



## Covered Bond & SSA View

NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

# Inhalt

<b>Marktüberblick</b>	
<b>Covered Bonds</b>	<b>3</b>
<b>SSA/Public Issuers</b>	<b>6</b>
<b>Die EZB und der Covered Bond-Markt: Alte und neue Einflüsse</b>	<b>10</b>
<b>Update: Gemeinschaft deutscher Länder (Ticker: LANDER)</b>	<b>15</b>
<b>Charts &amp; Figures</b>	
<b>Covered Bonds</b>	<b>18</b>
<b>SSA/Public Issuers</b>	<b>24</b>
<b>EZB-Tracker</b>	
<b>Asset Purchase Programme (APP)</b>	<b>27</b>
<b>Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)</b>	<b>29</b>
<b>Ausgaben im Überblick</b>	<b>30</b>
<b>Publikationen im Überblick</b>	<b>31</b>
<b>Ansprechpartner in der NORD/LB</b>	<b>32</b>

## Flooranalysten:

### Covered Bonds/Banks

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

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

Stefan Rahaus  
[stefan.rahaus@nordlb.de](mailto:stefan.rahaus@nordlb.de)

### SSA/Public Issuers

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

Valentin Jansen  
[valentin.jansen@nordlb.de](mailto:valentin.jansen@nordlb.de)

## Marktüberblick

### Covered Bonds

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

#### Primärmarkt bleibt aufnahmefähig, lange Laufzeiten werden weiterhin gemieden

Aufgrund der verkürzten letzten zwei Handelswochen blieb das Emissionsgeschehen für Covered Bonds im EUR-Benchmarkformat im Vergleich zum Durchschnitt des bisherigen Jahresverlaufs bis gestern relativ ruhig. Wichtige Zentralbanksitzungen der Fed und der EZB in der vergangenen Woche trugen zusätzlich zur Zurückhaltung bei. Unsere Einschätzung zu den Auswirkungen der Entscheidungen der Europäischen Notenbank auf den Covered Bond-Markt beleuchten wir im Artikel [„Die EZB und der Covered Bond-Markt: Alte und neue Einflüsse“](#). Im April sahen wir noch drei Marktauftritte im Gesamtvolumen von EUR 1,85 Mrd. Die Hana Bank aus Südkorea platzierte nach ihrem Debüt in 2021 ihren zweiten Social Bond und erhöhte damit die Anzahl der neuen gedeckten Anleihen mit ESG-Hintergrund im Jahr 2023 im EUR-Benchmarksegment auf zwölf. Per Ende April lag das Gesamtneuemissionsvolumen im laufenden Jahr bei EUR 105,2 Mrd., nachhaltige Covered Bonds machten dabei einen Anteil von EUR 7,85 Mrd. (7,5%) aus. Der Mai stand mit drei Hypothekenpfandbriefen aus Deutschland und einem aus Österreich sowie einer gedeckten Anleihe aus Frankreich bisher im Zeichen von Emittenten aus der Eurozone. Auffällig bleibt, dass nur wenige Neuemissionen außerhalb des drei bis sechs Jahre umfassenden Laufzeitsegments liegen. Insbesondere Laufzeiten „länger als 7,5 Jahre“ waren seit zwei Monaten nicht vertreten, obwohl unseres Erachtens durchaus Fundingbedarf auch im Zehnjahresbereich vorhanden sein sollte. Anscheinend befürchten Emittenten, aufgrund der inversen Swapkurve nicht ausreichend Nachfrage in diesem Laufzeitsegment bei Investoren generieren zu können, ohne weitreichende Zugeständnisse beim Preis machen zu müssen. Die Überzeichnungsquoten nahmen zuletzt etwas ab, was im Zusammenspiel mit einer von uns erwarteten weiterhin hohen Neuemissionsdynamik in den nächsten zwei Monaten zu einer dezenten Ausweitung der Neuemissionsprämien führen sollte.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
CFF	FR	09.05.	FR001400HZD5	6.0y	1.00bn	ms +27bp	- /Aaa/AAA	-
Hypo Vorarlberg Bank	AT	09.05.	AT0000A34CR4	4.8y	0.50bn	ms +27bp	- / Aaa / -	-
Hamburger Sparkasse	DE	09.05.	DE000A351M80	5.3y	0.50bn	ms +7bp	- / Aaa / -	-
UniCredit Bank	DE	09.05.	DE000HV2AZT8	4.0y	0.75bn	ms +7bp	- / Aaa / -	-
Spk. Pforzheim Calw	DE	03.05.	DE000A351TH2	6.0y	0.50bn	ms +11bp	AAA/ - / -	-
Hana Bank	KR	26.04.	XS2594123585	3.0y	0.60bn	ms +47bp	AAA/ - /AAA	X
LF Bank	SE	26.04.	XS2618711068	6.0y	0.50bn	ms +22bp	- / Aaa / AAA	-
BAWAG PSK	AT	26.04.	XS2618704014	3.0y	0.75bn	ms +16bp	- / Aaa / -	-

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

#### Sekundärmarkt bisher unbeeindruckt von EZB-Entscheidungen

In den beiden vergangenen Handelswochen verzeichneten wir am Sekundärmarkt eine Seitwärtsbewegung bei den Spreads und unterdurchschnittliche Handelsvolumina. Erst nach der EZB-Sitzung kam es zu einer Belebung der Handelsaktivitäten, allerdings weiterhin ohne Spreadauswirkungen. Die meisten Umsätze fanden in den Neuemissionen vom April statt, am gefragtesten bleiben Laufzeiten bis drei Jahre. Auch hier sehen wir weiterhin die Ursache in der inversen Swapkurve.

**EU: Überarbeitung der Bankenabwicklung – Fokus auf kleine und mittelgroße Banken**

Im April dieses Jahres hat die EU-Kommission einen Vorschlag zur [Reform des Rahmens für das Krisenmanagement im Bankensektor und für die Einlagensicherung](#) vorgelegt. Diese soll bis 2024 verhandelt sein und nach Verabschiedung im Wesentlichen innerhalb von 18 Monaten von den Mitgliedstaaten umgesetzt werden. Wie die EU-Kommission schreibt, „verfügen die Finanzinstitute der EU gegenwärtig über eine gute Kapitalausstattung, sind hochliquide und werden streng beaufsichtigt“. Zwar sieht man beim Umgang mit ausfallenden Banken, dass die Vorschriften wirksam sind, doch bei kleineren und mittelgroßen Banken müssten Lösungen außerhalb des harmonisierten Abwicklungsrahmens gefunden werden. Das Ziel der bisherigen sowie der reformierten Regulierung umfasst den Schutz der Finanzstabilität, der Steuergelder und der Realwirtschaft vor Ansteckungseffekten bei Bankausfällen sowie einen besseren Einlegerschutz. Der neue Vorschlag bezieht sich im Wesentlichen auf kleine und mittelgroße Banken, denn hier wird eine Abwicklung gegenüber einer Insolvenz oder Liquidation bevorzugt, was durch den „Public Interest Test“ (Bewertung des öffentlichen Interesses) entschieden wird und weiterhin eine Einzelfallentscheidung bleibt.

**Welche Auswirkungen auf Covereds hat die Überarbeitung der Bankenabwicklung?**

Mit Blick auf die Bedeutung der Überarbeitung für das Covered Bond-Segment ist es sinnvoll, die Investorenperspektive einzunehmen. Für Covered Bond-Investoren ist in einer „Notlage“ der Emittentin eine Abwicklung gegenüber einer Insolvenz zu bevorzugen, weil beispielsweise durch einen Transfer der Deckungsstock bzw. die Covered Bonds dem „Going Concern“ (Unternehmensfortführung) unterliegen und so die Bank (neue Bank) den Forderungen nachkommen wird. Nachteilig für Covered Bonds ist die Änderung der Haftungskaskade im Einlagen-/unbesicherten Rang. So sollen alle Einlagen (nicht nur Einlagen von Retail/SME bis und über EUR 100.000) sondern auch andere nicht gedeckte Einlagen von bspw. Großkunden oder Öffentlichen Institutionen gleichgestellt werden. Diese waren vorher gleichrangig zu unbesicherten Forderungen (bspw. Senior Preferred, Derivaten). Für den unbesicherten Anteil eines Covered Bonds (für den Fall, dass der Deckungsstock bei einer Verwertung nicht ausreicht) bedeutet dies, dass er in der Verwertungsklasse schlechter gestellt wird als unter der bisherigen Regulierung. Auch die Ratingagentur Moody's hat sich den Vorschlag bereits genauer angesehen und sieht dabei positive wie negative Auswirkungen auf Covered Bonds. Positiv sehen die Experten die Beseitigung von Abwicklungshindernissen, die Ausweitung der Nutzung der Einlagensicherungsfonds und die Klärstellung der MREL für Transferstrategien bei der Abwicklung. Negativ für gedeckte Schuldverschreibungen wird schließlich die Änderung der Haftungskaskade eingeschätzt. Die Bonitätswächter von Scope Ratings schreiben in ihrem Kommentar dazu, dass sie das Risiko eines „Bank Runs“ durch die Änderungen nicht abgemildert sehen, weil die Reform sich rein auf den Schutz der Einleger für den Fall einer Bank konzentriert, das sich dieser an der Schwelle zur Abwicklung oder Liquidation befindet.

**NORD/LB Southern European Round Table 2023: Ein Blick auf Spanien und Italien**

Spanien und Italien zählen zweifelsohne zu den etablierten Covered Bond-Märkten und stellen jeweils eine eindrucksvolle Bandbreite an Emittenten. Während einige spanische Institute im laufenden Jahr bereits erfolgreiche Primärmarktauftritte vorweisen können, stehen – nach der nunmehr erfolgten Finalisierung der gesetzlichen Emissionsvorgaben – die italienischen Banken in den Startblöcken, um auf ihre Investoren zuzugehen. Im Rahmen unseres „[NORD/LB Southern European Round Table 2023](#)“, den wir gemeinsam mit „[The Covered Bond Report](#)“ durchgeführt haben, wurde uns die Chance geboten, mit namhaften Emittenten aus Spanien und Italien auf die bedeutenden Teilmärkte einzugehen und dabei sowohl auf die aktuellen Herausforderungen zu fokussieren als auch einen Blick in die nähere Zukunft zu werfen. In Bezug auf das zu erwartende Emissionsvolumen im EUR-Benchmarksegment rechnen wir für das Jahr 2023 insgesamt mit EUR 12 Mrd. aus Spanien sowie EUR 9 Mrd. aus Italien. Damit läge das jeweilige Nettoneuangebot bei EUR 2,7 Mrd. (Spanien) bzw. EUR 1,8 Mrd. (Italien). Im Rahmen unserer Diskussionen haben wir von den Emittenten Mediobanca und Crédit Agricole aus Italien sowie Caja Rural de Navarra aus Spanien außerdem wichtige Einblick in potenzielle Risikofaktoren und auf neue Trends (wie zum Beispiel mit Blick auf ESG) erhalten. Bereichert wurde der offene Austausch außerdem durch die wertvollen Beiträge der Ratingagentur Standard & Poor's sowie die klaren Worte der Investorenseite, die wir im Rahmen des Round Tables mit Nordea Asset Management hochkarätig besetzen konnten. Unser Dank gebührt den Diskussionsteilnehmern sowie The Covered Bond Report für diese gelungene Diskussion. Wir freuen uns auf Ihr Feedback.

## SSA/Public Issuers

### Marktüberblick

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, CIAA // Valentin Jansen

#### **EZB-Sitzung: „May, the fourth“ versus „May the force be with you“**

Der 04. Mai war für Fans weltweit Star-Wars-Tag. Die EZB griff zumindest auf den ersten Blick nicht nach den Sternen, denn erwartungsgemäß hat der EZB-Rat auf seiner jüngsten turnusmäßigen Sitzung beschlossen, alle drei Leitzinssätze um jeweils 25 Basispunkte heraufzusetzen. Im Rahmen der Pressemitteilung verwiesen die Notenbanker eingangs einmal mehr auf die aus ihrer Sicht bestehende Notwendigkeit für diese und weitere (!) Zinsanhebungen. So sei der Ausblick auf die Teuerungsrate bei den Verbraucherpreisen „nach wie vor deutlich zu hoch“. Der EZB-Rat signalisierte zudem, dass die zukünftigen Zinsschritte weiterhin dem „Meeting-by-Meeting“-Ansatz folgen und an den Perspektiven im Hinblick auf Inflations- und Wirtschaftsaussichten ausgerichtet würden. Die Begründung dafür, nun aber das Tempo der Zinsanhebungen zu drosseln, liefert das Statement gleich mit. So hieß es vergangenen Donnerstag: „Die Zinserhöhungen der Vergangenheit werden mit großem Nachdruck auf die Finanzierungs- und monetären Bedingungen im Euroraum übertragen, während die Verzögerungen und die Stärke der Übertragung auf die Realwirtschaft ungewiss bleiben.“ Um in der Semantik von Star Wars zu bleiben: Auch der EZB-Rat spürt die „Macht“ der vorangegangenen Zinsanstiege – signalisiert aber keine Verschnaufpause.

#### **Ankündigung zum APP: Überraschender Satz mit großer Wirkung?**

Während der Zinsschritt in der angekündigten Form für uns keineswegs eine Überraschung darstellt ([EZB-Preview](#) der Vorvorwoche), hatten wir in Bezug auf den weiteren Umgang der Notenbanker mit dem Wertpapierankaufprogramm (APP) mit weitaus weniger Klarheit gerechnet, als es dann der Fall war. Der auf den ersten Blick unscheinbare Satz „Der EZB-Rat geht davon aus, dass er die Reinvestitionen im Rahmen des APP ab Juli 2023 einstellen wird.“ besiegelt mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit nunmehr auch das zügige Ende der Sekundärmarktankäufe im Rahmen des PSPP, CBPP3, ABSPP und CSPP. An der Reduktion des Portfolios um bis dahin monatlich durchschnittlich EUR 15 Mrd. rüttelte der Rat indes nicht, was aufgrund des begrenzten verbleibenden Zeitraums wenig überraschend ist.

#### **Wie stellt sich die Ausgangssituation für den APP-Abschied dar?**

Ein Blick auf das Datenmaterial zeigt, dass das APP-Volumen sich noch immer auf mehr als EUR 3.200 Mrd. summiert. Zwei Monate reduzierter Reinvestitionen addieren sich somit auf EUR 30 Mrd. bzw. weniger als 1% Bilanzabbau bis dato. Ohne Anleihen zu verkaufen, bleibt das APP aber noch mindestens 12-15 Jahre in der Bilanz des Eurosystems. Vor einigen Sitzungen wurden bereits für den Rest des ersten Halbjahres alle Grundsteine für die kommenden Wochen gelegt: Die Reduzierung der APP-Bestände um monatlich durchschnittlich EUR 15 Mrd. bis zum Ende des II. Quartals 2023 plus dann folgende Neubewertung der Lage. Für die jüngste Sitzung hatten wir mit keinerlei Infos zum APP gerechnet. Vielleicht hatten wir uns zu sehr an ein „Sequencing“ gewöhnt und daher für Juni mit einer Pause im Zinserhöhungszyklus und voller Konzentration auf den künftigen Bilanzabbau gerechnet. Der Entscheidung, die Reinvestitionen ab Juli einzustellen, hätten wir zugegebenermaßen nicht die höchste Wahrscheinlichkeit zugesprochen. Gleichwohl hatten wir zuvor auf das Überraschungspotenzial hingewiesen: Der Rückzug der EZB aus der Orderquote bei Covered Bonds am Primärmarkt ging schließlich auch schneller als gedacht.

**(Brutto-)Kreditermächtigungen der deutschen Länder 2023: Erneut mehr als EUR 90 Mrd.**

Die deutschen Länder haben ihre Kreditplanungen für das laufende Jahr abgeschlossen, sodass mittlerweile alle Zahlen für die Kreditermächtigungen in 2023 vorliegen. Die Daten, die in ihrer Bruttozahl im weitesten Sinne als Fundingziel verstanden werden können, gaben in der Vergangenheit meist einen vergleichsweise guten Hinweis darauf, wie aktiv die Länder unterjährig an den Kapitalmärkten sein dürften. Diese Planung umfasst zudem auch Schuldscheindarlehen (SSD) und Privatplatzierungen – und muss nicht ausgeschöpft werden, wie 2022 eindrucksvoll unter Beweis gestellt wurde: BADWUR plante im vergangenen Jahr EUR 23,78 Mrd. und begab keine einzige Benchmarkanleihe. Der über alle 16 Länder hinweg aggregierte Bruttowert liegt für 2023 bei EUR 91,7 Mrd., was einem Rückgang gegenüber den durch Corona nach oben verzerrten Werten entspricht (2020: EUR 156,6 Mrd.; 2021: EUR 119,4 Mrd.). Seit unserer letzten [gesonderten Betrachtung](#) der Kreditermächtigungen der deutschen Länder Mitte März sind nun auch die Genehmigungen der Haushalte Hessens (Brutto: EUR 5,0 Mrd.), Mecklenburg-Vorpommerns (EUR 1,3 Mrd.) sowie Rheinland-Pfalz (EUR 4,0 Mrd.) für das Jahr 2023 hinzugekommen. In den Jahren vor der Pandemie lagen die Kreditermächtigungen noch deutlich niedriger bei EUR 70,3 Mrd. (2020; pre-Corona und aufgrund der Schuldenbremse) bzw. EUR 66,8 Mrd. (2019). Die zunehmende Fokussierung der Länder auf das Thema Haushaltskonsolidierung kam bis März 2020 in dieser Entwicklung klar zum Ausdruck. Die Mehrheit der Länder will (und muss) den absoluten Schuldenberg perspektivisch stetig zurückführen. 2020 war geprägt von mehreren Nachtragshaushalten, teilweise zwei pro Bundesland. 2021 wurde es an dieser Front etwas ruhiger, 2022 trotz Krieg fast wieder „normal“. Die Planungsgrundlage 2023 bietet mehr Steuereinnahmen dank Inflation. Dennoch wurden auch in diesem Jahr bereits neue Nachtragshaushalte verabschiedet, wie zuletzt Ende März in Niedersachsen (im Volumen von EUR 776,0 Mio.) geschehen, womit auf die Bewältigung des Fluchtgeschehens insbesondere von Seiten der Kommunen reagiert wurde. Ebenfalls Ende März verabschiedete die Bremische Bürgerschaft einen EUR 3,0 Mrd. schweren Nachtragshaushalt, der vor allem für Maßnahmen gegen den Klimawandel vorgesehen ist, wie beispielsweise das erklärte Ziel zur Klimaneutralität der Städte Bremen und Bremerhaven bis 2038.

**Kreditermächtigungen deutscher Bundesländer 2023 (in EUR Mrd.)\***

	Netto	Brutto
Baden-Württemberg	1,25	29,79
Bayern	-0,05	3,83
Berlin	0,10	5,49
Brandenburg	1,58	4,04
Bremen	0,54	1,80
Hamburg	0,06	2,80
Hessen	0,21	4,95
Mecklenburg-Vorpommern	0,00	1,32
Niedersachsen	0,00	7,25
Nordrhein-Westfalen	5,00	16,70
Rheinland-Pfalz	-0,16	4,04
Saarland	0,00	1,70
Sachsen	0,00	0,28
Sachsen-Anhalt	-	1,91
Schleswig-Holstein	0,37	4,91
Thüringen	-0,24	0,87
<b>Summe</b>	<b>8,66</b>	<b>91,68</b>

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

\*zum Teil gerundete bzw. vorläufige Zahlen (Stand 23.03.2023)

**Provinz British Columbia von S&P auf AA (Ausblick negativ) herabgestuft**

Die Bonitätsstufe der kanadischen Provinz British Columbia (Ticker: BRCOL) wurde am 18. April seitens S&P von AA+ (Ausblick stabil) auf AA (Ausblick negativ) insbesondere vor dem Hintergrund des umfangreichen Investitionsplans herabgestuft, der bereits jetzt weite Teile des erwarteten Haushaltsüberschusses vereinnahmt. Der negative Ausblick spiegelt nach Auffassung der Bonitätshüter die mindestens in den nächsten zwei Jahren belastete Liquiditätsposition wider. Es bestünde – so wörtlich – eine „Chance von eins zu drei“, dass das Rating in den nächsten zwei Jahren erneut herabgestuft werden könne, wenn die Provinz ihre Bemühungen um die Haushaltskonsolidierung nicht fortsetze. Auf der anderen Seite könnte der Ausblick von negativ auf stabil angepasst werden, sollte sich der finanzpolitische Kurs zugunsten einer geringeren Schuldenlast und besseren Liquiditätssituation umkehren. Mit der Verabschiedung des Haushaltsplans 2023 hat British Columbia einen großen Teil des Haushaltsüberschusses für einen Rekordinvestitionsplan vorgesehen, der mit einem voraussichtlichen Haushaltsdefizit von EUR 4,2 Mrd. im kommenden Jahr den Pfad der Haushaltskonsolidierung hinter sich lassen dürfte. Die Ausgabendisziplin habe nach Ansicht der Risikoexperten von S&P damit spürbar nachgelassen. Gemessen an der Einnahmeseite der Provinz wird eine Zunahme der Verschuldung bis zu einem Niveau von 160% im Jahr 2026 erwartet. Positiv bewertet S&P hingegen die vergleichsweise rapide Erstarkung der Regionalwirtschaft nach der Corona-Krise. So stieg beispielsweise das nominale BIP im vergangenen Jahr um 11%. Die Provinz verfüge mit ihrer Lage an der Westküste Kanadas zudem über eine strategisch wichtige Position und Nähe zu den asiatischen Märkten sowie über umfangreiche Bodenschätze, welche als stabilisierende Faktoren hinzukämen. Außerdem bestehe auch weiterhin ein ausgeprägter Kapitalmarktzugang, worüber sich die Provinz regelmäßig in Form von Benchmarkemissionen im Heimatmarkt refinanziert und hinzukommend über Emissionen im Euroraum und den USA diversifiziert.

**S&P hebt Rating der autonomen Gemeinschaft Andalusien auf A- (Ausblick stabil)**

Die spanische autonome Gemeinschaft Andalusien (Ticker: ANDAL) wurde im April von der Ratingagentur S&P in der Bonitätsstufe von BBB+ (Ausblick positiv) auf A- (Ausblick stabil) angehoben. Als maßgeblich werden die in 2023 und 2024 höher ausfallenden Einnahmen aus dem gemeinsamen Finanzsystem der Regionen bezeichnet, welches von der Zentralregierung seit 2020 mit zusätzlichen Haushaltsmitteln unterstützt wird. Die autonomen Gemeinschaften erhalten daraus Anteile der jeweiligen Steuern, die auf ihrem Gebiet erhoben wurden – wie u.a. 50% der Mehrwert- und Einkommenssteuereinnahmen sowie 100% der Erbschaftssteuereinnahmen. Die Risikoexperten von S&P erwarten infolge der deutlich gestiegenen Beiträge Andalusiens einen um etwa 18% (Y/Y) höheren Ausgleich in 2023. Hervorgehoben wird in diesem Kontext zudem der starke institutionelle Rahmen, in dem sich die autonomen Gemeinschaften bewegen, was sich auch im stabilen Ausblick widerspiegelt. Die Regionalregierung werde außerdem ihren Kurs zur Haushaltskonsolidierung weiter fortführen, woraufhin ein Rückgang der Verschuldungsquote von 127% des regionalen BIP in 2023 auf 120% in 2025 geschätzt wird. Eine weitere Stärkung der Liquiditätsposition soll durch Zuflüsse aus EU-Mitteln durch die Recovery and Resilience Facility (RRF) erfolgen. Die stark auf den tertiären Sektor ausgerichtete Regionalwirtschaft überschritt in 2022 das Vorkrisenniveau und ist aufgrund des relativ gering ins Gewicht fallenden Industriesektors vergleichsweise mild von den Auswirkungen der gestiegenen Energiepreise betroffen. Einen Blick auf die einzelnen kapitalmarktrelevanten spanischen Regionen haben wir bereits in der Vergangenheit in unserem [NORD/LB Public Issuer Special – Spanische Regionen im Spotlight](#) geworfen und beabsichtigen ein Update im 1. Halbjahr 2023.



### Fitch: Downgrade Frankreichs mit Folgen für das SSA-Segment

Ende April hat sich Fitch den Finanzhaushalt von Frankreich im Detail angeschaut und ist im Ergebnis zu einem Downgrade von AA auf AA- für die „Grande Nation“ gekommen. Ursächlich sind wie so oft bei öffentlichen Emittenten die divergierenden Entwicklungen von Einnahmen (niedriger) und Ausgaben (höher) sowie die bis 2027 prognostizierte weiter ansteigende Staatsverschuldung (BIP/Schulden erwartet: 114,3% versus EU-Konvergenz- bzw. Maastricht-Kriterium in Höhe von 60%). Hinzu gesellen sich die aktuell steigenden Zinsausgaben und das gebremste Wachstum, nicht nur aufgrund sozialer Unruhen. Da wir ja grundsätzlich im SSA-Segment keine Staaten covern, fragen Sie sich bestimmt, warum wir Frankreich hier exponiert hervorheben?! Frankreichs Herunterstufung führte unmittelbar zu einem Downgrade der EFSF: Ebenfalls von AA auf AA-. Neben Deutschland sind die Franzosen naturgemäß einer der größten Garantiegeber aller europäischer Konstrukte (E-Supras). Ein Downgrade für EU, EIB oder ESM erwarten wir derzeit nicht. Jedoch könnte die Herunterstufung des Nationalstaates auch Auswirkungen auf die Ratings mancher französischer Agencies haben, die wir in ihrem äußerst heterogen Markt erst vor wenigen Wochen [im Detail analysiert](#) haben. Dabei haben wir keine spezielle Adresse negativ im Auge, es könnte jedoch grundsätzlich den dortigen SSA-Markt betreffen.

### Primärmarkt

Aufgrund des Maifeiertages und der EZB-Sitzung kamen nicht allzu viele Deals auf die Schirme. Dennoch füllt sich diese Rubrik meist wie von Geisterhand, da wir neben Benchmarks auch Taps und Subbenchmarks berücksichtigen. Ende April kam Berlin mit einem fünfjährigen Bond um die Ecke. EUR 500 Mio. wechselten für ms -9bp den Besitzer. In dieser Region startete auch die Guidance. Die Bücher lagen am Ende bei EUR 530 Mio. Der nächste große Deal auf unserer Liste kam von der Unédic: Die Franzosen entschieden sich für einen Social Bond, EUR 1 Mrd. (10y). Dieser konnte zu OAT +20bp gepreist werden. Die Guidance war vier Basispunkte wider gestartet. Das Orderbuch lag am Ende dennoch bei mehr als EUR 13 Mrd. Es musste zwischen den beiden Referenzanleihen FRTR 2% 11/25/32 & FRTR 3% 05/25/33 interpoliert werden. Nach dem Maifeiertag und vor der EZB-Sitzung zeigte sich das nördlichste deutsche Bundesland: SCHHOL kam mit einem fünfjährigen Deal in Höhe von EUR 650 Mio. zu ms -8bp. Dort war auch die Guidance gestartet und die Bücher summierten sich auf EUR 795 Mio. Den Dosenöffner seit der EZB-Sitzung machte für das öffentliche Segment einmal mehr die EU: Sie brachte eine Dual Tranche, bestehend aus einem neuen Deal (3y) und einem Tap (30y). Der frische Deal kam zu ms -27bp und hatte am Ende ein Volumen von über EUR 29 Mrd. in den Orderbüchern. Die Guidance war bei ms -25bp gestartet. Dies bringt uns elegant zu den Taps, deren Kommentierung wir anachronistisch vornehmen und mit dem frischesten Deal starten: Die Aufstockung der EU 3% 03/04/53 um EUR 4 Mrd. erfolgte bei ms +84bp. Die Bücher wuchsen bis auf über EUR 59 Mrd. an. So war im Bookbuilding-Prozess bereits eine Einengung in Höhe von zwei Basispunkten gegenüber der Guidance möglich. Weitere Taps kamen von der BNG 1.5% 2038 (EUR 250 Mio. zu ms +30bp), der EU 3.25% 2030 (EUR 500 Mio. zu ms -10bp) sowie der KfW 2.75% 2028 (EUR 1 Mrd. zu ms -22bp). Die Anleihe der KfW war mehr als fünffach überzeichnet; nicht alle Orderbücher der Taps wurden veröffentlicht.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
EU	SNAT	08.05.	EU000A3K4D82	3.3y	5.00bn	ms -27bp	AAA / Aaa / AA+	-
SCHHOL	DE	02.05.	DE000SHFM881	5.0y	0.65bn	ms -8bp	AAA / - / -	-
UNEDIC	FR	25.04.	FR001400HQB8	10.0y	1.00bn	ms +4bp	- / Aa2 / -	X
BERGER	DE	25.04.	DE000A3MQYR7	5.0y	0.50bn	ms -9bp	AAA / Aa1 / -	-

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

## Covered Bonds

# Die EZB und der Covered Bond-Markt: Alte und neue Einflüsse

Autor: Dr. Frederik Kunze

### **EZB-Entscheidung am 04. Mai 2023**

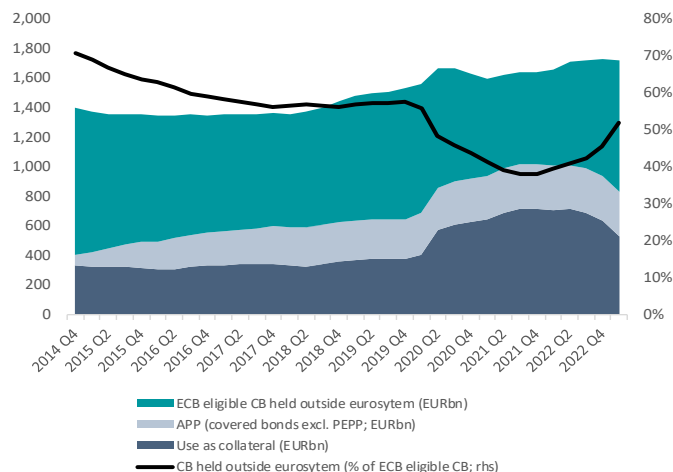
Im Rahmen der EZB-Leitzinssitzung haben die Währungshüter des Euroraums in Bezug auf die Zinserhöhungen das Tempo gedrosselt. Der Schritt um 25 Basispunkte darf allerdings noch nicht als eine grundsätzliche Abkehr des EZB-Rates von seiner eher falkenhaften Gangart verstanden werden. Schließlich ist die unseres Erachtens überraschend früh erfolgte Klarheit im Hinblick auf das Bekenntnis der geldpolitischen Entscheidungsträger zu einem durchaus zügigen Ende der APP-Reinvestitionen in seiner restriktiven Bedeutung nicht zu unterschätzen. Die EZB-Entscheidung der vergangenen Woche haben wir im Rahmen eines [Fixed Income Specials am 04. Mai](#) ausführlich diskutiert und fassen einige wesentliche Implikationen auch im [Marktteil Public Issuer/SSA](#) der heutigen Ausgabe des NORD/LB Covered Bond & SSA View zusammen. Im Rahmen dieses Covered Bond-Artikels werden wir uns mit den spezifischen Aspekten der jüngsten EZB-Ankündigungen für den Covered Bond-Markt beschäftigen. Dabei möchten wir uns aber nicht nur auf die Meldungen vom Donnerstag fokussieren, sondern außerdem kurz auf die Dynamiken eingehen, die einerseits für den EZB-Rat als Entscheidungsgrundlage gedient haben dürften, aber andererseits auch für das Covered Bond-Segment von besonderer Relevanz sind.

### **Adieu, Marktverzerrungen : CBPP3 „endet“ nach mehr als acht Jahren**

Zunächst möchten wir aber dem Anlass folgend einen kurzen Blick zurückwerfen. Wir haben auch im Rahmen unserer Wochenpublikation regelmäßig die durch die EZB-Geldpolitik ausgelösten Verzerrungen thematisiert, die dem Covered Bond-Markt zugesetzt haben. Die Besonderheit lag spätestens seit TLTRO II auch darin begründet, dass die Notenbank sowohl die Nachfrageseite (über das CBPP3) als auch die Angebotsseite (über TLTRO) maßgeblich beeinflusst hat. Hinzu kam die generelle Kompression von Risikoprämien, die zu einem Crowding Out von Real Money-Investoren geführt, aber auch Refinanzierungsalternativen für eine Vielzahl von Emittenten geschaffen hat, die über TLTRO hinausgingen. Zu denken ist da insbesondere an die relative Attraktivität von Senior Unsecured Funding. Die Kompression der Spreads sorgte aber auch für eine Nivellierung der Preisheterogenität im Covered Bond-Segment; sowohl mit Blick auf die einzelnen Emittenten als auch in Bezug auf die Jurisdiktionen. Die Marktverzerrungen haben sich zwischenzeitlich in weiten Teilen zurückgebildet und das neue Renditeumfeld sowie die Neubewertung der Risikoprämien den Investoren wieder die relative Attraktivität von Covered Bonds vor Augen geführt. Dies gilt insbesondere im Vergleich zu anderen Rates-Produkten. Wie wir später noch kurz ausführen, sehen wir nicht zuletzt deshalb nur überschaubares zusätzliches Störpotenzial für das Covered Bond-Segment aus Richtung des voraussichtlich kurz bevorstehenden APP-Endes. Dabei erachten wir die Worte, die im EZB-Statement zum einstigen „Aufreger“ TLTRO III zu finden waren, fast nur noch als Randnotiz oder durchlaufenden Posten. Vollumfänglich störungsfrei ist die Geldpolitik für Covered Bonds dennoch keineswegs. Wir hatten bereits vor einigen Wochen die unmittelbare Folge der inversen Zinsstruktur als [Herausforderungen für die Emittentenseite](#) thematisiert. Eine Konsequenz dieser Gemengelage ist der nach wie vor hohe Anteil von neu platzierten Covered Bonds mit vergleichsweise kurzen Laufzeiten, wobei wir hier schon heute die Gefahr sehen, dass sich an dieser Stelle ein neues Ungleichgewicht aufbaut, dass es in der Zukunft wieder abzutragen gilt.

**Ausstehende TLTRO III-Tender (in EUR Mrd.)**

Tender	Settlement	Maturity	Allotted	Outst.
20210155	22.12.21	18.12.24	51.97	<b>43.89</b>
20210119	29.09.21	25.09.24	97.57	<b>90.87</b>
20210078	24.06.21	26.06.24	109.83	<b>73.28</b>
20210034	24.03.21	27.03.24	330.5	<b>284.25</b>
20200248	16.12.20	20.12.23	50.41	<b>45.52</b>
20200207	30.09.20	27.09.23	174.46	<b>83.81</b>
20200131	24.06.20	28.06.23	1308.43	<b>467.80</b>
			<b>Σ</b>	<b>1,089.42</b>

**Anteil der EZB am Covered Bond-Markt**

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

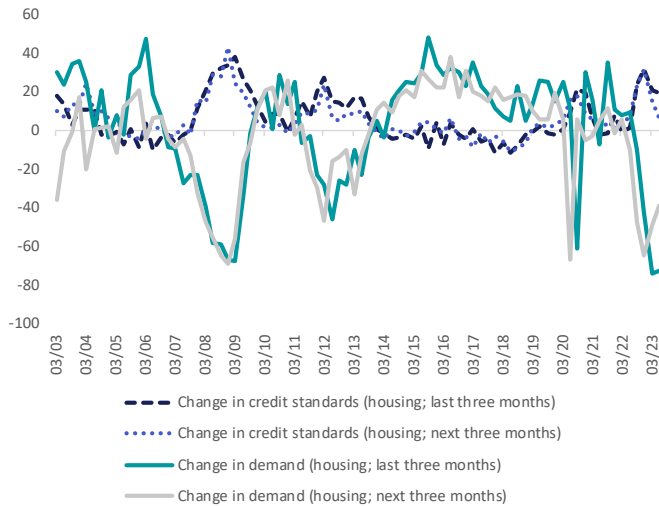
**EZB-Rückzug gibt Covered Bond-Markt frei, aber...**

Kurz zusammengefasst führt der EZB-Rückzug zu einer Konstellation am Covered Bond-Markt, in der den Investoren außerhalb des Eurosystems wieder ein wachsender Anteil am Angebot zur Verfügung steht, weil die Notenbank weniger nachfragt. Außerdem steht ein wesentlich größeres Angebot an neu platzierten Deals im EUR-Benchmarksegment zur Verfügung, welches wiederum nicht mehr zu einem nennenswerten Anteil „preisinsensitiv“ von der EZB abgeschöpft wird. Eine Konsequenz dieser Entwicklung ist zugleich das bereits beobachtete Repricing an den internationalen Covered Bond-Märkten.

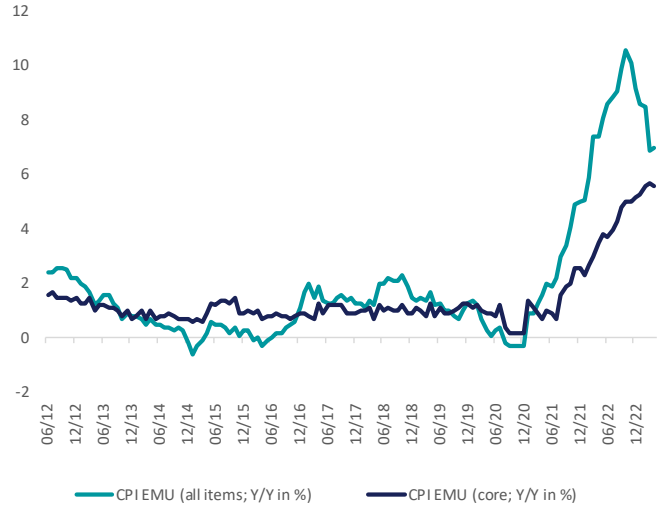
**... „Kollateralschäden“ der Zinswende abseits des Bankenstresses**

Die Finanzmarkturbulenzen, ausgehend von Kreditinstituten aus den USA sowie der Schweiz, haben den EZB-Rat auf der vorletzten Sitzung beschäftigt. Folgen wir dem Statement am Donnerstag und den anschließenden Worten Lagardes, ist diese Krisenlage für die Banken im gemeinsamen Währungsraum nicht mehr akut. Gleichwohl macht sich die neue Zinslandschaft in anderer Form bemerkbar, die in zunehmenden Maße auch das Covered Bond-Segment betrifft. Im Vorfeld der EZB-Sitzung fokussierten die Marktteilnehmer entsprechend nicht nur auf die jüngsten Zahlen zur Preisentwicklung im gemeinsamen Währungsraum, sondern auch auf die Ergebnisse des ECB Bank Lending Survey (BLS). Und letztere Angaben zeichneten unseres Erachtens ein unmissverständliches Bild der Lage. Die „neue EZB-Geldpolitik“ schlägt auf die Kreditvergabe auch in Bezug auf Wohnungsbaukredite durch. Dabei deutet der BLS an, dass die Banken ihre Kreditvergabestandards verschärft haben. Außerdem leidet die Haushaltsnachfrage nach Immobilienkrediten unter den veränderten Aussichten für die Immobilienmärkte sowie den gestiegenen Hypothekenzinsen. Für den Zeitraum der kommenden drei Monate bestätigt die BLS-Erwartungskomponente dieses Bild der Lage, wenngleich ein nennenswerter Anteil der Befragten noch in 2023 mit einer gewissen Entspannung rechnet. Der rasante Kurswechsel der EZB löst dennoch neuerliche Verzerrungen aus. Dies betrifft neben der Zinswende auch das Auslaufen der TLTRO III-Tender. Im BLS wird u. a. auch vom dämpfenden Einfluss auf die Kreditvolumina der Banken, welcher von den gestiegenen Fundingkosten und der sich verändernden Liquiditätsausstattung der Institute ausgeht, berichtet. Wir sehen hier bei einer Verstetigung einen Risikofaktor für das Covered Bond-Angebot in den Jahren ab 2024.

ECB Bank Lending Survey



Inflationsentwicklung

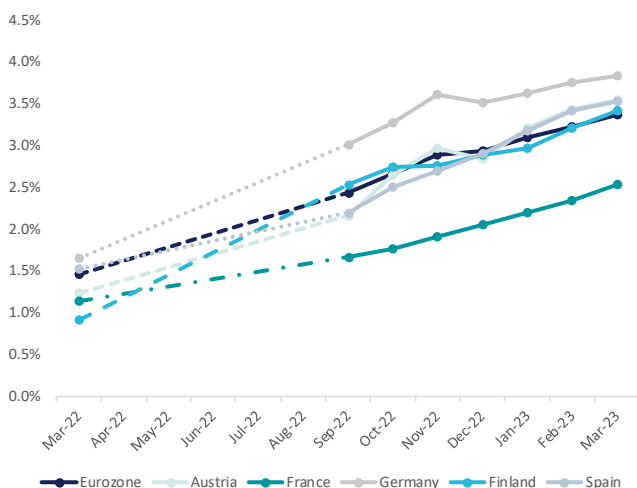


Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

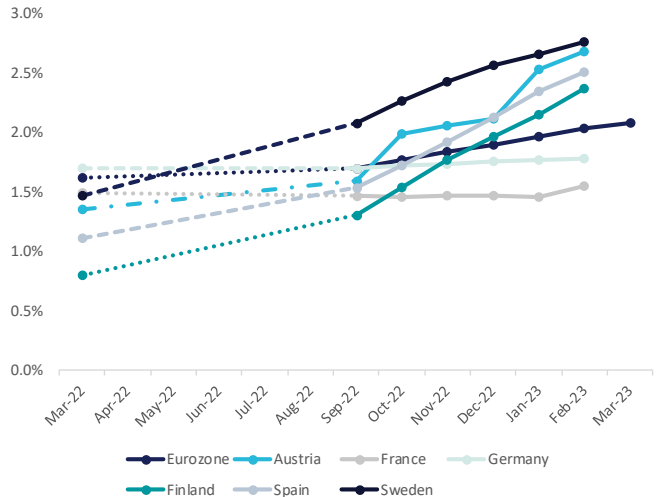
**Implikationen der Zinswende für neue Wohnungsbaukredite und das Bestandsgeschäft**

Der Preiseffekt auf die Neukreditvergabe wird im BLS in Bezug auf die Nachfrageseite klar bestätigt. Dabei fällt auf, dass die Entwicklung der Hypothekenzinsen für Neukredite über nahezu alle Jurisdiktionen eine vergleichbare Dynamik aufweisen. In Summe spricht das, erneut in Übereinstimmung mit dem BLS, für einen negativen Mengeneffekt. Für das Bestandsgeschäft, also die bereits ausstehenden Darlehen, offenbart sich ein eher divergentes Bild. Aufgrund der stark unterschiedlichen Zinsbindungsdauern weisen einige Länder (zum Beispiel Deutschland) eine geringere Dynamik auf als andere (zum Beispiel Finnland). Fundamentalseitig stellen steigende Darlehensbelastungen für Haushalte auch für Covered Bonds ein Risikopotenzial für die Kreditqualität dar. Insbesondere aufgrund der hohen Beschäftigung bzw. der niedrigen Arbeitslosenquoten, bleiben wir bei unserer Einschätzung, dass sich dieses Potenzial auf absehbare Zeit nicht materialisieren sollte.

Zinssätze für Wohnungsbaukredite (Neugeschäft)



Zinssätze für Wohnungsbaukredite (Bestand)

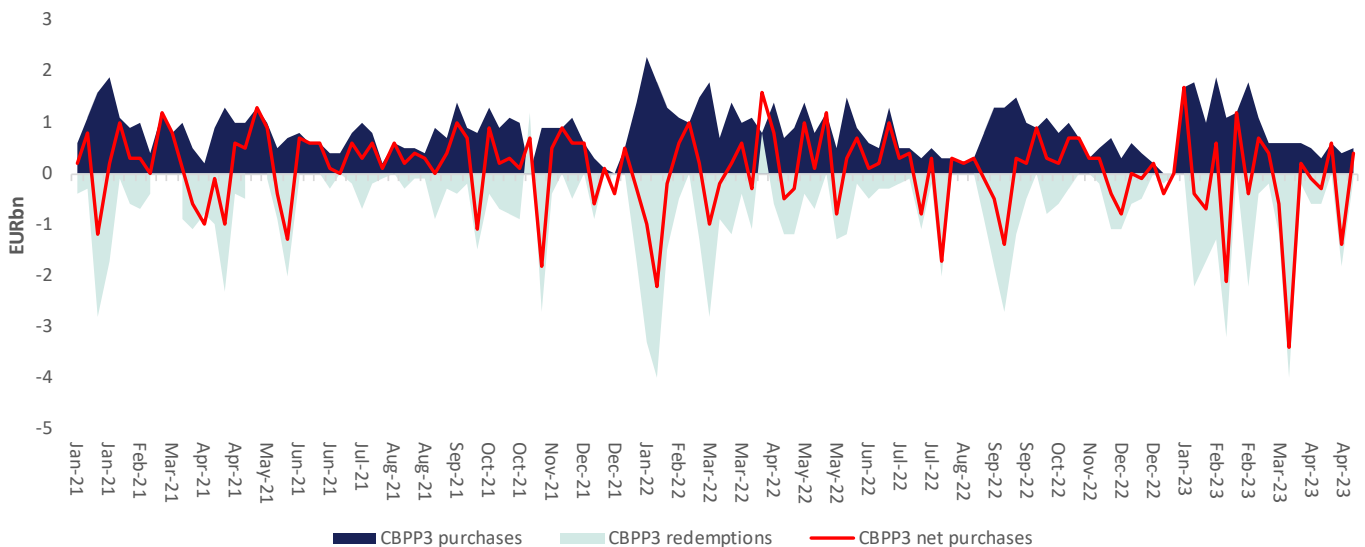


Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### Repricing fortgeschritten und Immobilienkreditvergabe ausgebremst

Zusammenfassend lassen sich die Auswirkungen der EZB-Gangart auf das Covered Bond-Segment so beschreiben, dass zunächst der bereits beschriebene QT-Pfad zu einem nennenswerten Repricing geführt hat. Die Immobilienkreditvergabe – auch als Indikator für die zukünftige Verfügbarkeit von Cover Assets – wurde und wird außerdem tendenziell ausgebremst. Wir warnen an dieser Stelle aber auch ausdrücklich davor, diese Entwicklungen als Vorbote einer Kreditklemme zu interpretieren (vgl. auch [Covered Bond & SSA View vom 19. April](#)). Das neue Zinsniveau birgt andererseits aber auch das Risiko, die Kreditqualität der Deckungswerte zu belasten, auch wenn wir dieses Szenario noch nicht zu unseren Basiserwartungen für die kommenden 18 bis 24 Monate zählen würden. Wir sehen hier also auch keinen fundamentaleitigen Impuls auf die Covered Bonds-Spreads im EUR-Benchmarksegment. Das Ende der Reinvestitionen der Fälligkeiten im Rahmen des CBPP3 sollte ebenso nicht zu massiven Ausweitungen führen. Zwar kam diese Ankündigung früher als von uns erwartet und skizziert einen dynamischeren Pfad, als wir uns zunächst im Rahmen unseres Basisszenarios vorgestellt hatten. Allerdings bleibt das Gesamtvolumen der in den Monaten Juli und Dezember 2023 nicht mehr reinvestierten Covered Bond-Fälligkeiten aus dem CBPP3 insgesamt überschaubar.

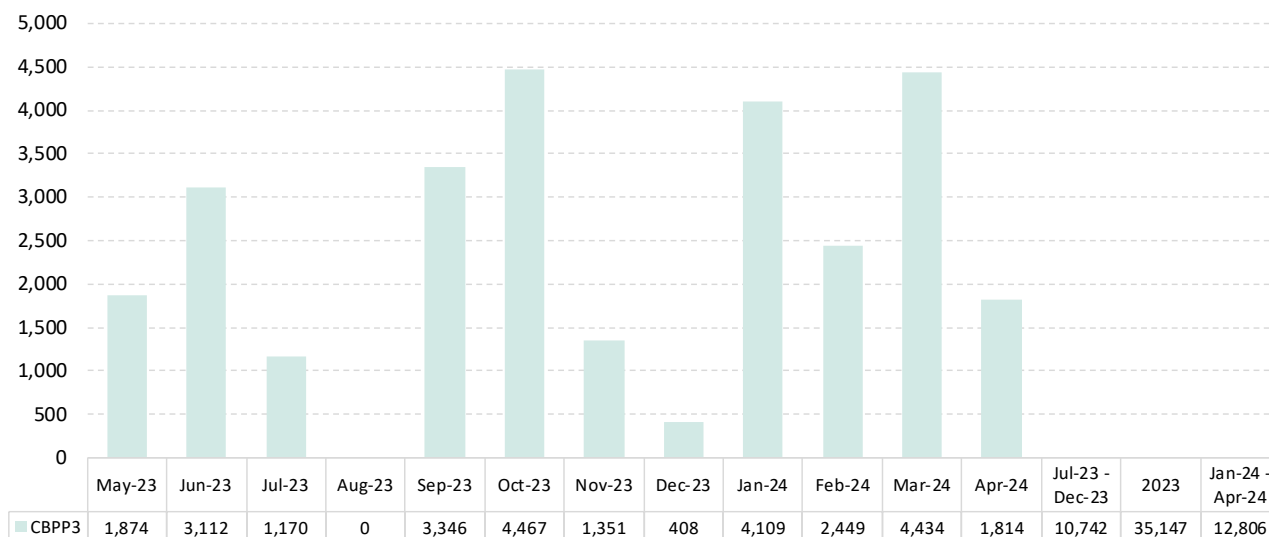
### CBPP3: Bruttoankäufe, Fälligkeiten und Nettoankäufe



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

### CBPP3-Volumen summiert sich noch auf EUR 299,0 Mrd.

Noch summiert sich das Volumen des CBPP3 auf EUR 299,0 Mrd. Seit März (wir beziehen uns auf die Werte ab der Berichtswoche, die am 10. März endete) standen hier den Bruttoankäufen von insgesamt EUR 4,7 Mrd. (wöchentlicher Durchschnitt EUR 0,5 Mrd.) Fälligkeiten von EUR 8,7 Mrd. (Durchschnitt EUR 1,0 Mrd.) gegenüber. Die letzte einbezogene Handelswoche endete am 05. Mai 2023. Die Reinvestitionen dürften sich in den kommenden Handelswochen weiterhin in einer Größenordnung von 0,5 Mrd. aufhalten, während wir an Fälligkeiten in den Monaten bis zur Jahresmitte 2023 noch knapp EUR 5,0 Mrd. von der EZB angezeigt bekommen. In der zweiten Jahreshälfte führt dann in dieser rechnerischen Betrachtung das Ende der Reinvestitionen zu einem „Wegfall“ von Bruttoankäufen in der Größenordnung von näherungsweise EUR 0,5 Mrd. pro Handelswoche. Die von der EZB erwarteten Fälligkeiten summieren sich in diesem Zeitraum auf EUR 10,7 Mrd., was die zu erwartende Schrumpfung des CBPP3-Volumens eindrucksvoll vor Augen führt.

**CBPP3: Erwartete monatliche Fälligkeiten im APP (in EUR Mio.)**

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

**Fazit**

Die EZB-Geldpolitik bleibt ein wesentlicher Taktgeber für das Covered Bond-Segment. Dabei gilt es nach unserem Dafürhalten, zwischen neuen und alten Einflüssen zu differenzieren. Während der Einfluss des APP oder auch von TLTRO III schwindet, drückt die Zinsentwicklung auf die Kreditvergabe auch im Teilmarkt der Finanzierungen von Wohnimmobilien. Auch wenn wir derzeit keineswegs das Gespenst einer Kreditklemme an die Wand malen wollen, kann das schwache (bis zuweilen negative) Wachstum der Kreditportfolien auf Seiten der Covered Bond-Emittenten auf mittlere bis lange Sicht das Emissionspotenzial belasten. Dabei bleibt die gedeckte Refinanzierung für viele Institute im neuen Zinsumfeld eine wichtige Fundingquelle. Dies gilt auch vor dem Hintergrund einer Neubepreisung von Risiken – u. a. von Senior Unsecured-Emissionen – sowie Fragezeichen mit Blick auf die Entwicklung der Einlagen als Folge der Inflationsentwicklung, aber auch als Resultat des neuen Zins- und Renditeumfelds. Während der „Bankenstress“ als Folge der Zinsanstiege etwas in den Hintergrund gerückt ist, dürften die fundamentaleitigen Implikationen höherer Hypothekenzinsen für das Covered Bond-Segment nicht ausgeblendet werden. Während bei neuen Krediten sicherlich zunächst die Nachfrage bzw. generelle Erschwinglichkeit bei Vertragsabschluss im Vordergrund steht, richtete sich bei den bestehenden Forderungen bzw. laufenden Immobilienkreditverträgen der Fokus auf die potenziellen Belastungsfaktoren für diejenigen Haushalte, die sich bereits heute oder perspektivisch mit einem durch gestiegene Zinsen erhöhten Kapitaldienst konfrontiert sehen. Wir leiten hier noch keine Belastung für die Kreditqualität der Covered Bond-Programme ab, was wir nicht zuletzt mit dem doppelten Rückgriffsrecht sowie – aus makroökonomischer Sicht – mit der hohen Beschäftigung begründen würden. Für die Covered Bond-Spreads sehen wir hier entsprechend keinen Impuls. Das Repricing am Covered Bond-Markt – als Folge von QT – dürfte sich noch etwas fortsetzen, wengleich wir die Größenordnung eines generellen Widenings im Zahlenraum von „um die fünf Basispunkte“ sehen würden.

## SSA/Public Issuers

### Update: Gemeinschaft deutscher Länder (Ticker: LANDER)

Autor: Dr. Norman Rudschuck, CIIA

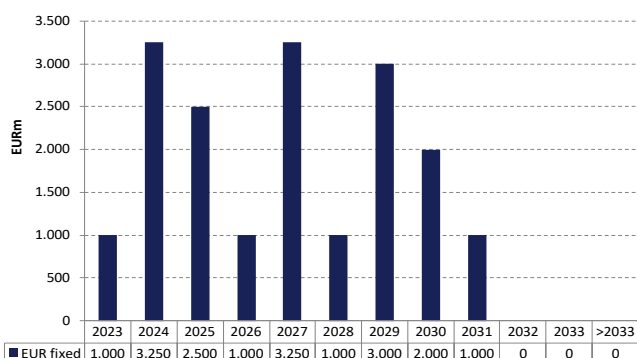
#### Einleitung

Die Gemeinschaft deutscher Länder stellt eine Besonderheit im Allgemeinen und speziell am deutschen Sub-Sovereign-Markt dar. Mehrere deutsche (Bundes)Länder begeben im Rahmen des Konstrukts gemeinschaftlich Anleihen (sog. „Länderjumbos“; ab EUR 1 Mrd.), bei denen jedes Land für seinen eigenen Anteil an der Gesamtemission (teilschuldnerisch) haftet. Eine gesamtschuldnerische Haftung ist damit nicht vorhanden. 1996 fanden erstmals mehrere Länder zu einer derartigen gemeinsamen Emission zusammen. Seitdem hat sich die Gemeinschaft deutscher Länder am Rentenmarkt etabliert. Nahezu regelmäßig (meist zweimal pro Jahr) platzieren mehrere Emittenten gemeinschaftliche Titel. Die beteiligten Länder lassen sich insbesondere durch einen vergleichsweise niedrigen Refinanzierungsbedarf charakterisieren. Mittels der großvolumigen Länderjumbos realisieren die Emittenten somit Skalenvorteile, welche sich in niedrigeren Zinsausgaben widerspiegeln.

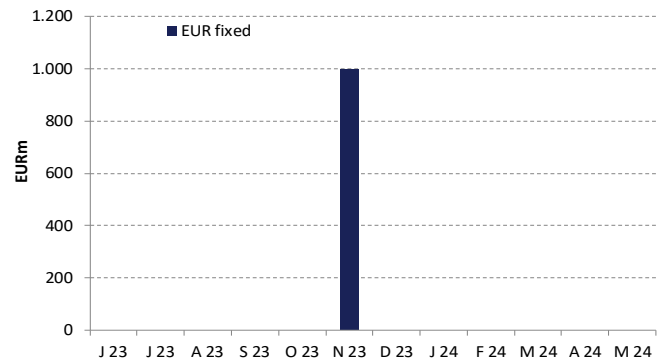
#### Teilnehmer, Struktur und Rating

Insgesamt (noch) sieben Länder (G7) sind dabei an den Emissionen beteiligt, die sich derzeit im Umlauf befinden. Während Sachsen-Anhalt, Hessen und NRW bereits nach der ersten Platzierung 1996 auf Länderjumbos als Refinanzierungsinstrument verzichteten und Berlin sich seit 2002 nicht mehr an der Gemeinschaft beteiligt, nutzen folgende Emittenten Länderjumbos zum Teil als wesentliche Refinanzierungsinstrumente (bis zur Corona-Pandemie): Brandenburg, Bremen, Hamburg, Mecklenburg-Vorpommern, Rheinland-Pfalz, Saarland, und Schleswig-Holstein sammelten über die Anleihen der Gemeinschaft, die sich derzeit im Umlauf befinden, bedeutende Teile ihrer Fundingvolumina ein. Thüringen ist somit aus der „Gruppe der acht“ (G8) ausgeschieden. Aufgrund der besonderen Struktur der Gemeinschaft besteht kein Emittentenrating. Stattdessen bewertet die Ratingagentur Fitch jede einzelne Emission, um der unterschiedlichen Beteiligungsstruktur (teilschuldnerische Haftung) Rechnung zu tragen. Zu Unterschieden führt dies indes nicht: Sämtliche Länderjumbos werden seit Serie #11 von Fitch mit AAA bewertet. Fitch begründet das Rating mit dem System aus „Prinzip der Bundestreue“ und dem neu geordneten bundesstaatlichem Finanzausgleichssystem (Umsatzsteuerverteilung vollständig nach der Einwohnerzahl), in dem die Ratingagentur generell ein äußerst geringes Ausfallrisiko (AAA) sieht.

#### Fälligkeitsprofil insgesamt



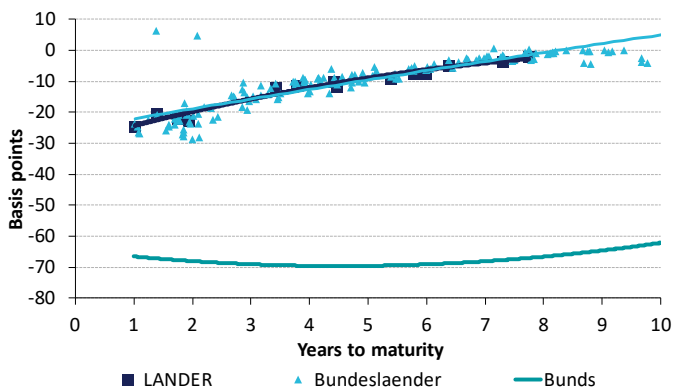
#### Anleihefälligkeiten der kommenden 12 Monate



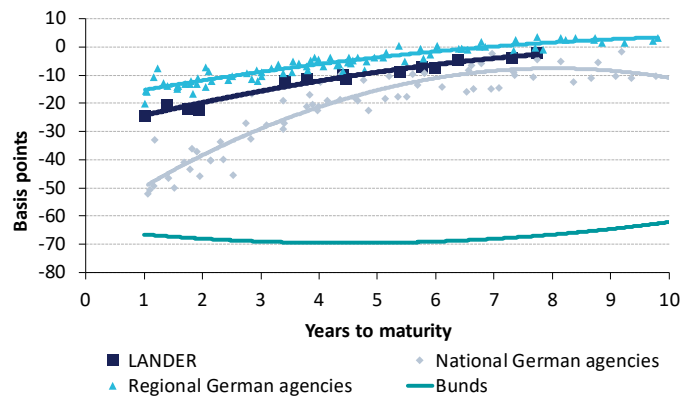
**Ausstehende Volumina**

Insgesamt entfallen ausstehende Volumina in Höhe von EUR 18,0 Mrd. in 17 Bonds auf die Gemeinschaft deutscher Länder (Ticker: LANDER), die damit einen bedeutenden Akteur am deutschen Länderanleihenmarkt darstellt. Sämtliches ausstehendes Volumen lautet auf Euro und ist festverzinslich. Andere Instrumente wie Schuldscheindarlehen werden nicht gemeinschaftlich begeben. Nachdem 2008 ein Länderjumbo als Floater emittiert worden war, verzichtete die Gemeinschaft in der Folge auf dieses Instrument zur gemeinsamen Refinanzierung. Zwischenzeitlich war auch hier der Kupon bei 0,0% bzw. 0,01% angekommen: 2015 stand erstmalig eine Null vor dem Komma. Die laufende Nummer der Serie begebener Anleihen ist mittlerweile bei Nr. 63 angelangt. Der längste derzeit ausstehende Bond wird im Februar 2031 fällig (#60). Der größte Bond umfasst EUR 1,5 Mrd. (#47). 2023 gibt es unter diesem Ticker (LANDER) noch eine weitere Fälligkeit. Ein Blick in den Kalender, die Historie und unser Bauchgefühl verraten uns, dass in der zweiten Jahreshälfte mit einem neuen Bond zu rechnen sein müsste. Jedoch bedingt der derzeitige Kassensturz der Bundesländer voraussichtlich erneut ein Nichtausschöpfen der Kreditermächtigungen und in Summe weniger Fundingaktivitäten als vermutet.

**ASW-Spreads vs. einzelne Bundesländer & Bunds**

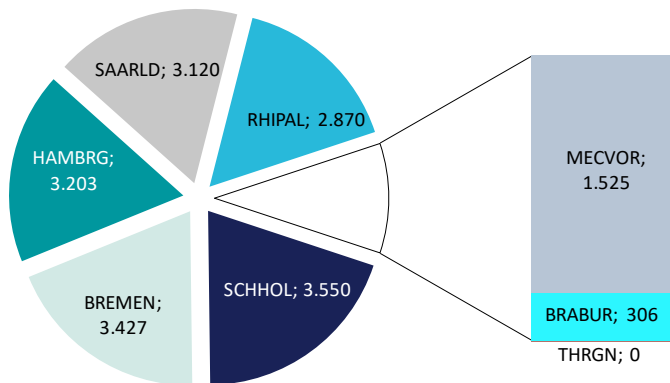


**ASW-Spreads vs. deutsche Förderbanken & Bunds**

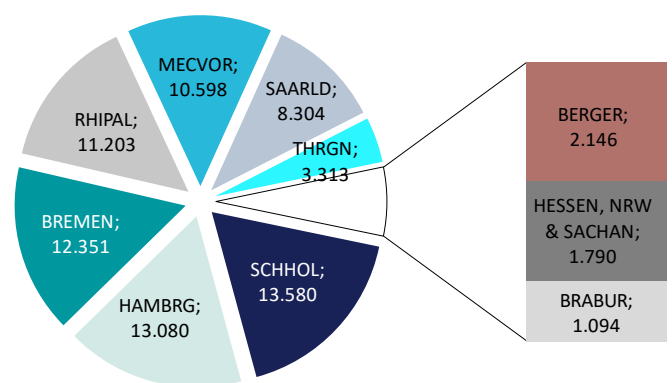


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

**Anteile der Länder am aktuell ausstehenden Volumen (EUR Mrd.)**



**Kumulierte Anteile am emittierten Gesamtvolumen seit 1996 (EUR Mrd.)**



Quelle: Bundesfinanzministerium, Statistisches Bundesamt, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen der Länder, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research



**Stärken**

- + Beinhaltet kleinere Emittenten
- + Liquidere Anleihevolumina

**Schwächen**

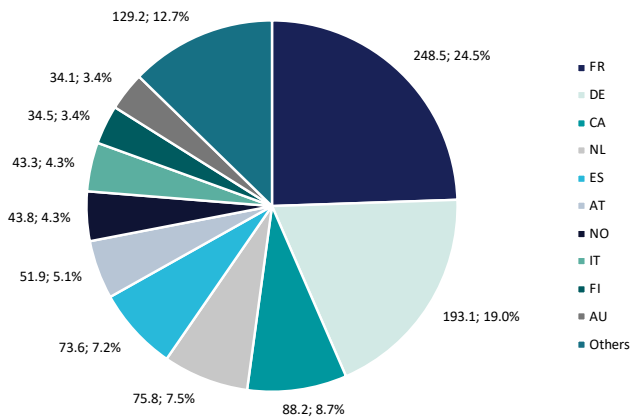
- Teilnehmer sind überwiegend Länder mit Haushaltsproblemen, hoher Abhängigkeit vom Finanzausgleich und/oder unterdurchschnittlicher Wirtschaftsleistung
- Komplexe Struktur
- Teilschuldnerische Haftung

**Fazit**

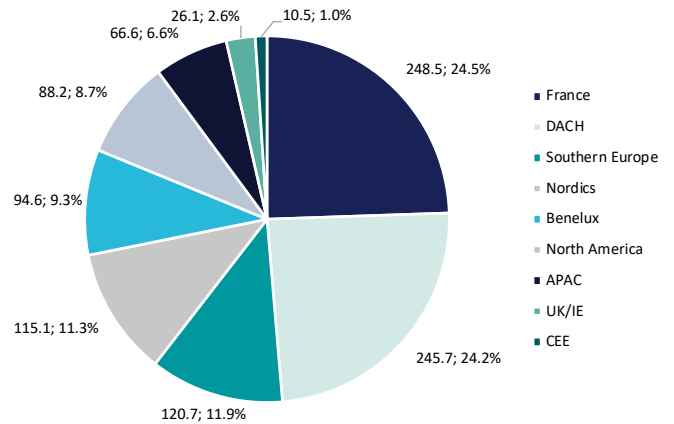
Nachdem die einzige BULABO-Anleihe am 15. Juli 2020 fällig geworden ist, stellt das Konstrukt „Gemeinschaft deutscher Länder“ das komplexeste verbliebene Konstrukt am deutschen Sub-Sovereign-Markt dar. Mit EUR 18,0 Mrd. ausstehendem Volumen in 17 Bonds gehört der Ticker LANDER zu den liquidesten am Markt. Für die sog. Länderjumbos ist keine gesamtschuldnerische Haftung vorgesehen, weshalb diese Machart erklärungsbedürftig ist. Zu Unterschieden führt dies indes nicht: Sämtliche Länderjumbos werden von Fitch mit AAA bewertet. Fitch begründet das Rating mit dem System aus „Prinzip der Bundestreue“ und dem neu geordneten bundesstaatlichen Finanzausgleichssystem, in dem die Ratingagentur generell ein äußerst geringes Ausfallrisiko (AAA) sieht. Ein Blick in den Kalender, die Historie und unser Bauchgefühl verraten uns, dass in der zweiten Jahreshälfte mit einem weiteren Bond zu rechnen wäre. Die angestiegenen und aufgrund der Inflation noch steigenden Steuereinnahmen könnten dies bis Jahresultimo jedoch verhindern. Deutsche Länder unterziehen sich permanent einem eigenen Kassensturz, wodurch das Funding unterjährig kleiner ausfallen kann, als die Kreditermächtigungen hergeben. Für das Preisgefühl: Der letzte Deal (#63) in Höhe von EUR 1 Mrd. (7y) kam Ende April zu ms -4bp.

# Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



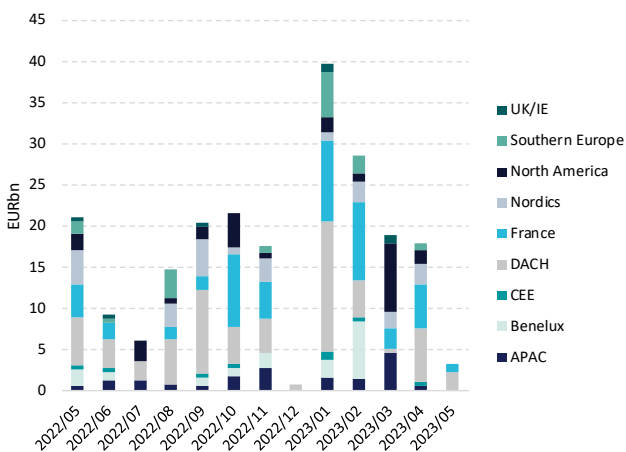
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



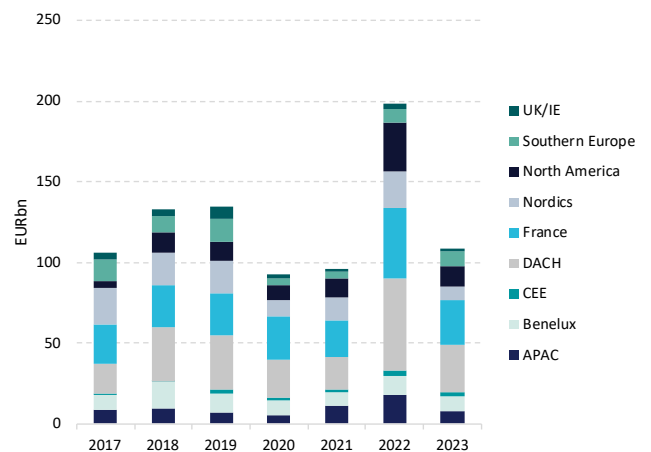
Top-10 Jurisdiktionen

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	248.5	239	16	0.97	9.6	5.2	1.17
2	DE	193.1	275	31	0.65	8.0	4.3	0.95
3	CA	88.2	66	0	1.31	5.5	2.9	0.91
4	NL	75.8	75	2	0.94	11.0	6.7	0.99
5	ES	73.6	59	6	1.14	11.1	3.6	1.93
6	AT	51.9	88	4	0.58	8.5	5.3	1.22
7	NO	43.8	52	11	0.84	7.3	3.9	0.52
8	IT	43.3	54	2	0.78	9.2	3.7	1.19
9	FI	34.5	37	3	0.91	7.3	3.8	0.94
10	AU	34.1	33	0	1.03	7.3	3.6	1.35

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

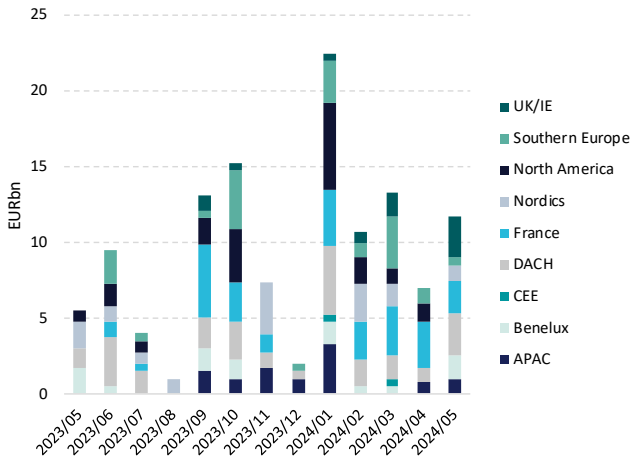


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

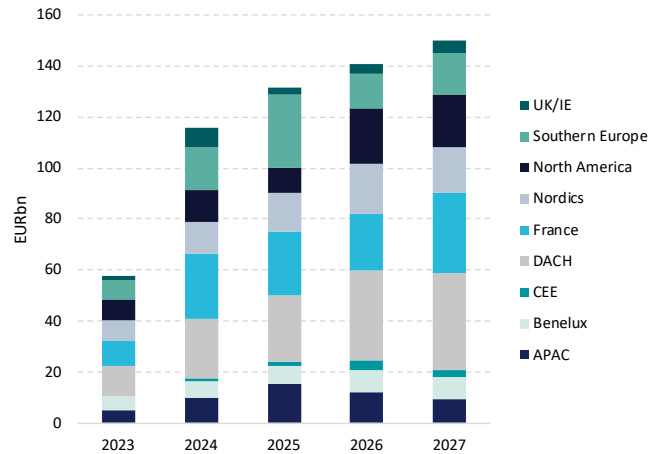


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

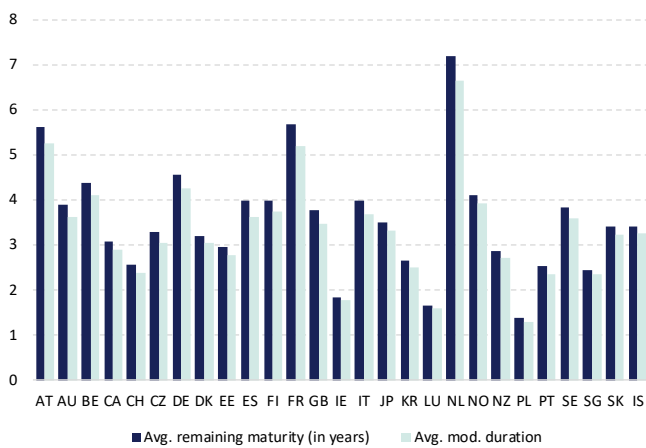
**EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat**



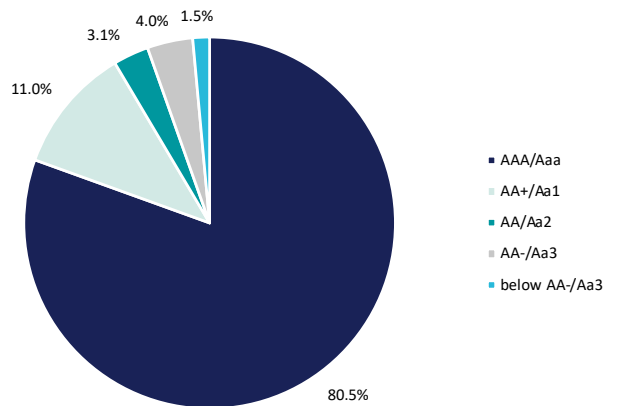
**EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr**



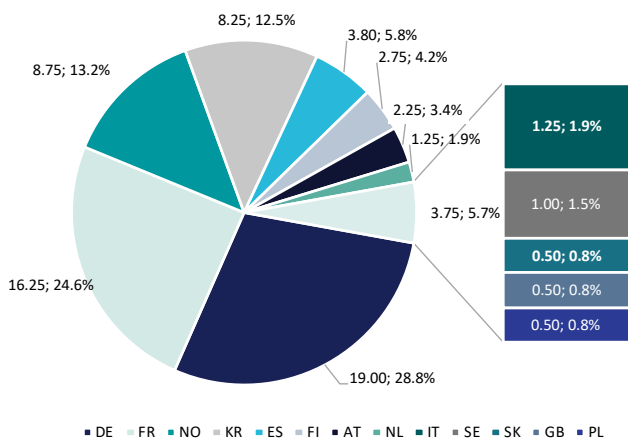
**Modified Duration und Restlaufzeit nach Land**



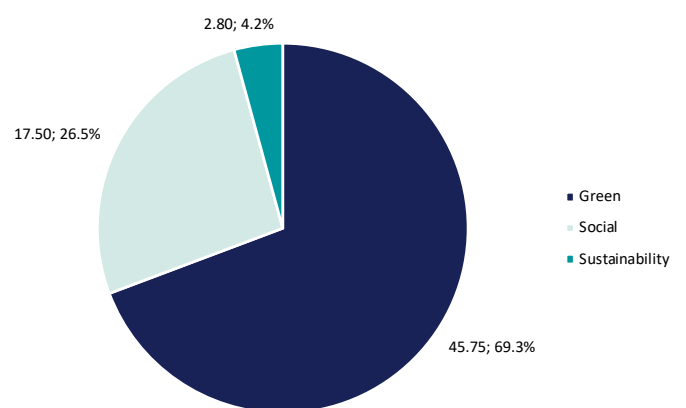
**Ratingverteilung (volumengewichtet)**



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

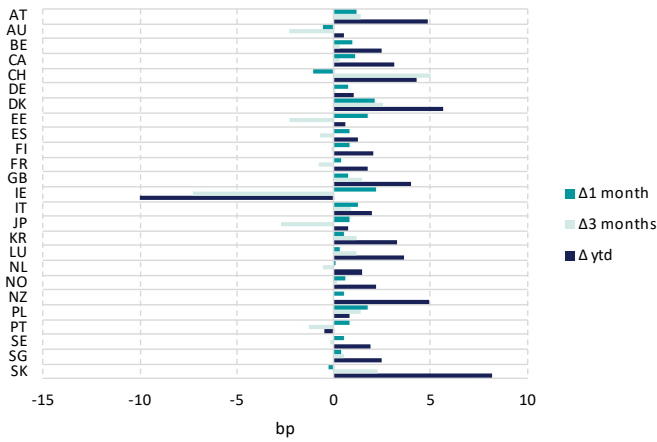


**EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)**

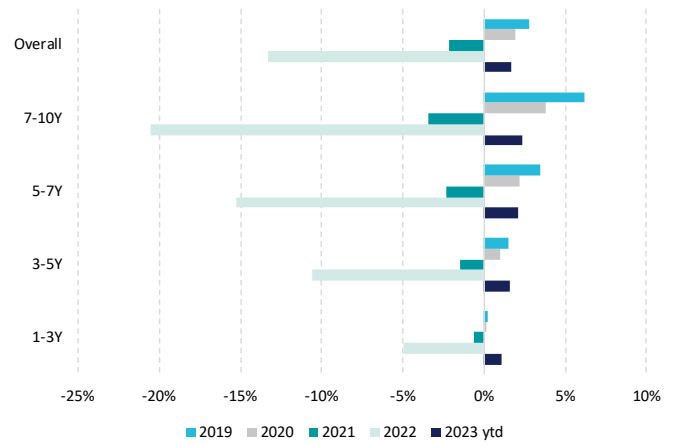


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

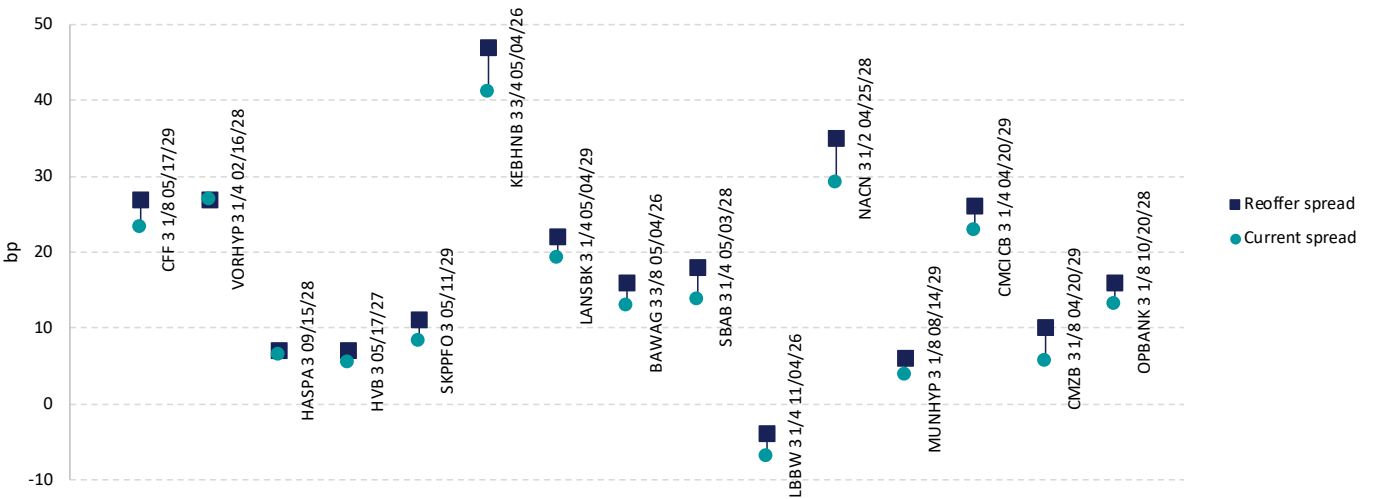
**Spreadveränderung nach Land**



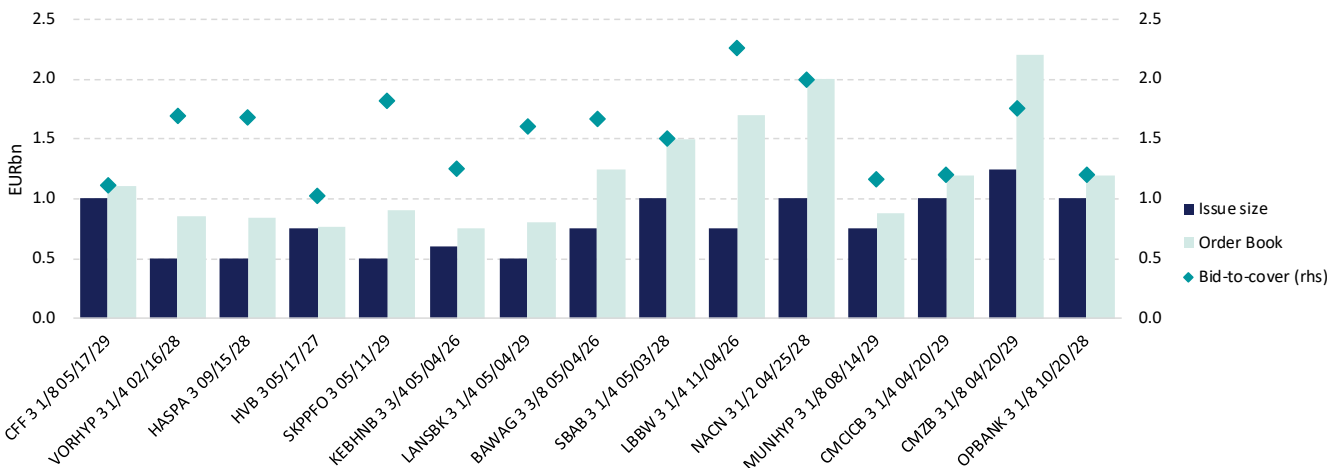
**Covered Bond Performance (Total Return)**



**Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen**

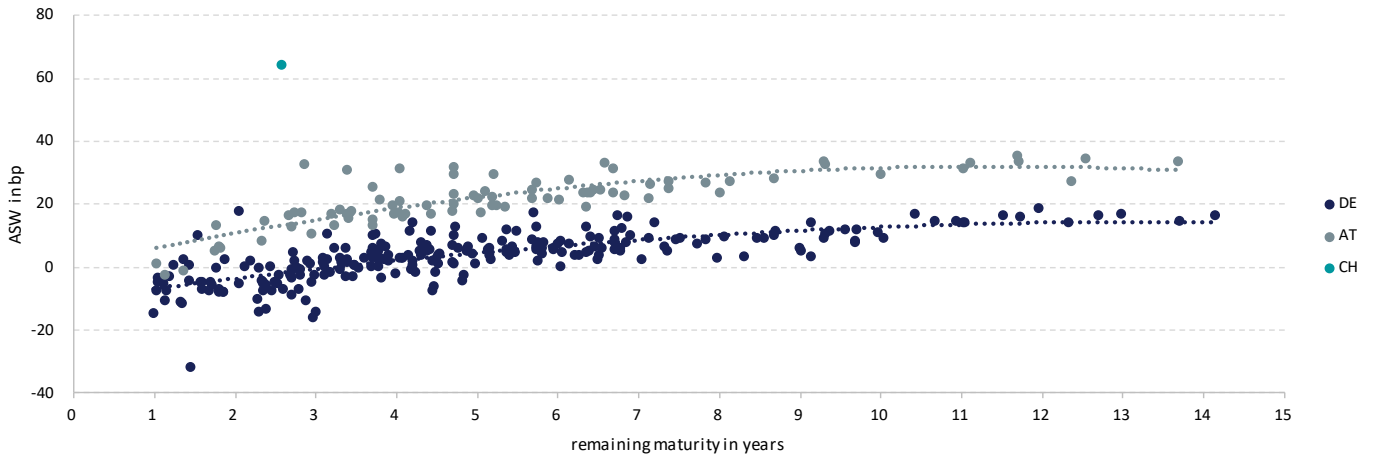


**Orderbücher der letzten 15 Emissionen**

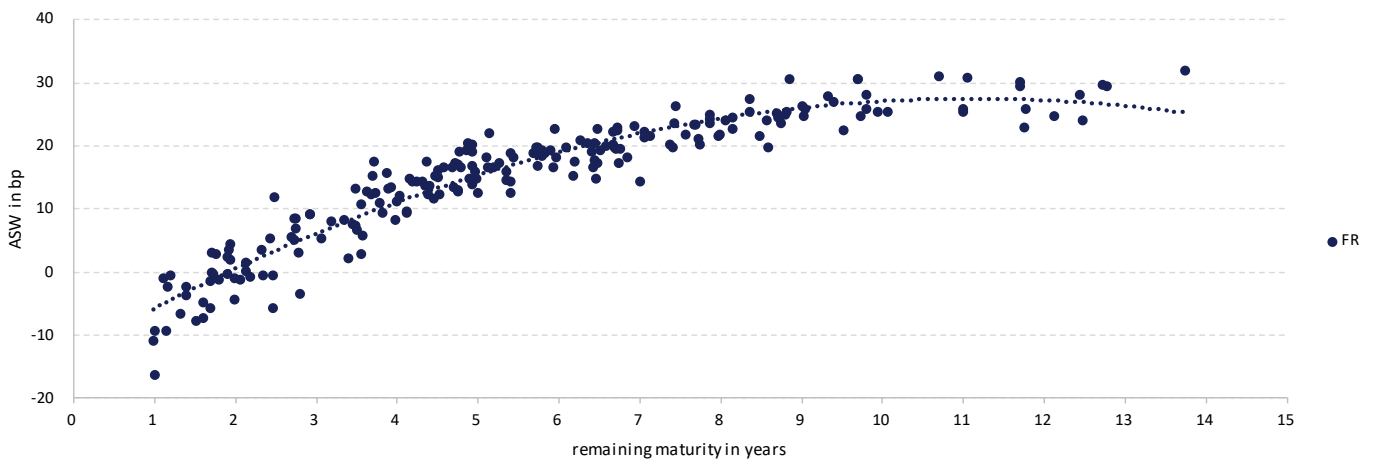


**Spreadübersicht<sup>1</sup>**

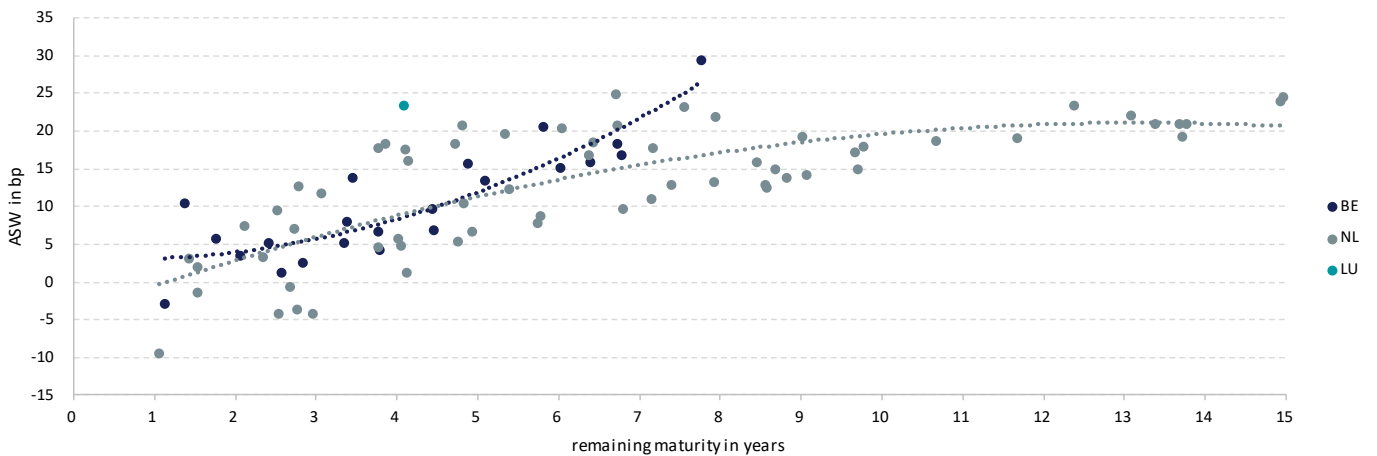
**DACH** 



**France** 

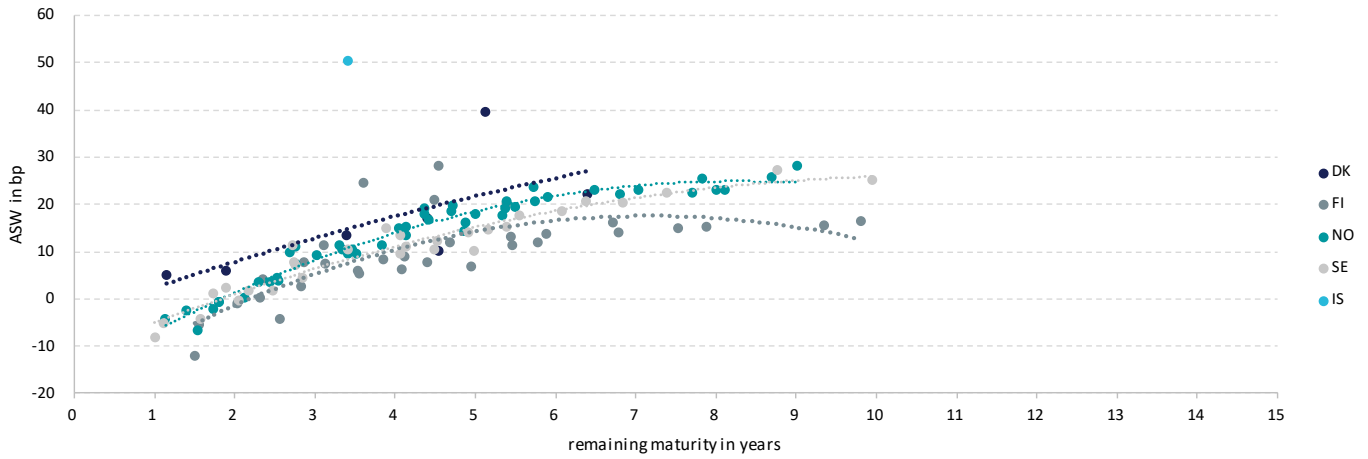


**Benelux** 

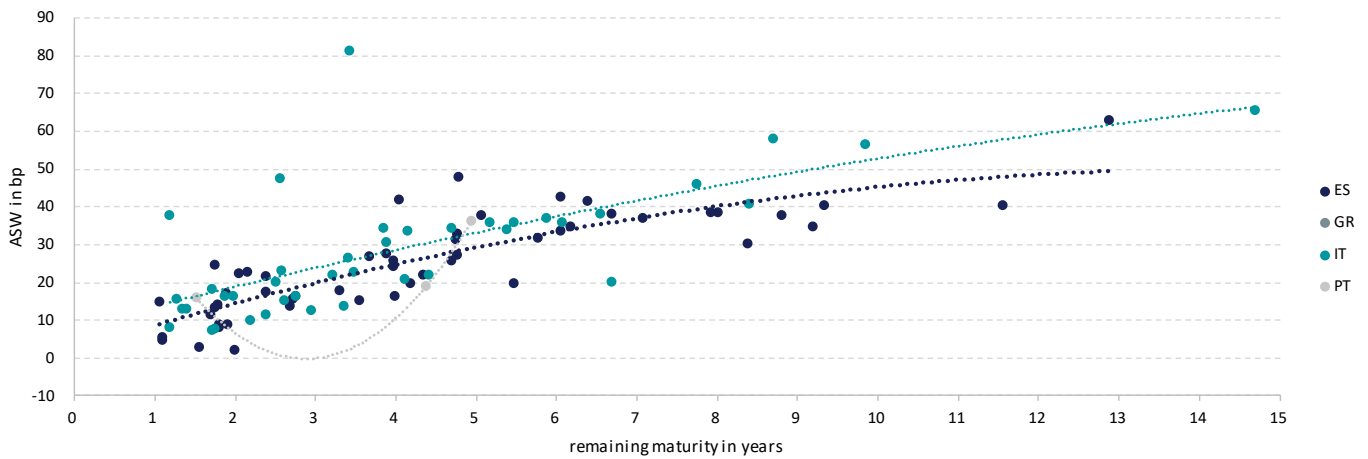


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research <sup>1</sup>Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

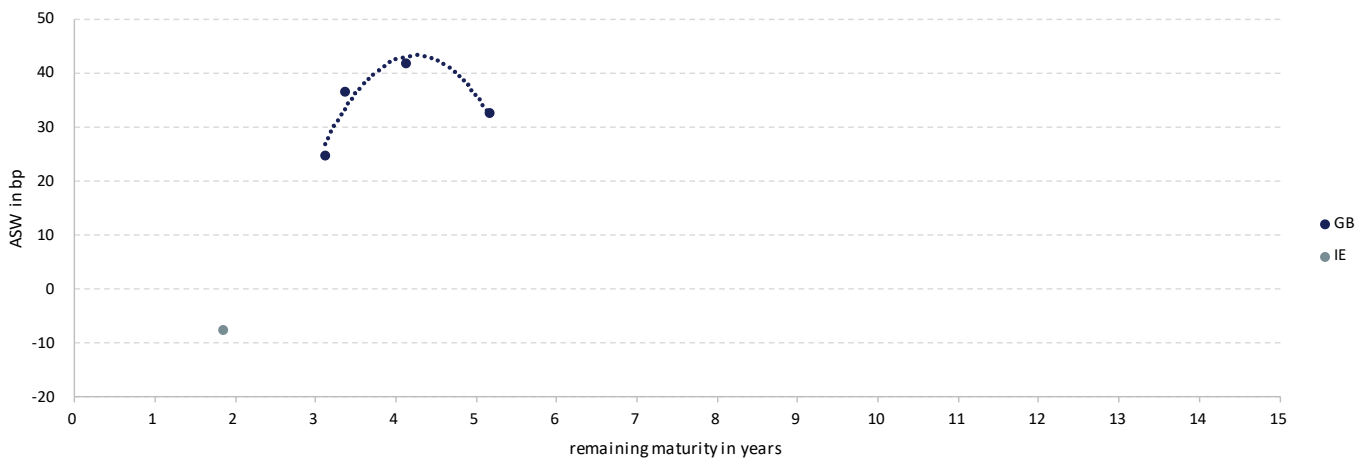
**Nordics** 🇩🇰 🇸🇪 🇳🇴 🇫🇮 🇮🇸



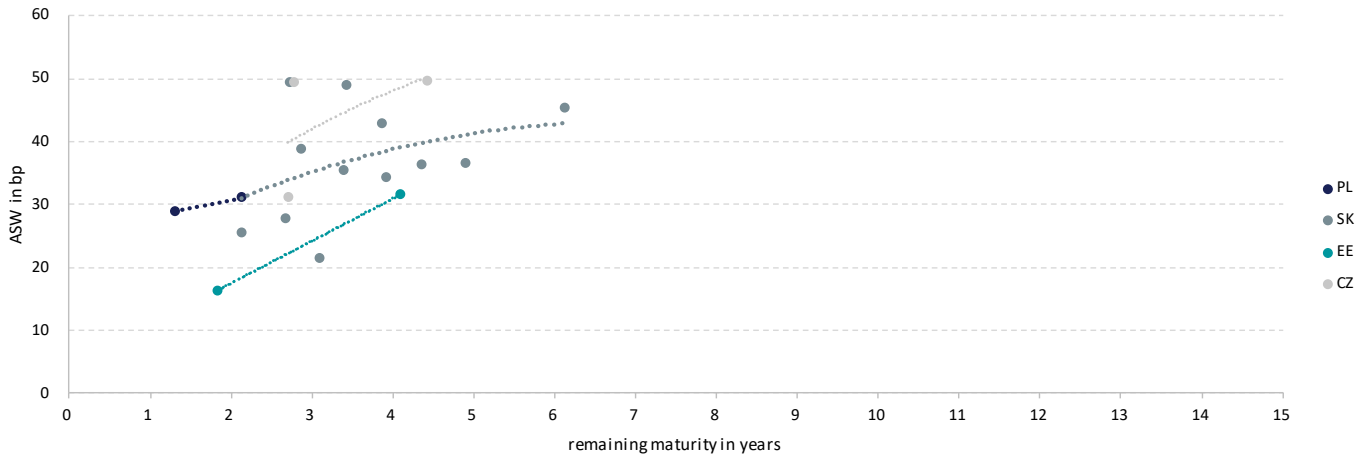
**Southern Europe** 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



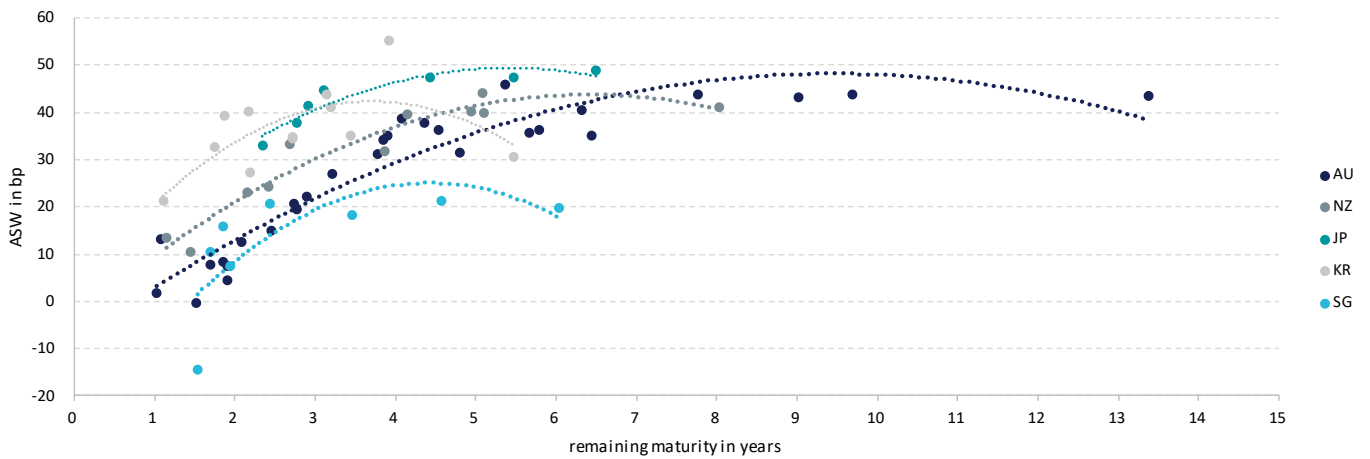
**UK/IE** 🇬🇧 🇮🇪



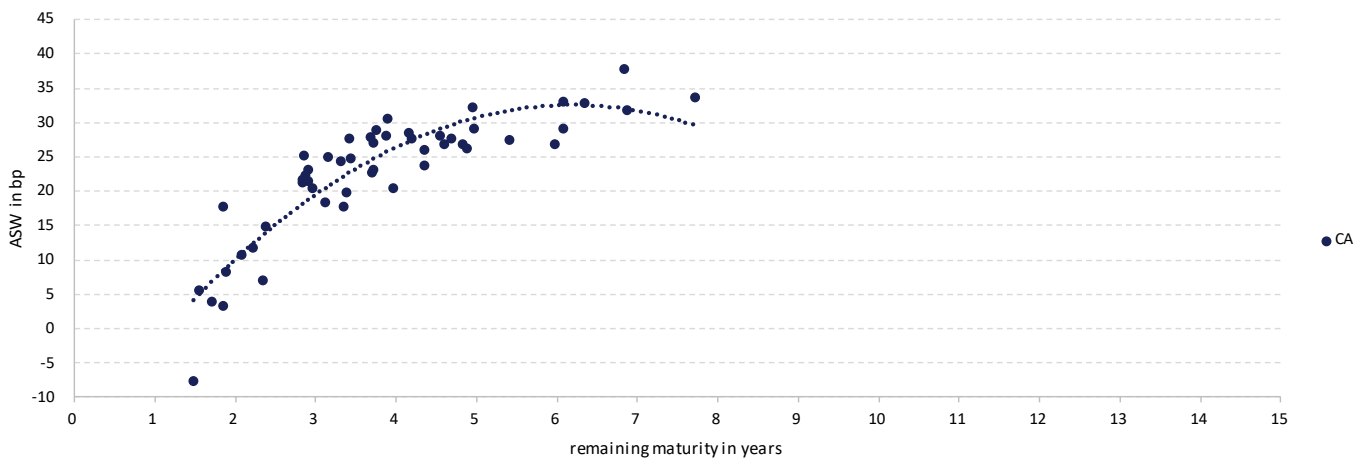
**CEE** 



**APAC** 



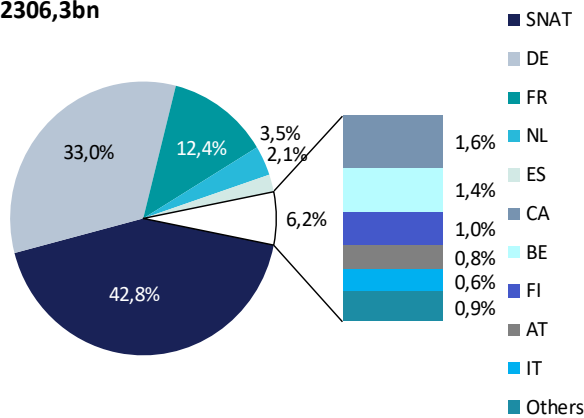
**North America** 



## Charts & Figures SSA/Public Issuers

### Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

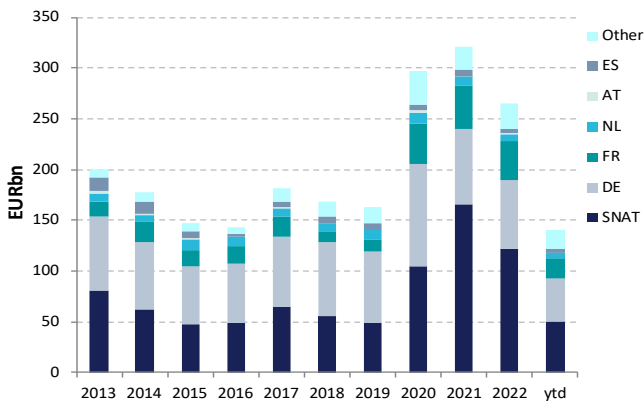
EUR 2306,3bn



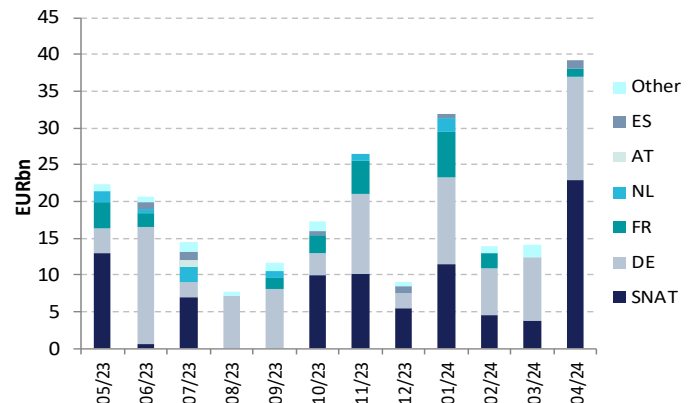
### Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (€bn)	No. of bonds	ØVol. (€bn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	987,3	226	4,4	8,1
DE	761,5	565	1,3	6,3
FR	285,0	189	1,5	6,2
NL	81,0	71	1,1	6,5
ES	47,4	64	0,7	4,8
CA	36,4	25	1,5	4,4
BE	31,5	35	0,9	11,2
FI	22,4	25	0,9	5,1
AT	17,8	21	0,8	4,6
IT	15,0	19	0,8	4,8

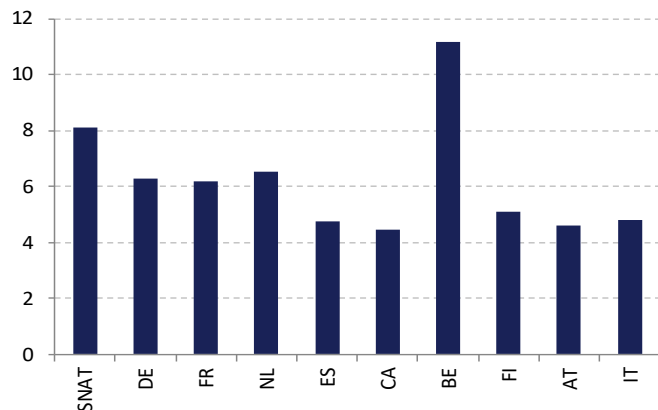
### EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



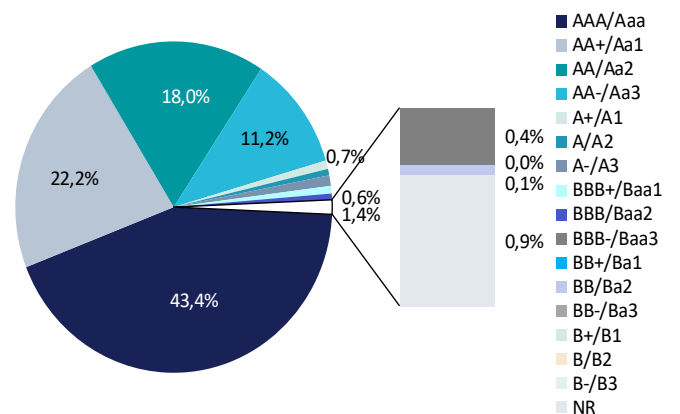
### EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



### Vol. gew. Modified Duration nach Land

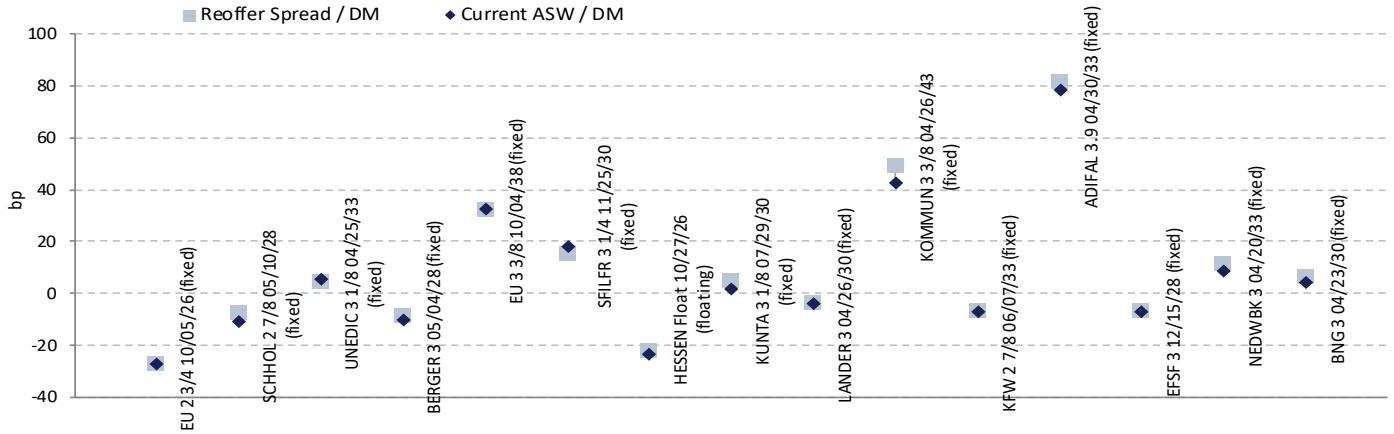


### Ratingverteilung (volumengewichtet)

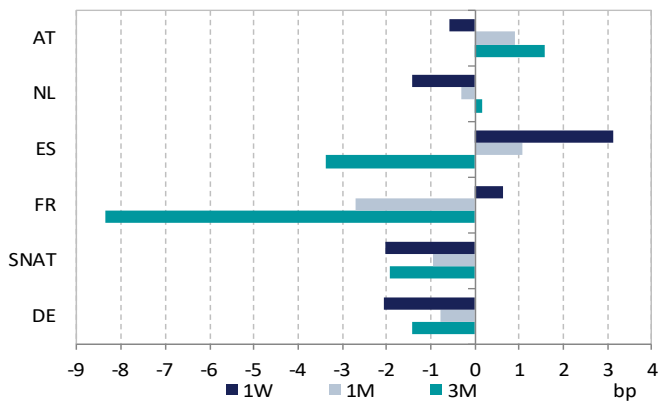




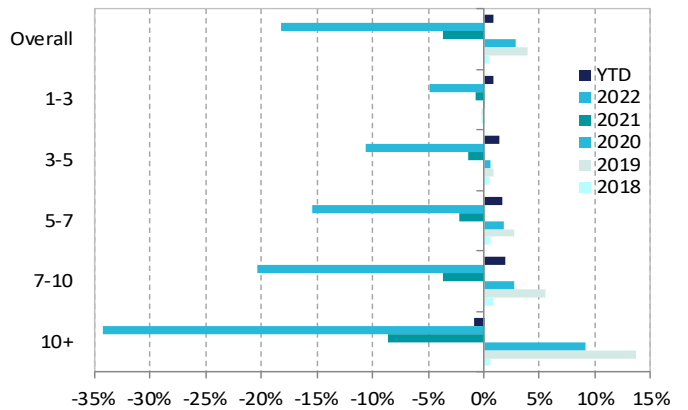
**Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen**



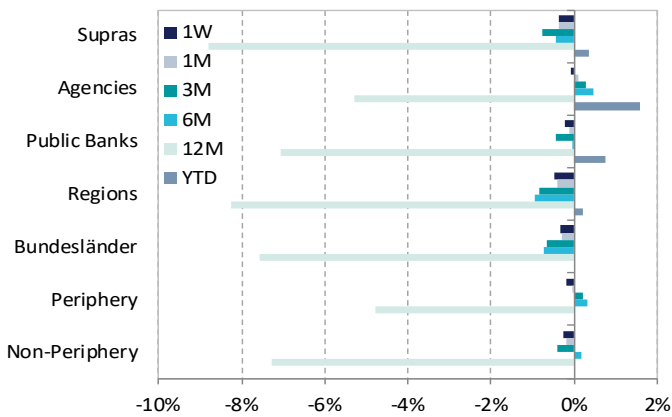
**Spreadentwicklung nach Land**



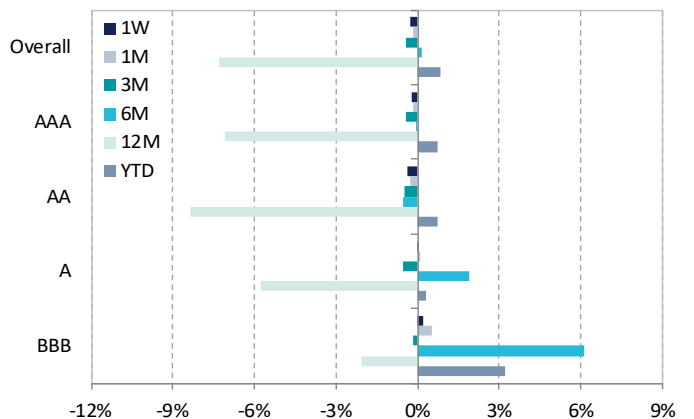
**SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich**



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

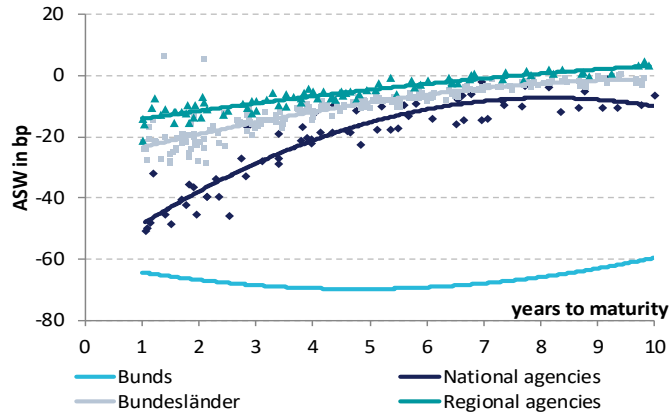


**SSA-Performance nach Rating (Total Return)**

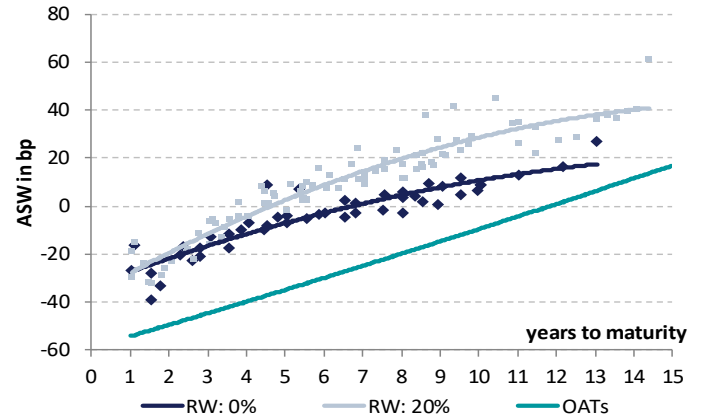


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

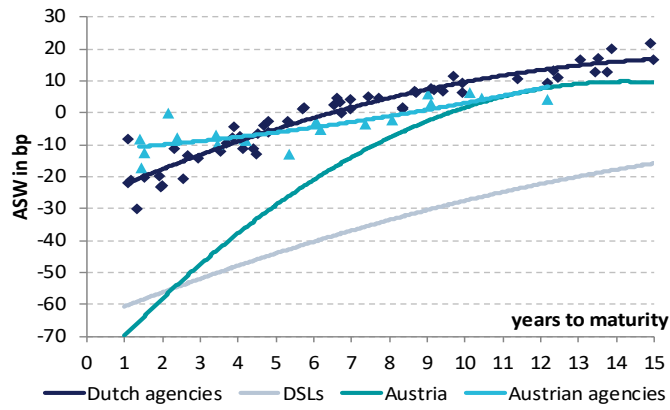
**Germany (nach Segmenten)**



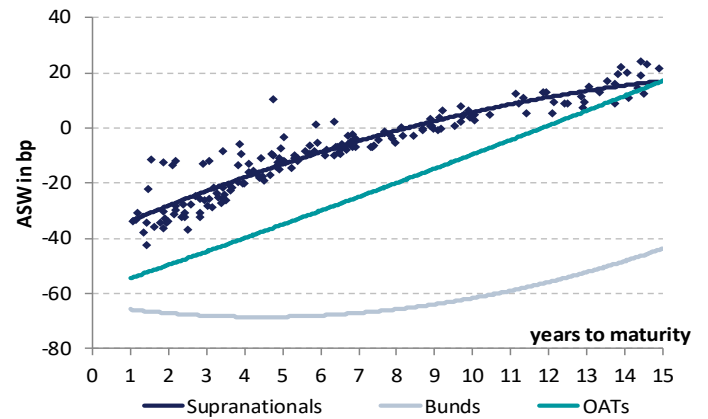
**France (nach Risikogewichten)**



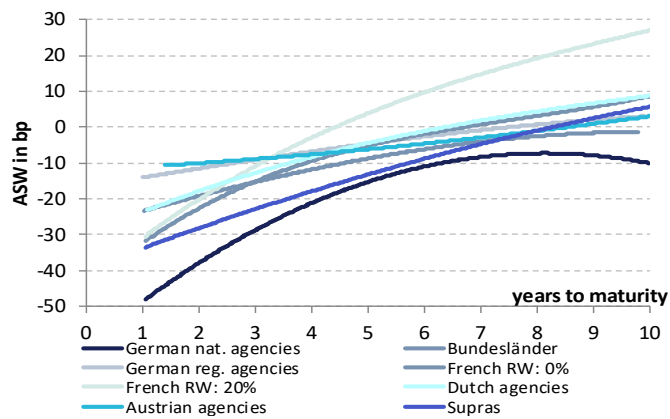
**Netherlands & Austria**



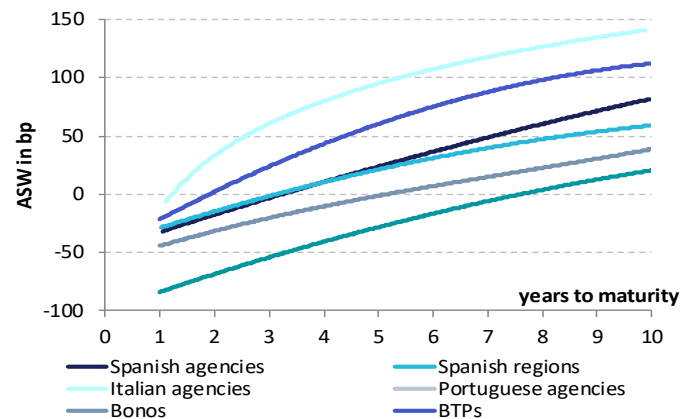
**Supranationals**



**Core**



**Periphery**



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

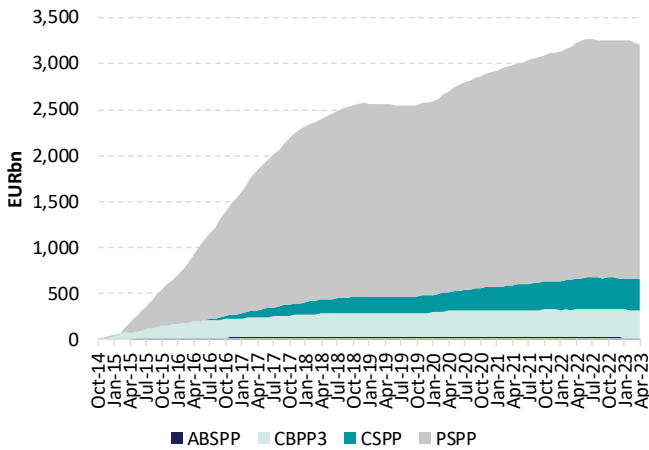
# EZB-Tracker

## Asset Purchase Programme (APP)

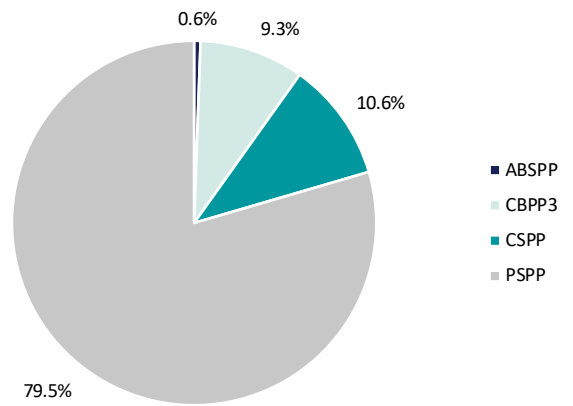
### Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
<b>Mar-23</b>	19,464	299,707	341,974	2,569,835	3,230,980
<b>Apr-23</b>	18,491	298,627	341,574	2,557,798	3,216,490
<b>Δ</b>	-973	-1,080	-400	-12,037	-14,490

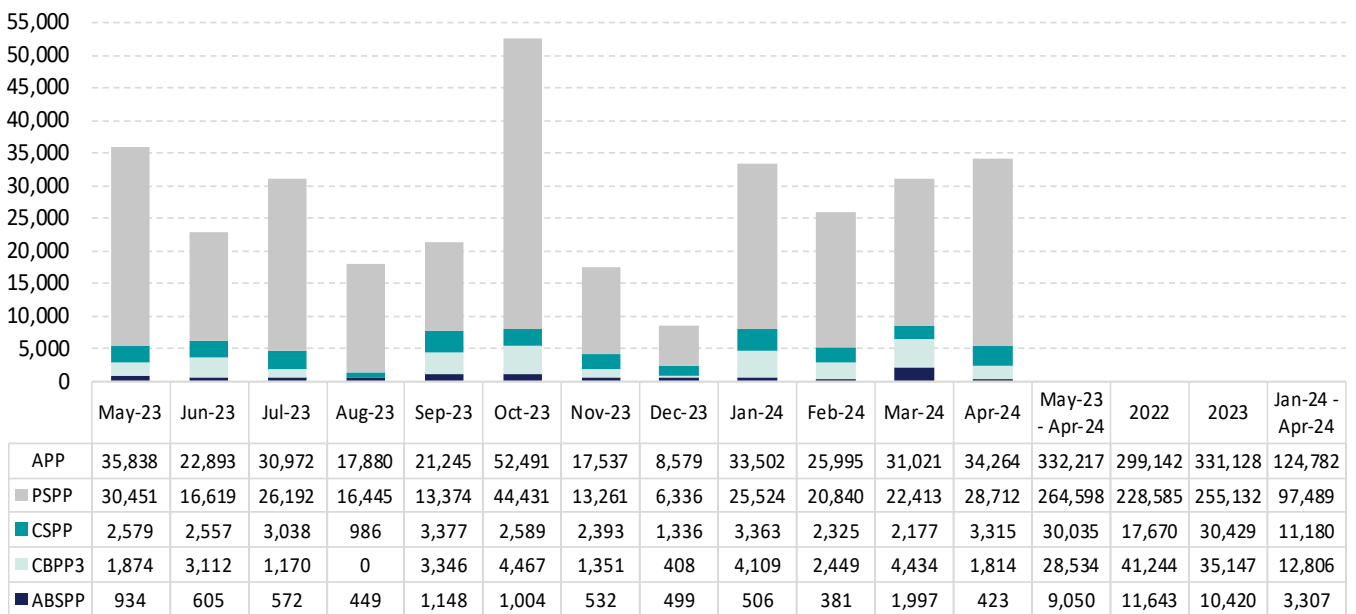
### Portfolioentwicklung



### Portfoliostruktur



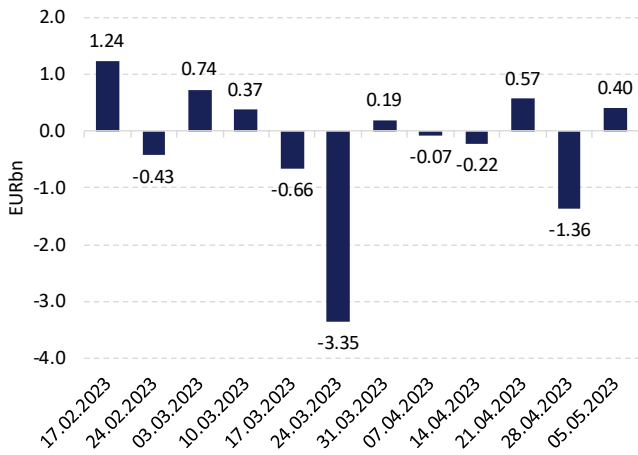
### Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



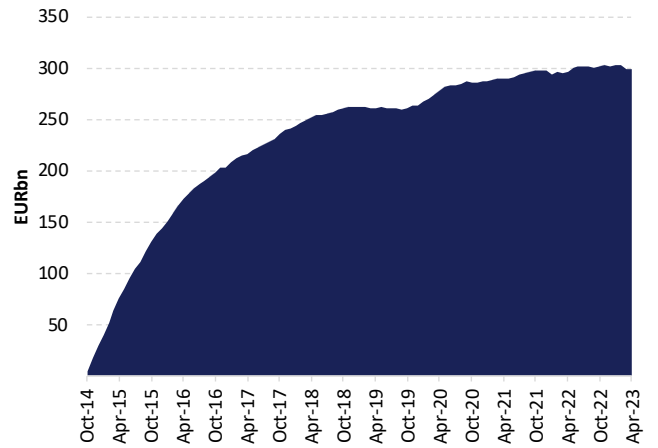
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

## Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)

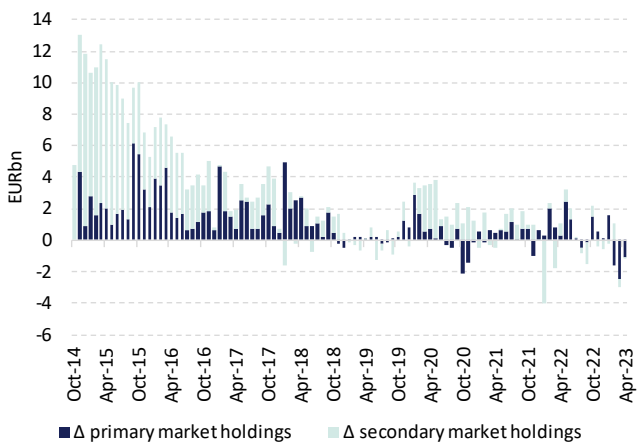
Wöchentliches Ankaufvolumen



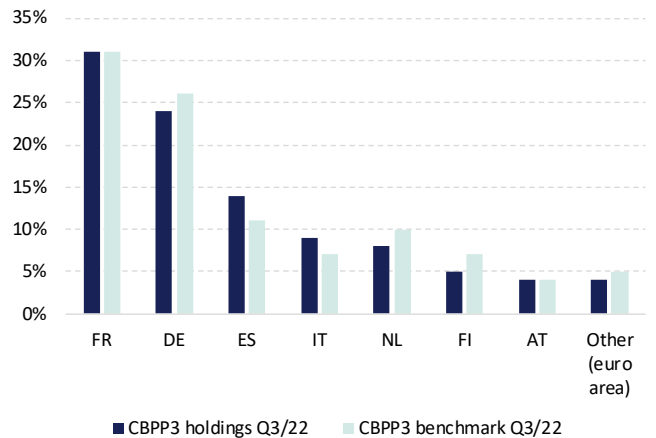
Entwicklung des CBPP3-Volumens



Veränderung der Primär-/Sekundärmarktanteile

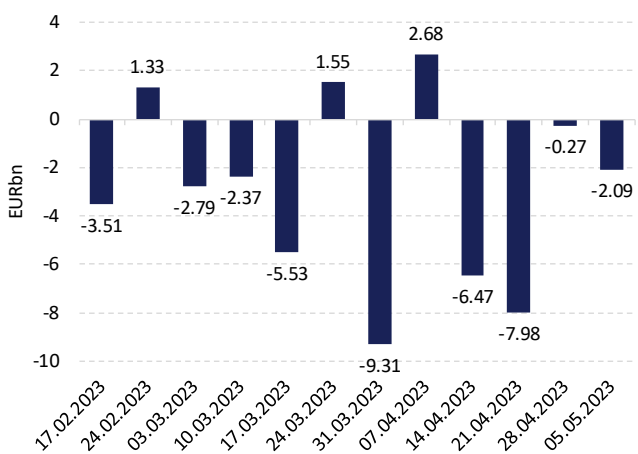


CBPP3-Struktur nach Jurisdiktionen

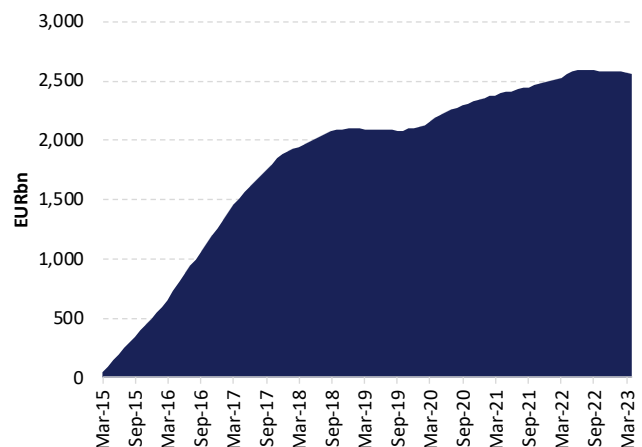


## Public Sector Purchase Programme (PSPP)

Wöchentliches Ankaufvolumen

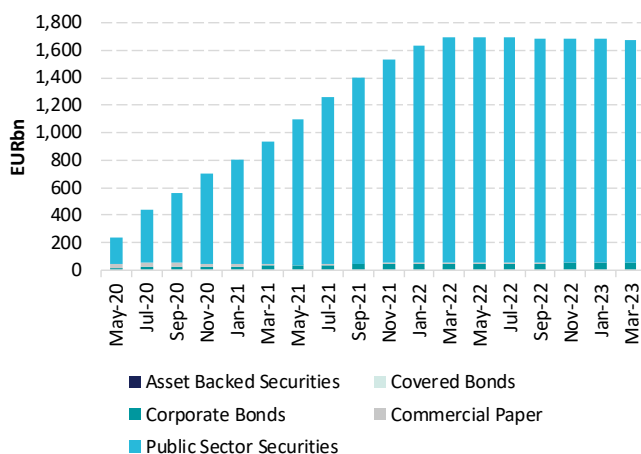


Entwicklung des PSPP-Volumens

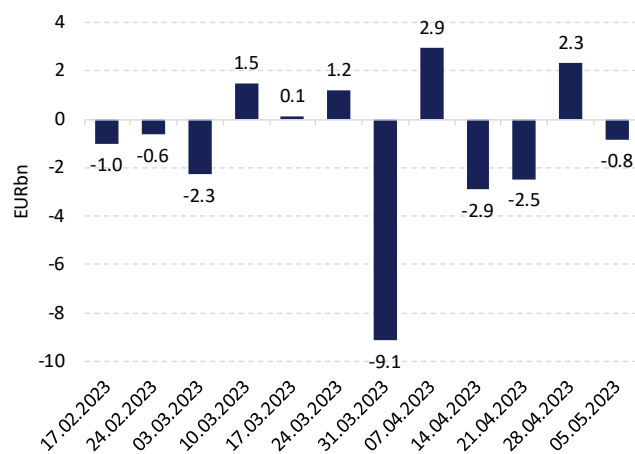


## Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

### Portfolioentwicklung



### Wöchentliches Ankaufsvolumen



### Überblick über Public Sector Assets unter dem PEPP

Jurisdiktion	Bestand (in EURm)	Δ Bestand Vorperiode	Adj. Verteilungsschlüssel <sup>1</sup>	PEPP-Anteil	Δ zum adj. Verteilungsschlüssel <sup>2</sup>	Ø Restlaufzeit (in Jahren) <sup>3</sup>	Marktdurchschnitt <sup>4</sup> (in Jahren)
AT	45,107	588	2.6%	2.7%	0.1%	7.3	7.5
BE	56,425	-380	3.3%	3.4%	0.1%	6.3	9.2
CY	2,493	6	0.2%	0.2%	0.0%	8.1	8.0
DE	398,924	593	23.7%	24.0%	0.3%	6.8	7.1
EE	256	0	0.3%	0.0%	-0.2%	7.2	7.2
ES	195,878	-1,382	10.7%	11.8%	1.1%	7.3	7.4
FI	26,890	745	1.7%	1.6%	0.0%	7.5	7.9
FR	296,890	2,093	18.4%	17.9%	-0.5%	7.7	7.8
GR	37,726	-1,847	2.2%	2.3%	0.0%	8.6	9.3
IE	25,104	173	1.5%	1.5%	0.0%	9.2	10.0
IT	289,726	631	15.3%	17.4%	2.2%	7.2	6.9
LT	3,305	34	0.5%	0.2%	-0.3%	9.2	8.8
LU	1,941	23	0.3%	0.1%	-0.2%	5.8	7.9
LV	1,954	20	0.4%	0.1%	-0.2%	7.7	7.9
MT	607	1	0.1%	0.0%	-0.1%	10.3	8.6
NL	81,616	-1,171	5.3%	4.9%	-0.4%	7.8	8.7
PT	33,964	-516	2.1%	2.0%	-0.1%	7.0	7.5
SI	6,344	41	0.4%	0.4%	-0.1%	8.9	9.3
SK	7,839	65	1.0%	0.5%	-0.6%	8.3	8.5
SNAT	148,088	1,173	10.0%	8.9%	-1.1%	10.2	8.9
<b>Total / Avg.</b>	<b>1,661,078</b>	<b>892</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>7.6</b>	<b>7.6</b>

<sup>1</sup> Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras

<sup>2</sup> Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel

<sup>3</sup> Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (WAM) der für das PEPP angekauften Anleihen

<sup>4</sup> Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (WAM) der für das PEPP ankaufbaren Anleihen

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

# Anhang

## Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
<a href="#">15/2023 ♦ 26. April</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EZB-Preview: Zwei Herzen in einer Brust?</li> <li>▪ EBA Risk Dashboard zeichnet solides Bild im IV. Quartal 2022</li> </ul>
<a href="#">14/2023 ♦ 19. April</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Die Kreditvergabe in der Eurozone und Deutschland</li> <li>▪ Der französische Agency-Markt im Überblick</li> </ul>
<a href="#">13/2023 ♦ 05. April</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Angebotsprognose ohne großen Anpassungsbedarf</li> <li>▪ Aktuelle Risikogewichtung von Supranationals &amp; Agencies</li> </ul>
<a href="#">12/2023 ♦ 29. März</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick</li> <li>▪ NGEU: Green Bond Dashboard</li> </ul>
<a href="#">11/2023 ♦ 22. März</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Covered Bonds: Im Bann von Bankenkrise und EZB-Falken?</li> <li>▪ EUR-ESG-Benchmarks im bisherigen SSA-Jahr 2023</li> </ul>
<a href="#">10/2023 ♦ 15. März</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q4/2022</li> <li>▪ Kreditermächtigungen der deutschen Bundesländer 2023</li> </ul>
<a href="#">09/2023 ♦ 08. März</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EZB-Preview: „Soft Landing“ erlaubt „Hard Ball“ bei Leitzinsen</li> <li>▪ Wo steht der Pfandbrief im Covered Bond-Universum?</li> </ul>
<a href="#">08/2023 ♦ 01. März</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Der Covered Bond-Markt und die EZB: Ein Ende auf Raten?</li> <li>▪ Beyond Bundesländer: Großraum Paris (IDF und VDP) im Fokus</li> </ul>
<a href="#">07/2023 ♦ 22. Februar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Italiens Markt für Covered Bonds im EUR-Benchmarkformat</li> <li>▪ Europäische Supranationals im Überblick</li> </ul>
<a href="#">06/2023 ♦ 15. Februar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Laufzeitaufschläge bei Covered Bonds</li> <li>▪ Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes</li> <li>▪ Ein Blick auf die EU: Durch die Krise zum Megaemittenten</li> </ul>
<a href="#">05/2023 ♦ 08. Februar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Januar 2023: Rekordstart ins neue Covered Bond-Jahr</li> <li>▪ SSA-Monatsrückblick: Emissionsstark in das neue Jahr gestartet</li> </ul>
<a href="#">04/2023 ♦ 01. Februar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Covered Bond-Jurisdiktionen im Fokus: Ein Blick auf Kanada</li> <li>▪ Covered Bond-Jurisdiktionen im Fokus: Ein Blick auf die Slowakei und Tschechien</li> <li>▪ 26. Sitzung des Stabilitätsrates (Dez. 2022)</li> </ul>
<a href="#">03/2023 ♦ 25. Januar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EZB-Preview: Ohren auf bei der Pressekonferenz!</li> <li>▪ Erfolgreicher Jahresstart auch für EUR-Subbenchmarks</li> <li>▪ ESG-Covered Bonds aus Frankreich: La Banque Postale SFH begibt ihren ersten sozialen Covered Bond</li> </ul>
<a href="#">02/2023 ♦ 18. Januar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Covered Bond-Jurisdiktionen im Fokus: Ein Blick auf Belgien</li> <li>▪ Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick</li> <li>▪ Beyond Bundesländer: Belgische Emittenten im Fokus</li> </ul>
<a href="#">01/2023 ♦ 11. Januar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EZB-Rückblick: 2022 brachte jede Menge geldpolitische Action</li> <li>▪ Jahresrückblick 2022 – Covered Bonds</li> <li>▪ SSA-Rückblick 2022</li> </ul>

## 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 Q4/2022](#) (Quartalsupdate)

[Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten](#)

### SSA/Public Issuers:

[Issuer Guide – Deutsche Länder 2022](#)

[Issuer Guide – Deutsche Agencies 2022](#)

[Issuer Guide – Europäische Supranationals 2023](#)

[Issuer Guide – Niederländische Agencies 2022](#)

[Beyond Bundesländer: Belgien](#)

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

[Spanische Regionen im Spotlight](#) (Update 2023 geplant)

### Fixed Income Specials:

[ESG-Update 2023](#)

[EZB-Zinsentscheidung: Alles neu macht der Mai... Oder: Die Macht vergangener Zinsschritte!](#)

[EZB-Zinsentscheidung: Rückgrat in stürmischen Zeiten?!](#)

[EZB-Zinsentscheidung: Der Fahrplan in Richtung QT](#)

[EZB-Zinsentscheidung: Tischlein, deck Dich für 2023](#)

# Anhang

## Ansprechpartner in der NORD/LB

### Markets Strategy & Floor Research



**Dr. Frederik Kunze**

Covered Bonds/Banks

+49 172 354 8977

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



**Melanie Kiene**

Covered Bonds/Banks

+49 172 169 2633

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



**Stefan Rahaus**

Covered Bonds/Banks

+49 172 6086 438

[stefan.rahaus@nordlb.de](mailto:stefan.rahaus@nordlb.de)



**Dr. Norman Rudschuck**

SSA/Public Issuers

+49 152 090 24094

[norman.rudschuck@nordlb.de](mailto:norman.rudschuck@nordlb.de)



**Valentin Jansen**

SSA/Public Issuers

+49 157 8516 7232

[valentin.jansen@nordlb.de](mailto:valentin.jansen@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

### Relationship Management

Institutionelle Kunden	<a href="mailto:rm-vs@nordlb.de">rm-vs@nordlb.de</a>
Öffentliche Kunden	<a href="mailto:rm-oek@nordlb.de">rm-oek@nordlb.de</a>



**Disclaimer**

Dieser Report (nachfolgend als „Information“ bezeichnet) ist von der **NORDEUTSCHEN 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 und Geschäften, die im Zusammenhang mit dem Gegenstand dieser Information stehen könnten, ist der jeweiligen (Finanzierungs-) Dokumentation zu entnehmen. Soweit es sich bei den in dieser Information dargestellten Finanzinstrumenten um prospektpflichtige eigene Emissionen der NORD/LB handelt, sind allein verbindlich die für das konkrete Finanzinstrument geltenden Anleihebedingungen sowie der jeweilig veröffentlichte Prospekt der NORD/LB, die insgesamt unter [www.nordlb.de](http://www.nordlb.de) heruntergeladen werden können und die bei der NORD/LB, Georgsplatz 1, 30159 Hannover kostenlos erhältlich sind. Eine eventuelle Anlageentscheidung sollte in jedem Fall nur auf Grundlage dieser (Finanzierungs-) Dokumentation getroffen werden. Diese Information ersetzt nicht die persönliche Beratung. Jeder Empfänger sollte, bevor er eine Anlageentscheidung trifft, im Hinblick auf die Angemessenheit von Investitionen in Finanzinstrumente oder Anlagestrategien, die Gegenstand dieser Information sind, sowie für weitere und aktuellere Informationen im Hinblick auf bestimmte Anlagemöglichkeiten sowie für eine individuelle Anlageberatung einen unabhängigen Anlageberater konsultieren.

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

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

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

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

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Australien:**

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland:**

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:**

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Indonesien:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Irland:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Japan:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Luxemburg:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Neuseeland:**

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Österreich:**

Keine der in dieser Information enthaltenen Informationen stellt eine Aufforderung oder ein Angebot der NORD/LB oder mit ihr verbundener Unternehmen dar, Wertpapiere, Terminprodukte oder andere Finanzinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen oder an irgendeiner Anlagestrategie zu partizipieren. Nur der veröffentlichte Prospekt gemäß dem Österreichischen Kapitalmarktgesetz kann die Grundlage für die Investmententscheidung des Empfängers darstellen. Aus Regulierungsgründen können Finanzprodukte, die in dieser Information erwähnt werden, möglicherweise nicht in Österreich angeboten werden und deswegen nicht für Investoren in Österreich verfügbar sein. Deswegen kann die NORD/LB ggf. gehindert sein, diese Produkte zu verkaufen bzw. auszugeben oder Anfragen zu akzeptieren, diese Produkte zu verkaufen oder auszugeben, soweit sie für Investoren mit Sitz in Österreich oder für Mittelsmänner, die im Auftrag solcher Investoren handeln, bestimmt sind.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Polen:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Portugal:**

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

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Schweden:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Schweiz:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Singapur:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Tschechischen Republik:**

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

**Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Zypern:**

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

**Redaktionsschluss:** 10. Mai 2023 08:35 Uhr