geringeres Pfandbrief-Emissionsvolumen aufgrund eines deutlichen Rückgangs des zu refinanzierenden Kreditgeschäfts. Die Nachfrageseite wird solide gesehen, eine sich zurückziehende EZB sollte Ersatz finden in Kaufinteressen von traditionellen Investoren, die inzwischen wieder auskömmliche Renditen bei gedeckten Anleihen vorfinden. Die im vdp zusammengeschlossenen Pfandbriefbanken, die einen Marktanteil von knapp 96% der ausstehenden Pfandbriefe repräsentieren, erwarten einen Absatz von neuen Hypothekenpfandbriefen im Volumen von knapp EUR 41 Mrd., bei Fälligkeiten von knapp EUR 28 Mrd. entspricht dies Nettoneuemissionen von knapp EUR 13 Mrd. Im öffentlichen Pfandbriefsegment dürften 2023 die Fälligkeiten (gut EUR 15,2 Mrd.) wieder den geplanten Absatz (rund EUR 9 Mrd.) übersteigen. Eine eher verhaltene Nachfrage wird bei unbesicherten Bankanleihen gesehen, dieses zeigt sich auch in dem deutlich niedrigerem Score von -26 Punkten.

Scope Ratings geht von guter Entwicklung der Europäischen Banken aus

In der letzten Woche hat die Ratingagentur Scope sich zum [Europäischen Bankenmarkt 2023](#) geäußert und geht von einer guten Entwicklung trotz eines deutlich schlechteren makroökonomischen Umfeldes aus. Die Kernaussagen lassen sich wie folgt zusammenfassen: Die Agentur rechnet mit einer ähnlichen Rentabilität wie in 2022, wobei die dies bedingenden Faktoren andere sein werden. So dürften die Margen im Bankgeschäft aufgrund des steigenden Zinsniveaus profitieren und weniger von künstlichen TLTRO carry-trade Erträgen beeinflusst sein. Steigende Fundingkosten im Wholesalebereich mit zum Teil verstärkter Emissionstätigkeit an MREL-fähigen Bonds (finale MREL-Quoten ab Januar 2024 gültig), dürften die Ertragslage belasten. Die Asset Quality wird sich leicht eintrüben und erstmals wieder zu steigenden NPL-Quoten führen, wobei die Risikokosten für die Banken überschaubar bleiben sollten. Weiterhin rechnet Scope mit sich verschlechternden Liquiditätskennzahlen, wobei hier ein Rückgang auf das Vor-Covid-Niveau erwartet wird und die hohen Kennziffern durch die extrem lockere Geldpolitik verzerrt waren. In Bezug auf die Kapitalausstattung rechnet Scope damit, dass die Aufsichtsbehörden die Kapitalausschüttung stärker kontrollieren werden, die Kapitalstärke aber erhalten bleiben wird. Zudem haben einige Aufsichtsbehörden bereits zusätzliche Kapitalpuffer auf beispielsweise Immobilienportfolien gefordert.

Marktüberblick

SSA/Public Issuers

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

Rückblick 2022

In der letzten Ausgabe des Jahres 2022 haben wir Ihnen unseren [Ausblick auf das Jahr 2023](#) präsentiert. Dieser wird im SSA-Segment maßgeblich bestimmt durch das Funding großer Player (EU, KfW, EIB und deutsche Länder), der Vielzahl an kleinen und mittelgroßen öffentlichen Emittenten sowie den weiterhin bevorstehenden geldpolitischen Anpassungen seitens der EZB. Daher halten wir sowohl die Angebots- als auch die Nachfrageseite aus vielerlei Gründen für maßgeblich für das kommende Jahr. Dies gilt ausdrücklich auch insbesondere für das weiter ansteigende Zinsniveau. Lesen Sie dazu hier noch einmal die relevanten Informationen der letzten EZB-Entscheidung im Rahmen unseres [NORD/LB Fixed Income-Specials](#) im Detail sowie im Rahmen dieser Ausgabe im [gesonderten Artikel](#).

Ausgewählte deutsche Fundingzahlen 2023

Das Jahr ist noch sehr frisch, umso lohnender ist ein Blick auf die geplanten Fundingzahlen, die bis dato öffentlich zugänglich sind. Nach einem abermals äußerst erfolgreichen Jahr 2022 für die KfW mit einem Rekordwert in Höhe von EUR 90 Mrd. Fundingvolumen, welches mittels 204 Transaktionen in 13 unterschiedlichen Währungen durchgeführt wurde, plant diese nun in 2023 mit EUR 80-85 Mrd. So hat die Förderbank anhand 19 grünen Transaktionen in neun verschiedenen Währungen umgerechnet EUR 10,6 Mrd. (knapp 12%) an den internationalen Kapitalmärkten aufgenommen – darunter befand sich erstmals ein Green Bond in Dänischen Kronen. Zudem übersteigen ‚Green Bonds – Made by KfW‘ nun die Marke von EUR 50 Mrd. „Das zu Beginn des Jahres erweiterte Green Bond-Framework der Förderbank ist von den internationalen Investoren hervorragend aufgenommen worden“, so die KfW. Sie plant zudem für 2023 erneut mit mindestens EUR 10 Mrd. an grünen Emissionen. Das Gros der Mittelaufnahme werden Benchmarkanleihen in EUR und USD ausmachen, die bei Erstemission neuerdings ein Volumen von EUR 6 Mrd. bzw. USD erzielen. Der Plan steht, ausgewählte ausstehende EUR-Benchmarks bis zu einem Volumen von EUR 7 Mrd. aufzustocken. Zudem erwartet die Landwirtschaftliche Rentenbank für 2023 erneut ein Refinanzierungsvolumen von EUR 11 Mrd. mit Laufzeiten von mehr als zwei Jahren. 2022 stand sie zuletzt bei EUR 11,8 Mrd. Die durchschnittliche Laufzeit der Emissionen stieg auf 7,0 Jahre (2021: 6,5 Jahre). Bis zu 50% ihres mittel- und langfristigen Refinanzierungsvolumens will sie unverändert über Benchmarks in EUR bzw. USD aufnehmen. „Um die Energieversorgung in Deutschland nachhaltiger und unabhängiger zu machen, ist der weitere Ausbau der erneuerbaren Energien unabdingbar. Dafür braucht es vor allem auch die Agrarwirtschaft. Der dadurch steigende Investitionsbedarf in dieser Branche lässt unser nachhaltiges Fördergeschäft wachsen und vergrößert das Kreditportfolio unseres Green Bond Frameworks. Zudem arbeiten wir derzeit daran, neben Wind- und Photovoltaikanlagen auch Biogasanlagen in das Green Bond-Framework aufzunehmen“, so Nikola Steinbock, Vorstandssprecherin der Rentenbank. Die Rentenbank nahm 2021 Mittel in sieben Währungen auf. Der Anteil der US-Dollar-Emissionen lag bei 19%, der Anteil des Euro stieg auf 65%. Für die NRW.BANK planen wir 2023 EUR 11-13 Mrd. ein. Hier war die Aufgliederung 2022 sehr interessant, welche nach EUR (62%), EUR Green (14%) und EUR Social (9%) unterscheidet im Rahmen der Investorenpräsentation. Die Duration über alle Währungen hinweg wurde mit 6,0 Jahren angegeben (Basis: EUR 9,7 Mrd.).

Supranationals als weitere große Marktteilnehmer

Zu den deutschen Agencies gesellen sich vor allem die vier großen Luxemburger Institutionen EU und EIB sowie ESM und EFSF: Die jeweiligen Fundingziele der beiden Letztgenannten – EUR 8,0 Mrd. (ESM) bzw. EUR 20,0 Mrd. (EFSF) – stehen bereits seit vielen Monaten fest. Beide Emittenten geben mit EUR 6,0 Mrd. bzw. EUR 19,0 Mrd. auch bereits ihre Zahlen für 2024 an! Die Zeitfenster mit den konkreten Kalenderwochen entfallen bekanntlich seit 2022 für ESM und EFSF. Für den ESM erwarten wir aufgrund von EUR 12,9 Mrd. Fälligkeiten für das kommende Jahr einen negativen Net Supply von rund EUR 5 Mrd. Demgegenüber stehen bei der EFSF Fälligkeiten in Höhe von EUR 22,5 Mrd. Dies entspricht einem negativen Net Supply von EUR -3 Mrd. für die EFSF. Hier erwarten wir auch keinerlei Planänderungen. Zudem rechnen wir damit, dass der ESM 2023 mit einer USD-Anleihe im laufenden Jahr an den Markt kommen wird. Zudem begrüßt der ESM Kroatien als neues Mitglied. Die EU verfolgt indes ab 2023 ein neues Fundingkonzept: Anstelle des bisherigen Vorgehens – Anleihen den einzelnen unterschiedlichen Programmen zuzuordnen – werden diese künftig gebündelt als „EU-Bonds“ begeben. Lediglich Green Bonds im Rahmen des NGEU-Programms werden weiterhin als solche gekennzeichnet. Das neue Vorgehen soll somit primär die Liquidität der Anleihen erhöhen und einen Kauf bzw. Verkauf seitens der Investoren vereinfachen. Wir hatten in der Vergangenheit oft auf diese Möglichkeit hingewiesen, dass Investoren möglicherweise je nach Programm Orders reinlegen. In der ersten Jahreshälfte plant der „Megaemittent“ Mittel in Höhe von EUR 80 Mrd. aufzunehmen. Hiervon entfallen EUR 70 Mrd. auf das NGEU-Programm und EUR 10 Mrd. auf das neue Unterstützungsprogramm für die Ukraine (MFA+). Für die zweite Jahreshälfte rechnen wir mindestens mit weiteren EUR 50-60 Mrd., wären aber auch hier von einer größeren Zahl wenig überrascht. Insgesamt dürfte sich das Volumen für das gesamte Jahr somit auf mindestens EUR 130 Mrd. belaufen. EU-Bills ergänzen diese Wertere stets und sind folglich nicht inkludiert. Zur Erinnerung: Bis 2020 hatte die EU im Rahmen ihrer eigentlichen Tätigkeit oft einen neutralen Net Supply, die Fälligkeiten in 2023 (EUR 3,5 Mrd.) werden wie gehabt verlängert. Kommen wir zur Europäischen Investitionsbank: In seiner Dezember-Sitzung genehmigte der Verwaltungsrat laut Pressemitteilung der EIB die Beschaffung von bis zu EUR 45-50 Mrd., sodass der Bank ein gewisser Spielraum nach oben bleibt. Im Jahr 2023 wird die EIB voraussichtlich Fälligkeiten in Höhe von insgesamt EUR 61 Mrd. zurückzahlen, sodass ein negativer Net Supply von mindestens EUR 11 Mrd. entstehen würde, was deutlich mehr wäre als in den vergangenen beiden Jahren – und sogar EUR -16 Mrd. betragen, sollte die untere Fundinggrenze für die Geschäftszwecke ausreichen.

Langfristige Fundingplanung einschließlich 2024 (EUR Mrd.)

	2022	2023	2024	Σ
EFSF	19,5	20,0	19,0	58,5
ESM	8,0	8,0	6,0	22,0
Σ	27,5	28,0	25,0	80,5

Zeitfenster für ...

... EU-Anleiheemissionen	... EU-Anleiheemissionen
04. KW 23. bis 27. Januar	17. KW 24. bis 28. April
07. KW 13. bis 17. Februar	19. KW 08. bis 12. Mai
10. KW 06. bis 10. März	23. KW 05. bis 09. Juni
13. KW 27. bis 31. März	

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

Bund veröffentlichte Planung kurz nach unserer letzten Ausgabe

Wenngleich wir den Bund als Emittenten hier im Floor Research aufgrund unserer maßgeschneiderten Coverage für Supranationals, Sub-Sovereigns und Agencies (also ohne Staaten) sowie Covered Bonds nicht detailliert betrachten, ist seine Kurve doch die Referenz für einen Großteil unserer institutionellen Kundschaft. Somit gehen wir in der angemessenen Darreichungsform auf das Angebot der deutschen Finanzagentur ein: Zur Finanzierung des Bundeshaushalts und seiner Sondervermögen plant der Bund, im Jahr 2023 Wertpapiere in Summe von rund EUR 539 Mrd. durch Auktionen zu emittieren. Davon sind EUR 274 Mrd. dem Kapitalmarkt zuzuordnen sowie EUR 242 Mrd. dem Geldmarkt. Zusätzlich kommen EUR 15-17 Mrd. Grüne Bundeswertpapiere und es sollen inflationsindexierte Bundeswertpapiere in Höhe von EUR 6-8 Mrd. Euro begeben werden. Neben den Auktionen ist auch die Begebung von Bundeswertpapieren über vier Syndikate geplant, deren Emissionsvolumen jeweils im Rahmen des Verfahrens festgelegt wird. Neben zwei Syndikaten im Grünen Segment ist laut Finanzagentur vorgesehen, zwei konventionelle Bundeswertpapiere in den längeren Laufzeitsegmenten im Syndikatsverfahren zu begeben. Diese können angekündigte Auktionen (15 oder 30 Jahre) entweder ersetzen oder zusätzlich stattfinden. Neue Bundeswertpapiere erhalten ab Januar 2023 alphanumerische Kennnummern (WKN & ISIN), welche die rein numerischen Kennnummern ablösen werden. Der Bund wird dabei das Emittenten-Kürzel „BU“ nutzen. Durch die nun wirksame Einführung von einstufigen Umschuldungsklauseln bei allen staatlichen Emittenten des Euroraums werden sich zudem nicht nur die Kennnummern, sondern auch die Emissionsbedingungen für Bundeswertpapiere ändern. Die neuen Emissionsbedingungen werden für Neuemissionen ab dem ersten Tag des übernächsten Monats nach Inkrafttreten des ESM-Änderungsvertrages genutzt und führen dazu, dass die Standard-Fälligkeitstermine bei Bundesanleihen vom 15. auf den 16. der Monate Februar, Mai, August und November angepasst werden. Die taggenauen Fälligkeitstermine von neuen Bundesanleihen werden mit den entsprechenden Quartalsmeldungen zum Emissionskalender bekanntgegeben. Zu den mitfinanzierten Sondervermögen des Bundes gehören u.a. der zur Begegnung der wirtschaftlichen Pandemiefolgen in 2020 etablierte Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF) sowie der im Zuge der Finanzmarktkrise 2008 eingerichtete Finanzmarktstabilisierungsfonds (FMS). Beide werden von der Finanzagentur verwaltet. Und hier schließt sich der Kreis für andere Agencies mit Blick auf unsere Coverage, da sich die KfW aus dem WSF bedienen kann und die Abwicklungsanstalten durch den FMS garantiert werden. Die Emissionsplanung für das Jahr 2023 sieht für Grüne Bundeswertpapiere ein wachsendes Gesamtvolumen vor wie oben bereits dargelegt (EUR 15-17 Mrd.). Bei der Emission eines Grünen Bundeswertpapiers wird zeitgleich das konventionelle Zwillingwertpapier um den gleichen Betrag aufgestockt. Die Erhöhung des umlaufenden Volumens erfolgt unverändert in den Eigenbestand des Bundes.

EZB: EU-Bonds werden ab dem 29. Juni 2023 der Haircutkategorie I zugeordnet

In der jüngsten Überprüfung des Risikokontrollrahmens für besicherte Kreditgeschäfte, hat die Europäische Zentralbank eine Neuordnung für die von der Europäischen Union (Ticker: EU) begebene Schuldtitel vorgenommen. Aufgrund der höheren Liquidität der EU-Bonds infolge der Emissionen im Rahmen des NextGenerationEU- sowie SURE-Programms werden diese ab dem 29. Juni 2023 wie Schuldtitel behandelt, die von Zentralregierungen begeben wurden. Somit fallen die Anleihen nicht mehr in die Haircutkategorie II, sondern ab Ende der ersten Jahreshälfte in die Kategorie I. Dies hat zur Folge, dass die bis dato angewendeten Abschläge im Vergleich zu Staatstiteln entfallen.

Aktuellste Pressemitteilungen zu den deutschen öffentlichen Schulden

Die öffentlichen Schulden sind in Q3/2022 im Vergleich zum Jahresende 2021 erneut gestiegen: Der Öffentliche Gesamthaushalt (Bund, Länder, Gemeinden und Gemeindeverbände sowie Sozialversicherung einschließlich aller Extrahaushalte) war beim nicht-öffentlichen Bereich (Kreditinstitute sowie sonstiger inländischer und ausländischer Bereich, z.B. private Unternehmen im In- und Ausland) zum Quartalsende mit EUR 2.325,0 Mrd. verschuldet. Wie das Statistische Bundesamt (Destatis) auf Basis vorläufiger Ergebnisse weiter mitteilte, stieg die öffentliche Verschuldung zum Ende des III. Quartals damit gegenüber dem Jahresende 2021 um 0,2% bzw. EUR 3,9 Mrd. Gegenüber dem II. Quartal sank der Schuldenstand um 0,8% oder EUR 19,0 Mrd. Am stärksten erhöhte sich gegenüber dem Jahresende 2021 die Verschuldung des Bundes, und zwar um 1,7% bzw. EUR 25,8 Mrd. auf EUR 1.574,2 Mrd. Die Länder waren Ende Q3 mit EUR 613,7 Mrd. verschuldet, dies entspricht einem Rückgang um 3,9% bzw. EUR 24,8 Mrd. gegenüber dem Jahresende 2021. Die Verschuldung ist nur in drei Ländern angestiegen (Berlin [+1,7%], Sachsen-Anhalt [+1,2%] und NRW [+0,7%]). In allen drei Ländern ergaben sich die Anstiege laut Destatis aus höheren Wertpapier-Emissionen. Hintergrund der gestiegenen Emissionstätigkeit in BERGER und SACHAN, so die Ticker, war die Sicherung günstiger Zinskonditionen im Vorfeld erwarteter Zinserhöhungen am Kapitalmarkt. In NRW war der Zuwachs vor allem durch Vorfinanzierungen begründet. Die stärksten prozentualen Schuldenrückgänge gegenüber dem Jahresende 2021 verzeichneten laut Pressemitteilung Bremen (-38,5%), Sachsen (-11,7%) und Hessen (-10,1%). In Bremen beruhte der Rückgang vor allem auf den gegenüber dem Jahresende 2021 geringeren Schuldenaufnahmen für die Bereitstellung von Barsicherheiten für Derivatgeschäfte, während in Sachsen am Ende des Jahres 2021 bestehende Kassenkredite getilgt wurden. Der Rückgang in Hessen war in der Tilgung von Wertpapieren begründet, die nicht anschlussfinanziert werden mussten. Der Schuldenstand der Gemeinden und Gemeindeverbände erhöhte sich in Q3 gegenüber dem Jahresende 2021 um 2,2% bzw. EUR 2,9 Mrd. auf EUR 137,0 Mrd. Die Entwicklung verlief aber – wie so oft – regional unterschiedlich: Die Schulden stiegen laut der Datenlage von Destatis vor allem prozentual betrachtet in den Gemeinden und Gemeindeverbänden in Bayern mit 7,7%, gefolgt von Baden-Württemberg (+7,0%) und Sachsen-Anhalt (+6,2%). Dagegen sanken die Schulden insbesondere in Thüringen (-3,9 %) und im Saarland (-3,7 %). Nachrichtlich: Die Sozialversicherung wies in Q3/2021 einen Schuldenstand in Höhe von EUR 36 Mio. aus, was einen Rückgang um EUR 8 Mio. gegenüber dem Jahresende 2021 bedeutet. Spannender: Die Verschuldung des Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF) betrug EUR 34,8 Mrd., das waren 8,5% oder EUR 3,3 Mrd. weniger als zum Jahresende 2021. Zur Erinnerung: Der WSF wurde im März 2020 von der Bundesregierung ins Leben gerufen, um den wirtschaftlichen und sozialen Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Volkswirtschaft entgegenzuwirken. Im Oktober 2022 wurde der WSF als Teil des wirtschaftlichen Abwehrrschirms gegen die Folgen des russischen Angriffskriegs in der Ukraine reaktiviert und neu ausgerichtet. Unter anderem soll über den WSF die Gaspreisbremse finanziert werden. Für diesen und weitere Zwecke wurden bis Ende Q3/2022 noch keine Schulden aufgenommen. Das neu gegründete Sondervermögen Bundeswehr wies im III. Quartal 2022 noch keine Verschuldung auf, es wurden also noch keine Finanzmittel aufgenommen. Der Schuldenstand des Finanzmarktstabilisierungsfonds erhöhte sich jedoch gegenüber dem Jahresende 2021 um 6,6% auf EUR 82,8 Mrd. und der Schuldenstand des Investitions- und Tilgungsfonds nahm um 0,5% auf EUR 16,2 Mrd. zu.

Primärmarkt

Same procedure as every year: Am 29. Dezember des alten Jahres hat das Land Niedersachsen (Ticker: NIESA) noch für einen zehnjährigen Bond mandatiert, um den Primärmarkt in 2023 am ersten Handelstag in Europa zu eröffnen. Dieser konnte direkt am 02. Januar gepreist werden. Die Konditionen für die Anleihe wurden mit ms -2bp angegeben (EUR 750 Mio.; Orderbuch: EUR 900 Mio.). Dies waren sechs Basispunkte mehr, als noch vor einem Jahr. Während der Vermarktungsphase konnte sich der Spread um zwei Basispunkte einengen. Die KfW entschied sich für die halbe Laufzeit (5y) und deutlich mehr Volumen: EUR 6 Mrd. wechselten zu ms -11bp den Besitzer. Die Guidance des Deals betrug ms -9bp area und das Orderbuch summierte sich auf üppige EUR 19,5 Mrd. Der erste ESG-Bond des Jahres kam hingegen aus den Niederlanden: Der EUR 1,5 Mrd. schwere Social Bond der BNG kam zu ms +11bp (Guidance: ms +12bp area) in die Depots der Investoren. Die Rentenbank (Ticker: RENTEN) tauchte indes zwei Mal mit Taps auf den Bildschirmen auf: EUR 325 Mio. und EUR 500 Mio. flossen zusätzlich in Anleihen mit Laufzeitende 2029 bzw. 2028. Großvolumig startete die European Investment Bank (Ticker: EIB) das Jahr: Die Anleihe mit einem Volumen von EUR 5 Mrd. und zehnjähriger Laufzeit kam zu ms +6bp (Guidance: ms +8bp area). Ähnlich zur KfW war der Deal mit einem Buch in Höhe von EUR 22,5 Mrd. mehrfach überzeichnet. Bleiben wir bei den Supras: Die EFSF – so auch der Ticker – startete direkt mit einer Dual Tranche, nachdem zuvor RfPs versendet wurden. Begeben wurde eine Anleihe mit dreijähriger (EUR 2 Mrd.) sowie zehnjähriger Laufzeit (EUR 4 Mrd.). Beide Deals konnten im Rahmen der Vermarktungsphase gegenüber der ursprünglichen Guidance um zwei Basispunkte reinziehen und kamen schließlich zu ms -24bp (3y) bzw. ms +6bp (10y). Die Emittenten unserer Coverage waren am gestrigen Dienstag besonders aktiv: Die Entwicklungsbank des Europarates (Ticker: COE) ging mit einer Laufzeit von zehn Jahren auf die Investoren zu. EUR 1 Mrd. (WNG) sollten eingesammelt werden, die Guidance betrug ms +8bp area. Gepreist wurde der Deal zu ms +7bp bei einem Orderbuch von EUR 1,25 Mrd. Mit CADES und der Société du Grand Paris (Ticker: SOGRPR) gesellten sich gestern zusätzlich zwei Franzosen in den Kreis der Emittenten. CADES begab naturgemäß einen Social Bond (5y), das Volumen beträgt EUR 5,0 Mrd. und kam zu OAT +42bp (entspricht circa ms +6bp). SOGRPR sorgte indes für Nachschub am langen Laufzeitende. Der Green Bond (EUR 1,0 Mrd.) mit 20-jähriger Laufzeit wechselte zu OAT +51bp in die Hände der Investoren. Dies entspricht umgerechnet circa ms +81bp. Zudem wurden gestern einige Mandatierungen bekanntgegeben: Agence France Locale (Ticker: AFLBNK) beabsichtigt eine Anleihe mit siebenjähriger Laufzeit zu begeben. Mit fünfjähriger Laufzeit mandatierten sowohl MuniFin (Ticker: KUNTA), Export Development Canada (Ticker: EDC), als auch SFIL (Ticker: SFILFR). Die International Bank for Reconstruction & Development (Ticker: IBRD) plant hingegen die Begebung einer zehnjährigen Nachhaltigkeitsanleihe. Das Saarland (Ticker: SAARLD) beabsichtigt sieben Jahre (EUR 500 Mio.).

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
SOGRPR	FR	09.01.	FR001400F6X7	20.3y	1.00bn	ms +81bp	- / Aa2 / -	X
CADES	FR	09.01.	FR001400F5U5	5.3y	5.00bn	ms +6bp	- / Aa2 / AA	X
COE	SNAT	09.01.	XS2576298991	10.0y	1.00bn	ms +7bp	AA+ / Aa1 / AAA	-
EFSF	SNAT	09.01.	EU000A2SCAG3	10.1y	4.00bn	ms +6bp	AA / Aaa / AA	-
EFSF	SNAT	09.01.	EU000A2SCAF5	3.6y	2.00bn	ms -24bp	AA / Aaa / AA	-
EIB	SNAT	04.01.	XS2574388646	10.0y	5.00bn	ms +6bp	AAA / Aaa / AAA	-
BNG	NL	03.01.	XS2573952517	10.0y	1.50bn	ms +11bp	AAA / Aaa / AAA	X
KfW	DE	03.01.	DE000A30VUK5	5.2y	6.00bn	ms -11bp	- / Aaa / AAA	-
NIESA	DE	03.01.	DE000A30V5D1	10.0y	0.75bn	ms -2bp	AAA / - / -	-

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

Cross Asset

EZB-Rückblick: 2022 brachte jede Menge geldpolitische Action

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

Nur eines war zum Jahresbeginn 2022 klar: Die Zinswende kommt

Steigende Inflationsprojektionen, rückläufiges Wirtschaftswachstum, ein Angriffskrieg in Europa, gestörte oder gar unterbrochene Lieferketten: Die Unsicherheit blieb auch im alten Jahr immens, denn weder wir noch die Europäische Zentralbank hatten eine Blaupause in der Schublade, wie der vorherrschenden geopolitischen und auch geldpolitischen Lage angemessen zu begegnen sein könnte. So eine Gemengelage findet sich in keinem Lehrbuch. Das Gespenst der Inflation wollte und will die EZB verjagen. Das ist nachvollziehbar. Doch wurde es gegen Stagflationsängste eingetauscht? Ein Thema war zudem die Finanzmarktstabilität, das hat auch Christine Lagarde bereits im März in einem Atemzug mit der Preisstabilität betont. Im Jahresverlauf wurde zudem die Frage nach der realen ökonomischen Aktivität häufiger gestellt. Ein kurzer Abriss der Geschehnisse des alten Jahres.

Gesichtswahrende EZB-Entscheidung: Falkenhafte Rolle rückwärts im März

Die EZB hatte auf ihrer turnusmäßigen März-Sitzung bestätigt, die Nettoankäufe im Rahmen des pandemischen Notfallprogramms (PEPP) Ende Q1/2022 zu beenden. Bis dahin reduzierte sie über einen längeren Zeitraum das Ankauftempo. Im Gegenzug kam es, wie bereits im Dezember 2021 beschlossen, zu einer Aufstockung des konventionellen Wertpapierankaufprogramms (APP). Dieses wurde im März jedoch mit einem Game Changer versehen, da die Summen identisch zu den vorher kommunizierten Werten waren, aber eine Änderung der Zeithorizonte von quartalsweise auf monatlich erfolgte. Was bedeutete das im Detail: Im April wurde das APP zunächst auf EUR 40 Mrd. verdoppelt (vorher: ganzes Q2), um dieses Ankauftempo bereits im Mai wieder auf EUR 30 Mrd. zu senken (vorher: ganzes Q3). Bereits im Juni kehrte die EZB im Rahmen des APP auf den Ausgangswert (monatlich EUR 20 Mrd.) zurück (vorher: ganzes Q4). Folglich fuhr die Notenbank ihre Ankäufe sogar zügiger zurück als wir es für möglich hielten. Ein Enddatum für das APP gab es im März jedoch weiterhin nicht, was uns etwas Kopfzerbrechen bereitete. Sprich, die neuen Karten, die damals auf dem Tisch lagen, sollten mindestens bis über den Juni 2022 in das zweite Halbjahr hinein gelten. Ein Ende des APP in Q3 war somit das wahrscheinlichste Szenario, die EZB machte dies allerdings seit neuestem datenabhängig. Der Rat rechnete zudem nicht mehr damit, dass die Nettoankäufe erst ganz kurz vor dem Beginn der Erhöhung der Leitzinsen beendet werden, sondern „vorher“ – wir fanden: Wortklauberei auf der Zeitachse. Die APP-Reinvestitionen werden bis dato über diesen Zeitpunkt hinaus fortgeführt und so lange beibehalten, wie es erforderlich ist, um damit günstige Liquiditätsbedingungen und ein umfangreiches geldpolitisches Akkommodieren aufrechtzuerhalten.

Neuer EZB-Pfad für die Nettoankäufe

- Ende Q1: Beendigung des PEPP, EUR 1.850 Mrd. nicht ausgeschöpft
- Q1/2022: APP liegt bei EUR 20 Mrd. monatlich
- April: APP wird verdoppelt auf EUR 40 Mrd. monatlich
- Mai: APP wird reduziert auf EUR 30 Mrd. monatlich
- Juni: APP wieder bei EUR 20 Mrd. (bis kurz vorher kein Enddatum)

Gesamtsumme APP 2022: EUR 150 Mrd.

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

EZB läutet im Juni zur Zinswende: Nicht ein Schritt, sondern eine Reise

Die Europäische Zentralbank hat auf ihrer turnusmäßigen Juni-Sitzung bestätigt, nach den Nettoankäufen im Rahmen des pandemischen Notfallprogramms (Ende März 2022) auch die Nettoankäufe im Rahmen des konventionellen Wertpapierankaufprogramms (APP) zu beenden. Letzteres wurde erst auf der März-Sitzung mit einem Game Changer versehen (siehe oben). Die EZB fuhr ihre Ankäufe zurück, sogar zügiger als wir es einst für möglich hielten. Ein Enddatum für das APP gab es bis zur Juni-Sitzung nicht. Das wahrscheinlichste Szenario war zwar ein Ende des APP in Q3, diese Entscheidung wurde von der EZB allerdings datenabhängig gemacht. Somit stieg die EZB bereits zum 01. Juli aus, was uns und allen Marktteilnehmern endlich Gewissheit verschaffte. Damit war der Weg frei für eine erste Zinsanhebung auf der Sitzung am 21. Juli. Die APP-Reinvestitionen wurden auch weiterhin über diesen Zeitpunkt hinaus fortgeführt und so lange beibehalten, wie es erforderlich ist, um damit günstige Liquiditätsbedingungen und ein umfangreiches geldpolitisches Akkommodieren aufrechtzuerhalten. Diese Wiederanlage erfolgt für das PEPP noch mindestens bis Ende 2024. Für das APP legte sich der EZB-Rat erneut nicht fest.

Danach stellten sich neue Fragen: Wie viele Zinsschritte und in welcher Höhe?

Die Inflationsdaten rechtfertigten längst eine Zinsanhebung. Die Geister scheiden sich bis in das Jahr 2023 hinein allerdings an der finalen Anzahl der Schritte und vor allem der jeweiligen Größe. Die EZB-Präsidentin legte sich früh auf +25 Basispunkte im Juli und auf der danach folgenden Sitzung eher auf +50 Basispunkte fest. Bekanntlich kam es ganz anders.

Denn die EZB legte einen Kickstart hin: Spurt oder Marathon zum „New Normal“?

Im Sinne des Sequencings (erst enden alle Nettoankäufe, dann werden die Leitzinsen erhöht) hat die EZB auf ihrer turnusmäßigen Juli-Sitzung agiert – und widersprach sich dennoch: Sie erhöhte zwar alle drei Leitzinssätze, allerdings fiel der Schritt doppelt so groß aus, wie auf der Sitzung im Juni noch avisiert. Die EZB brach damit ihre eigene Vorfestlegung. Dies führte zu gemischten Reaktionen am Markt, denn der Negativzins gehörte der Vergangenheit an. Der Fokus der Marktakteure lag jedoch keineswegs allein auf den Zinssätzen, die sich – wie wir damals prognostizierten – auch im September, Oktober und Dezember weiter nach oben bewegten. Viel diskutiert wurden im Vorfeld auch Umfang (konkret oder unbegrenzt?) und Konditionalität (bedingungslos oder Teilverlust der Souveränität?) des neuen EZB-Krisentools, dem wir uns weiter unten widmen.

Von Draghis Rücktritt in Italien bis zur EUR/USD-Parität

Möglicherweise waren es aber doch eher die zum Teil hausgemachten Probleme, welche das Umfeld für die Entscheidungsträger der EZB noch herausfordernder erscheinen ließen. Der mit der Zinssitzung am 21. Juli 2022 taggleiche Rücktritt von Mario Draghi und die damit unmittelbar in Verbindung stehenden Renditebewegungen kamen damals sicherlich mehr als nur ungelegen. Die geopolitischen Verwerfungen und die daraus resultierenden Befürchtungen mit Blick auf nachhaltige konjunkturelle Rückschläge ließen und lassen sich ebenso wenig ausblenden. Des Weiteren türmten sich bei einigen Marktteilnehmern Bedenken in Bezug auf die Wechselkursentwicklung auf. Ein schwacher Euro mag im Grundsatz als Konjunkturtherilfe angesehen werden, facht aber ebenso die Teuerungsrate an. Auch wenn eine direkte Einflussnahme beispielsweise auf das Austauschverhältnis zwischen EUR/USD nicht als Ergebnis der Sitzung zu erwarten war, hat sich der Rat durchaus verstärkt Gedanken über den Wechselkursimpuls der eigenen Entscheidungen und Kommunikation gemacht, der in +50bp mündete. Dies berichtete Lagarde frei von der Leber weg.

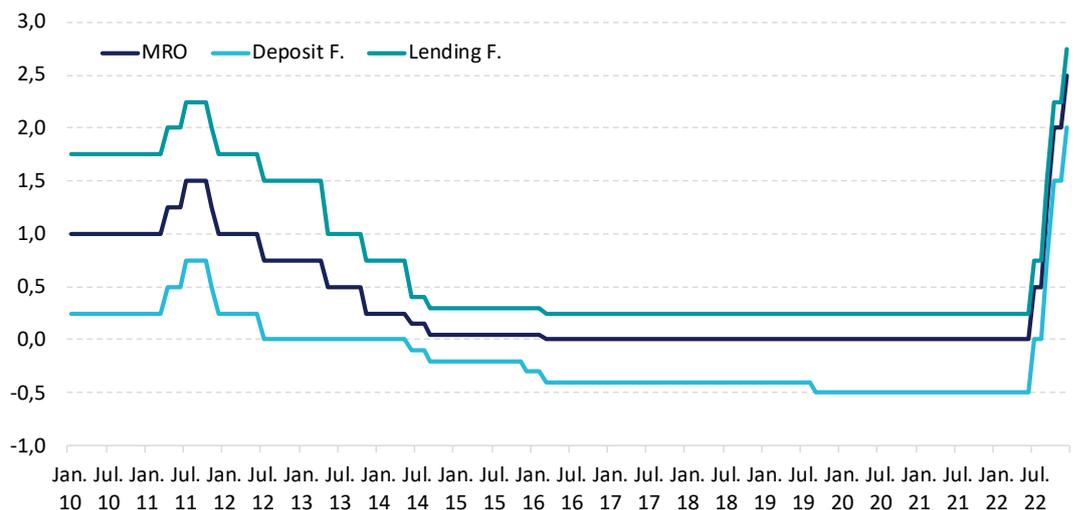
Das neue EZB-Werkzeug: TPI bzw. „Instrument zur Absicherung der Transmission“

Insbesondere auch das Krisentool der EZB stand in 2022 im Mittelpunkt der öffentlichen Debatte über die weitere geldpolitische Gangart im gemeinsamen Währungsraum. Immerhin fand für das damals noch zu benennende und zu definierende Programm eigens eine Sondersitzung der EZB statt, deren Output im Nachgang zusammengefasst locker Platz auf einem Post-it gehabt hätte. Dabei wurde im Vorfeld regelmäßig die Abwägung zwischen der Wirksamkeit bzw. der von den Finanzmarktteilnehmern wahrgenommenen Effizienz des Werkzeugs auf der einen Seite und rechtlichen Bedenken in Bezug auf die Übereinstimmung mit dem Mandat der Notenbank auf der anderen Seite in den Fokus gerückt. Wenig überraschend und aus der historischen Betrachtung der unkonventionellen EZB-Geldpolitik auch leicht nachvollziehbar richtete sich der Blick – nicht ausschließlich, aber durchaus im Besonderen – auf die Bundesbank. Insofern hätten die bereits im Vorfeld der Juli-Sitzung von Joachim Nagel verlautbarten Überlegungen zu den Grenzen des Krisentools richtungsweisend sein können. Der Notenbanker hat schließlich zu bedenken gegeben, dass die Unangemessenheit der Preisaufschläge klar belegt sein und eine Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus vorliegen müsse, was letztlich die EZB bei der Erfüllung ihres Mandats in Bezug auf die Preisniveaustabilität behindern würde. Für den Fall eines Einsatzes dürfe das Werkzeug nicht die Geldpolitik beeinflussen. Zudem stellte Nagel seine Sicht klar, nach der die Bedingungen so definiert sein müssten, dass der Einsatz rein geldpolitisch und Staatsfinanzierung ausgeschlossen sei. Auch müsse die Nachhaltigkeit der Mitgliedsländer in Bezug auf Fiskal- und Wirtschaftspolitik gesichert bleiben. Was die EZB dann präsentiert hat, ist mit diesen Anforderungen jedoch nicht zu vergleichen. Denn wenn der oben dargelegte Zinsschritt wenig Taubenhaftes erkennen lässt, waren hingegen beim Krisentool keineswegs die Falken am Werk. So entschied sich die EZB für geringe Konditionalität und einen unlimitierten Umfang (vgl. [ECB: The Transmission Protection Instrument](#)). Das vom Rat genehmigte „Instrument zur Absicherung der Transmission (TPI)“ wurde im Statement direkt in den Zusammenhang mit dem Zinsschritt gestellt, was nach unserem Verständnis das „quid pro quo“ zwischen Falken (Anhebung um 50 Basispunkte) und Tauben (weitreichendes und wenig konditioniertes TPI) ganz klar erkennen lässt. Im Rahmen der Pressekonferenz wurde Lagarde nicht müde zu betonen, dass die Transmission der Geldpolitik im Vordergrund steht und das Ziel keineswegs die Adressierung von drohenden Redenominierungsrisiken ist. Sie hob zudem hervor, wie erfreut sie darüber sei, dass der Beschluss zum TPI eindeutig war. Des Weiteren wurde sie im Rahmen der Pressekonferenz aber auch nicht müde zu betonen, dass die eigentliche Intention des Rates sei, das Tool nicht zum Einsatz kommen zu lassen. Hier sieht sie klar die Reinvestitionen des PEPP als „erste Verteidigungslinie“ im Kampf gegen ausufernde Spreads und ungewünschte Renditeschübe. Bemerkenswert war auch das faktische Ende der Forward Guidance, indem die EZB dazu überging, monatlich bzw. von Sitzung zu Sitzung in Abhängigkeit der Datenlage zu entscheiden.

Im September hieß es dann Rekordzinserhöhung: Der große Schluck aus der Pulle

Im Vorfeld der September-Sitzung machte es den Anschein, dass die Falken im EZB-Rat die Oberhand gewonnen hatten. Insofern überraschte die Ankündigung der Währungshüter vom Main keineswegs. Der historische Zinsschritt von +75 Basispunkten wurde von den Kapitalmarktteilnehmern durchaus erwartet, auch wenn die Forward Guidance nicht mehr strategischer Bestandteil der Kommunikation des EZB-Rates war (siehe oben). Erneut hatte der Rat alle drei EZB-Leitzinssätze erhöht und sprach in diesem Kontext von einem früheren Übergang auf ein Zinsniveau, welches eine „zeitnahe Rückkehr der Inflation auf das mittelfristige 2%-Ziel der EZB gewährleistet“. Tatsächlich ließ sich aber aus zahlreichen Äußerungen aus dem Umfeld des Rates herauslesen, dass eine hohe Wahrscheinlichkeit für einen „sehr großen Schritt“ im Rahmen der damaligen EZB-Zinsentscheidung bestand. Als ausgemachte Sache galten die 75 Basispunkte deshalb noch lange nicht. Vorbehalte wurden – insbesondere von dem EZB-Chefvolkswirt Philip R. Lane – auch im Hinblick auf die Aufnahmefähigkeit solch großer Zinsschritte durch die Finanzmärkte und die damit möglicherweise einhergehende zusätzlich erhöhte Unsicherheit hervorgebracht. Mit dieser Entscheidung hatten anscheinend wieder einmal die Falken ihren Schnabel vorn. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund des Wortlauts des Statements, nach dem der Rat davon ausgehe, mit den Zinserhöhungen fortzufahren, um die Nachfrage (weiter) zu dämpfen. Aus einem anderen Blickwinkel betrachtet, könnte der „größere Schluck aus der Pulle“ aber auch – zumindest teilweise – dem Wunsch entsprungen sein, ein gewisses Frontloading für den Winter zu betreiben.

EZB-Leitzinssätze (in %)



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

Wurde im Oktober geliefert wie erwartet?

Erwartungsgemäß hat der EZB-Rat auf seiner turnusmäßigen Oktober-Sitzung abermals beschlossen, alle drei Leitzinssätze um jeweils 75 Basispunkte heraufzusetzen. Im Rahmen der damaligen Pressemitteilung verwiesen die Notenbanker zugleich auf die aus ihrer Sicht bestehende Notwendigkeit für weitere Zinsanhebungen. So sei die Teuerungsrate bei den Verbraucherpreisen „nach wie vor deutlich zu hoch und wird für längere Zeit über dem Zielwert bleiben“. Der EZB-Rat signalisierte zudem, dass die zukünftigen Zinsschritte weiterhin dem „Meeting-by-Meeting“-Ansatz folgen und an die Aussichten im Hinblick auf Inflations- und Wirtschaftsaussichten ausgerichtet würden. Insgesamt fokussieren die Notenbanker im Rahmen ihrer geldpolitischen Ausrichtung also weiterhin darauf, die Unterstützung der Nachfrage – und damit die Gefahr, dass sich die „Inflationserwartungen dauerhaft nach oben verschieben“ – zu reduzieren.

Neukalibrierung bei TLTRO III

Während der Zinsschritt durchaus wie erwartet bzw. bestellt geliefert wurde, bestanden eher noch Fragezeichen, ob und wie der EZB-Rat sich auf der Sitzung konkret den anderen geldpolitischen Instrumenten widmen würde. In Bezug auf die Frage der Veränderungen der Gangart bei den Ankaufprogrammen APP und PEPP hielt die EZB Kurs und zurrte hier im Rahmen des Statements keine Anpassungen fest. Für die zuletzt im Fokus auch der öffentlichen Debatte stehenden TLTRO III-Tender sowie die Verzinsung der Mindestreserven einigte sich der Rat jedoch auf Anpassungen der geltenden Bedingungen bzw. Verzinsungen. Die „Neukalibrierung“ bei TLTRO III stellen die Notenbanker eindeutig in den Kontext des „unerwarteten und außerordentlichen Anstiegs der Inflation“. Dies sei auch für die Konsistenz mit dem geldpolitischen Normalisierungsprozess geboten und in den Kontext der Transmission der Leitzinserhöhungen auf die Kreditbedingungen der Geschäftsbanken zu stellen. Die TLTRO III-Zinssätze wurden entsprechend mit Wirkung zum 23. November 2022 angepasst und durch drei zusätzliche Termine für vorzeitige freiwillige Rückzahlungen ergänzt. Zum Jahresende 2022 verteilte sich auf die acht verbleibenden Tender noch ein Volumen von insgesamt EUR 1.321 Mrd., wobei mit EUR 631 Mrd. der größte Anteil auf den am 28. Juni 2023 auslaufenden TLTRO III.4-Tender entfällt. Nicht zuletzt aufgrund des zusätzlichen freiwilligen Rückzahlungstermins am 23. November 2022. Hier wurden allein in dieser Tranche EUR 212 Mrd. zurückgezahlt. Insgesamt gingen an diesem Datum EUR 296 Mrd. zurück an das Eurosystem. Weitere EUR 447 Mrd. folgten im Dezember, was für uns die Wirksamkeit der neuen Konditionen belegte.

Tischlein, deck Dich für 2023

Auf seiner letzten Sitzung des alten Jahres hat der EZB-Rat abermals beschlossen, alle drei Leitzinssätze anzuheben. Entgegen der beiden vorangegangenen (historisch hohen) Zinsschritte um 75 Basispunkte wurde eine Heraufsetzung um jeweils 50 Basispunkte verlautbart. Demnach liegen die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung zum 21. Dezember 2022 bei 2,50%, 2,75% bzw. 2,00%. Im EZB-Rat wird weiterhin davon ausgegangen, dass weitere Zinsschritte nötig sein werden – vor allem um das Risiko dauerhaft nach oben verschobener Inflationserwartungen nachhaltig einzudämmen. So überrascht es auch nicht, dass weiterhin dem „Meeting-by-Meeting“-Ansatz gefolgt wird, wenn es um das Ausmaß der Zinsschritte geht. Aufschluss über die Entscheidungsgrundlage der Währungshüter geben zudem die neuen Projektionen zur Inflationsentwicklung. Für 2022 werden nunmehr durchschnittlich 8,4% erwartet, während die Projektionen für 2023 (6,3%), 2024 (3,4%) und schließlich 2025 (2,3%) eine sich moderierende Teuerungsrate in Aussicht stellen.

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

	2021	2022	2023	2024	2025
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	2,6	8,4	6,3	3,4	2,3
Reales BIP-Wachstum	5,2	3,4	0,5	1,9	1,8

* Veränderungen gegenüber Vorjahr in %

Anmerkung: Die Zahlen zum realen BIP beziehen sich auf saison- und arbeitstäglich bereinigte Daten. Historische Daten können aufgrund von Datenveröffentlichungen nach dem Stichtag für die Projektionen von den neuesten Eurostat-Veröffentlichungen abweichen.

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

Ende der vollumfänglichen Reinvestitionen im Rahmen des APP ab März 2023

Spannend war die Pressemitteilung mit Blick auf die Reinvestitionen, da wir uns auch Aufschluss über den weiteren Umgang mit dem Wertpapierankaufprogramm (APP) erhofft hatten und nicht enttäuscht wurden. Die vollumfänglichen Reinvestitionen laufen demzufolge noch bis Ende Februar 2023. Ab März 2023 kommt es zu einer „maßvollen und vorhersehbaren“ Reduzierung des APP. Bis zum Ende des II. Quartals 2023 kündigt der EZB-Rat eine monatliche Reduzierung um durchschnittlich EUR 15 Mrd. an und lässt das darauffolgende Tempo noch offen. Für das PEPP wird erwartungsgemäß weiterhin bis mindestens Ende 2024 an den vollumfänglichen Reinvestitionen festgehalten. Die genauen Parameter im Kontext der Reduzierung des APP plant die EZB im Rahmen der 1. Sitzung 2023 (02. Februar) zu kommunizieren. Grundsätzlich behält sich der Rat vor, das Tempo des APP-Abbaus „regelmäßig neu zu beurteilen“.

Verwunderung unsererseits an mindestens zwei Stellen im alten Jahr

Aus den alten Worten des Vorgängers Jean-Claude Trichet „We never pre-commit“ wurde unter Präsidentin Lagarde der „Meeting-by-Meeting“-Ansatz verfolgt. Nichtsdestotrotz bereiteten sie und der EZB-Rat die Marktteilnehmer im Juni auf einen Schritt in Höhe von 25 Basispunkten im Juli vor – es kam bekanntlich anders. Ein größerer Schritt im Juli wurde selbst auf Nachfrage im Juni von ihr ausgeschlossen auf der Pressekonferenz. Im Dezember wiederholte sich das Spiel (nur anders), als abseits vom Statement während der Pressekonferenz plötzlich der Eindruck erweckt wurde, nicht nur im Februar 2023 gäbe es erneut einen Schritt in Höhe von 50 Basispunkten, sondern auch auf weiteren Sitzungen im weiteren Jahresverlauf. Wir bleiben also gespannt, was da kommen möge.

Fazit und Ausblick

Eine Lehre, die sich aus dem Jahr 2022 mit Blick auf die EZB ziehen lässt, kann etwas verallgemeinert zusammenfasst werden als: „Besser nicht das Statement vor der Pressekonferenz loben“. So hatte Christine Lagarde in den vergangenen zwölf Monaten mehrmals den Märkten erst im Rahmen ihrer Äußerungen vor den Kameras und Mikrofonen einen nennenswerten Spin verliehen. Dabei waren es regelmäßig und wenig überraschend diejenigen Aussagen, die einen falkenhaften Zungenschlag hatten, welche die stärkeren Auswirkungen auf die Stimmungslage mit sich brachten. Was da in 2023 nunmehr aus Richtung der EZB kommen mag, bleibt unsicher aber nicht gänzlich ungewiss. Mit weiteren Zinsritten ist demnach zu rechnen. Auch der Einfluss auf die von uns betrachteten Assetklassen sollte zunächst Bestand haben, aber sukzessive schwinden. Auch 2023 hält demnach „EZB-Action“ bereit. Wie so häufig wird es auf die Details und Zwischentöne ankommen, wenngleich die Linie der Notenbank klar bleiben sollte und zunächst die Inflationsbekämpfung im Vordergrund stehen dürfte.

Covered Bonds

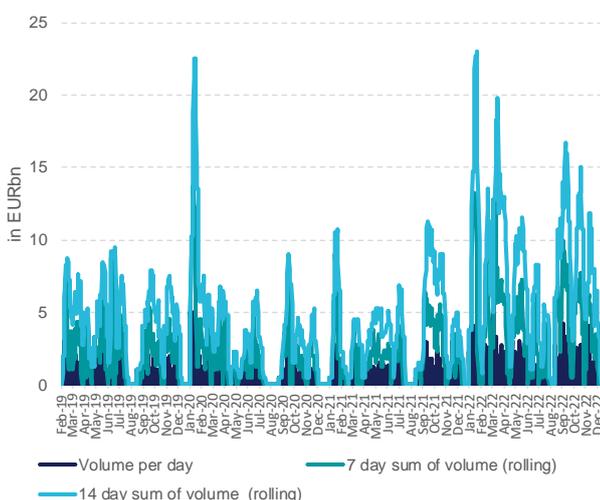
Jahresrückblick 2022 – Covered Bonds

Autor: Dr. Frederik Kunze

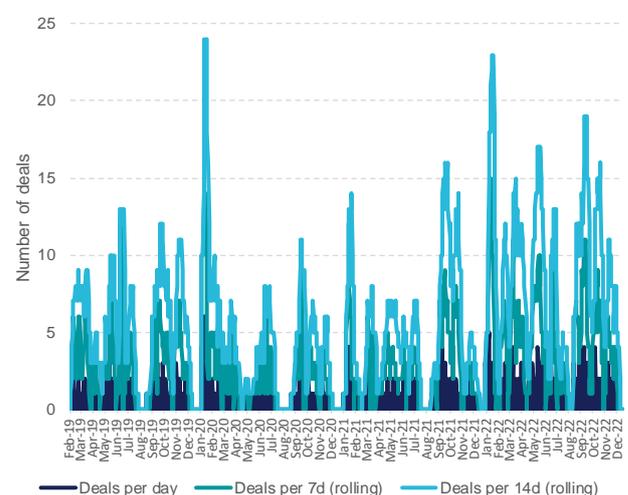
Das Jahr 2022 in der Rückschau: Emissionswelle (von uns) ungeahnten Ausmaßes

Auch zum Start in das Jahr 2023 möchten wir es im Rahmen unserer Wochenpublikation nicht versäumen die „Ausgabe 1“ für eine Rückschau auf das abgelaufene Jahr 2022 zu nutzen. Wie in den Vorjahren war es auch in den vergangenen zwölf Monaten insbesondere die EZB-Geldpolitik, die dem EUR-Benchmarksegment für Covered Bonds ihren Stempel aufgedrückt hat. Doch allein dieser Einflussfaktor erklärt nicht den erneuten Ausbruch aus dem saisonalen Muster am Primärmarkt. Und diesbezüglich war das Jahr 2022 abermals ein drastischer Sonderfall, welcher nach unserem Dafürhalten sogar die „Pandemiejahre“ 2020 und 2021 in den Schatten stellt. Sah es zum Jahresbeginn in Bezug auf die Primärmarktaktivität nämlich noch danach aus, dass sich eine Rückkehr zum üblichen Saisonmusters einstellte, ebte entgegen der damit verbundenen Erwartung einer nachlassenden Dynamik in Folge eines starken Jahresstarts der Fluss an neuen Deals nicht ab. Auch wenn im Hinblick auf Monokausalitäten gewisse Vorsicht geboten ist, stellen wir diese Entwicklung in den Kontext des im Februar gestarteten Angriffskriegs Russlands auf die Ukraine. Schließlich ging mit dieser geopolitischen Eskalation auch eine signifikante Veränderung des Risikosentiments einher, welche der gedeckten Refinanzierung einen spürbaren Vorschub verlieh. Doch bereits im Vorfeld dieses Überfalls materialisierte sich ein anderer wesentlicher Risikofaktor auch am Covered Bond-Markt. Der anhaltende Preisauftrieb im gemeinsamen Währungsraum sowie die geldpolitische Gangart der anderen relevanten Notenbanken erhöhte den Druck auf die EZB, selbst auch tätig zu werden. Die erwarteten Zinsschritte bzw. das erhöhte Zinsänderungsrisiko führten beispielsweise zu einer starken Fokussierung der Emittenten auf kurze Laufzeiten, um der Nachfrage der Investoren gerecht zu werden. Nachfolgend gehen wir auf diese und andere Rahmenbedingungen am Covered Bond-Markt in 2022 ein.

EUR BMK: Tägliches Emissionsvolumen (EUR Mrd.)



EUR BMK: Tägliche Anzahl an Emissionen

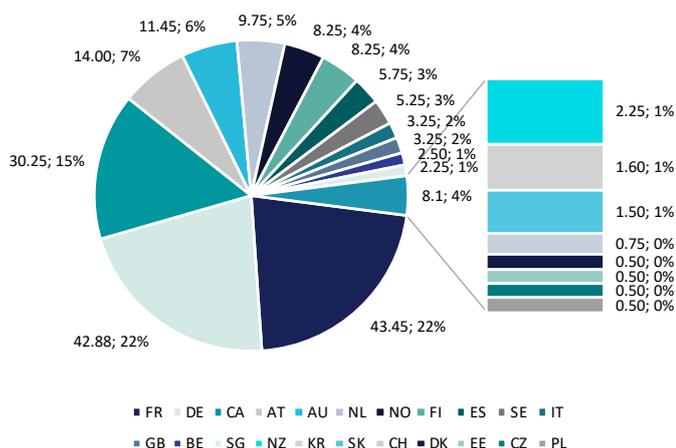


Quelle: Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

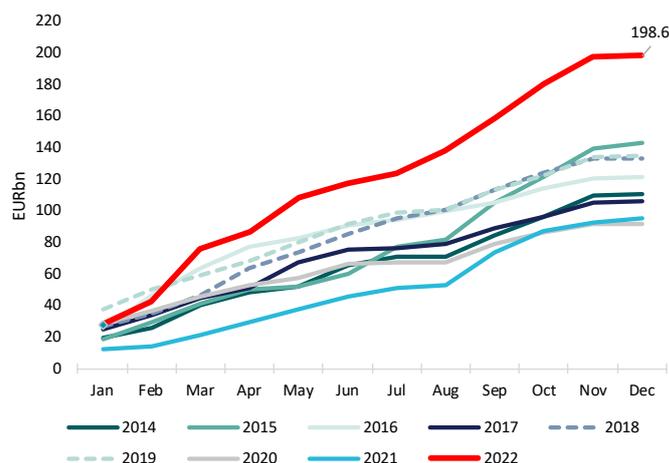
Neuemissionsvolumen verpasst nur knapp die Marke von EUR 200 Mrd.

Der Emissionsverlauf im Jahresvergleich stellt das Emissionsvolumen als Alleinstellungsmerkmal des Covered Bond-Primärmarkts im Jahr 2022 eindrucksvoll zur Schau. Im EUR-Benchmarksegment standen zum Jahresende demnach neu platzierte Bonds im Volumen von insgesamt EUR 198,6 Mrd. (215 Deals) zu Buche. Dieser historische Höchstwert wird als Superlativ keineswegs dadurch geschmälert, dass die Marke von EUR 200 Mrd. nur knapp verpasst wurde. Den stärksten Anteil daran hatten die beiden Covered Bond-Schwergewichte Frankreich (21,9% bzw. EUR 43,5 Mrd.) und Deutschland (21,6% bzw. EUR 42,9 Mrd.). Auf Rang drei und vier folgten mit Kanada (15,2% bzw. EUR 30,3 Mrd.) und Österreich (7,1% bzw. EUR 14 Mrd.) zwei Jurisdiktionen, die wir im Hinblick auf die Primärmarktaktivitäten zu den großen Überraschungen der vergangenen zwölf Monate zählen würden.

Emissionsvolumen EUR BMK 2022 (EUR 198,6 Mrd.)



EUR BMK: Emissionsverlauf im Jahresvergleich



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

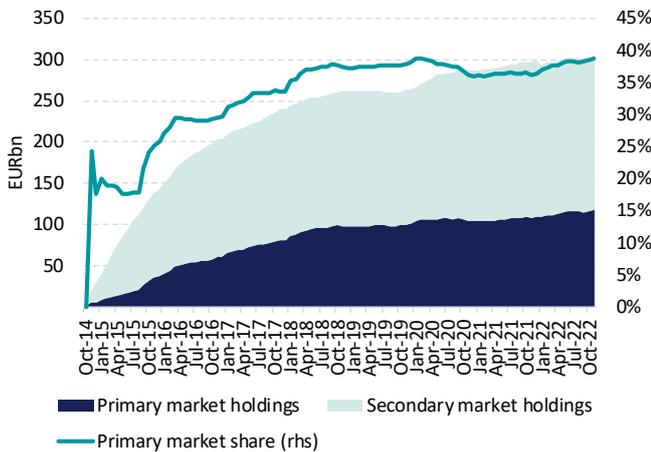
Positive Net Supply 2022 summiert sich auf EUR 68,8 Mrd.

Mit Blick auf die Net Supply-Betrachtung für das Jahr 2022 waren es auch genau diese vier Jurisdiktionen, die das üppige Nettoneuangebot von EUR 68,8 Mrd. getrieben haben. Deutschland und Kanada hatten nach Fälligkeiten demnach ein Plus von EUR 22,5 Mrd. zu verzeichnen, während die Zuwächse für die Covered Bond-Märkte für Frankreich (EUR 15,4 Mrd.) und Österreich (EUR 10,5 Mrd.) ebenfalls bemerkenswert waren. Neuemissionsvolumina, die deutlich unterhalb der Fälligkeiten in 2022 lagen, hatten hingegen Spanien (Nettorückgang: EUR 8,7 Mrd.), das Vereinigte Königreich (EUR -4 Mrd.), Italien (EUR -4 Mrd.) sowie Portugal (EUR -2,8 Mrd.) zu verzeichnen. Tatsächlich zählte Portugal zu denjenigen Covered Bond-Ländern, für die in 2022 keine Neuemission zu Buche stand.

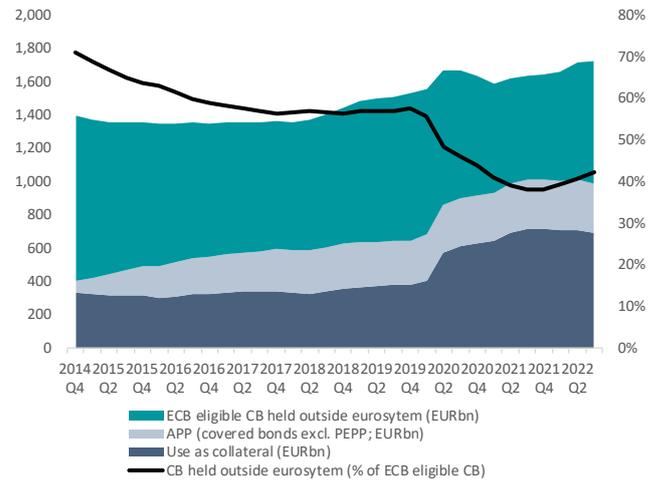
Primärmarkt 2022 und Geldpolitik: Anpassung der EZB-Orderquote

Das hohe Emissionsvolumen wurde einmal mehr durch eine starke Nachfrage des Eurosystems getragen. Auch die reduzierte Orderquote, die in den vergangenen zwölf Monaten über zwei 10%-Schritte von 40% auf 30% (im I. Quartal) und weiter auf 20% (zur Jahresmitte) abgesenkt wurde, kann darüber keineswegs hinwegtäuschen. Mit EUR 132 Mrd. lag in 2022 das CBPP3-relevante Emissionsvolumen noch deutlich über dem Gesamtvolumen am EUR-Benchmarksegment in 2021. In absoluten Zahlen ergibt sich damit zumindest rein rechnerisches ein größeres Ankaufvolumen am Primärmarkt für 2022 als für 2021.

EZB: CBPP3 Bestände



EZB: Covered Bonds im Eurosystem

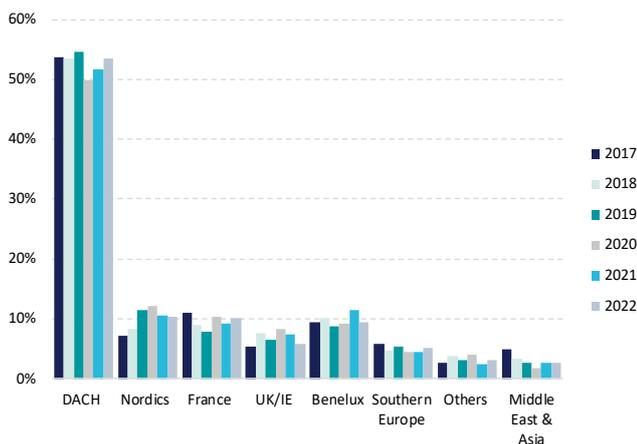


Quelle: Marktdaten, EZB, Moody's, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

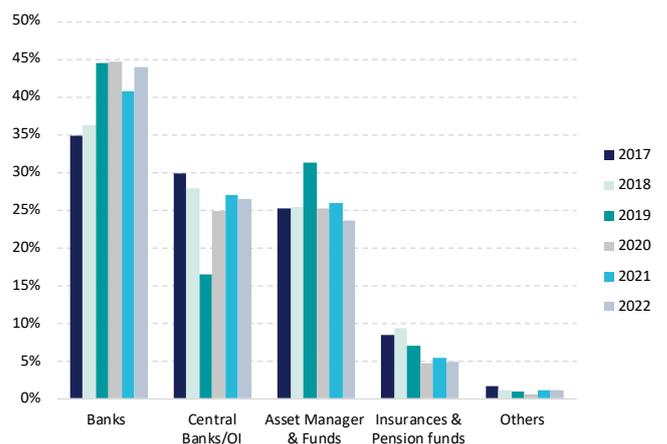
EZB-Geldpolitik bleibt auch aus anderen Gründen ein wesentlicher bestimmender Faktor auf der Angebots- und Nachfrageseite...

Doch der Einfluss der EZB-Geldpolitik blieb auch in den vergangenen zwölf Monaten nicht auf die Primärmarkt- bzw. Nachfrageseite beschränkt. Die Abkehr von den Nettoneuankäufen im Rahmen des APP, denen die Phase der vollumfänglichen Reinvestitionen des dann rund EUR 300 Mrd. umfassenden CBPP3-Portfolios folgte, war zweifelsohne ein bedeutender Paradigmenwechsel. Doch auch die verlautbarten Änderungen in Bezug auf die Konditionierungen der TLTRO III-Tender brachten den Fokus zurück auf öffentlich-platzierte Deals – weg von den einbehaltenen Bonds, welche mehrheitlich dem Zweck der Sicherheitenstellung bei der EZB dienten. In Verbindung mit dem sich veränderten Risk Sentiment, was auch eine Folge der Zinswende in Verbindung mit geopolitischen Verwerfungen und konjunkturellen Abwärtsrisiken zu bewerten war, erlebte die gedeckte Refinanzierung, wie eingangs erwähnt, eine regelrechte Renaissance – auch zu Lasten von Neuemissionen in Form von Senior Unsecured Bonds. Die Geldpolitik – bzw. deren Neuausrichtung – war demzufolge ein wesentlicher Taktgeber für den Covered Bond-Markt.

Primärmarktdistribution nach Land des Investors



Primärmarktdistribution nach Investor

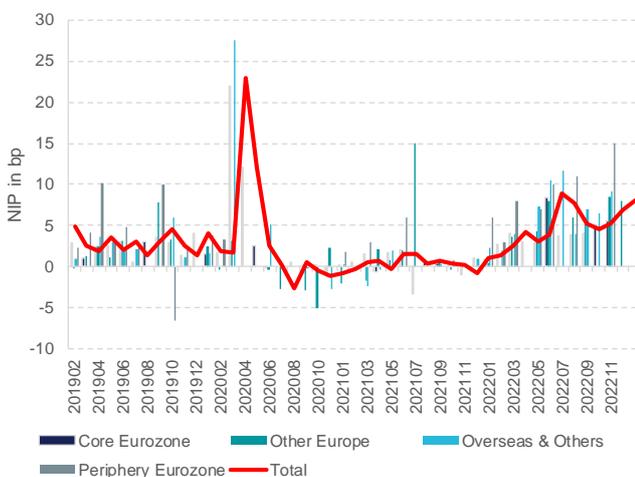


Quelle: Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

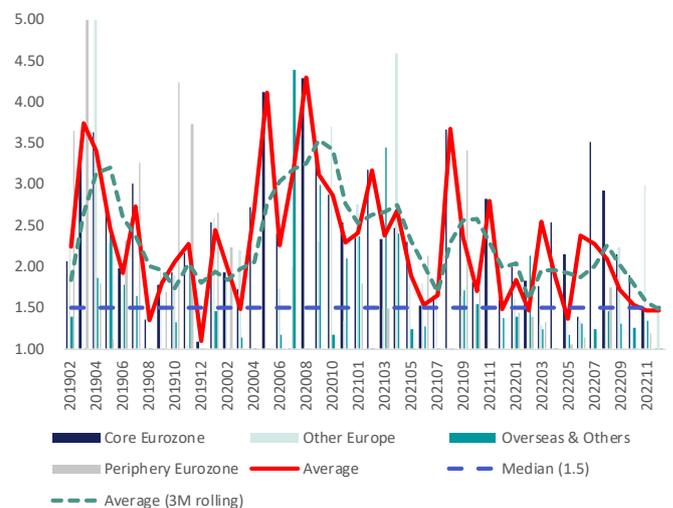
... aber Real Money-Investoren zurück auf der Bildfläche

Der Rückzug der EZB wurde somit in 2022 sichtbar und wird sich in den kommenden zwölf Monaten spürbar fortsetzen. Der relative Anteil, den das Eurosystem am Covered Bond-Markt hält, ist in den letzten Quartalen entsprechend zurückgegangen. So ist das ausstehende Volumen an Covered Bonds (approximiert durch Hinterlegung als Sicherheiten bei der EZB geeigneten gedeckten Emissionen) in absoluten Zahlen deutlich gestiegen, während andererseits die Volumina der bei der EZB tatsächlich als Sicherheit verwendeten oder im Rahmen der Ankaufprogramme erworbenen Covered Bonds seitwärts bis leicht abwärts tendierten (vgl. auch obenstehende Abbildung „EZB: Covered Bonds im Eurosystem“). Mögliche zusätzliche Rückflüsse im Zusammenhang mit den umfangreichen TLTRO III-Rückzahlungen (vgl. auch Artikel [Cross Asset](#) in dieser Ausgabe) wurden in der Datenbasis, die bis zum III. Quartal 2022 reicht, noch nicht berücksichtigt. Was aber ohnehin bereits zum Anfang des Jahres offenkundig wurde ist, dass die durch die EZB hinterlassene Lücke im nennenswerten Umfang von Real Money-Investoren geschlossen wurde (vgl. hierzu auch [ECBC Factbook 2022 – Covered Bond Investor View: Private Buyers Return as the ECB steps back](#)). Hohe Überzeichnungsquoten sowie insgesamt noch vergleichsweise niedrige Neuemissionsprämien in den ersten Handelsmonaten des Jahres 2022 zeigten insbesondere vor dem Hintergrund der starken Primärmarktstätigkeit eine mehr als nur robuste Investorennachfrage an. Vor allem im Hinblick auf die Überzeichnungsquoten muss nach unserer Auffassung auch der Umstand berücksichtigt werden, dass die Emittenten in der Tendenz größere Deals platzierten und die Orderbücher bei der Festlegung der Size stärker ausschöpften, als es in den vergangenen Emissionsjahren zu beobachten war. Tatsächlich kam es aber insbesondere in der zweiten Jahreshälfte zu einer spürbaren Kräfteverschiebung dahingehend, dass sich der Verkäufer- in einen Käufermarkt wandelte. In der Folge zogen auch die Neuemissionsprämien an. Diese Ausweitungen hatten nach unseren Beobachtungen zunächst eher Episodencharakter, verfestigten sich aber insbesondere nach der sehr kurzen Sommerpause. Diese Entwicklungen schlugen ebenfalls – zunächst vorübergehend auf die Spreads am Sekundärmarkt durch.

NIP



Bid-to-Cover-Ratios



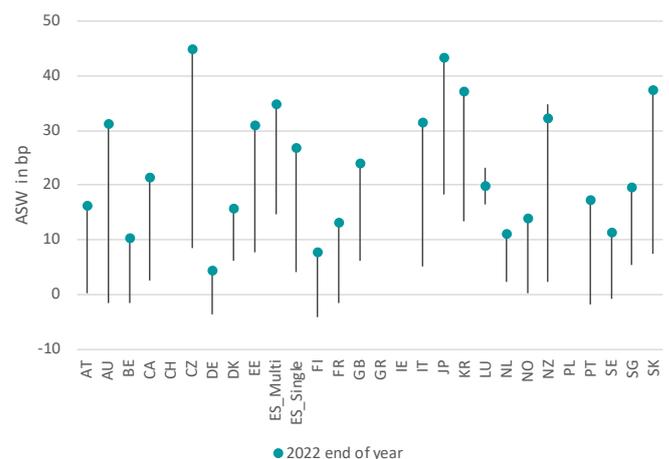
Spreadentwicklungen am Sekundärmarkt

Der Covered Bond-Markt und insbesondere das EUR-Benchmarksegment präsentierten sich aus fundamentaler Sicht in 2022 über sämtliche Jurisdiktionen hinweg weiterhin robust. Dies gilt nach unserer Auffassung auch vor dem Hintergrund aufkommender Bedenken im Hinblick auf zu erwartende Rücksetzer bei den Immobilienpreisen als Folge eines allgemein steigenden Zinsniveaus. Insofern sind die Spreadausweitungen in den vergangenen zwölf Monaten eher auf das allgemeine Sentiment sowie die Markttechnik zurückzuführen, wobei insbesondere das hohe Nettoangebot am Covered Bond-Markt für die neuen Spreadniveaus verantwortlich ist. Hinzu kommt aber auch eine Neubewertung der fundamentalen Abgrenzungen zwischen den Jurisdiktionen. Dies ist allerdings nicht mit einer grundsätzlichen Verschlechterung der Kreditqualität zu verwechseln, sondern vielmehr eine Rückkehr zur Normalität. Die ultraexpansive EZB-Geldpolitik hat hier schließlich die übliche Heterogenität über die Covered Bond-Jurisdiktionen hinweg für einen langen Zeitraum unterbunden.

Entwicklung ASW-Spread nach Regionen (5Y)



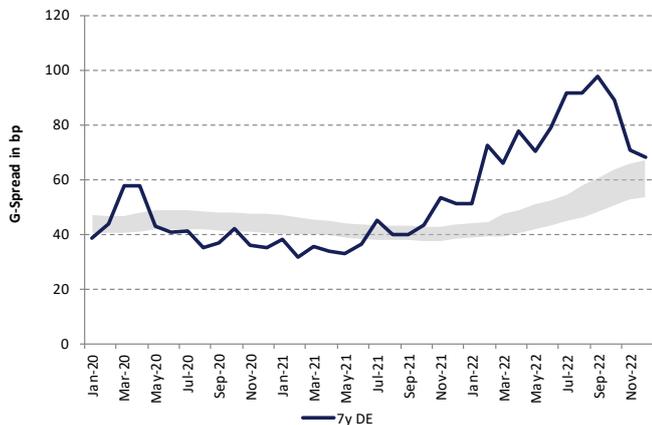
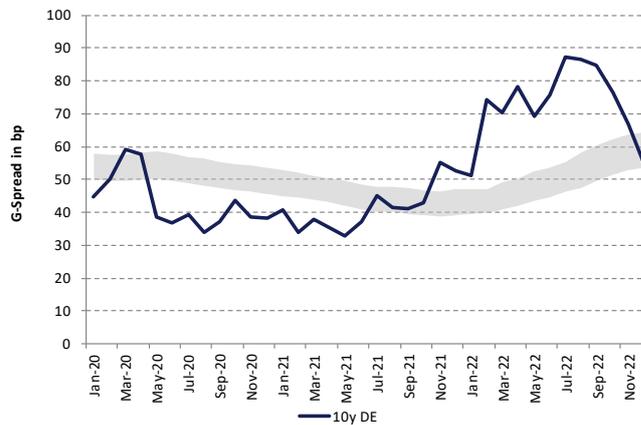
Spreadbandbreite nach Land in 2022 (5Y)



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

Relative Value: Pfandbriefe phasenweise mit hoher Attraktivität gegenüber Bunds

Das dem Covered Bond-Segment ein robustes Investoreninteresse zuteilwurde, ist auch in einem breiteren Marktkontext zu erklären. Am Beispiel der relativen Attraktivität von Pfandbriefen gegenüber Bunds ist dies eindeutig ablesbar (vgl. auch nachfolgende Abbildungen). Als Folge eines hohen Spreads zwischen den EUR-Swapsätzen sowie der Rendite von laufzeitkongruenten Bundesanleihen, zeigte die Relative Value-Betrachtung in 2022 unter anderem für Pfandbriefe über einen langen Zeitraum nennenswertes Einengungspotenzial an. In der Erwartung einer „Mean-Reversion“ (Rückkehr zum langfristigen Durchschnitt) – auch als Folge einer Normalisierung des Bund-Asset-Swap-Spreads – war dies nach unserem Dafürhalten aus der Sicht einer Vielzahl von Investoren als Kaufsignal zu werten. Spreadausweitungen auf Seiten der Covered Bonds aber insbesondere auch ein Zurücklaufen des Aufschlags von Swaps gegenüber Bunds zeichneten nunmehr zum Jahresende 2022 Pfandbriefe beispielsweise mit siebenjähriger bzw. zehnjähriger Laufzeit mit Blick auf den Spreadabstand zu Bunds auf dem Niveau ihrer längerfristigen Spanne (36 Monate; gleitend).

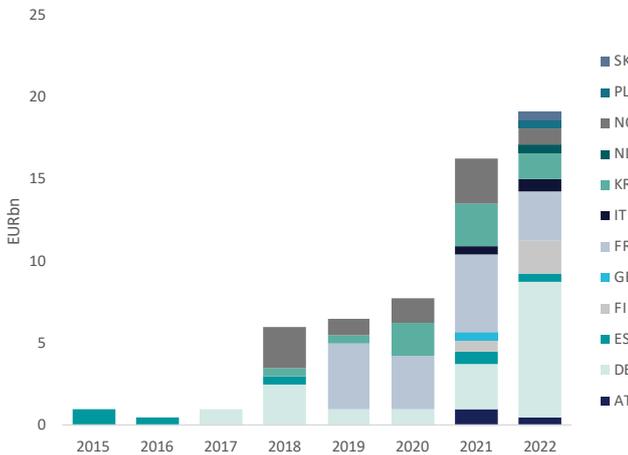
Spreaddifferenz: Pfandbriefe vs. Bunds (7Y generic)**Spreaddifferenz: Pfandbriefe vs. Bunds (10Y generic)**

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

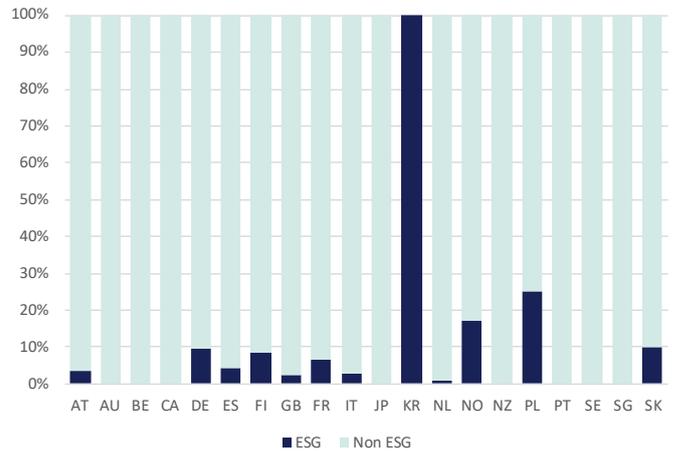
ESG-Segment bleibt bei einem Emissionsvolumen von EUR 19,1 Mrd. auch im Jahr 2022 auf Wachstumskurs

In absoluten Zahlen gesprochen war für den ESG-Teilmarkt im EUR-Benchmarksegment das Jahr 2022 ein weiteres Rekordjahr. So wurden in den vergangenen zwölf Monaten Covered Bonds in den nachhaltigen Formaten („green“, „social“ und „sustainability“) im Volumen von EUR 19,1 Mrd. (verteilt auf 28 Emissionen) am Markt platziert. Dieser Wert lag damit zwar über dem Vorjahresniveau (EUR 16,25 Mrd.) muss aber vor dem Hintergrund des hohen Emissionsaufkommens in 2022 relativiert werden. Am dominantesten waren einmal mehr die Emissionen im grünen Format. So entfielen EUR 15,75 Mrd. auf das Segment „green“ (Vorjahr: EUR 10,75 Mrd.), während EUR 2,85 Mrd. („social“; Vorjahr: EUR 4,8 Mrd.) sowie EUR 0,5 Mrd. („sustainability“; Vorjahr: 0,7 Mrd.) den anderen beiden Klassifizierungen zuzurechnen waren. Dass sich das generische Wachstum des ESG-Segments bei den EUR-Benchmarks weiter fortsetzt, wird auch durch die Debütanten im Jahr 2022 angezeigt. Ihren ersten grünen Covered Bond platzierten demnach bereits zum Jahresanfang Caja Rural de Navarra (EUR 500 Mio.; bisher: „sustainability“), DZ HYP (EUR 1 Mrd.) sowie Banco BPM (EUR 750 Mio.). Später folgten UniCredit Bank Austria (EUR 500 Mio.), Bayern LB (EUR 500 Mio.), PKO Bank Hipoteczny (EUR 500 Mio.) sowie Nordea Kiinnitysluottopankki (EUR 1,0 Mrd.) mit Erstauftritten im grünen Format. Bei der Bayern LB handelte es sich bei dem Debüt um einen Grünen Öffentlichen Pfandbrief mit Fokus auf „[Green Rail](#)“. Der erste Grüne Hypothekenspfandbrief des Instituts folgte im Oktober 2022 (EUR 500 Mio.). Die Platzierung der PKO Bank markierte zugleich die erste EUR-Benchmark im grünen Format aus Polen. Mit ihrem ersten Sozialen Pfandbrief ging die Berlin Hyp auf die Investoren zu und platzierte Anfang Mai EUR 750 Mio. Grundsätzlich würden wir dem ESG-Segment auch bei den Covered Bonds eine im Vergleich zum Gesamtmarkt hohe Investorennachfrage zusprechen. Darauf deuten auch die hohen durchschnittlichen Überzeichnungsquoten hin. Gleichwohl darf dabei nicht außer Acht gelassen werden, dass die Emissionsgrößen im Durchschnitt etwas kleiner sind, als bei den „konventionellen“ Deals. Insgesamt sehen wir noch erhebliches Aufholpotenzial bei den nachhaltigen Covered Bonds und rechnen auch vor dem Hintergrund einer stärkeren Spreadifferenzierung in 2023 in den kommenden zwölf Monaten im Vergleich zu 2022 eine stärkere Argumentation für Emissionen in den Formaten „green“, „social“ und „sustainability“.

EUR-Benchmarks (ESG): Emissionsvolumen



EUR-Benchmarks (ESG): Anteile am Gesamtmarkt

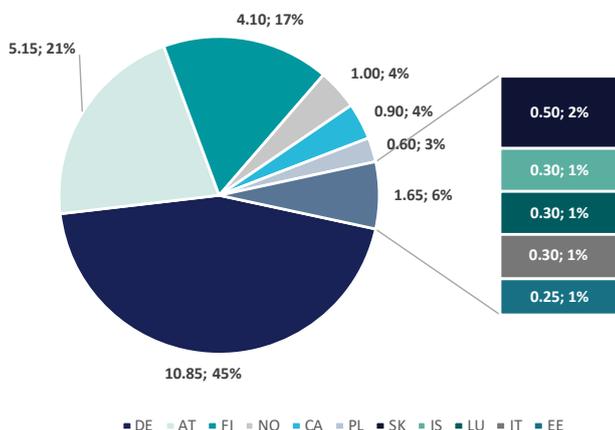


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

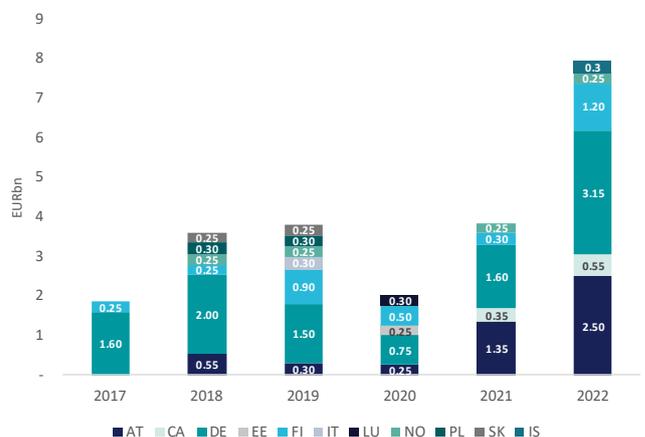
EUR-Subbenchmarksegment entwickelt sich dynamisch weiter

Mehr als eine Randnotiz bleibt auch in 2022 das EUR-Subbenchmarksegment. Der Markt für Emissionen in der Größenordnung von mindestens EUR 250 Mio. bis unter EUR 500 Mio. präsentierte sich mit EUR 7,95 Mrd. (verteilt auf sechs Jurisdiktionen) in den vergangenen zwölf Monaten durchaus dynamisch. Getragen wurde der Markt insbesondere durch Emittenten aus Deutschland (EUR 3,15 Mrd.; zwölf Emissionen) sowie Österreich (EUR 2,5 Mrd.; neun Emissionen). Diese beiden Jurisdiktionen stellen auch den größten Anteil am Gesamtmarkt für EUR-Subbenchmarks. Vorausschauend auf das Jahr 2023 und darüber hinaus sehen wir durchaus Anzeichen für eine breitere Aufstellung dieses Teilssegmentes. Wir führen diese Einschätzung nicht zuletzt auf die Implikationen der EU Covered Bond-Richtlinie zurück. Im Zuge der Einführung von Mindeststandards und der Anpassung der Covered Bond-Gesetze auch in den weniger „traditionellen“ Jurisdiktionen im Hinblick auf das gedeckte Funding durch den Bankensektor könnte demzufolge insbesondere das Subbenchmarksegment Zulauf erhalten.

EUR-Subbenchmarkvolumen nach Land (in EUR Mrd.)



EUR-Subbenchmarks: Emissionsvolumen



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

NORD/LB Issuer Guide 2022 als Nachschlagewerk für den Covered Bond-Markt

Im November 2022 haben wir die zehnte Ausgabe unseres [NORD/LB Issuer Guide Covered Bonds](#) veröffentlicht. Die Publikation liefert wie gewohnt einen umfangreichen Überblick über den Covered Bond-Markt. Der Fokus des Issuer Guides liegt dabei auf den Emittenten von Covered Bonds sowie den entsprechenden Deckungsstöcken. Im Jahr 2022 umfasst die Studie Informationen von insgesamt 181 Instituten, die jeweils über ausstehende EUR-Benchmark- und/oder Subbenchmarkemissionen verfügen. Im Zuge der Auswertung wurden die Daten von weit mehr als 200 Cover Pools aus 27 Jurisdiktionen zusammengetragen. Darüber hinaus haben wir uns im Rahmen der Regelpublikationen „Transparenzvorschrift §28 PfandBG“ ([Ausgabe Q3/2022](#)) sowie „Risikogewichte und LCR-Level von Covered Bonds“ ([Ausgabe 02/2022](#)) auch in den vergangenen zwölf Monaten regelmäßig spezifischen Datenveröffentlichungen sowie regulatorischen Aspekten gewidmet. Diese und weitere Publikationen finden sich hier: [NORD/LB Floor Research](#). Wenn Sie keine aktuellen Informationen verpassen möchten, nehmen wir Sie gern auf unseren [Floor Research-Newsletter-Verteiler](#). Den Fokus auf spezifische Covered Bond-Märkte haben wir unter anderem im Zuge des „[Nordic Covered Bond Roundtable 2022](#)“ sowie des „[Austrian Covered Bond Round Table 2022](#)“ gelegt.

Fazit

Ein besonderes Jahr folgt dem nächsten. Dies gilt zweifelsohne auch für den Covered Bond-Markt. Das Jahr 2022 kann keineswegs als das Jahr verstanden werden, als welches es zum Jahreswechsel 2021/22 hätte vielleicht noch angesehen werden können: „Das Jahr nach der Pandemie“. Vielmehr ist es das Jahr des Paradigmenwechsels. Durch äußere Umstände gezwungen forcierten die Notenbanker schließlich auch eine Abkehr vom Covered Bond-Markt. Gleichzeitig richtete sich in einem durch sich aufaddierende Unsicherheitselemente geprägten Marktumfeld der Fokus der Marktteilnehmer auf Covered Bonds als ein bedeutendes Fundingtool in Krisenzeiten.

SSA/Public Issuers

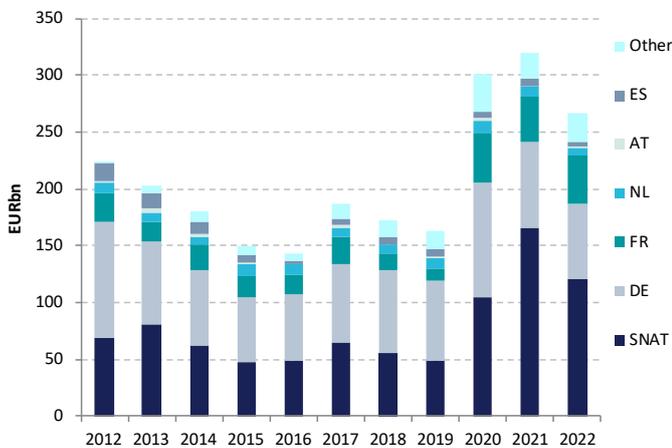
SSA-Rückblick 2022

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

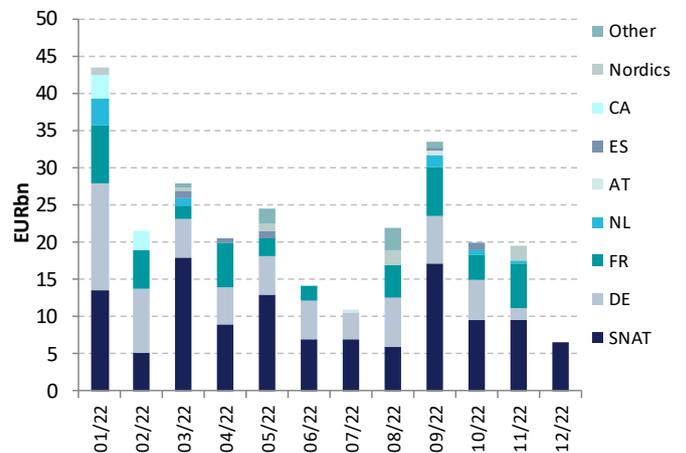
Einleitung

Im Rahmen unserer ersten Ausgabe des neuen Jahres wollen wir aus gegebenem Anlass einen Blick in den Rückspiegel werfen und den SSA-Markt 2022 in EUR mit dem gebotenen Abstand trotz geopolitischer Verwerfungen betrachten. Insgesamt war das vergangene Jahr für die Emittenten unseres Coverage-Universums durch nach wie vor weitestgehend günstige Refinanzierungsbedingungen geprägt. Da die EZB wie erwartet die geldpolitische Wende eingeläutet hat, widmen wir uns den ereignisreichen Vorkommnissen in einem [gesonderten Artikel](#) im Rahmen dieser Ausgabe. Insbesondere aufgrund der beendeten Nettoankäufe des Eurosystems (PSPP und PEPP) sowie der historischen Zinswende mit vielen und großen Schritten erhalten die Investoren wieder einen nennenswerten Kupon. Wir versuchen, diese Nachfrage und das weiter erhebliche Neuangebot an Anleihen auf den kommenden Seiten einzuordnen.

EUR-Benchmark-Emissionsvolumina



EUR-Benchmark-Emissionsvolumina 2022



Anm.: Benchmarks werden als Anleihen mit einem Emissionsvolumen von mind. EUR 0,5 Mrd. definiert.
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Emissionsvolumen weiterhin auf hohem Niveau

Das Emissionsvolumen befand sich im Jahr 2022 mit EUR 270,4 Mrd. weiterhin auf einem sehr hohen Niveau. Dieses ist zwar im Vergleich zu 2020 und 2021 etwas niedriger ausgefallen, weist jedoch nach wie vor ein um circa 63% höheres Volumen auf als vor der Pandemie. Apropos: Das Virus geriet vergangenes Jahr nach und nach immer mehr in den Hintergrund. Dafür standen plötzlich neue Themen auf der Agenda: Mit dem Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine und der damit einhergehenden Energiekrise prägte Unsicherheit die wirtschaftliche Lage. Bund und Länder einigten sich auf Rettungspakete, um Haushalte und Unternehmen angesichts der horrenden Energiepreise zu unterstützen. Hierfür verabschiedeten beispielsweise Förderbanken Sonderprogramme, um schnelle finanzielle Unterstützung zu leisten. Ein reichhaltiges Emissionsvolumen der Länder konnten wir indes nicht feststellen. Hier waren die Steuereinnahmen höher als erwartet, sodass die Länder eher selten am Primärmarkt aktiv waren.

Massive Konzentration auf das erste Halbjahr

In 2022 eroberten die altbekannten Emissionsmuster wie auch in 2021 ihr Terrain zurück: Mit EUR-Benchmarks von über EUR 44 Mrd. war der Januar wieder der betriebsamste Monat. 2020 betrug dieser Wert rund EUR 30 Mrd., was nur für den viertgeschäftsträchtigen Monat des Jahres reichte. Der September kletterte 2022 auf ein Volumen von EUR 34 Mrd. und belegte Platz 2. Platz 3 ging – wie auch in 2021 – an den März mit rund EUR 29 Mrd. Auf dem vierten Platz lag der Mai mit fast EUR 25 Mrd. Treu nach dem saisonalen Muster waren die Monate Juli und Dezember die beiden inaktivsten. Wenig überraschend hatten auch die Monate Juni und November nicht sonderlich viel neue Ware zu bieten. Die Aktivitäten im abgelaufenen Jahr überstiegen somit die bisher (vor der Pandemie) stärksten Jahre 2011 und 2012 bei Weitem. Ein abermaliger Rekord nach 2021 war jedoch nicht möglich. Alles in allem wurde ein starkes Emissionsvolumen (Benchmark) von EUR 270,4 Mrd. (Vorjahr: EUR 324,2 Mrd.) aufgestellt. Der Durchschnitt von 2008 bis 2019 beträgt als Vergleichsmaßstab EUR 172,5 Mrd. Die bisherigen Rekordjahre waren wie beschrieben 2011 und 2012 mit rund EUR 224 Mrd. Die Anzahl der EUR-Benchmarks lag in 2022 mit 154 unter den von uns erfassten 176 Anleihen aus dem Jahr 2021. Dies ist hauptsächlich auf die großvolumigen Anleihen der Luxemburger E-Supras, allen voran der EU, zurückzuführen. Das langjährige Mittel liegt hier bei 130 Anleihen, wiederum mit den einstigen Spitzen in 2011 (153 Bonds) bzw. 2012 (157).

Publikationen in 2022

Neben unseren ad hoc-Publikationen zu marktbewegenden Ereignissen, zum Beispiel die für 2023 wegweisende EZB-Entscheidung im Dezember, blieben wir auch 2022 wie der Schuster bei seinen Leisten: Im Oktober erschien die neueste Ausgabe des [Issuer Guide – Deutsche Länder 2022](#) und erfreute sich – nicht ohne etwas Stolz – großer Beliebtheit. Für uns ist es zudem stets interessant zu sehen, wie Ihr Interesse für sog. Nischenprodukte wächst. Mittlerweile bauen wir das Segment „Beyond Bundesländer“ immer weiter aus: Regionen aus Portugal, Spanien und Belgien konnten wir hier bereits detaillierter beleuchten. Für unseren sonst jährlich erscheinenden Issuer Guide für Supranationals & Agencies (zuletzt 2019), welcher stets als Nachschlagewerk diente und einen umfassenden Überblick über das EUR-Benchmarksegment bot, haben wir uns vergangenes Jahr ein neues Konzept überlegt: Anstelle einer Publikation, erfolgte eine Aufteilung nach den einzelnen Submärkten. Bisher erschienen sind [Deutsche](#), [Niederländische](#), [Österreichische](#), [Skandinavische](#) sowie [Spanische Agencies](#). Flankiert wurden diese Jahrespublikationen von insgesamt 39 Ausgaben unserer Wochenpublikation sowie digitalen Kapitalmarktkonferenzen bzw. Spotlights zu ausgewählten Themen. Außerdem erfreute uns, dass vergangenes Jahr seit Pandemiebeginn die Kapitalmarktkonferenz neben einer hybriden Teilnahmemöglichkeit vor allem wieder vor Ort stattfinden konnte.

Kurzer thematischer Abriss wichtiger Themen in 2022

Wir befanden uns thematisch im vergangenen Jahr neben der Wandlung zur endemischen Lage in neuem Fahrwasser. Ein Krieg in Europa galt lange Zeit für undenkbar und die Zinswende kam schließlich doch schneller als für die meisten Marktteilnehmer erwartet. Auch zweistellige Inflationszahlen in Deutschland kannten die meisten vermutlich nur vom Hörensagen. Die EU schwang sich weiterhin zum neuen Superemittenten auf und selbst eine grundsolide KfW erreichte mit rund EUR 90 Mrd. ein Rekordfundingvolumen, bestehend aus 180 Transaktionen verteilt auf 12 Währungen (siehe Marktteil dieser Ausgabe). Wir beleuchten im weiteren Verlauf des Artikels die Themen, die uns und/oder den Markt dieses Jahr bewegt haben.

EU: SURE beendet, NGEU schreitet voran, Soforthilfe für die Ukraine, REPowerEU

Für die alles überragende Europäische Union prognostizierten wir in 2022 ein Funding von circa EUR 110-130 Mrd. Dies wären rein rechnerisch rund EUR 2,3 Mrd. pro voller Kalenderwoche gewesen. Mit der Veröffentlichung des zweiten Fundingkalenders am 24. Juni hatten wir dann Gewissheit: Entgegen unserer Erwartung, dass die EU in der zweiten Hälfte mit mehr als den in der ersten Jahreshälfte geplanten EUR 50 Mrd. auf die Investoren zugehen wird, überraschte uns doch, dass ebenfalls „nur“ EUR 50 Mrd. avisiert wurden. Hierbei sei allerdings erwähnt, dass die EUR 50 Mrd. lediglich für das NextGenerationEU-Programm zutreffen, nicht in den Zahlen inkludiert wurde das Funding für SURE und MFA, sodass unsere Schätzung gewissermaßen zutraf. Während das NGEU-Programm immer weiter an Fahrt aufnahm, mussten wir uns zum Jahresende von der frischen Ware an Social Bonds aus dem EUR 100 Mrd. schweren SURE-Programm verabschieden. Dieses wies mit der letzten Emission im Dezember somit ein Gesamtvolumen von EUR 98,4 Mrd. auf. Der mit Abstand größte Empfänger des Hilfspakets war Italien mit Zusagen in Höhe von EUR 27,4 Mrd., gefolgt von Spanien mit EUR 21,3 Mrd. Dafür entstand (aus nicht erfreulichen Gründen) ein neues Programm: Angesichts des völkerrechtswidrigen Angriffskriegs in der Ukraine unterstützte die EU mittels eines außerordentlichen MFA-Programms den Staat mit insgesamt EUR 7,2 Mrd. Für 2023 ist bereits ein weiteres Paket in Höhe von EUR 18 Mrd. geplant. Hinzu kam das „reguläre“ NGEU-Funding. Bis 2026 sollen hierfür rund EUR 806,9 Mrd. eingesammelt werden – zum Jahresende 2022 füllte sich der Topf bereits auf EUR 171 Mrd. Davon sollen in Summe rund 30% mittels Green Bonds eingesammelt werden, was die Signifikanz von ESG-Bonds mehr als verdeutlicht. Im Zuge dessen hat die Europäische Union im vergangenen Jahr ein neues [Tool](#) zur Verfügung gestellt, anhand dessen die Green Bond-Erlöse je nach Empfängerland getrackt werden können. Von den bisher genehmigten Aufbau- und Resilienzplänen belaufen sich die erwarteten Ausgaben auf eine Summe von EUR 494,7 Mrd., wovon EUR 184,9 Mrd. für eine Finanzierung durch Green Bonds in Frage kommen. Außerdem beabsichtigt die EU-Kommission im Rahmen von REPowerEU bis 2050 klimaneutral zu werden. Die Transformation des Energiesystems Europas ist in doppelter Hinsicht dringend: Sie dient dazu, die Abhängigkeit der EU von fossilen Brennstoffen aus Russland zu beenden, die als wirtschaftliche und politische Waffe genutzt werden sowie den europäischen Steuerzahlern jährlich Kosten (laut Kommission) in Höhe von knapp EUR 100 Mrd. verursachen, und trägt zur Bewältigung der Klimakrise bei.

SURE: Genehmigte finanzielle Unterstützung in 19 Mitgliedsstaaten (EUR 98,4 Mrd.)

Belgien	EUR 8.197 Mio.	Lettland	EUR 472 Mio.
Bulgarien	EUR 971 Mio.	Litauen	EUR 1.100 Mio.
Kroatien	EUR 1.600 Mio.	Malta	EUR 420 Mio.
Zypern	EUR 632 Mio.	Polen	EUR 11.236 Mio.
Tschechien	EUR 4.500 Mio.	Portugal	EUR 6.200 Mio.
Estland	EUR 230 Mio.	Rumänien	EUR 3.000 Mio.
Griechenland	EUR 6.200 Mio.	Slowakei	EUR 630 Mio.
Ungarn	EUR 651 Mio.	Slowenien	EUR 1.113 Mio.
Irland	EUR 2.473 Mio.	Spanien	EUR 21.324 Mio.
Italien	EUR 27.438 Mio.		

ESM im Wandel

Das Investor Relations der ESM unterstrich im Rahmen eines Investorennewsletters die Fähigkeit der Institution, sich zu erneuern und weiterzuentwickeln. Von der Gründung der EFSF inmitten der Eurokrise entwickelte sie sich zu einem ausgereiften ESM, der 2018 das Länderprogramm mit Griechenland abgeschlossen und das Instrument zur Unterstützung bei Pandemien geschaffen hat, um den Gesundheitssektor im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie zu unterstützen. Hierfür wurde vom ESM ein Framework für Sozialanleihen entwickelt, welches auf den vier Kernkomponenten der ICMA Social Bond Principles aufbaut. Ferner bereiten sich die Beteiligten nun auf eine Mandatsänderung vor, die den ESM zum Backstop für den SRF (Single Resolution Fund) macht. Die Ratifizierung des Änderungsvertrags hierzu ist aktuell noch nicht abgeschlossen. Der Bedarf an Innovation und Weiterentwicklung ist allgegenwärtig, nicht nur in schwierigen Marktphasen. Das in der Vergangenheit oft gespielte Kürzel EWF (Europäischer Währungsfonds) als Pendant zum IWF tauchte dabei längere Zeit nicht mehr auf. Blicken wir auf den Kapitalmarkt: Der ESM plante in 2022 mit EUR 8 Mrd. an Bonds, beim EFSF wurden EUR 19,5 Mrd. avisiert. Im Oktober hatten beide Institute ihr Funding bereits abgeschlossen. Auch hinsichtlich der Mitglieder befindet sich der ESM im Wandel: Im Dezember hat das Institut dem Mitgliedsantrag Kroatiens zugestimmt.

Ratingänderungen: EU, Euratom und ESM/EFSF

Auch im vergangenen Jahr kam es zu erwähnenswerten Ratingänderungen. Beispielsweise hat die Ratingagentur S&P das langfristige Emittentenrating für die EU und Euratom von „AA“ auf „AA+“ (Ausblick: stabil) angehoben. Grund hierfür: Nach der internen Überarbeitung ihrer Methodik für die Bewertung der Europäischen Union (EU) spiegelt das Rating nun die Einschätzung seitens S&P wider, dass alle 27 Mitgliedstaaten eine anhaltende Fähigkeit und Bereitschaft an den Tag legen, den EU-Haushalt zu unterstützen. Außerdem hat die Ratingagentur Moody's den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) mit der Bestnote Aaa (vorher: Aa1) und einem stabilen Ausblick versehen. Moody's begründete den Schritt zum einen mit der erhöhten Robustheit der europäischen Krisenbekämpfungsarchitektur und zum anderen mit der Reform des ESM-Vertrags.

International Investment Bank: Mit dem Krieg kam der Bruch

Die im Jahr 1970 gegründete International Investment Bank (IIB) ist eine bei den Vereinten Nationen eingetragene multilaterale Entwicklungsbank (MDB) mit dem Ziel, die soziale und ökonomische Entwicklung sowie die Zusammenarbeit in ihren Mitgliedstaaten zu fördern. Aufgrund der Eigentümerstruktur der IIB besteht eine implizite Garantie seitens der staatlichen Träger. Getragen wird diese bis dato durch die Mitgliedsländer. Etwa 19% des aktuellen Kapitals liegt dabei in eingezahlter Form vor. Die übrige Summe kann ggf. sofort bei den Anteilseignern abgerufen werden. Die IIB hatte ihren Sitz 2019 von Moskau in die EU nach Budapest verlagert. Dennoch entstand mit Kriegsausbruch in der Ukraine eine bisher unvermutete Grundsatzproblematik: Vier EU-Länder wollen ihren Anteil an der IIB aufkündigen. Dazu haben die Finanzministerien von Tschechien, Rumänien, der Slowakei, Bulgarien sowie Polen eine gemeinsame Presseerklärung herausgegeben. In ihrem gemeinsamen Statement beziehen sie sich nicht nur auf die IIB, welche Polen bereits im Jahr 2000 verlassen hatte, sondern auch auf die etwa halb so große IBEC (International Bank for Economic Cooperation). Hier ist Polen noch Mitglied, allerdings wollen sich alle genannten EU-Staaten sowohl aus IIB als auch IBEC zurückziehen. Die Zeitungen Welt und Frankfurter Allgemeine nannten die IIB „Bank der Spione“ und „verlängerter Arm Putins“. Die noch zu vollziehenden Austritte könnten das ökonomische Ende insbesondere der IBEC bedeuten.

Unsere Coverage: Emittenten gingen, neue kamen dazu

Am 31. August war es soweit: Die lange im Voraus angekündigte planmäßige Beendigung des Abwicklungsvehikels hsh finanzfonds AöR wurde vollzogen, welcher folglich aus unserer Coverage verschwand. Zum Tag der Auflösung verfügte HSHFF (so der Ticker) über ausstehende Anleihen in Höhe von EUR 3 Mrd. Diese wurden – aufgeteilt nach Laufzeit – auf die beiden Trägerländer (Hamburg und Schleswig-Holstein) übertragen. Mach's gut hsh finanzfonds AöR, wir erinnern uns gern zurück! Ebenfalls aus unserer Coverage entfernt haben wir die oben bereits genannte International Investment Bank. Dafür kamen neue Emittenten hinzu: Die IDB Invest (Ticker: IDBINV) – ein Mitglied der Inter-American Development Bank Group (Ticker: IADB) – ist eine multilaterale Entwicklungsbank und fördert in dieser Funktion die Wirtschaftsentwicklung durch den Privatsektor in ihren Mitgliedsstaaten in Lateinamerika und der Karibik. Zu den größten regionalen Anteilseignern gehören Argentinien (12,1%), Brasilien (10,9%) und Mexiko (7,7%). Insgesamt sind die Vereinigten Staaten mit einem Anteil von 14,9% der größte Anteilseigner. Ebenfalls aufgenommen wurde das „Emissionskonsortium der gemeinsamen Landesförderinstitute“ (Ticker: LFIESG). Dazu jedoch an späterer Stelle mehr. Außerdem ist die Île-de-France Mobilités (Ticker: IDFMOB) neu hinzugekommen. Sie ist die zuständige Behörde für die Planung und Bereitstellung des öffentlichen Nahverkehrs im Großraum Paris.

Deutsche Länder: Das Leid um die Schuldenbremse

Es klang nach einem Dilemma: Die 16 Länder plädierten nahezu geschlossen für eine Aussetzung der Schuldenbremse für 2023. Der Grund: Ohne eine Notlagenerklärung sehen sich viele Länder nicht in der Lage, das dritte Entlastungspaket zu stemmen. Es gibt jedoch eine Person, die das Ganze anders sah: Bundesfinanzminister Christian Lindner. Er vertrat die Ansicht, dass die Bundesländer per Landesverfassung selbst eine Notlage ausrufen sollten. Dies taten einige Länder schließlich auch, wie beispielsweise das Land Brandenburg oder Nordrhein-Westfalen. Nichtsdestotrotz waren die Länder insgesamt in 2022 eher seltene Gäste am Primärmarkt. Aufgrund der höher als erwarteten Steuereinnahmen benötigten viele Länder weniger Kredite, als ursprünglich geplant.

Deutsche Förderbanken im Jahresrückspiegel

In 2022 kam es zu einem Debüt: Die regionalen Förderinstitute IFB Hamburg (Ticker: IFBHH), ISB Rheinland-Pfalz (Ticker: ISBRLP) und der ILB Brandenburg (Ticker: ILBB) begaben unter einem gemeinsamen Namen („Emissionskonsortium der gemeinsamen Landesförderinstitute“ [Ticker: LFIESG]) eine soziale Gemeinschaftsanleihe. Bei einer Laufzeit von sieben Jahren und einem Volumen von EUR 500 Mio. wurde die Guidance des Social Bonds bei ms -7bp area angegeben. Einblicke in das Volumen des Orderbuches wurden nicht gewährt, eine Einengung gegenüber der Guidance war nicht festzustellen. Außerdem begab die Investitionsbank Berlin ihren ersten Social Bond: Mit einem Volumen von EUR 500 Mio. (WNG) kam die Anleihe zu ms -15bp (Guidance: ms -13bp area). Bei einem Orderbuch von EUR 1,7 Mrd. wies die Bid-to-Cover-Ratio einen Wert von 3,4x auf. Die KfW eilte indes von Rekord zu Rekord. Wie Sie dem heutigen [Marktteil](#) entnehmen können, betrug das Fundingvolumen in 2022 unglaubliche EUR 90 Mrd. Auch die vorliegenden Zahlen zum III. Quartal der KfW deuten auf ein außergewöhnliches Förderjahr hin: Das Fördervolumen belief sich in den ersten neun Monaten 2022 auf EUR 127,9 Mrd. Verglichen mit EUR 73,1 Mrd. im Vorjahreszeitraum ist dies ein deutlicher Zuwachs. Wesentlicher Treiber für das außergewöhnliche Fördervolumen ist die Unterstützung für die deutsche Wirtschaft bei der Bewältigung der Auswirkungen des Angriffskrieges gegen die Ukraine.

Deutsche Förderbanken im Jahresrückspiegel (Fortsetzung)

Welche nennenswerten Ereignisse prägten ansonsten das Jahr 2022 für deutsche Förderbanken? Im Fokus stand vor allem der Krieg in der Ukraine und die dadurch bedingten wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Folgen. Die KfW unterstützte beispielsweise die Unterbringung ukrainischer Geflüchteter mittels des „Sonderprogramm Flüchtlingseinrichtungen“: Damit fördert die KfW Kommunen, die Flüchtlingsunterkünfte schaffen, modernisieren und/oder ausstatten möchten. Ursprünglich stellte die KfW hierfür ein Volumen von EUR 250 Mio. aus Eigenmitteln bereit. Aufgrund der hohen Nachfrage nach diesen zinsvergünstigten Krediten, die bei Einführung mit einem Signalzins von -0,75% ausgestattet waren, wurde das Fördervolumen innerhalb kürzester Zeit auf insgesamt EUR 500 Mio. aufgestockt. Auch das Thema Energieversorgung war vergangenes Jahr so präsent wie lange nicht mehr. Beispielsweise startete die NRW.BANK ein Sonderprogramm zur Stärkung der kommunalen Energieversorger, welchem Mittel in Höhe von EUR 5 Mrd. zur Verfügung stehen. Ebenfalls erwähnenswert: Erstmals hat die Investitions- und Strukturbank Rheinland-Pfalz (ISB) ein Bonitätsrating erhalten. Die Ratingagentur Fitch vergab der ISBRLP (so der Ticker) hierbei die Bestnote AAA mit stabilem Ausblick.

7. gemeinsame NRW-Städteanleihe

Die NRWGK #7 war die erste gemeinsame NRW-Anleihe seit viereinhalb Jahren. In ihrer siebten Auflage taten sich Essen (44%), Hagen (32%) und Remscheid (24%) für eine zehnjährige Laufzeit zusammen. Die drei Kommunen brachten es auf einen Bedarf in Höhe von EUR 125 Mio. Die Bücher summierten sich auf EUR 150 Mio., der Spread bewegte sich daher nicht im Rahmen des Bookbuildings. Die ausgerufene IPT und Guidance jeweils bei ms +25bp waren letztlich auch der finale Spread. Die Anleihe ist mit einem Kupon von 1,95% ausgestattet.

Digitalisierung am Anleihenmarkt schreitet weiter voran

Bereits in 2021 hat die European Investment Bank (Ticker: EIB) auf sich aufmerksam gemacht, als sie ihre erste digitale Anleihe auf einer öffentlichen Blockchain begab (sog. Smart Bond). Für die Registrierung und Abwicklung wurde hierbei die „Distributed-Ledger-Technologie“ (DLT) genutzt. In 2022 wurde die EIB zu einem Wiederholungstäter: Neben einer weiteren auf EUR lautenden digitalen Anleihe kam es zu einem Debüt in der Währung GBP. Im Gegensatz zu der Emission aus dem Jahre 2021 wurde allerdings keine öffentliche Blockchain verwendet, sondern eine private mit Zugangsbeschränkung. Ebenfalls im digitalen Format war vergangenes Jahr die KfW unterwegs: Die Emission wurde dabei von Clearstream auf der digitalen Nachhandelsplattform „D7“ der Deutschen Börse durchgeführt. Die Anleihe umfasste ein Volumen von EUR 20 Mio. bei zweijähriger Laufzeit und wies einen Kupon in Höhe von 2,381% auf. Ermöglicht wurde die digitale Transaktion durch die Verabschiedung des Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG).

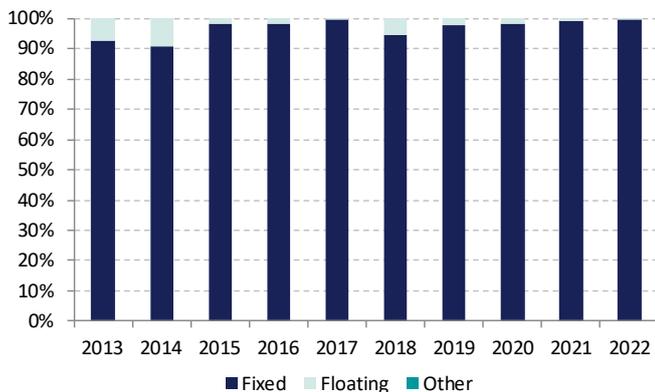
PSPP: Infrabel SA neu auf der Ankaufsliste

Die EZB hat im Rahmen des PSPP in 2022 erstmalig eine Anleihe der belgischen Infrabel SA (Ticker: INFBEL) angekauft. INFBEL ist ein aus der 2005 durchgeführten Privatisierung der Eisenbahn in Belgien hervorgegangenes Infrastrukturunternehmen und Teil der NMBS/SNCB-Gruppe (Nationale Gesellschaft der Belgischen Eisenbahnen). Die angekaufte Anleihe (INFBEL 4% 04/19/27) wurde im Jahr 2012 begeben und weist ein Volumen von EUR 75 Mio. auf.

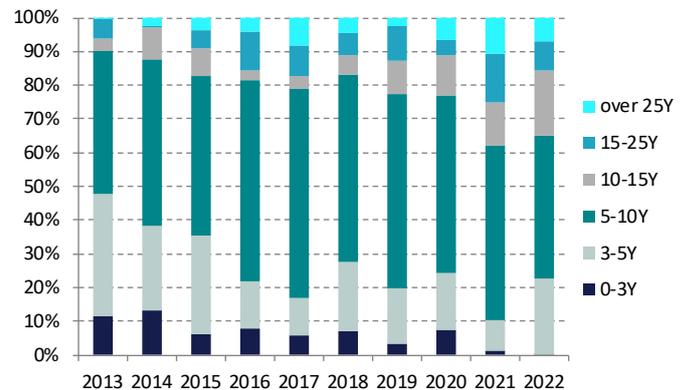
Prozentual erneut weniger EUR-Benchmarks als Floater begeben

Mit den seit 2008 stets gesunkenen Zinsen hatte auch die Bedeutung der Festkuponanleihen kontinuierlich zugenommen. Deren Anteil stabilisierte sich zuletzt auf äußerst hohem Niveau. In 2018 deutete sich kurzfristig eine minimale Trendumkehr an: So nahmen FRN-Emissionen das erste Mal seit 2014 wieder zu, kamen jedoch im Jahr darauf bereits (fast) wieder zum Erliegen. Der Anteil der FRN am Marktvolumen lag damals bei 5,4% und befand sich folglich nach wie vor auf geringem Niveau. In 2019 sank dieser Anteil dann von 2,2% über 1,9% (2020) und 0,8% (2021) auf nun 0,4% in 2022. Einen wirklich großen Anteil verneinten sie auch in der Vergangenheit nie auf sich. Erst eine echte geldpolitische Normalisierung gepaart mit divergierenden Erwartungen bezüglich der mittel- bis langfristigen Entwicklung des allgemeinen Zinsniveaus könnten den Anteil an Floatern wieder deutlich stärker ansteigen lassen, wie in den Jahren 2011-2014 zu erkennen war. Noch befinden wir uns allerdings im Zinserhöhungszyklus. Für den Moment rechnen wir folglich noch mit keiner nennenswerten Ausweitung des Floater-Anteils. Volumenmäßig waren nur EUR 1,1 Mrd. des gesamten EUR-Benchmark-Marktvolumens (EUR 270,4 Mrd.) Floater, sodass der Wert absolut und relativ gesehen niedriger lag als in 2020 und 2021.

EUR-Benchmark-Emissionen nach Kupontyp



EUR-Benchmark-Emissionen nach Laufzeitbereich



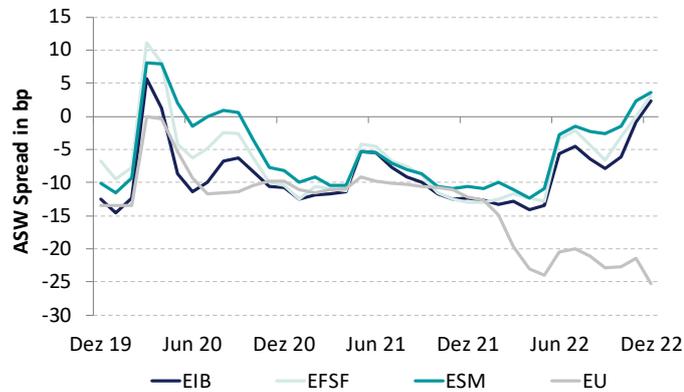
Anm.: Benchmarks werden als Anleihen mit einem Emissionsvolumen von mind. EUR 0,5 Mrd. definiert.

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

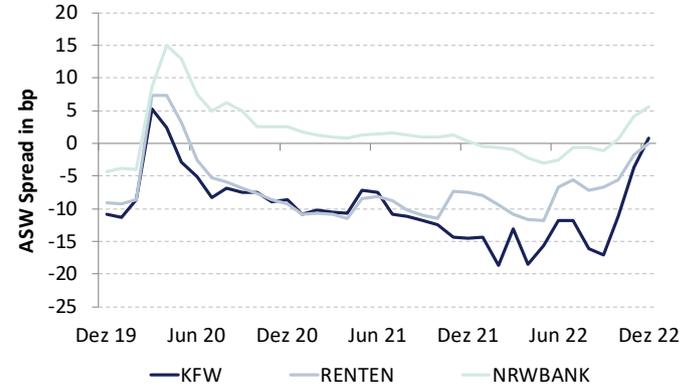
Laufzeitenbuckets tendieren plötzlich wieder zu kürzer

Nachdem in den vergangenen Jahren der prozentuale Anteil der längeren Laufzeitenbuckets gestiegen ist, kehrte sich der Trend im Jahresverlauf von 2022 aufgrund des geänderten Marktumfelds um. Eine Ausnahme gab es jedoch: Während der Anteil 0-3Y bis 2012 bei über 20% lag, waren es in 2020 nur noch 7,3% und in 2021 bereits 1,2%. 2022 ergab sich ein neues Tief bei 0,2%. Wie aus der Grafik oben ersichtlich, stieg allerdings der relative Anteil im Laufzeitenband von 3-5Y deutlich an. Betrug der Anteil in 2021 noch 8,9%, kam es in 2022 zu mehr als einer Verdopplung auf 22,3%. Der Anteil im nächstgrößeren Bucket (5-10Y) ist hingegen von 52,0% auf 42,5% gesunken. Das Laufzeitenband von zehn bis 15 Jahren erreichte nach unseren Aufzeichnungen sogar ein neues Allzeithoch: 19,5% der Emissionen fielen in 2022 in dieses Bucket (Vorjahr: 12,8%). 2016 lag dieses Cluster noch bei 3%. Laufzeiten von 15-25Y sowie über 25Y waren mit 8,4% (Vorjahr: 14,6%) bzw. 7,0% (Vorjahr: 10,5%) weniger präsent als noch 2021. Somit gibt es zwei klare Gewinner für die Laufzeitenbuckets: Deutlich zulegen konnten 3-5Y sowie 10-15Y. Alle anderen Laufzeitbänder wiesen kleinere Anteile gegenüber 2021 auf.

Europäische Supras ASW Spreads 10y



Deutsche Agencies ASW Spreads 10y

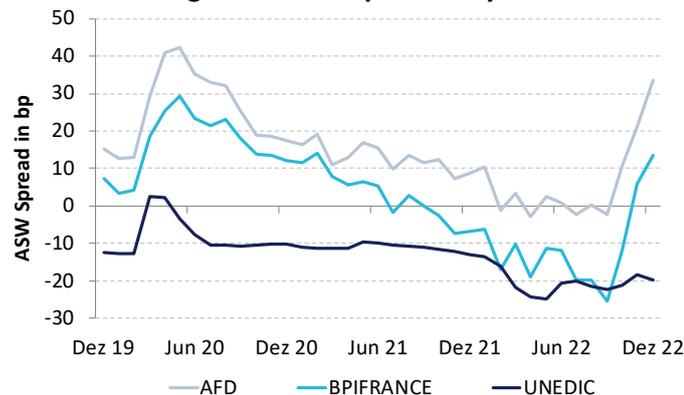


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Repricing an allen Fronten, doch EU sticht hervor

Die Spreadbewegungen aller Sub-Assetklassen lässt sich in wenigen Worten beschreiben: Seit Mitte des Jahres – und damit seit der Zinswende sowie dem Ende der Nettoankäufe der EZB – weiten sich die Spreads aus. Mit einer Ausnahme: Die ASW-Spreads der Europäischen Union kennen seit Jahresbeginn nur eine Richtung – und zwar die nach unten. Aufgrund des enormen Fundingbedarfs bewegt sich die EU immer näher an die Klassifizierung als Sovereign. Dabei hat das weiter oben beschriebene Ratingupgrade sicherlich auch seinen Beitrag geleistet. Im Zehnjahresbereich weisen die anderen E-Supras seit dem Corona-Schock zum Jahresende 2022 inzwischen erstmalig wieder positive ASW-Spreads auf. Gleiches gilt für deutsche Agencies, wenngleich die NRW.BANK aufgrund der Garantie vom Land NRW (und nicht vom Bund, wie es bei der KfW und Rentenbank der Fall ist) sich bereits seit längerem zwischen positiven und negativen Spreads bewegt.

Französische Agencies ASW Spreads 10y



Niederländische Agencies ASW Spreads 10y



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

Ähnliches Muster bei französischen und niederländischen Adressen

Eine Ausweitung lässt sich ebenfalls für die französischen und niederländischen Emittenten feststellen. Auffällig ist, dass eine Ausweitung für UNEDIC nicht zu beobachten ist, hier spielt der regulatorische Vorteil (Risikogewichtung: 0%) gegenüber Bpifrance und AFD eine Rolle. Großartige Bewegung vor und nach der Frankreichwahl lassen sich auf Monatsbasis nicht verzeichnen. Bei den niederländischen Agencies lässt sich ein ähnliches Muster feststellen: Seit Mitte des Jahres und damit dem Ende der Nettoankäufe und dem Beginn der Zinswende, sind die ASW-Spreads im Parallelflug auf dem Weg nach oben.

Fazit

Das vergangene Jahr war abermals außergewöhnlich und lässt sich nur schwer in einen Jahresrückblick pressen. Zudem gerät Vieles zu schnell in Vergessenheit, was es rechts und links noch abseits von Krieg, Pandemie und Energiekrise gab. Das Emissionsvolumen von EUR-Benchmarks war mit EUR 270,4 Mrd. zwar weniger voluminöser als in 2020 oder gar 2021, befindet sich damit allerdings noch weit über dem Niveau von vor der Pandemie. Aus einigen Blickwinkeln haben sich Trends verändert, so waren prozentual noch weniger Floater zu verzeichnen und anstelle ultralanger Laufzeiten waren wieder die kürzeren Laufzeiten gefragt. Aufgrund der EZB-Zinsentscheidungen und den für unser Subsegment besonders relevanten Änderungen der Ankaufprogramme APP und PEPP bewegten sich die Spreads in diesem Jahr graduell immer weiter nach oben.

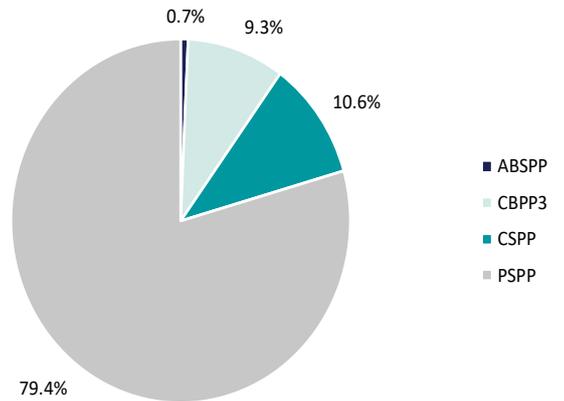
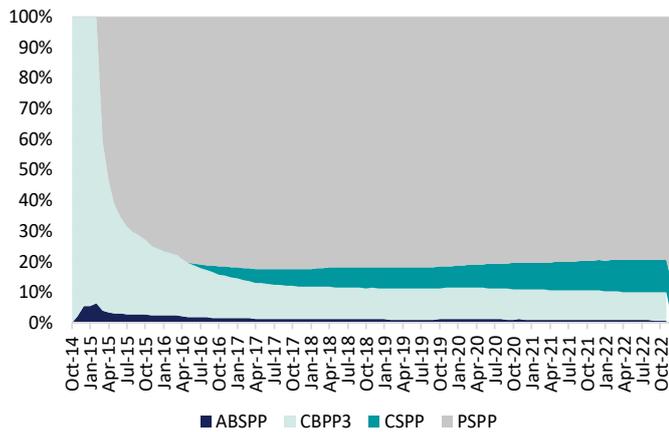
EZB-Tracker

Asset Purchase Programme (APP)

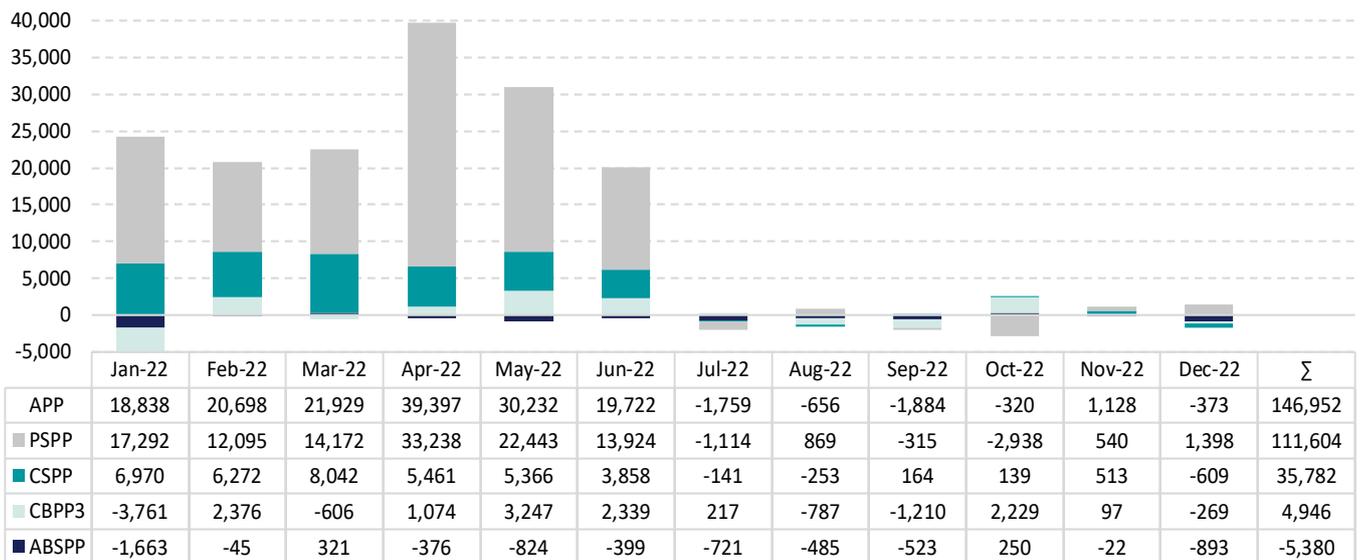
Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Nov-22	23,822	302,482	345,039	2,585,720	3,257,063
Dec-22	22,915	301,973	344,119	2,584,666	3,253,673
Δ	-893	-269	-609	+1,398	-373

Portfoliostruktur

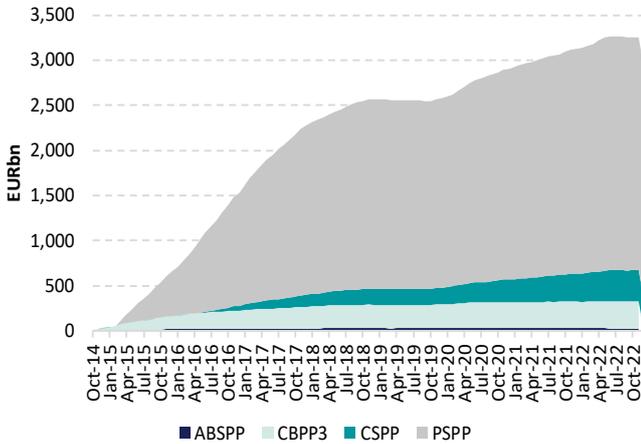


Monatliche Nettoankäufe (in EURm)

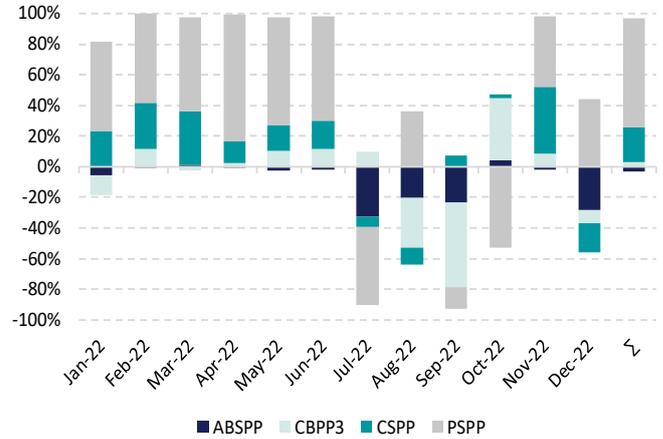


Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

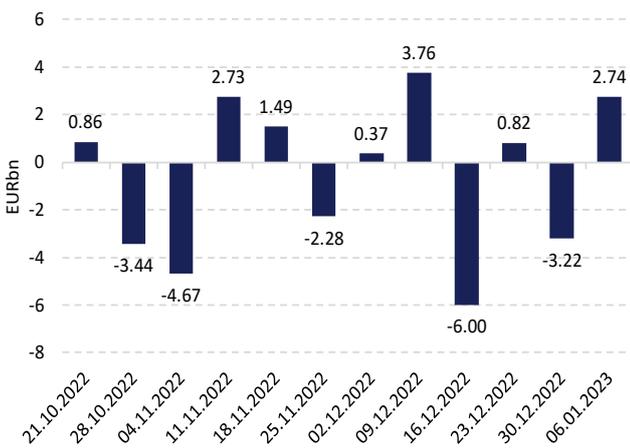
Portfolioentwicklung



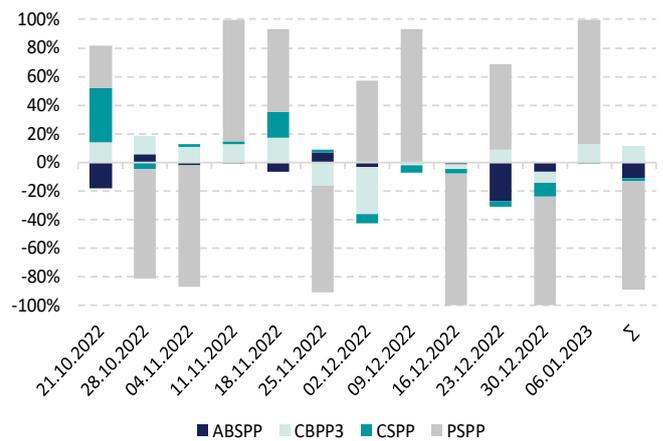
Verteilung der monatlichen Ankäufe



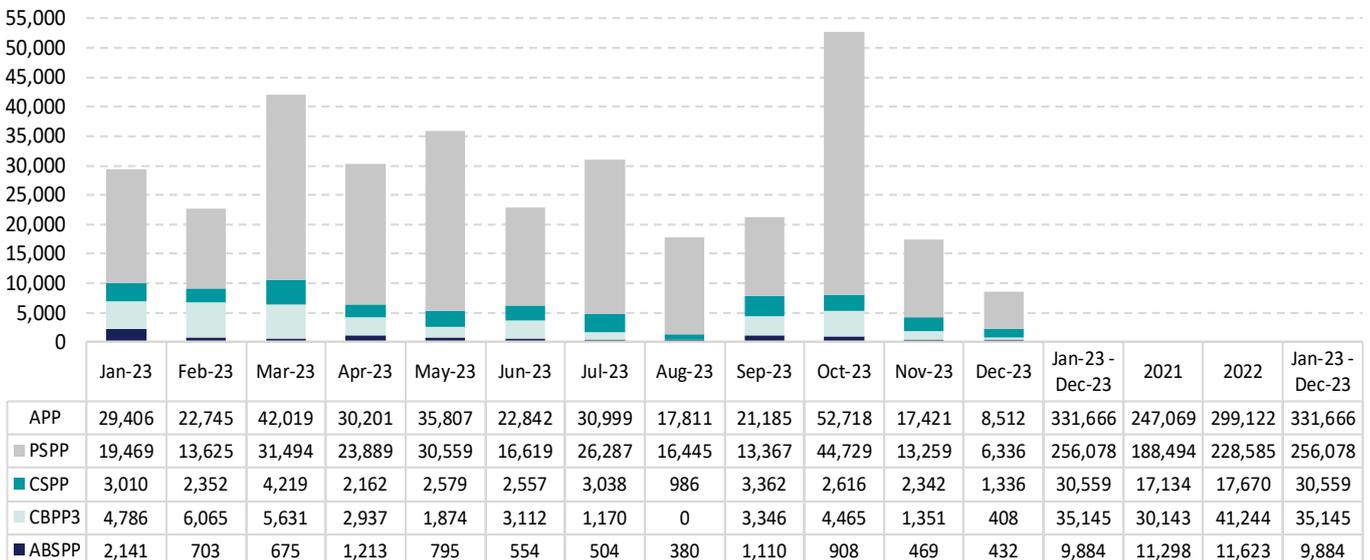
Wöchentliches Ankaufsvolumen



Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



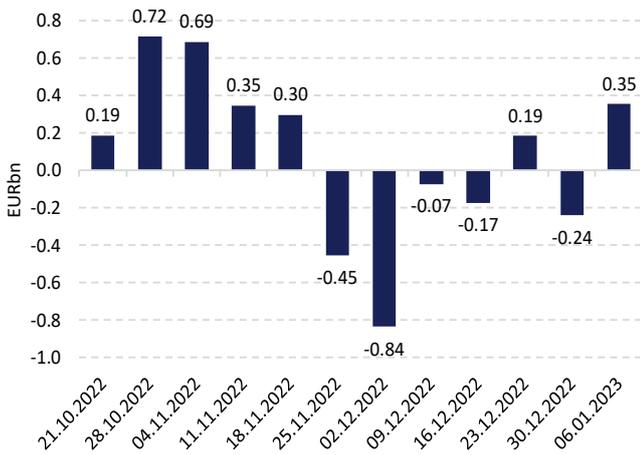
Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



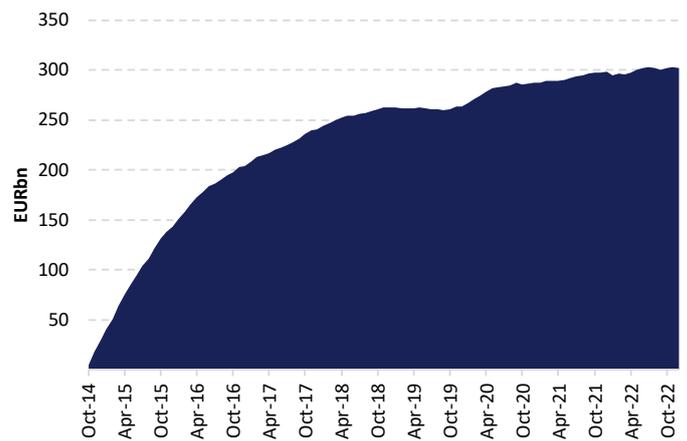
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)

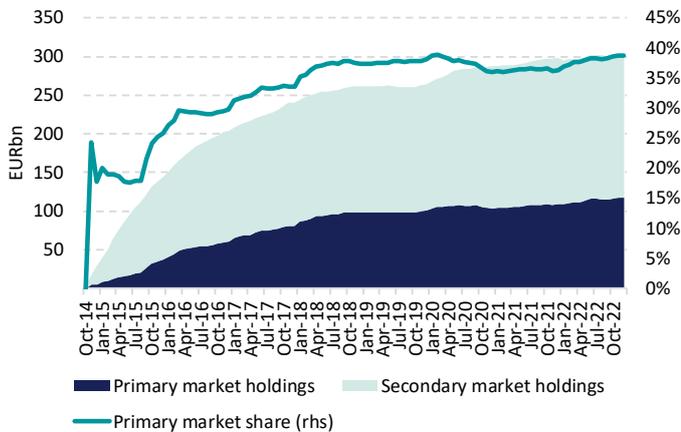
Wöchentliches Ankaufvolumen



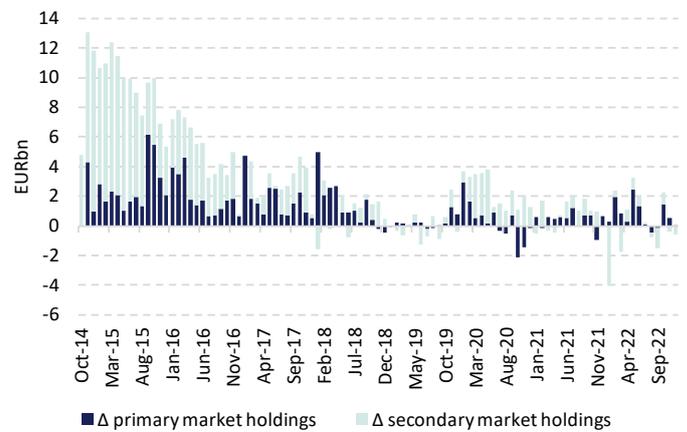
Entwicklung des CBPP3-Volumens



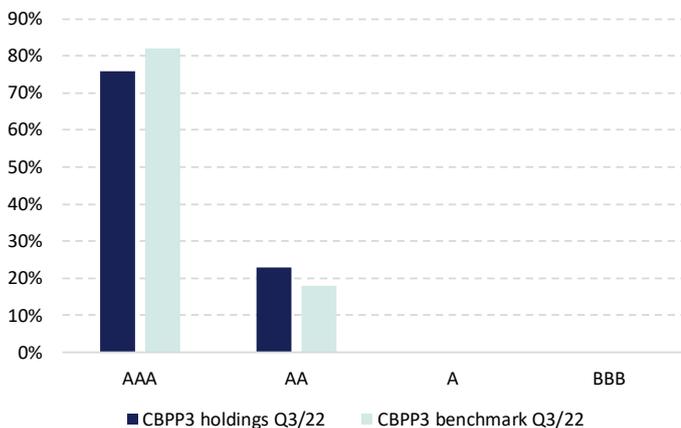
Primär-/Sekundärmarktanteile



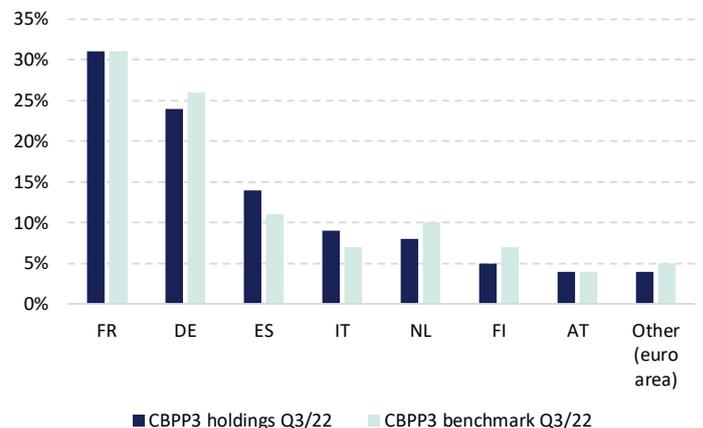
Veränderung der Primär-/Sekundärmarktanteile



CBPP3-Struktur nach Ratings

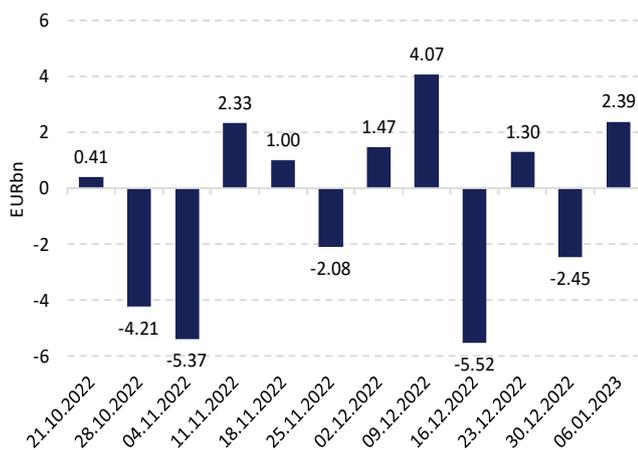


CBPP3-Struktur nach Jurisdiktionen

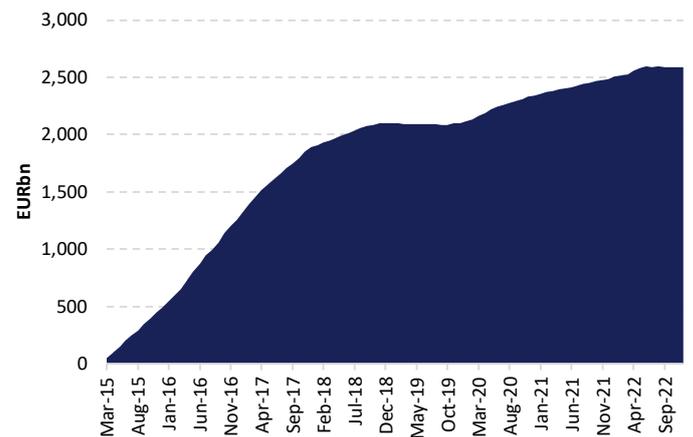


Public Sector Purchase Programme (PSPP)

Wöchentliches Ankaufsvolumen



Entwicklung des PSPP-Volumens



Gesamtverteilung der PSPP-Ankäufe per Monatsende

Jurisdiktion	Adjustierter Verteilungsschlüssel ¹	Bestand (in EURm)	Erwartbarer Bestand ² (EURm)	Differenz (EURm)	Ø Restlaufzeit ³ (in Jahren)	Marktdurchschnitt ⁴ (in Jahren)	Differenz (in Jahren)
AT	2.7%	75,137	74,083	1,054	7.5	8.4	-0.9
BE	3.4%	94,346	92,215	2,131	7.2	10.4	-3.1
CY	0.2%	4,507	5,446	-939	8.3	8.8	-0.6
DE	24.3%	665,594	667,243	-1,649	6.7	7.9	-1.3
EE	0.3%	564	7,130	-6,566	7.9	8.4	-0.5
ES	11.0%	316,322	301,827	14,495	7.7	8.2	-0.5
FI	1.7%	44,368	46,494	-2,126	8.0	8.8	-0.8
FR	18.8%	533,975	516,966	17,009	6.7	8.6	-1.9
GR	0.0%	0	0	0	0.0	0.0	0.0
IE	1.6%	42,925	42,862	63	8.3	10.1	-1.8
IT	15.7%	443,559	430,001	13,558	7.2	7.9	-0.7
LT	0.5%	6,021	14,649	-8,628	10.0	9.6	0.4
LU	0.3%	3,947	8,338	-4,391	5.6	7.5	-1.9
LV	0.4%	3,934	9,863	-5,929	8.6	8.6	0.0
MT	0.1%	1,435	2,655	-1,220	11.0	9.4	1.5
NL	5.4%	134,573	148,335	-13,762	7.6	9.3	-1.7
PT	2.2%	53,694	59,241	-5,547	7.5	7.8	-0.4
SI	0.4%	11,226	12,187	-961	9.3	9.5	-0.2
SK	1.1%	18,646	28,987	-10,341	7.7	8.5	-0.7
SNAT	10.0%	288,028	274,280	13,748	8.2	9.6	-1.4
Total / Avg.	100.0%	2,742,802	2,742,802	0	7.2	8.5	-1.3

¹ Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras und die Disqualifikation Griechenlands

² Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel

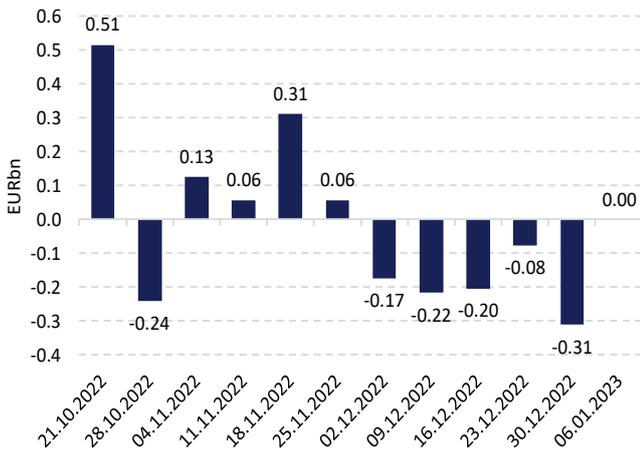
³ Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (WAM) der für das PSPP angekauften Anleihen

⁴ Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (WAM) der für das PSPP ankaufbaren Anleihen

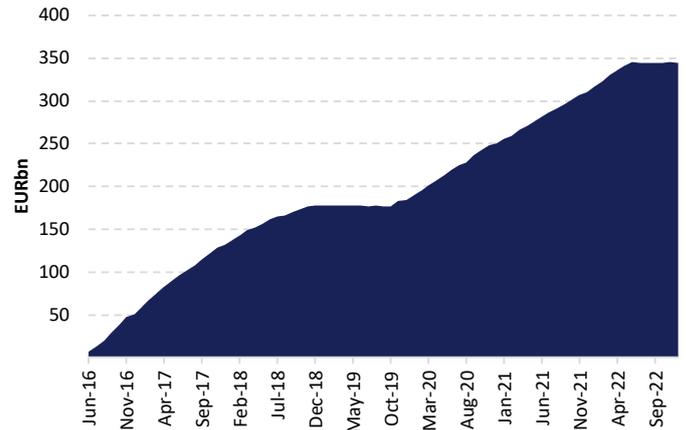
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)

Wöchentliches Ankaufvolumen

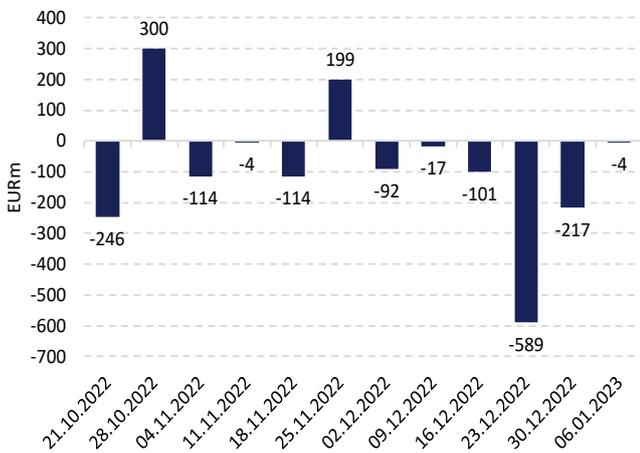


Entwicklung des CSPP-Volumens

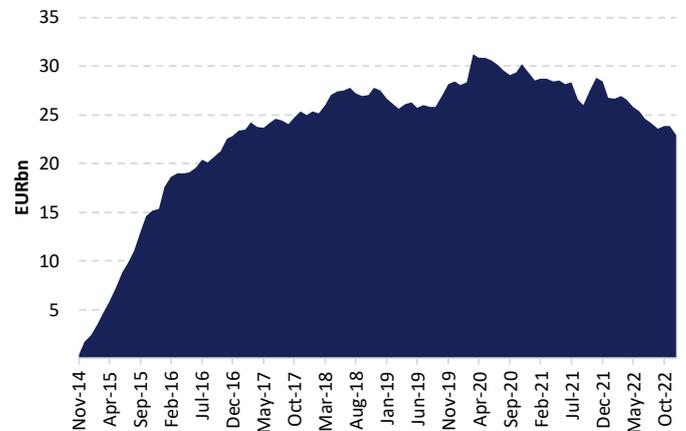


Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)

Wöchentliches Ankaufvolumen



Entwicklung des ABSPP-Volumens



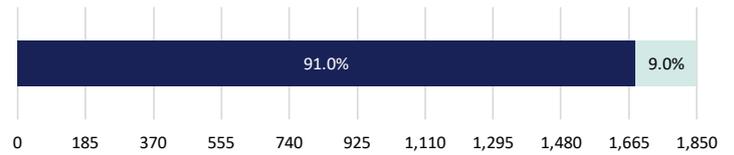
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

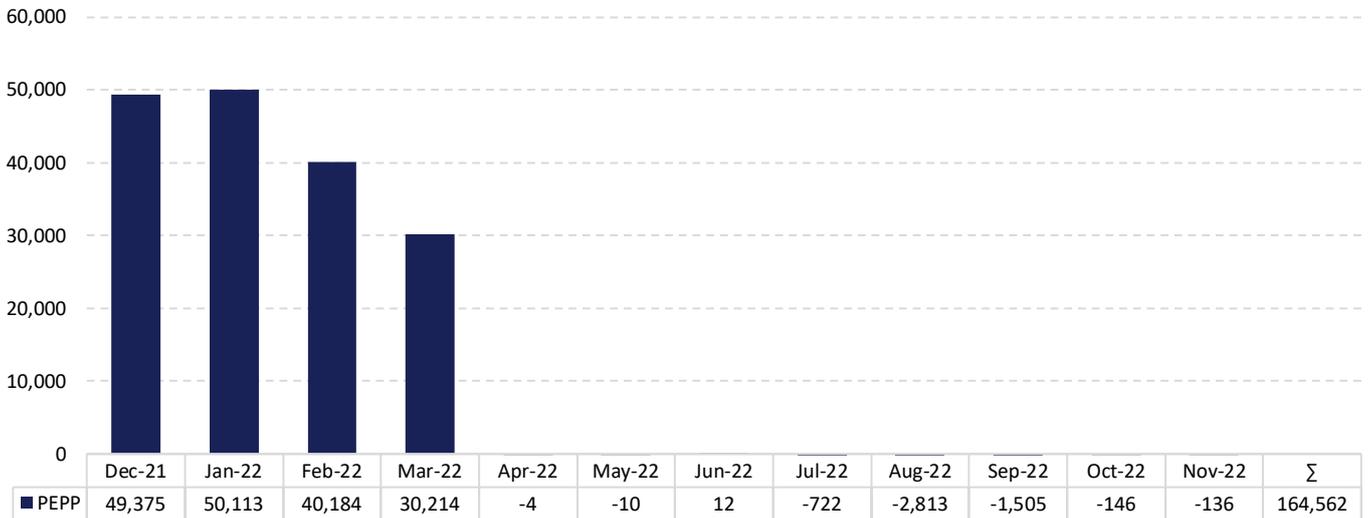
Volumen des Ankaufprogramms (in EURm)

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

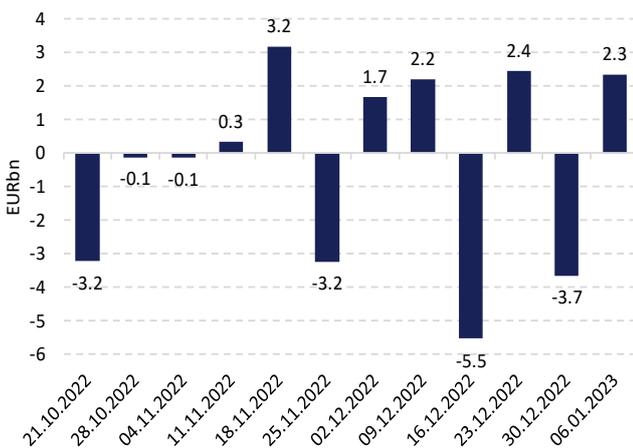
Investierter Anteil am PEPP-Rahmen (in EURbn)



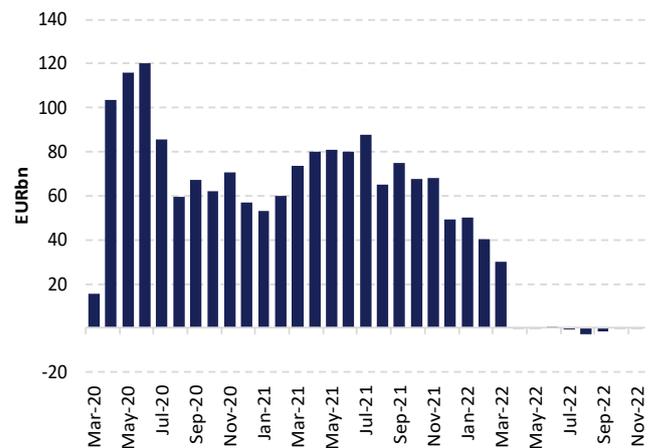
Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



Wöchentliches Ankaufsvolumen



Entwicklung des PEPP-Volumens

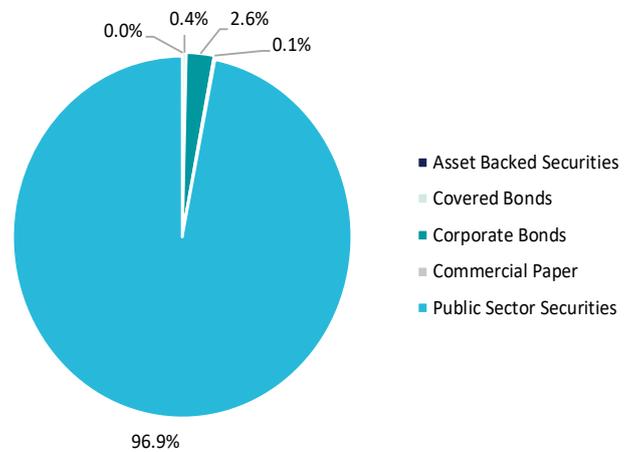
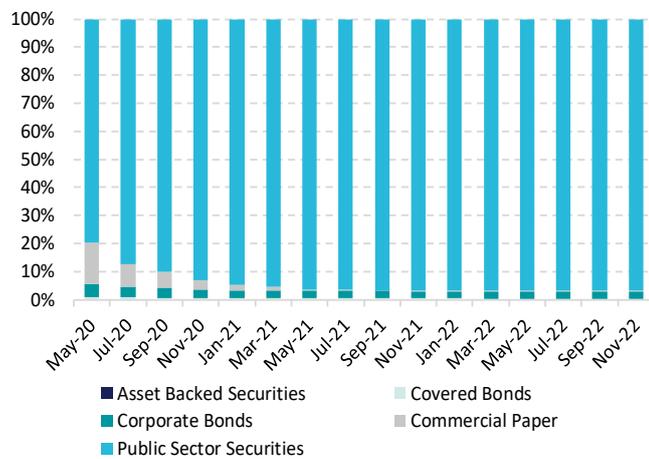


Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

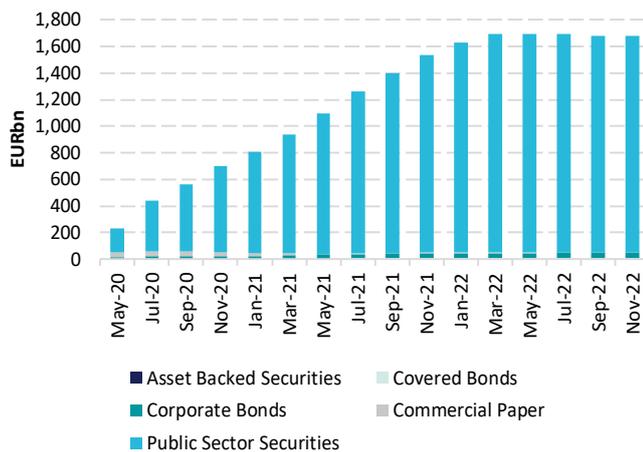
Volumina der Assetklassen (in EURm)

	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

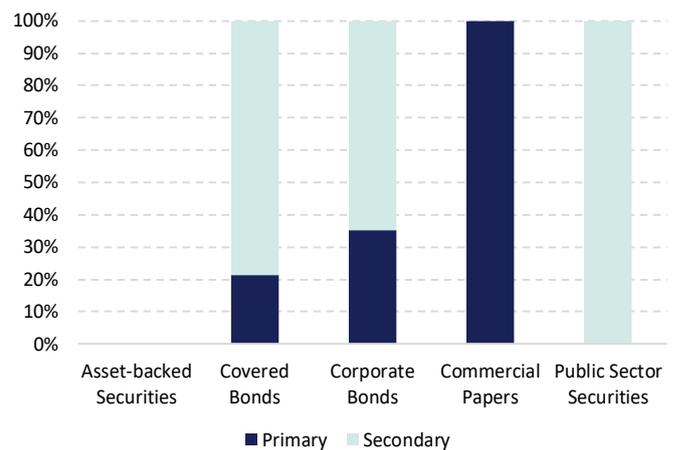
Portfoliostruktur



Portfolioentwicklung



Anteil der Primär-/Sekundärmarktankäufe



Überblick über Private Sector Assets unter dem PEPP

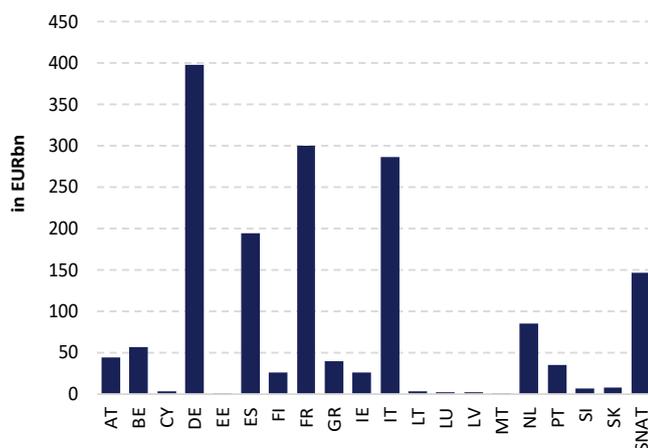
November 2022	Asset-backed Securities		Covered Bonds		Corporate Bonds		Commercial Paper	
	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär
Bestand in EURm	0	0	1,299	4,757	15,481	28,531	2,091	0
Anteil	0.0%	0.0%	21.4%	78.6%	35.2%	64.8%	100.0%	0.0%

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

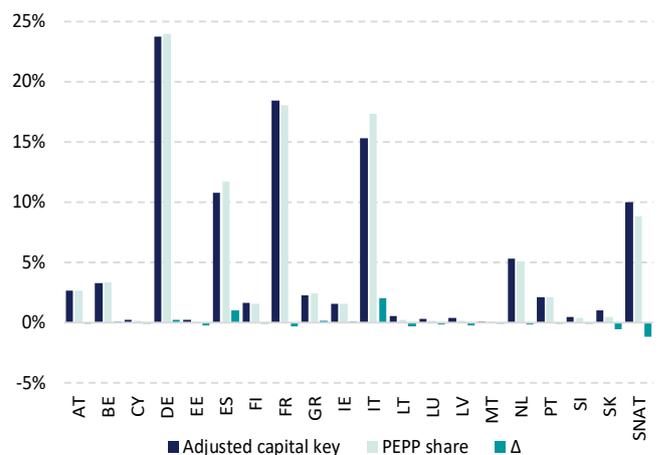
Überblick über Public Sector Assets unter dem PEPP

Jurisdiktion	Bestand (in EURm)	Adj. Verteilungs- schlüssel ¹	PEPP- Anteil	Δ zum adj. Verteilungs- schlüssel 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

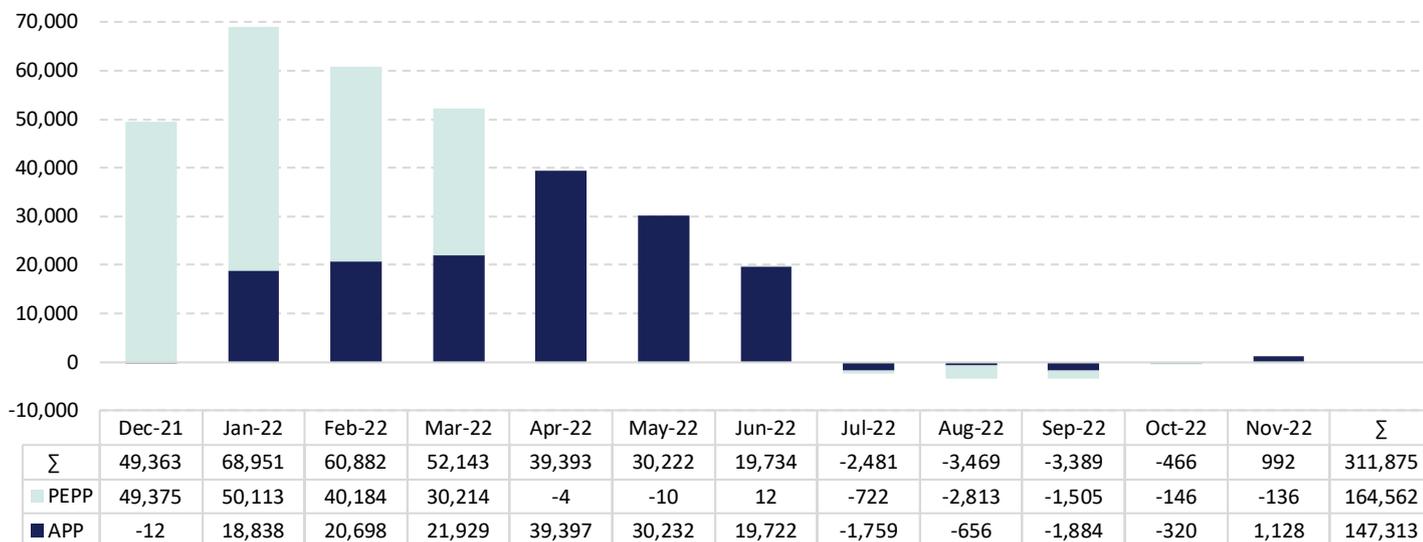
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP

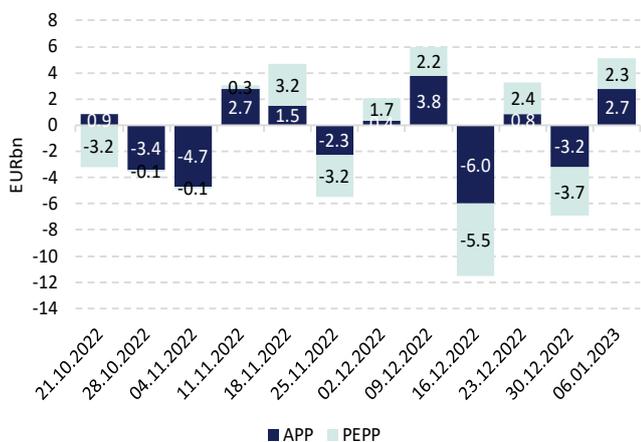
Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	APP	PEPP	APP & PEPP
Oct-22	3,257,063	1,712,889	4,969,952
Nov-22	3,253,673	1,712,753	4,966,426
Δ	-373	-136	-509

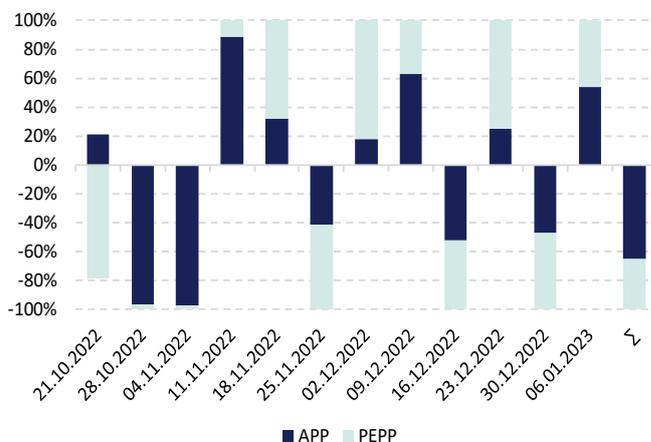
Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



Wöchentliches Ankaufvolumen



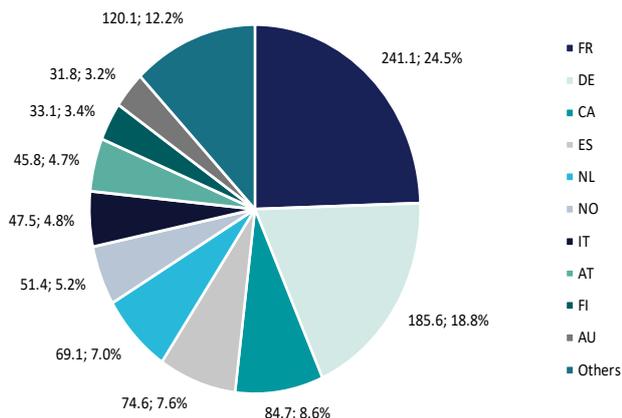
Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



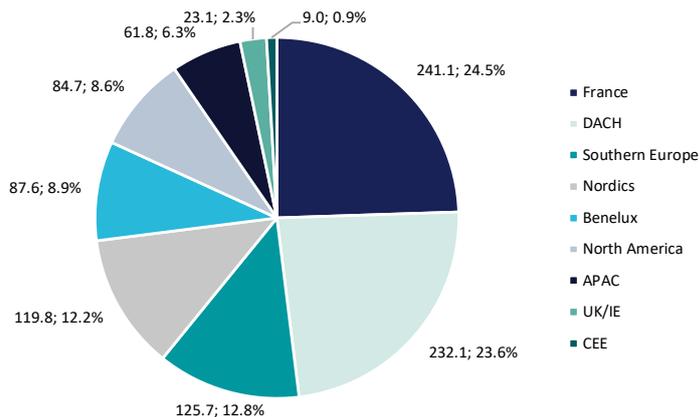
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



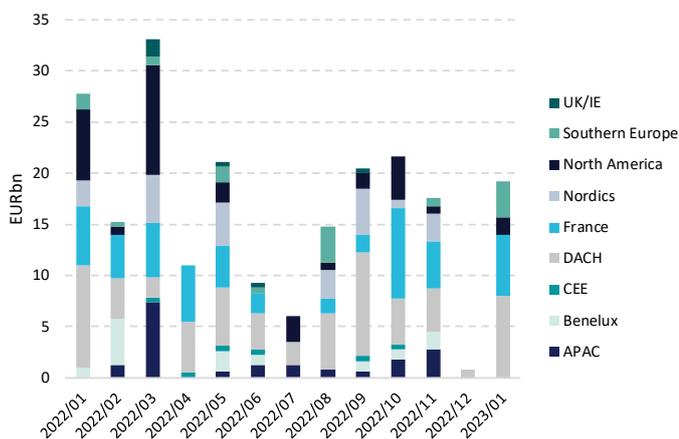
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



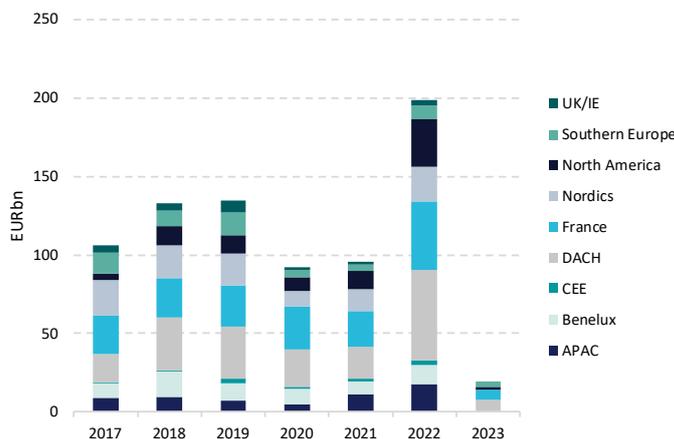
Top-10 Jurisdiktionen

Rank	Country	Amount outst. (EURbn)	No. of BMKs	There of ESG BMKs	Avg. issue size (EURbn)	Avg. initial maturity (in years)	Avg. mod. Duration (in years)	Avg. coupon (in %)
1	FR	241.1	232	15	0.96	9.7	5.2	1.02
2	DE	185.6	266	30	0.64	8.2	4.4	0.77
3	CA	84.7	65	0	1.27	5.6	2.8	0.57
4	ES	74.6	59	5	1.16	11.3	3.6	1.79
5	NL	69.1	70	1	0.92	11.3	6.9	0.81
6	NO	51.4	61	11	0.84	7.2	3.6	0.53
7	IT	47.5	58	2	0.79	9.2	3.7	1.24
8	AT	45.8	80	3	0.57	9.0	5.6	0.92
9	FI	33.1	35	3	0.94	7.3	3.7	0.75
10	AU	31.8	32	0	0.99	7.8	3.8	1.14

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

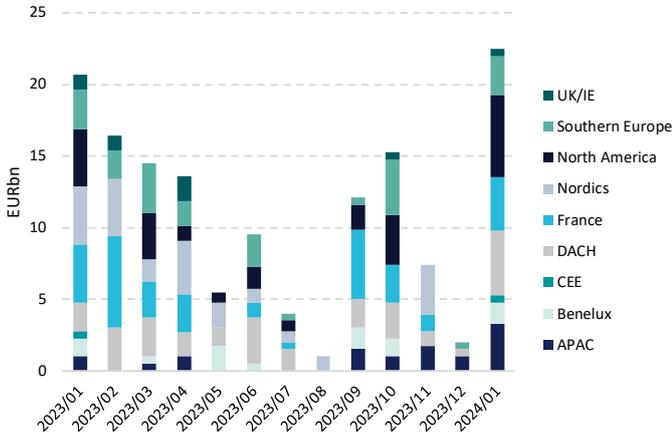


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

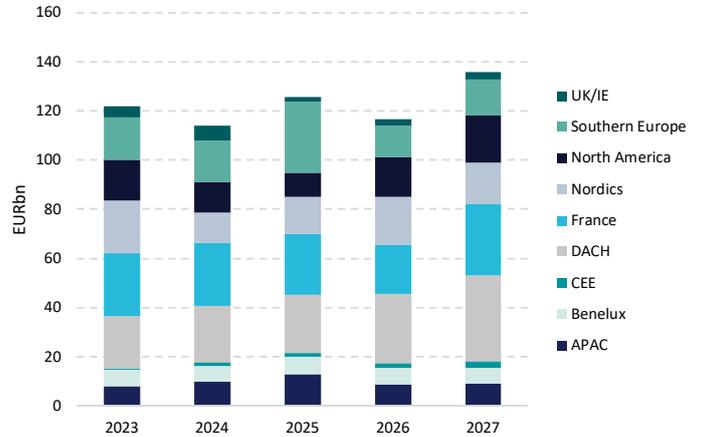


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

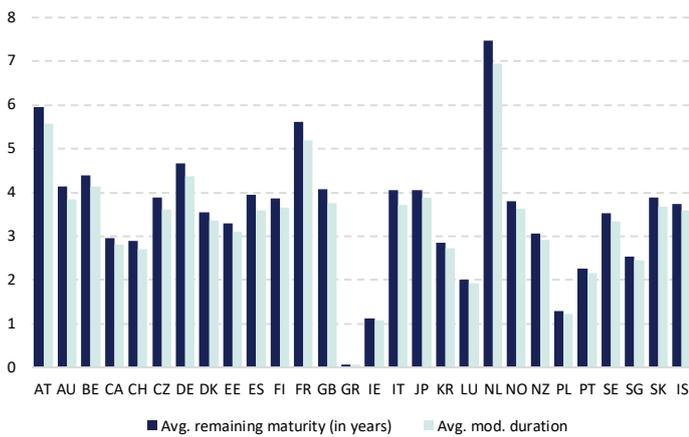
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



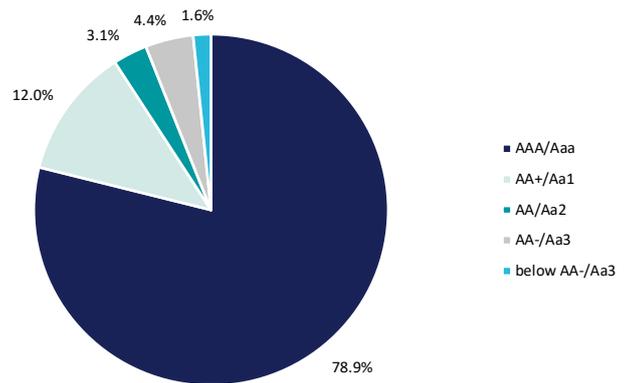
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



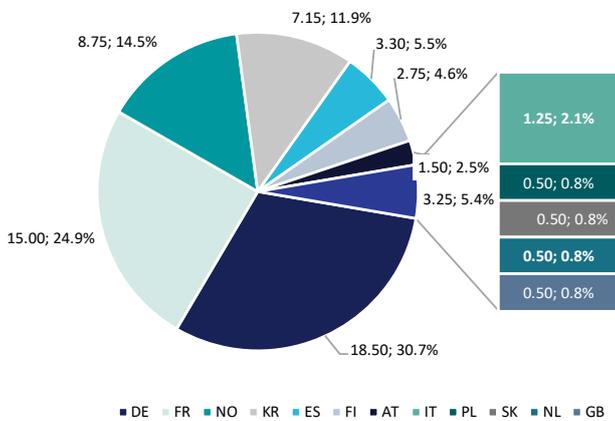
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



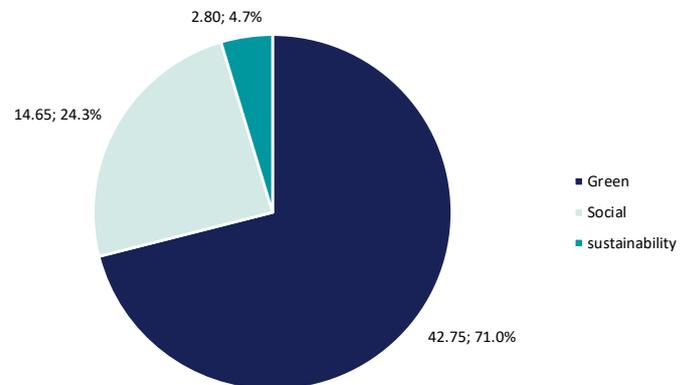
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

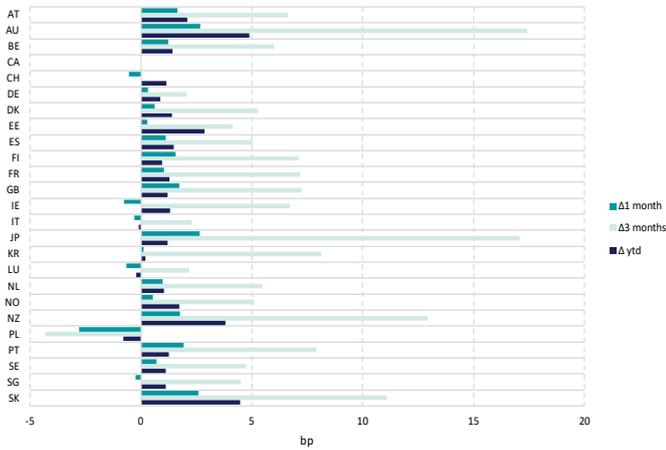


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

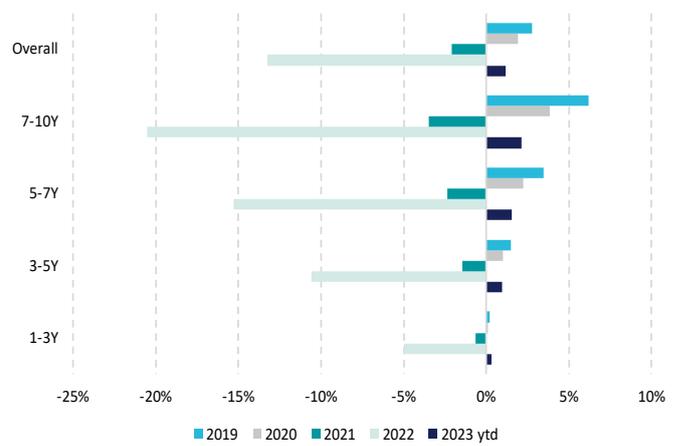


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

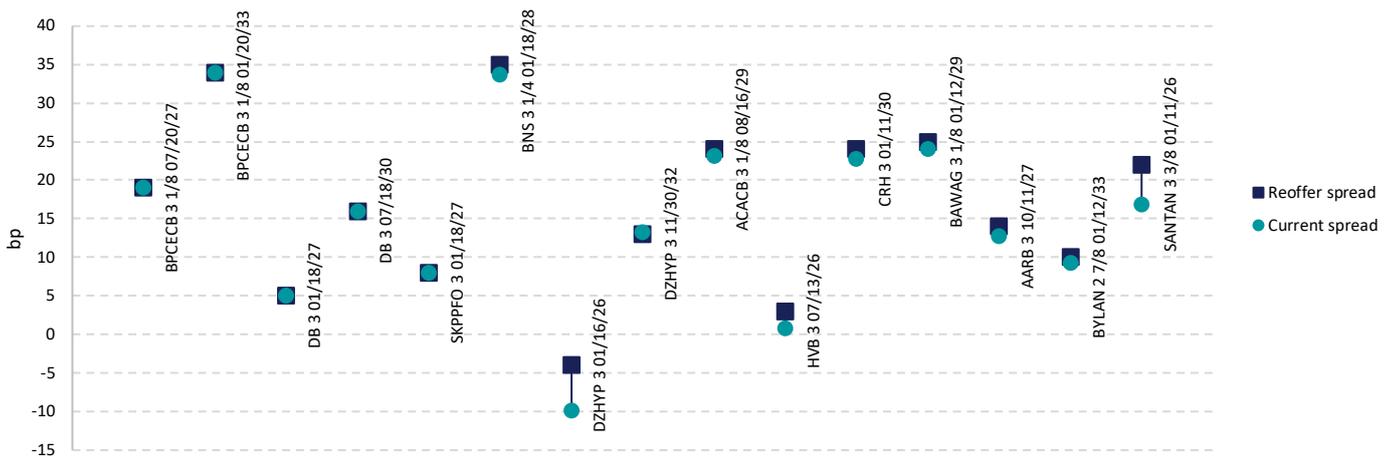
Spreadveränderung nach Land



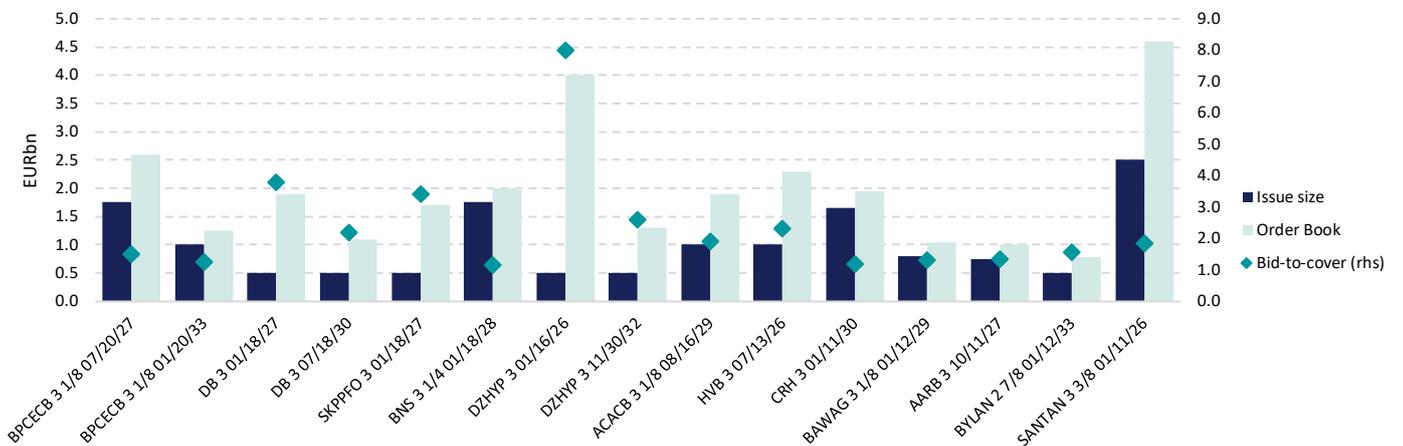
Covered Bond Performance (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

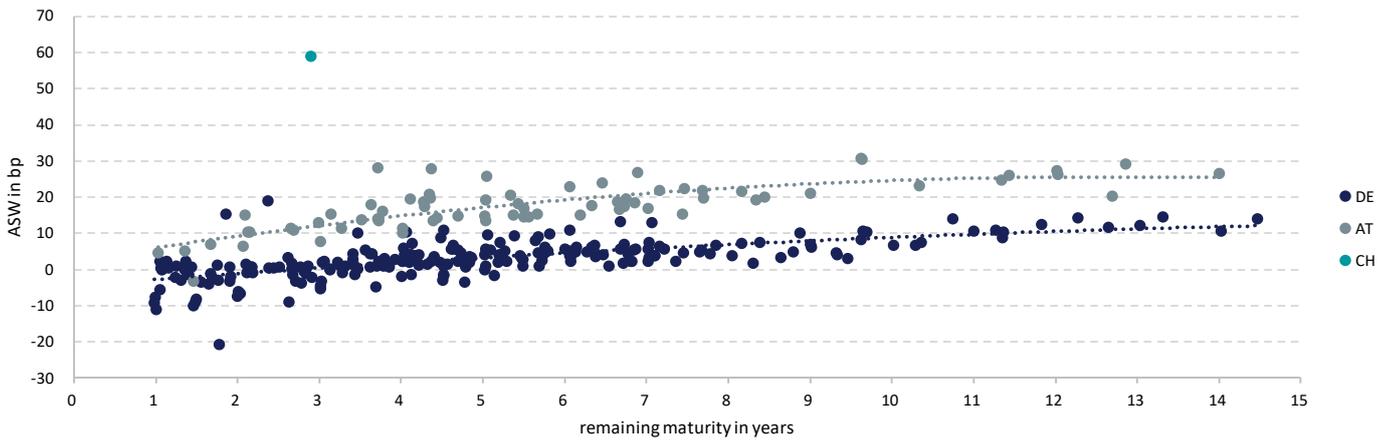


Orderbücher der letzten 15 Emissionen

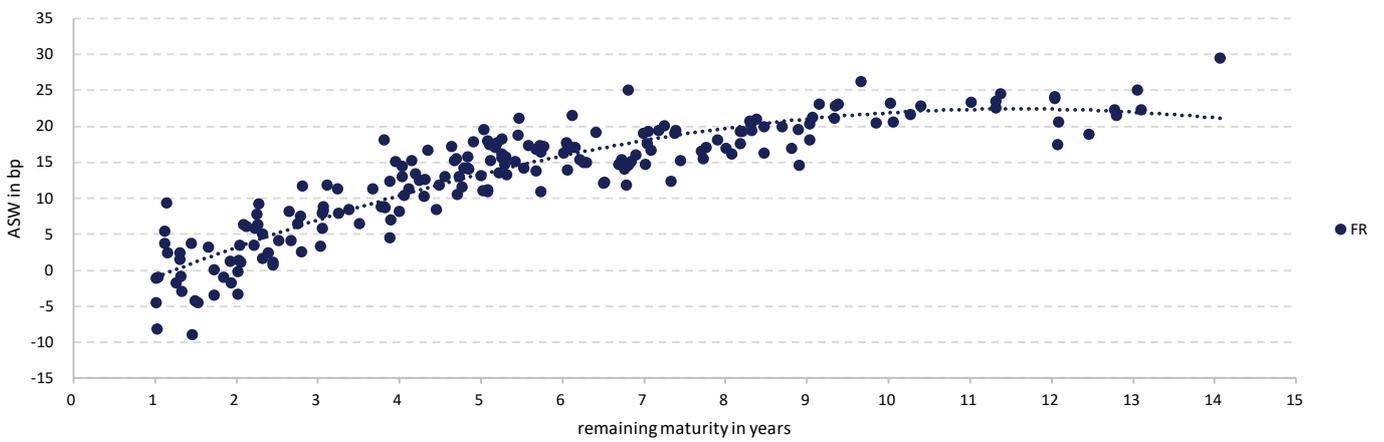


Spreadübersicht¹

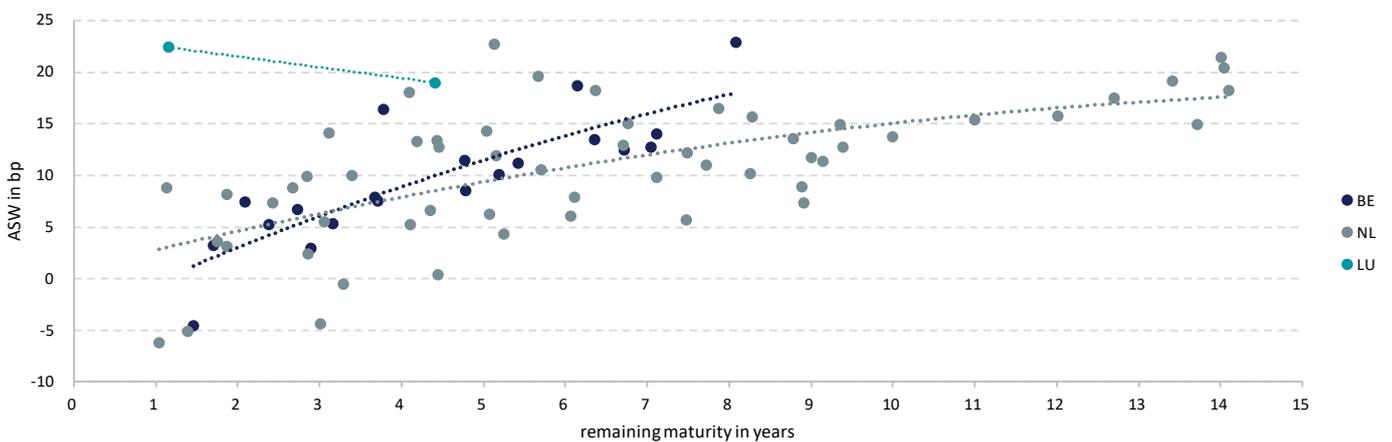
DACH 



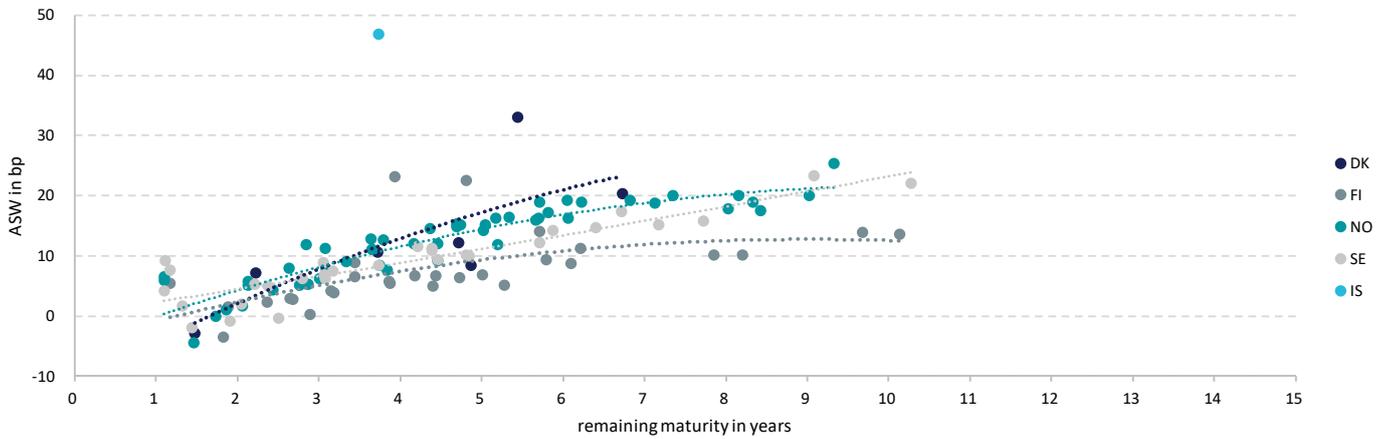
France 



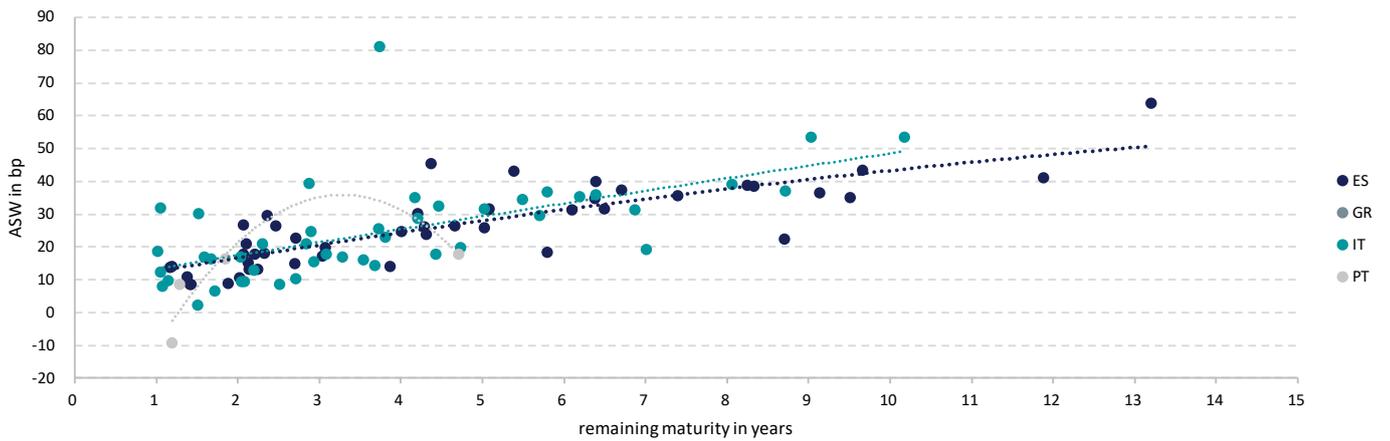
Benelux 



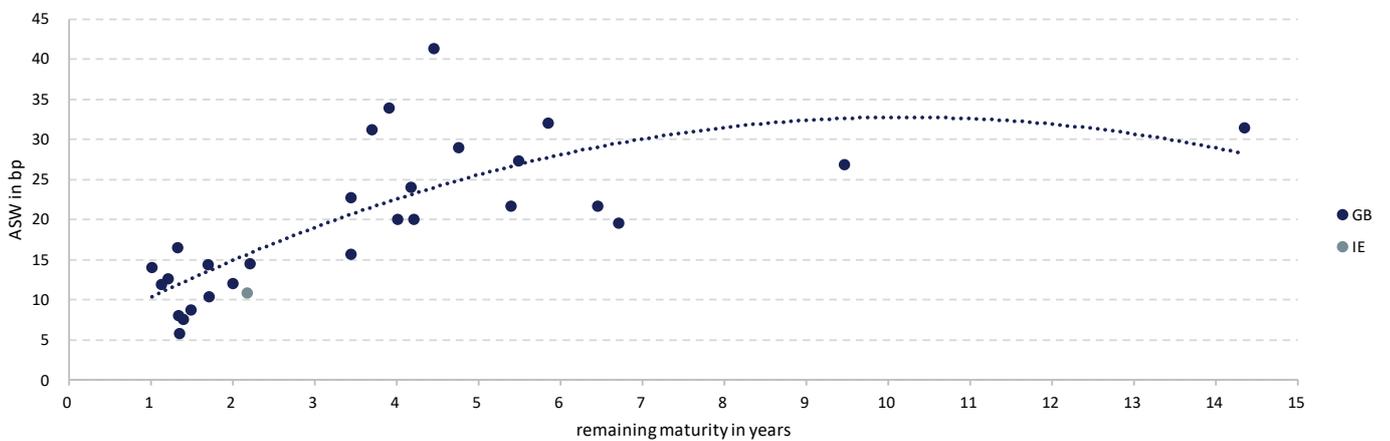
Nordics 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪 🇮🇸



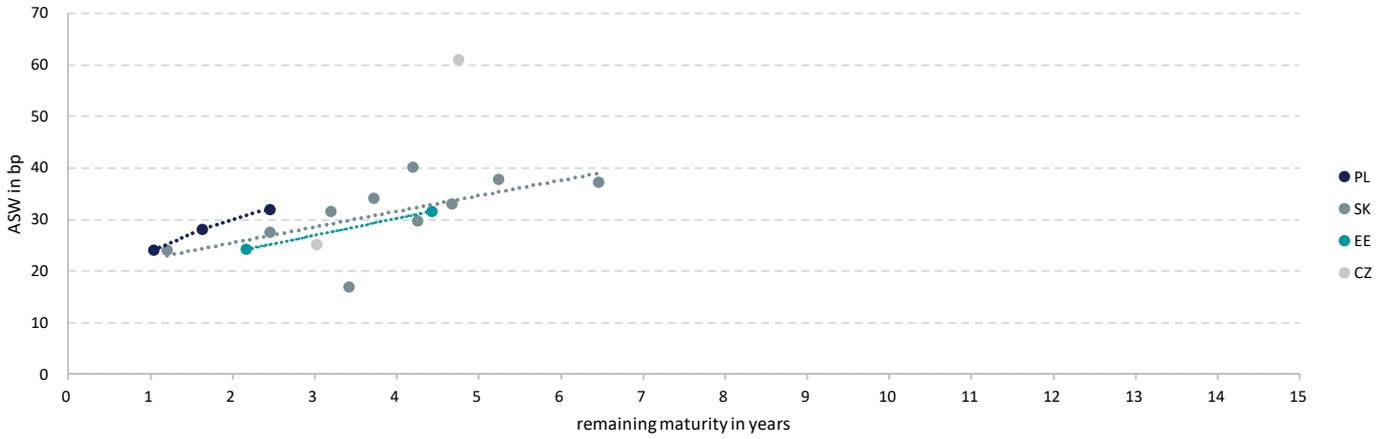
Southern Europe 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



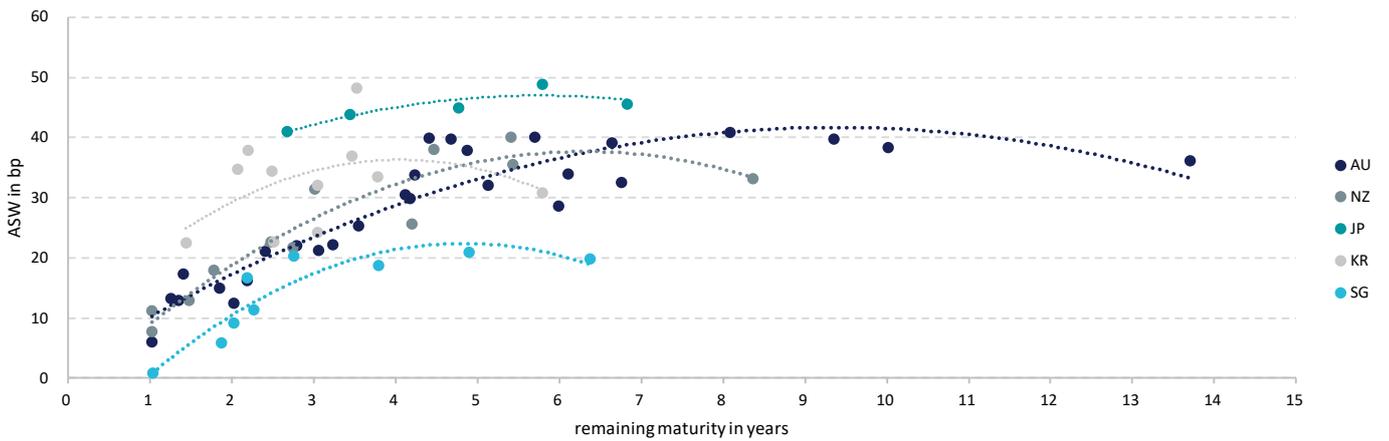
UK/IE 🇬🇧 🇮🇪



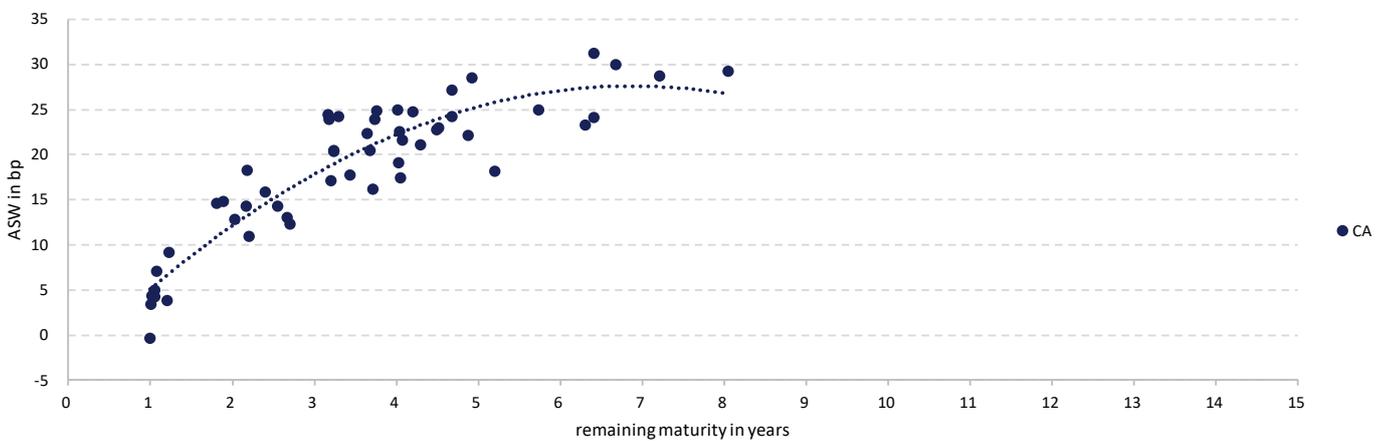
CEE 



APAC 



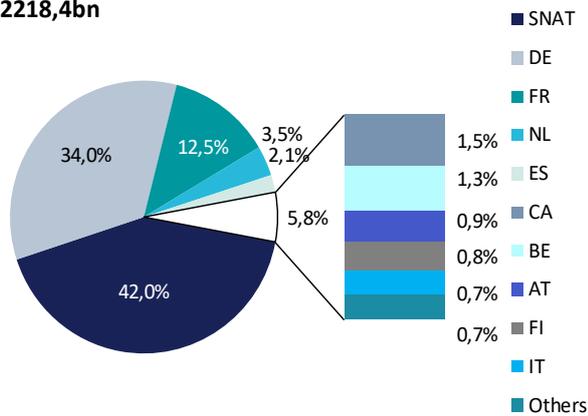
North America 



Charts & Figures SSA/Public Issuers

Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

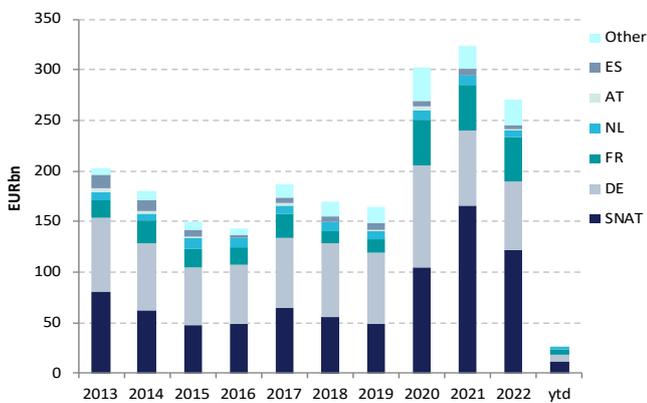
EUR 2218,4bn



Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (€bn)	No. of bonds	ØVol. (€bn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	932,4	220	4,2	8,2
DE	754,1	560	1,3	6,3
FR	277,8	182	1,5	6,2
NL	78,7	70	1,1	6,5
ES	45,6	60	0,8	4,6
CA	32,6	23	1,4	4,5
BE	28,0	31	0,9	11,8
AT	19,8	23	0,9	4,5
FI	18,5	22	0,8	5,4
IT	15,0	19	0,8	4,9

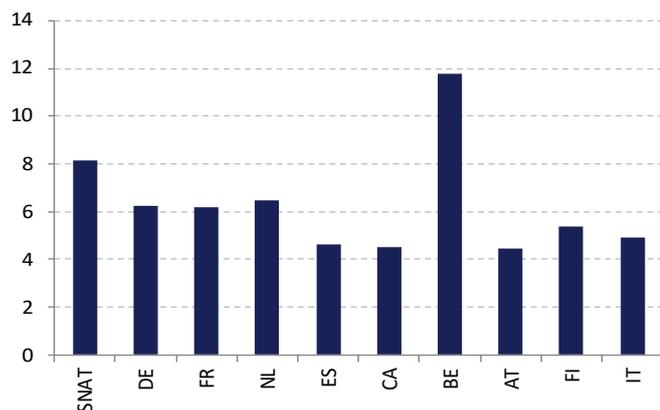
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



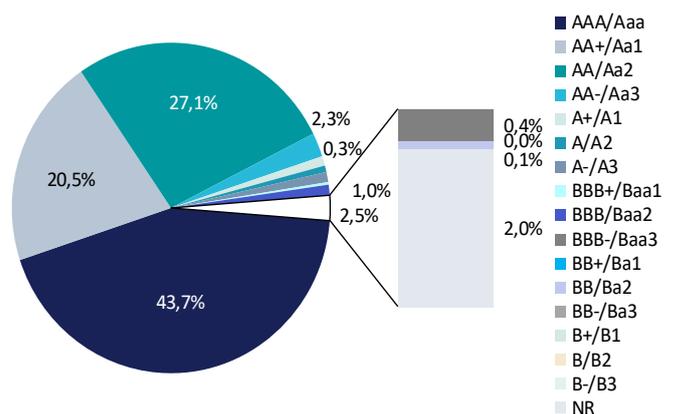
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



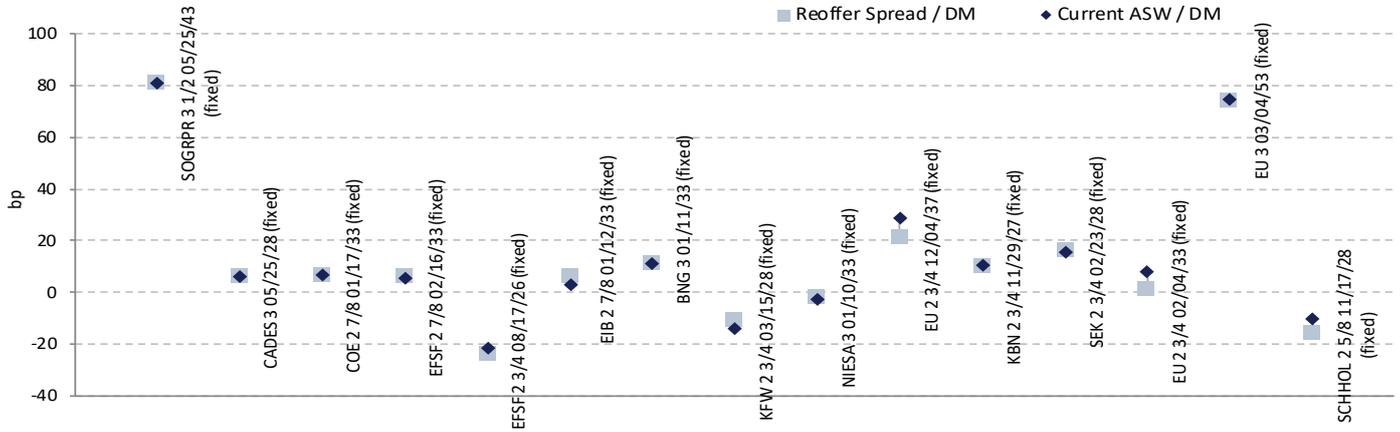
Vol. gew. Modified Duration nach Land



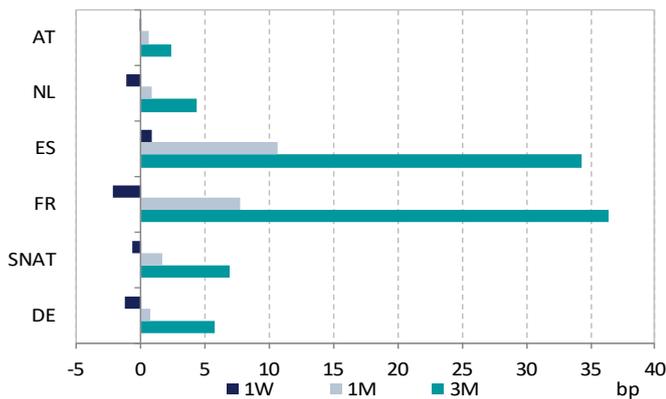
Ratingverteilung (volumengewichtet)



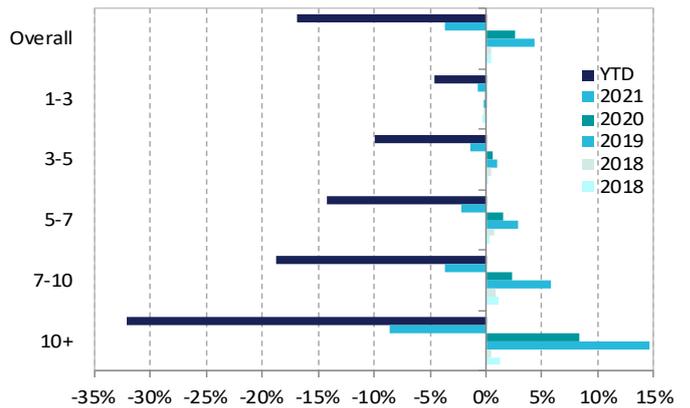
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



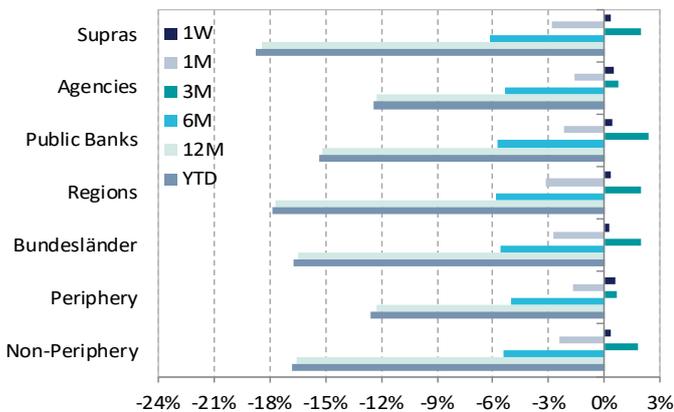
Spreadentwicklung nach Land



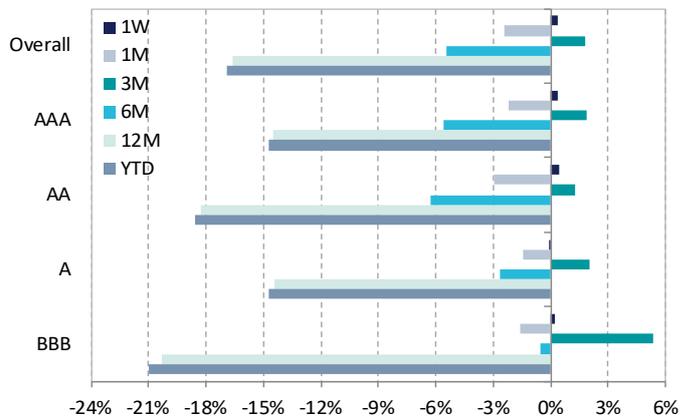
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

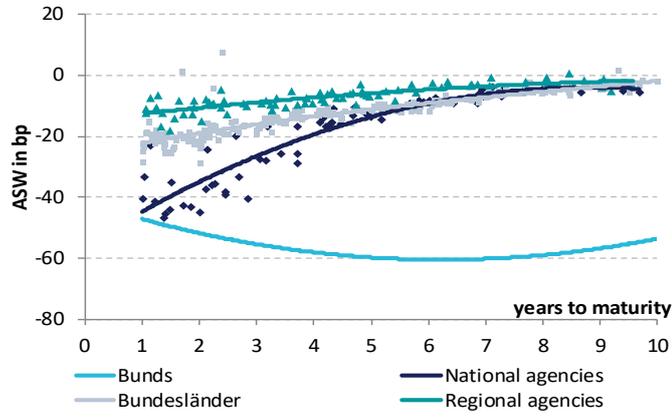


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

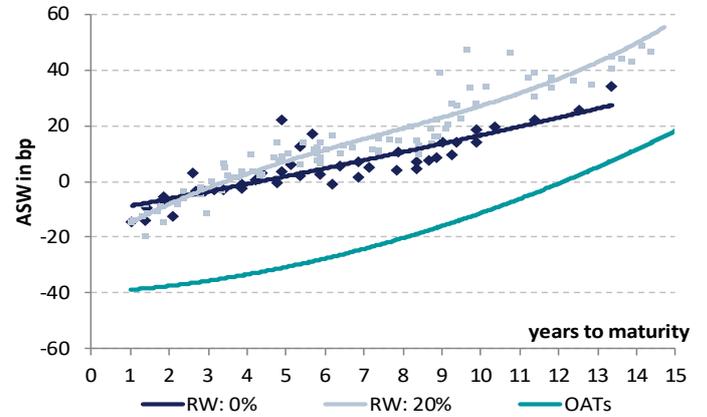


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

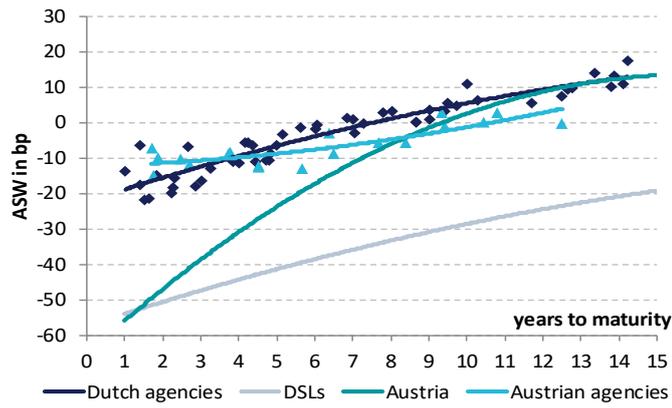
Germany (nach Segmenten)



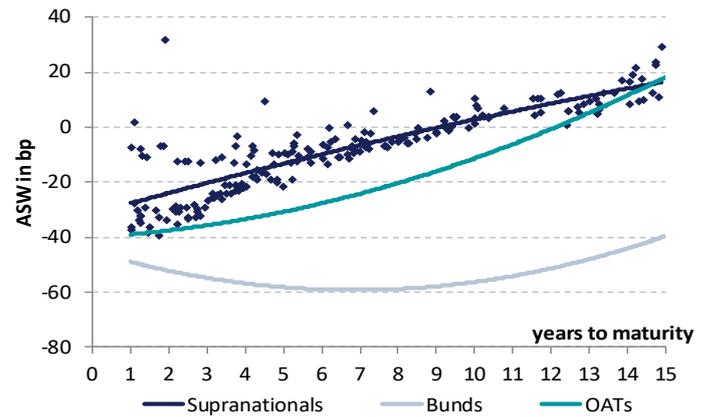
France (nach Risikogewichten)



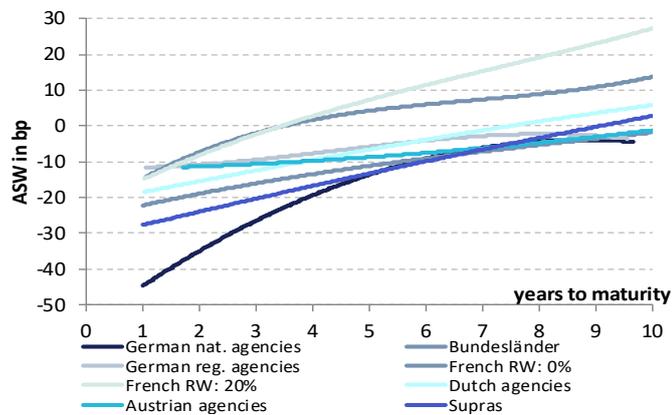
Netherlands & Austria



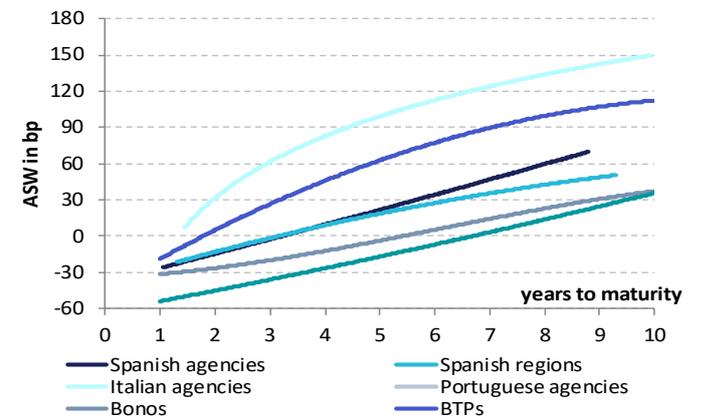
Supranationals



Core



Periphery



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

Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
39/2022 ♦ 14. Dezember	<ul style="list-style-type: none"> Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2023 SSA-Ausblick 2023: EZB, NGEU und deutsche Schuldenbremse
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

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 BEAUFICHTIGT.

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Indonesien:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Irland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Japan:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Luxemburg:

Unter keinen Umständen stellt diese Information ein individuelles Angebot zum Kauf oder zur Ausgabe oder eine Aufforderung zur Abgabe eines 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 Prospektspflicht gemäß der EU Prospektverordnung (Verordnung (EU) 2017/1129 und kein Angebot von Wertpapieren erfolgt gegenüber Personen oder Investoren in einer Jurisdiktion, in der ein solches Angebot vollständig oder teilweise rechtlichen Beschränkungen unterliegt oder wo ein solches Angebot einen zusätzlichen Prospekt, andere Angebotsunterlagen, Registrierungen oder andere Maßnahmen erfordern sollte.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Schweiz:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Singapur:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Tschechischen Republik:

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

Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Zypern:

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

Redaktionsschluss: 11. Januar 2023 08:15 Uhr