

Frohes Fest und guten Rutsch!
Vielen Dank für Ihre Treue in 2023

Unsere nächste Wochenpublikation
erscheint am **10.01.2024**



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	7
Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2024	10
SSA-Ausblick 2024: EZB, NGEU und deutsche Schuldenbremse	17
Charts & Figures	
Covered Bonds	24
SSA/Public Issuers	30
EZB-Tracker	
Asset Purchase Programme (APP)	33
Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)	35
Ausgaben im Überblick	36
Publikationen im Überblick	37
Ansprechpartner in der NORD/LB	38

Flooranalysten:

Covered Bonds/Banks

Dr. Frederik Kunze
frederik.kunze@nordlb.de

Lukas Kühne
lukas.kuehne@nordlb.de

SSA/Public Issuers

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

Christian Ilchmann
christian.ilchmann@nordlb.de

Lukas-Finn Frese
lukas-finn.frese@nordlb.de

Marktüberblick

Covered Bonds

Autoren: Dr. Frederik Kunze // Lukas Kühne

Primärmarkt: Vorweihnachtliche Ruhe ermöglicht es uns einen Blick auf 2024 zu werfen

Die Primärmarktaktivitäten der Emittenten für das Jahr 2023 scheinen abgeschlossen zu sein, nachdem wir auch in der vergangenen Woche keine Neuemissionen verzeichnen konnten. Damit notieren wir aller Voraussicht nach ein Neuemissionsvolumen von EUR 187,7 Mrd. für das Kalenderjahr 2023. Die vorweihnachtliche Ruhe am Primärmarkt möchten wir gerne nutzen, um gemeinsam mit Ihnen eine Vorausschau auf den Covered Bond-Markt im kommenden Jahr 2024 zu wagen. Dazu haben wir in den folgenden Absätzen kurz die Ausblicke der drei großen Ratingagenturen S&P, Fitch und Moody's zusammengefasst und erläutern im Fokusartikel dieser Ausgabe ausführlich unsere Einschätzungen und Erwartungen für den Markt gedeckter Anleihen im kommenden Jahr. Insbesondere das erwartete Neuemissionsvolumen, der prognostizierte Net Supply sowie unsere Spreaderwartungen bilden Kernelemente unseres Outlooks. Insgesamt erwarten wir ein wachsendes Nettoneuangebot, bei einem etwas geringeren Neuemissionsvolumen. Der Start ins neue Jahr wird unserer Meinung nach ähnlich aktiv ausfallen, wie in 2023. Es wird spannend zu beobachten sein, ob und wann Emittenten auch wieder mit längeren Laufzeiten auf die Investoren zugehen werden, oder die Deals am Markt für EUR-Benchmarks weiterhin auf das Laufzeitsegment bis fünf Jahre begrenzt bleiben. Alles in allem erwarten wir ein aufregendes Emissionsjahr 2024, das bestimmt auch einige Überraschungen für uns bereithält. An dieser Stelle möchten wir uns ganz herzlich für Ihr Interesse an unseren Publikationen bedanken und hoffen, Ihnen auch im kommenden Jahr einen hilfreichen Mehrwert bieten zu können, um Sie bei Ihrer täglichen Arbeit zu unterstützen. Für Anregungen, Feedback oder Rückfragen stehen wir gerne zur Verfügung. Beenden möchten wir das Jahr 2023 mit dem Wunsch auf eine friedliche und besinnliche Weihnachtszeit für Sie und Ihre Familien sowie ein gesundes und erfolgreiches Jahr 2024

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

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

Der vdp berichtet über die Veröffentlichung des Green Bond Standards ...

In der vergangenen Woche informierte der vdp über die Veröffentlichung der Verordnung zum Green Bond Standard (EU GBS) im EU-Amtsblatts, die damit ab dem 21. Dezember 2024 Anwendung findet. Mit der Einführung dieses freiwilligen Standards zielt die EU darauf ab, die Vergleichbarkeit unterschiedlicher nachhaltiger Anleihen zu erhöhen sowie den Markt für grüne Anleihen zu stärken. Covered Bonds, die die Anforderungen des Green Bond Standards erfüllen, sind auch taxonomiekonform. Die Verwendung der Emissionserlöse müssen innerhalb des Flexibilitätsrahmens von 15% der EU-Taxonomie liegen, um das Label EU GBS tragen zu dürfen und erhalten einen Bestandsschutz bei Emission von sieben Jahren gegen Änderungen in der EU-Taxonomie. Darüber hinaus wird mit der Verordnung zum EU GBS ein Registrierungs- und Aufsichtsrahmen für externe Bewerter von EU Green Bonds eingeführt. Eine Emission unter dem Label EU GBS ist ab dem 21. Dezember 2024 möglich.

... und kann zwei neue Mitglieder begrüßen

Ebenfalls in der vergangenen Woche gab der vdp bekannt, dass die Sparkasse Rhein-Nahe und die Volksbank Freiburg erfolgreich das Aufnahmeverfahren absolviert haben. Die Mitgliedschaft beider Institute im vdp wird zum Start des neuen Jahres wirksam. Damit umfasst der vdp nach eigenen Angaben knapp 50 Institute aus allen Bereichen der Kreditwirtschaft. Dabei beschränken sich die Institute nicht ausschließlich auf Deutschland. In Summe repräsentierten die Mitgliedsinstitute rund 96% des gesamten Pfandbriefumlaufs.

Moody's I: Das Bankensystem im Vereinigten Königreich

Die Ratingexperten von Moody's geben in ihrem kürzlich veröffentlichten Sector Update einen Überblick über das Bankensystem im Vereinigten Königreich. Dieses setzt sich zum überwiegenden Teil aus Banken und Wohnungsbaugesellschaften zusammen. Rund 64% aller Assets entfallen auf die fünf größten Banken sowie die größte Wohnungsbaugesellschaft, womit das Bankensystem laut Moody's eine moderate Konzentration aufweist. Die Marktdominanz größerer Banken wird aber u.a. durch Fintechs, spezialisierte Kreditgeber und Ring-Fenced-Banks zunehmend herausgefordert. Die Ratingagentur weist darauf hin, dass einige Ring-Fenced Banken ihre überschüssige Liquidität nutzen, um Marktanteile bei Hypothekarkrediten und gewerblichen Immobilienfinanzierungen zu steigern. Während die absolute Kreditvergabe an heimische Privatkunden kontinuierlich steigt, sinkt der Wert im Verhältnis zum BIP seit dem Peak im Jahr 2020 wieder, bleibt aber im Vergleich zu anderen entwickelten Volkswirtschaften weiterhin hoch. Moody's führt diese Entwicklung auf die hohe Verschuldung der Haushalte zurück. Beim Funding setzen die britischen Banken zum überwiegenden Teil auf Einlagen, wobei der größte Anteil auf Einlagen aus dem privaten Sektor des eigenen Landes entfällt. Ergänzt wird die Einlagenseite um einen, in den letzten fünf Jahren stabilen, Anteil an kapitalmarktbasierter Finanzierungsinstrumente, darunter u.a. Covered Bonds. In dem von uns beobachteten EUR-Benchmarksegment sind am aktuellen Rand neun Emittenten aus Großbritannien, mit einem ausstehenden Volumen von EUR 25,4 Mrd., aktiv.

Fitch I: Vorschriften für französische Wohnungsbaudarlehen bleiben weitestgehend unverändert

Die Entscheidung der französischen Finanzaufsichtsbehörde, die wichtigsten Vorschriften für Wohnungsbaudarlehen – mit leichten Änderungen – beizubehalten, wird laut den Ratingexperten von Fitch die Qualität der Kreditportfolios und Cover Pools der Banken weiterhin unterstützen. Nach wie vor bleiben die Regelungen zur Debt-to-Income Ratio (maximal 35%), zur Begrenzung der maximalen Laufzeit von Krediten (25 Jahre) sowie zur Ausnahme von der Laufzeitbegrenzung für maximal 20% aller Assets im Kreditportfolio in Kraft. Laut Fitch erstrecken sich die Änderungen größtenteils nur auf technische Aspekte. Darunter subsumiert sich u.a. die Verkürzung des Bewertungszeitraums der Assets im Kreditportfolio, welche die Laufzeitbegrenzung von 25 Jahren überschreiten, von neun Monaten auf drei Monate. Fitch erwartet nicht, dass die aktualisierten Kreditvergabestandards in Frankreich negative Auswirkungen auf die Kreditvergabe von französischen Banken haben werden. Wesentlich längere Kreditlaufzeiten, d.h. eine Anhebung der maximalen Kreditlaufzeit, könnten laut Fitch negative Auswirkungen auf die strukturelle Zinslücke französischer Banken haben sowie das Asset-Liability-Mismatch von französischen Covered Bonds erhöhen. Am aktuellen Rand wird die Kombination aus einer „einfachen“ Darlehensstruktur, sehr langen Zinsbindungen sowie einer vorsichtigen Kreditvergabe, von den Ratingexperten als Kreditpositiv bewertet.

Banco BPM stellt ihre neue Strategie für die Jahre 2024 bis 2026 vor

Im Ausklang des Jahres 2023 geben nicht nur wir einen [Ausblick auf das kommende Jahr 2024](#), sondern auch die Banco BPM, die ihre neue Strategie für die nächsten drei Jahre vorstellt. Die Banco BPM hat sich mittels ihrer neuen Strategie zum Ziel gesetzt, den Wachstumspfad der vergangenen Jahre weiter fortzusetzen. Neben dem Kreditportfolio sollen auch Umsätze und Profitabilität weiter anwachsen, bei gleichzeitiger Stärkung der Kapitalkennzahlen. Um diese Ziele zu erreichen, hat die Bank sieben Elemente identifiziert, die einen Beitrag zu dieser Entwicklung leisten sollen. Unter diese subsumieren sich u.a. eine Stärkung der Segmente Vermögensmanagement und Lebensversicherungen, ein Ausbau der Führungsrolle bei kleinen und mittelständischen Unternehmen, die den grünen Wandel der Wirtschaft unterstützen sowie Investitionen in technische Innovationen und in die Cybersecurity. Darüber hinaus plant die Bank auch weitere ESG-Ziele in ihre Nachhaltigkeitsstrategie zu integrieren. Zur Unterstützung dieser Ziele konnte die Banco BPM im März 2022 ihren ersten Covered Bond im grünen Format bei den Investoren platzieren und ist nach eigenen Angaben die führende italienische Emittentin von Green, Social und Sustainable Bonds. Am aktuellen Rand verfügt die Bank über ein ausstehendes Volumen von EUR 4,25 Mrd. an ESG-Bonds. Die Emittentin plant, diesen Anteil im Zeitraum zwischen 2024 und 2026 auf EUR 5,0 Mrd. zu steigern. Unabhängig von der Zugehörigkeit zum ESG-Segment plant die Bank bis 2026 besicherte Anleihen im Volumen von EUR 3,8 Mrd. am Markt zu platzieren. Insgesamt verfügt die Bank über ein ausstehendes Covered Bond-Volumen im EUR-Benchmarksegment von EUR 3,5 Mrd. Weiterführende Informationen der Bank, insbesondere zum Deckungsstock des Covered Bond-Programms, können Sie der aktuellen Ausgabe unseres [Issuer Guide Covered Bonds](#) entnehmen.

Moody's II: Stabiler Ausblick auf das Covered Bond-Jahr 2024

Einen Ausblick auf das kommende Covered Bond-Jahr wagten auch die Ratingexperten von Moody's in ihrem Ausblick für 2024 und kommen zu dem Schluss, dass sich die Kreditqualität von Covered Bonds weiterhin stabil präsentieren wird. Als Grund nennen die Experten u.a. die überwiegend stabile Kreditwürdigkeit der Covered Bond-Emittenten sowie die vorwiegend stabile Bonität der Länder, in denen die Emittenten operieren. Der Anstieg der Zinssätze wird laut Moody's die Performance der Wohn- und Gewerbeimmobilien in den Cover Pools auch in 2024 in vielen Ländern weiterhin schwächen. Weiterreichende Risiken aus dieser Entwicklung sollten aber durch eine niedrige Arbeitslosenquote sowie stabile Übersicherungsquoten begrenzt werden können. Entsprechend eines stabilen Ratingausblicks für einen Großteil der Covered Bond-Emittenten und den Ländern, in denen diese Banken operieren, erwarten die Ratingexperten auch eine gleichbleibende Entwicklung der Ratings der Covered Bond-Programme im Jahr 2024. Darüber hinaus verweist Moody's ebenfalls auf die anstehende Überprüfung der EU Covered Bond-Richtlinie im kommenden Jahr, bei der auch die Anwendung der Äquivalenzregimes für Covered Bonds aus Drittländern im Fokus stehen wird. Insgesamt rechnen die Ratingexperten mit starken Covered Bond-Emissionen im Jahr 2024, geschuldet den robusten Fälligkeiten sowie dem Refinanzierungsbedarf der auslaufenden TLTRO-Geschäfte. Die geringe Nachfrage nach Hypothekendarlehen könnte sich als begrenzender Faktor bei der Emissionstätigkeit herausstellen.

S&P: Neuemissionsvolumen von BMK EUR 160 Mrd. in 2024 erwartet

Auch die Ratingexperten von S&P erwarten, trotz eines von multiplen Krisen geprägten Umfeldes, einen stabilen Covered Bond-Markt im Jahr 2024. Selbst in einem Krisenszenario sollte die Übersicherung der von S&P gerateten Covered Bond-Programme ausreichend sein, um mögliche Verluste absorbieren zu können. Auch ein mögliches Downgrade eines Covered Bond-Emittenten kann oftmals durch die Anzahl ungenutzter Notches an Rating Uplifts in den Covered Bond-Programmen verhindert werden. Für das kommende Jahr rechnen die Experten von S&P mit einem etwas geringeren Neuemissionsvolumen im EUR-Benchmarksegment als noch in 2023, welches aber mit EUR 160 Mrd. weiterhin nah an den historischen Höchstwerten notiert. S&P sieht den Zinsgipfel in der Eurozone überschritten und rechnet mit ersten Zinssenkungen im zweiten Halbjahr 2024. Der Anstieg der Zinssätze hat zu nachhaltigen Korrekturen auf dem europäischen Häusermarkt geführt, aber laut S&P nicht zu einer Verschlechterung der Qualität der Assets in den Deckungsstöcken, die durch stabile Beschäftigungsraten und hohe Sparquoten unterstützt werden. Trotz der schwierigeren Lage auf dem Markt für Gewerbeimmobilien rechnen die Ratingexperten nicht damit, dass es zu signifikanten Beeinträchtigungen in der Qualität der Assets in den Deckungsstöcken der Covered Bond-Programme kommen sollte, selbst wenn die Ausfallraten gewerblich genutzter Immobilien in 2024 ansteigen.

Fitch II: Covered Bond Jahresausblick für 2024

In ihrem kürzlich vorgelegten Jahresausblick für 2024 widmen sich die Experten von Fitch den ratingbezogenen Herausforderungen auf dem Covered Bond-Markt. Vor dem Hintergrund der weiterhin hohen Zinssätze in vielen Jurisdiktionen, stehen insbesondere die Qualität der Assets im Deckungsstock sowie die Asset-Liability-Mismatches der Covered Bond-Programme im Fokus der Ratingexperten. Eine mögliche Qualitätsverschlechterung der Cover Pool-Assets sollte von den Emittenten durch eine gesteigerte Profitabilität überkompensiert werden können. Fitch weist aber darauf hin, dass besonders die Wertentwicklungen der gewerblich genutzten Immobilien in den Deckungsstöcken unter Druck stehen. Insgesamt ist dieses Exposure aber begrenzt, da die von Fitch gerateten Covered Bond-Programme im Durchschnitt einen Anteil von gewerblichen Assets kleiner als 15% aufweisen sowie niedrigere LTV-Werte. Trotz dieser Herausforderungen versehen die Ratingexperten den Covered Bond-Markt mit einem neutralen Ausblick, welcher auf den Dual-Ressource-Charakter der Assetklasse sowie die starken Kreditprofile der Emittenten zurückzuführen ist.

SSA/Public Issuers

Marktüberblick

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, CIAA // Christian Ilchmann

EZB-Leitzinsentscheidung am 14. Dezember: Schweigsames Gipfeltreffen?

Das Umfeld, in dem der EZB-Rat seine nächste Leitzinssitzung abhalten muss, ist einmal mehr durch ein erhöhtes Maß an geopolitischer Unsicherheit geprägt, wir berichteten bereits ausführlich in unserer [EZB-Preview](#). Spannend ist die folgende Gemengelage: Einige Finanzmarktteilnehmer hatten offenkundig mit dem Zinsanhebungszyklus im Oktober noch nicht ganz abgeschlossen. Nun votiert Anfang Dezember bereits eine Mehrheit der Marktteilnehmer für eine zeitnahe Zinssenkung. Für die anstehende Zinsentscheidung gehen wir davon aus, dass der EZB-Rat die Gipfelpause verlängern wird. Die Sitzungen bleiben weiterhin datenbasiert. Die vergangenen Zinsschritte sind schließlich noch dabei, ihre Wirkung zu entfalten. Gebannt blicken wir am 14. Dezember auf die neuen „staff projections“, die erstmalig die Zahlen für 2026 enthalten werden. Für 2025 und 2026 rechnen wir mit einem erwarteten harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) nahe bei 2%. Viel wichtiger wird aber sein, ob für 2024 weiterhin eine „3“ vor dem Komma stehen wird. Wäre dem so, würde dies unserer Meinung nach den Zinssenkungsfantasien bereits in Q1/2024 eine klare Absage erteilen. Wir bleiben als Prognose bei unserer Meinung, dass es in H1/2024 keine Zinssenkung geben dürfte. Und so birgt die abwartende Haltung der Notenbanker tatsächlich einiges an Vorteilen, wobei eine abwartende Haltung sicherlich nicht damit verwechselt werden darf, dass sich zurückgelehnt werden kann. Diskussionsthemen gibt es genug. Eher falkenhafte Notenbanker hätten sicherlich gern das Thema PEPP oder auch andere geldpolitische Instrumente wie zum Beispiel die Mindestreserveanforderungen etwas prominenter auf der Agenda. Die Diskussionen zur konjunkturellen Lage dürften ebenso beherzt geführt werden. Schließlich sind vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklungen viele Ausgänge denkbar. Morgen wird wohl „nur“ diskutiert, nicht agiert. Diskurs ist vor dem Hintergrund eines Meeting-by-Meeting-Ansatzes das probateste Mittel. Denn schon heute dürften sich die EZB-Entscheider Gedanken machen, wie die neuesten „staff projections“ vom Markt aufgenommen werden. Und in der Konsequenz bedeutet das: Über PEPP, QT und Mindestreserve debattieren und den Markt auf 2024 vorbereiten, ohne fehlzuleiten.

PEPP: Weihnachtspause für die Reinvestitionen

Wir bleiben im EZB-Universum: Wie in den vergangenen Jahren wird das Eurosystem die Reinvestitionen in das Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) in Erwartung einer deutlich geringeren Marktliquidität gegen Ende dieses Jahres erneut vorübergehend aussetzen. Der letzte Handelstag vor Weihnachten ist Dienstag, 19. Dezember 2023. Wiederaufgenommen werden die Käufe bzw. Reinvestitionen am Dienstag, 02. Januar 2024. Während die Wertpapierleihfazilitäten des Eurosystems an allen Geschäftstagen im Dezember in Betrieb bleiben, werden die Verzeichnisse der im Rahmen des APP/PEPP gehaltenen Wertpapiere am Dienstag, 26. Dezember 2023 und Dienstag, 02. Januar 2024 nicht aktualisiert. Um die Übereinstimmung mit der Veröffentlichung des Wochenausweises des Eurosystems (einschließlich der vierteljährlichen Berichtungen der Neubewertung) zu gewährleisten, erfolgt die erste monatliche und wöchentliche Veröffentlichung der APP- und PEPP-Daten im Jahr 2024 am Donnerstag, 04. Januar 2024 um 15:00 Uhr MEZ.

Europäische Union: Global Investors Call

Für den 14. Dezember hat die Europäische Union (Ticker: EU) zum „Global Investor Call“ eingeladen. Vorab wurde durch die EU-Kommission bekanntgegeben, dass im H1/2024 mit einem Fundingziel von EUR 75 Mrd. geplant wird. Für die zweite Jahreshälfte erwarten wir mindestens weitere EUR 60-80 Mrd., wären aber auch nicht von einer größeren Zahl überrascht. EU-Bills ergänzen diese Werte stets und sind folglich nicht inkludiert. Die Fälligkeiten in 2024 in Höhe von EUR 3,2 Mrd. werden wie gehabt verlängert. Im Jahr 2023 gingen weite Teile der Macro-Financial Assistance Plus (MFA+) in Richtung Ukraine, derzeit sind EUR 16,5 Mrd. (Stand: 12. Dezember 2023) für das Land angesetzt. Wir erwarten somit EUR 135-155 Mrd. an Funding der EU (alles EUR-Benchmarks oder Taps, circa ein Drittel Green).

EFSF und ESM: Fundingziele für 2024 vorgestellt sowie Ausblick auf 2025

Am 12. Dezember haben der European Stability Mechanism (Ticker: ESM) sowie die European Financial Stability Facility (Ticker: EFSF) die neuste Ausgabe ihres Investorennewsletters versandt und die Fundingziele für das Jahr 2024 bekanntgegeben. Die EFSF plant im nächsten Jahr nunmehr mit Neuemissionen i.H.v. EUR 20 Mrd., der ESM mit EUR 6 Mrd. Für das Jahr 2025 wird ein leicht höheres Funding geschätzt: Auf Seiten der EFSF EUR 21,5 Mrd. respektive EUR 7 Mrd. für den ESM. Weiterführende Informationen finden sich auch in unserem [nachfolgenden SSA-Ausblick 2024](#).

KfW: Mit Innovationen ins Refinanzierungsjahr 2024

In der vergangenen Woche hat die Kreditanstalt für Wiederaufbau (Ticker: KfW) im Rahmen ihres Global Investors Call ihr neues „KfW Green Bond Framework“ vorgestellt. Dieses wurde an aktuelle Entwicklungen sowie an Erwartungen internationaler Investoren angepasst. Neben den bestehenden Projektkategorien „Erneuerbare Energien“, „Energieeffizienz/Grüne Gebäude“ und „Nachhaltige Mobilität“ wird das neue Framework ab 01. Januar 2024 u.a. um die Punkte „Biodiversität“, „Klimaschutzoffensive“ und „internationale Finanzierungen“ erweitert. Weiterhin ist zudem die erste tokenisierte – also auf Kryptotechnologie basierende – Anleihe der KfW in Vorbereitung. Nachfolgend sind die einzelnen neuen Kategorien im Detail dargestellt. Biodiversität: Der Verlust an Artenvielfalt gehört neben dem Klimawandel zu den akutesten Bedrohungen, denen dringend entgegengewirkt werden müsse. Die KfW gehörte bereits im Jahr 2022 zu den engagiertesten Financiers auf dem Gebiet der Biodiversität. Mit den „Green Bonds – Made by KfW“ wird nunmehr Investoren die Möglichkeit geboten, beispielsweise über Aufforstungsprojekte zum Schutz der Artenvielfalt beizutragen. Klimaschutzoffensive für Unternehmen: Investitionen von Unternehmen zur Minderung von Treibhausgasemissionen sind von zentraler Bedeutung für die Transformation hin zu einer klimaneutralen Welt. Die KfW finanziert klimafreundliche Technologien in der Realwirtschaft, die einen wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz gemäß EU-Taxonomie leisten. Dazu gehören zum Beispiel Investitionen in CO₂-arme Produktionsverfahren oder Anlagen zur Bereitstellung von Strom und Wärme aus erneuerbaren Quellen. Erstmals können auch internationale Finanzierungen der KfW aus der finanziellen Zusammenarbeit sowie der Projekt- und Exportfinanzierung den „Green Bonds – Made by KfW“ zugeordnet werden. Damit geht die KfW auf den Wunsch ihrer Investoren nach Diversifizierung ein. Das neue KfW Green Bond Framework ist auf die aktuelle Ausgabe der Green Bond Principles (ICMA) abgestimmt und verfügt über eine Second Party Opinion von Morningstar Sustainability. Die KfW rechnet für 2024 mit einer Mittelaufnahme an den internationalen Kapitalmärkten in Höhe von EUR 90-95 Mrd. wovon etwa EUR 10-13 Mrd. EUR über Green Bonds aufgenommen werden sollen.

NRW.BANK.ifo-Geschäftsklima: Wirtschaft in NRW stabilisiert sich im November weiter

Die Wirtschaft in Nordrhein-Westfalen (Ticker: NRW) stabilisiert sich weiterhin, wenngleich auf niedrigem Niveau. Das zeigt das jüngste von der NRW.BANK (Ticker: NRWK) und ifo vorgestellte NRW.BANK.ifo-Geschäftsklima für November 2023. Neben den merklich gestiegenen Erwartungen beurteilten die befragten Unternehmen auch die aktuelle Geschäftslage leicht besser. So verbesserte sich das Geschäftsklima im November spürbar um 3,4 Zähler auf -7,4 Saldenpunkte. Vor allem die Geschäftserwartungen schätzten die Unternehmen im November optimistischer ein, diese stiege um 5,7 Zähler auf -14,0 Saldenpunkte. Dies war der nunmehr dritte Anstieg des Geschäftsklimas in Folge, nachdem der Konjunkturindikator für die Wirtschaft Nordrhein-Westfalens zuvor monatelang gefallen war. „Aktuell ist die nordrhein-westfälische Wirtschaft noch von einem Aufschwung entfernt. [...] Die sinkende Inflation und die Entspannung bei den Energiepreisen machen sich aber in den Befragungsergebnissen bemerkbar, sodass die Unternehmen wieder optimistischer in die Zukunft blicken,“ so Eckhard Forst, Vorstandsvorsitzender der NRW.BANK. Zwischen den Sektoren zeigt sich das Bild uneinheitlich: Während die Stimmung im Hochbau auf ein Zwanzigjahrestief sinkt und Einzelhändler sehr pessimistisch auf künftige Geschäfte blicken, verzeichneten die landesweit bedeutende chemische Industrie sowie Metallherzeugung ein solides Stimmungsplus. Beide Branchen gelten gemeinhin als energieintensiv und profitieren von den jüngsten Preisrückgängen.

COP28: Entwicklungsbanken gemeinsam gegen den Klimawandel

Am Rande der Klimakonferenz in Dubai haben die multilateralen Entwicklungsbanken (MDBs), zu denen u.a. das Council of Europe Development Bank (Ticker: CEB) gehört, eine gemeinsame Erklärung veröffentlicht, in der sie konkrete und dringliche Maßnahmen in Bezug auf die Bekämpfung der Klimakrise formuliert haben: Aufstockung der Finanzmittel, Verbesserung der Wirkungsmessung von Klimamaßnahmen, Stärkung der Zusammenarbeit auf Länderebene sowie Erhöhung des Engagements des Privatsektors. In der Erklärung heißt es dazu: „Das Zeitfenster, in dem wir eine lebenswerte und nachhaltige Zukunft für alle sichern können, schließt sich schnell. Da die beiden Krisen Klima und Natur eng miteinander verknüpft sind, müssen wir alle unsere Anstrengungen zur Erreichung der Ziele für nachhaltige Entwicklung, des Pariser Abkommens und des globalen Biodiversitätsrahmens von Kunming und Montreal dringend und in großem Umfang verstärken.“ Weiterhin bekräftigen die MDBs ihr Engagement für sozial integrative, geschlechtergerechte und umweltverträgliche Klima- und Entwicklungsmaßnahmen, indem sie unterschiedliche Mandate, einzigartige Länder- und Kundennetzwerke, Betriebsmodelle, geografische Gebiete und Knowhow nutzen wollen. Die MDBs können bereits auf große Fortschritte und Ergebnisse zurückblicken: Im Jahr 2022 haben diese ein Rekordniveau an Klimafinanzierung und Mobilisierung privater Finanzmittel erreicht. So konnten insgesamt umgerechnet rund EUR 63 Mrd. an Klimafinanzierung für Länder mit niedrigem und mittlerem Einkommen zugesagt werden und damit 18% mehr als 2021.

Primärmarkt

Still ruht der See – in diesem Jahr sehen wir keine ausstehenden Mandate mehr. Eine Reihe von Emittenten wird in den kommenden Tagen und Wochen ihre Finanzierungspläne für 2024 bekannt geben bzw. hat dies bereits getan. Bis dahin wünschen wir unserer Leserschaft ein frohes Weihnachtsfest.

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

Covered Bonds

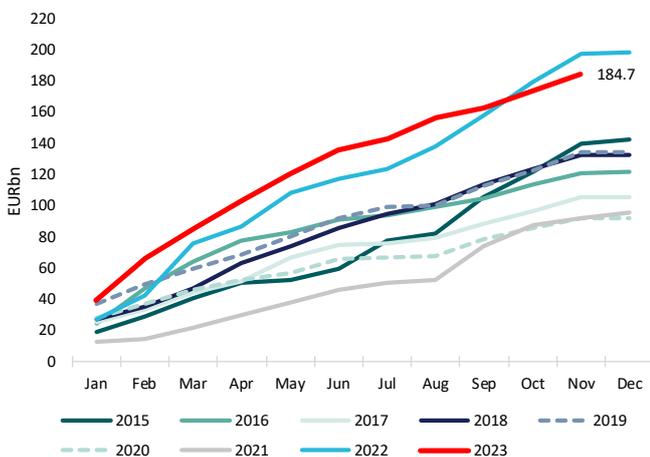
Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2024

Autoren: Dr. Frederik Kunze // Lukas Kühne

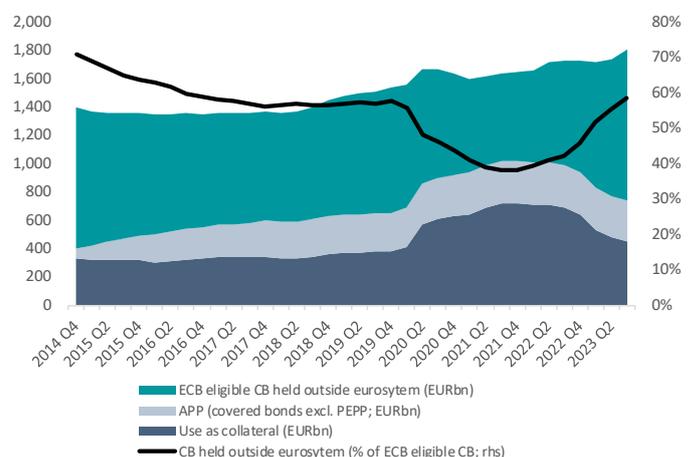
Der Covered Bond-Markt im Jahr 2024 – kein Spiegelbild von 2023!

Das Covered Bond-Jahr 2023 neigt sich dem Ende entgegen. Der Primärmarkt scheint bereits in der Winterpause zu sein und es darf jetzt als vergleichsweise sicher angesehen werden, dass sich das Emissionsvolumen im EUR-Benchmarksegment im laufenden Jahr etwas zurückhaltender als in 2022 präsentiert hat. Wir nehmen den nahenden Jahreswechsel zum Anlass, um unsere Erwartungen für das Jahr 2024 zu Papier zu bringen und sind uns bereits heute sicher, dass das neue Jahr keineswegs ein Spiegelbild von 2023 werden wird. Gleichwohl werden uns auch in den kommenden zwölf Monaten mittlerweile altbekannte Faktoren begleiten, die ihren Einfluss am Covered Bond-Markt geltend machen werden. Dies gilt nicht nur aber insbesondere auch für den geldpolitischen Kurs der EZB. Schließlich sind wir noch weit von dem Punkt entfernt, an dem wir das Ende der geldpolitischen Verzerrungen ausrufen könnten. Vielmehr sind wir noch auf dem langen Weg in Richtung eines neuen Gleichgewichts an den für das Covered Bond-Segment relevanten Teilmärkten. Wir denken hier unter anderem an den Immobiliensektor, der sich im Prozess einer nachhaltigen Preiskorrektur befindet, die nicht nur durch das neue Zinsumfeld ausgelöst bzw. befeuert wird. In 2023 ist uns häufiger das wichtige Schlagwort „Heterogenität“ in den Sinn gekommen. Der Ausdruck ist sowohl für die Beschreibung der Spreadlandschaft in einzelnen Jurisdiktionen, als auch für die diesbezügliche Gegenüberstellung der unterschiedlichen Covered Bond-Länder anwendbar. Überraschend kommt das nicht wirklich. Ohne die Spreadkompression einer ultralockeren Geldpolitik spielen unterschiedliche Charakteristika von Märkten, Emittenten und Cover Pools eine wesentlich bedeutendere Rolle. Frei nach dem Motto „Behandle Gleiches gleich und Ungleiches ungleich“ differenzieren sich die Spreads im Covered Bond-Segment. Nachfolgend möchten wir unsere Erwartungen für 2024 vorstellen.

EUR BMK: Emissionsverlauf



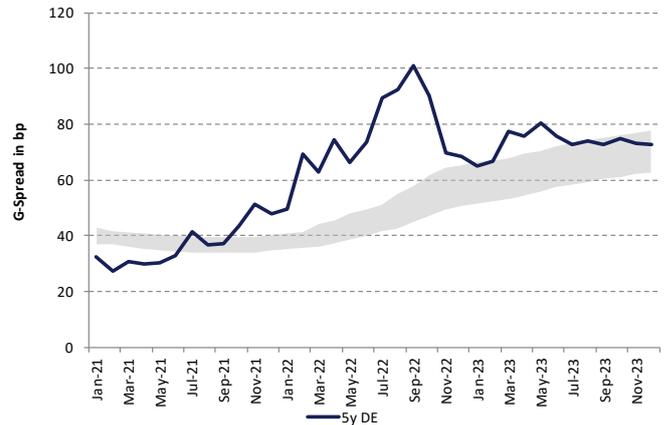
EZB-Einfluss auf den Covered Bond-Markt



**EUR BMK: Spreadverlauf
(5y, generisch)**



**EUR BMK DE: Relative Value Sovereign vs. Covered
(generisch und langfristiger Durchschnitt)**

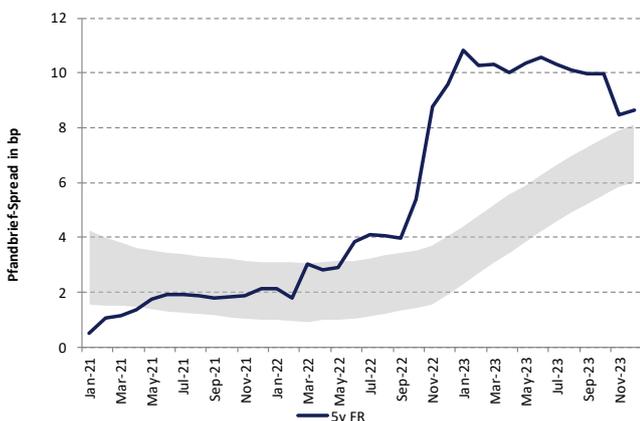


Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

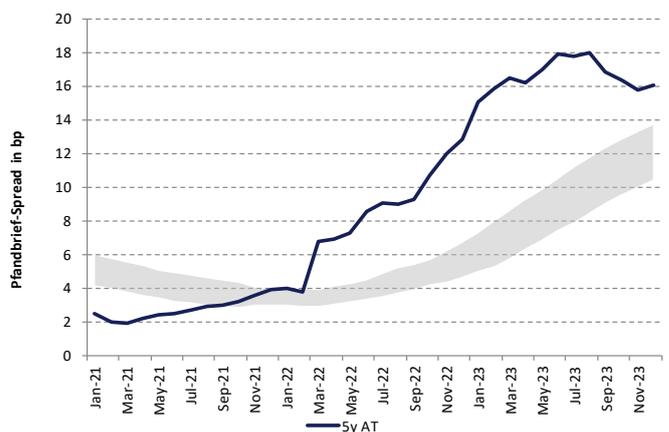
Das EUR-Benchmarksegment im alten Jahr: Schöne neue Spreadwelt?

Jegliche Prognose benötigt einen Ausgangspunkt. Insofern müssen wir uns auch bei diesem Ausblick kurz mit den Entwicklungen in 2023 auseinandersetzen. Außerdem steht außer Frage, dass eine Veränderung der aktuellen Rahmenbedingungen auch das Verhalten von Emittenten und Investoren beeinflusst. Die vergangenen zwölf Monate standen schließlich im Zeichen eines schon fast als stetig wahrgenommenen Repricings an den Covered Bond-Märkten rund um den Globus. Während sich die Spreads im EUR-Benchmarksegment insgesamt ausweiteten, vollzog sich auch eine Differenzierung zwischen den einzelnen Jurisdiktionen. Auffällig dabei war insbesondere die relative Stabilität von Pfandbriefen gegenüber den anderen Covered Bonds. Dies ist nicht zuletzt durch das quantitative Gewicht der Investorenbasis in Deutschland, gepaart mit einem im Covered Bond-Segment üblichen „Home Bias“ zu erklären. Diese neue Spreadwelt ist der Ausgangspunkt, auf dem wir mit unserer Prognostik aufsetzen (müssen). Und dabei steht für uns schon heute fest, dass der Weg zum neuen Gleichgewicht keiner Trendfortschreibung gleichkommen wird.

**EUR BMK FR: Relative Value Pfandbriefe
(generisch und langfristiger Durchschnitt)**



**EUR BMK AT: Relative Value Pfandbriefe
(generisch und langfristiger Durchschnitt)**



Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Primärmarkt 2024: Wieder Wachstum, aber etwas verhaltener

Bevor wir auf die erwarteten Spreadentwicklungen eingehen, möchten wir zunächst unsere Erwartungen für das Nettoneuangebot – den für die markttechnische Betrachtung wohl wichtigsten Parameter – vorstellen. Auch im Jahr 2024 rechnen wir mit einem wachsenden EUR-Benchmarksegment. So sollten Fälligkeiten in Höhe von EUR 111,4 Mrd. neu platzierte Deals im Volumen von EUR 168,8 Mrd. gegenüberstehen. Das Nettoneuangebot würde damit EUR 57,3 Mrd. umfassen und somit etwas hinter dem Vorjahr (Net Supply 2023: EUR 69,2 Mrd.) zurückfallen. Auch in 2024 sind die „Wachstumskandidaten“ die Jurisdiktionen Frankreich (Net Supply: EUR 12,3 Mrd.), Deutschland (EUR 7,8 Mrd.), Österreich (EUR 7,3 Mrd.) sowie Kanada (EUR 5,0 Mrd.). Durch die erwartete Fokussierung der Emittenten auf den Heimatmarkt (GBP) rechnen wir außerdem mit einem negativen Nettoneuangebot (EUR -2,0 Mrd.) aus dem Vereinigten Königreich.

NORD/LB-Prognose 2024: Emissionen und Fälligkeiten nach Jurisdiktionen

Jurisdiction	Issues 2023	Outstanding volume	Maturities	Issues	Net supply
	as at 12 December 2023 (EURbn)	as at 12 December 2023 (EURbn)	2024 (EURbn)	2024e (EURbn)	2024e (EURbn)
AT	12.80	55.35	2.25	9.50	7.25
AU	6.25	36.05	5.50	5.75	0.25
BE	7.00	21.50	1.00	2.75	1.75
CA	17.00	83.95	12.50	17.50	5.00
CH	0.00	0.75	0.00	1.00	1.00
CZ	1.00	2.00	0.00	2.00	2.00
DE	35.75	198.22	18.18	26.00	7.83
DK	1.25	5.50	0.50	1.00	0.50
EE	0.00	1.00	0.00	1.00	1.00
ES	8.25	70.25	6.25	8.00	1.75
FI	9.00	38.75	3.00	5.00	2.00
FR	40.65	251.92	23.75	36.00	12.25
GB	3.50	24.36	8.50	6.50	-2.00
GR	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
HU	0.00	0.00	0.00	0.50	0.50
IE	0.00	0.75	0.00	0.00	0.00
IS	0.00	0.50	0.00	1.00	1.00
IT	8.75	48.16	8.00	11.00	3.00
JP	1.75	5.60	0.00	1.75	1.75
KR	2.60	9.40	0.50	2.50	2.00
LU	0.00	1.00	0.50	0.00	-0.50
NL	11.25	75.60	5.00	6.00	1.00
NO	4.00	46.75	4.00	7.00	3.00
NZ	2.00	10.45	2.50	3.75	1.25
PL	0.00	1.50	1.00	1.00	0.00
PT	2.10	5.35	2.00	2.00	0.00
SE	6.75	32.08	4.75	6.25	1.50
SG	0.00	7.00	1.25	2.50	1.25
SK	3.00	8.00	0.50	1.50	1.00
Total	184.65	1041.72	111.43	168.75	57.33

Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Angebot in 2024: Grundüberlegungen zu den prognostischen Rahmenparametern...

Auch für unsere aktuellen Prognose müssen wir eine Reihe von Annahmen treffen. Dies gilt sowohl für den tatsächlichen Refinanzierungsbedarf als auch für den Fundingmix. So gehen wir bisher nicht von einem nachhaltigen Einbruch der Kreditvolumina aus. Sicherlich wird es in dem Gros der Covered Bond-Jurisdiktionen auch in 2024 einige Emittenten geben, deren Neugeschäft bei den Immobilienfinanzierungen unter der Zinswende und einer allgemeinen Nachfrageschwäche leiden wird. So rechnen wir beispielsweise auch in Deutschland und Österreich mit einer Erholung bei den neu vergebenen Darlehen. Sollte es hier aber – beispielsweise durch eine erhöhte Unsicherheit in Bezug auf die konjunkturelle Verfassung und damit auch im Hinblick auf den Ausblick für den Arbeitsmarkt – zu einem nachhaltigen Einbruch kommen, stünden eher nur fällige Covered Bonds zur Refinanzierung an und wir müssten unsere Prognose spürbar nach unten anpassen. Für die Jurisdiktionen außerhalb des Euroraums – also insbesondere Kanada, APAC und die Nordics sowie UK – geht dann von der Wahl der Emissionswährung ein erhöhtes Prognoserisiko aus. In unserem Basisszenario bleibt der Euro die Fokusswährung. Für das Gros der Emittenten wären „Fremdwährungen“ (aus Sicht des EUR-Benchmarksegments) eher als opportunistische Beimischung zu verstehen. Ausnahmen dürften hier sicherlich Dänemark, UK sowie Norwegen und Schweden darstellen.

... zeigen breit gefächerte Prognoserisiken an

Auch aus Richtung der Zusammensetzung des Fundings nach Refinanzierungsinstrumenten kommen nennenswerte Prognoserisiken, die sich von Jurisdiktion zu Jurisdiktion stark unterscheiden können. Dies sehen wir in Ansätzen bereits heute – unter anderem beim Blick auf die Entwicklung der Einlagenseite bei den Kreditinstituten. Während in einigen EU-Jurisdiktionen der Wettbewerb für das Abschmelzen der Deposits verantwortlich ist, dürfen die Banken in Australien und Neuseeland hier eher als überversorgt angesehen werden. Wie uns außerdem 2023 recht eindrucksvoll vor Augen geführt hat, darf das Segment der Seniors nicht außer Acht gelassen werden. Insbesondere für Institute mit hoher Kreditqualität bildet die unbesicherte Refinanzierung durchaus Chancen. Als „Tail Event“ sehen wir hingegen eine Renaissance des Zentralbankfundings an. Zwar könnten LTRO-Mittel (die auch durch einbehaltene Covered Bonds besichert werden) für einige Emittenten – vor dem Hintergrund der kurzen Laufzeit dieser Transaktionen – an Bedeutung gewinnen, trotzdem sehen wir darin aber keine „echte“ Fundingalternative. In Summe dürften also die noch fällig werdenden TLTRO III-Tender dem Covered Bond-Markt Zulauf verschaffen.

Die Dominanz der kurzen Laufzeiten und...

Eine der zentralen Fragen für 2024 wird sein, wann und in welchem Ausmaß sich die Emittenten wieder an die längeren Laufzeiten heranwagen werden. In den Anfängen der Zinswende waren es sicherlich zuallererst die Investoren, die das Emissionsbild prägten, da sie weniger Duration suchten. Doch wäre es eine zu einseitige Sicht, die Ursache für das Übergewicht kurzer Laufzeiten nur auf der Nachfrageseite zu suchen. Der relative Preis für längere Laufzeiten – gemessen durch den Term Spread (vgl. auch nachfolgende Abbildungen) – ist vielen Emittenten einfach (noch) zu hoch. So liegt beispielsweise der Laufzeitaufschlag von dreijährigen gegenüber zehnjährigen französischen Covered Bonds weit über dem historischen Mittel. Die Ursache für den hohen Term Spread haben wir bereits häufiger diskutiert und resümieren unverändert, dass die Hauptursache der Verlauf der Swapkurve ist. Der negative Trend der Kurve verteuert die längeren Laufzeiten, ohne dass der höhere Spread die Folge eines erhöhten Kreditrisikos ist.

EUR BMK DE: Laufzeitaufschlag



EUR BMK FR: Laufzeitaufschlag



Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

... die Frage, wann die langen Laufzeiten zurückkommen?

Wir rechnen aufgrund eines zunehmenden Drucks auf Seiten der Emittenten, im Kontext eines drohenden Asset-Liability-Mismatches, bereits zum Jahresanfang 2024 mit der Platzierung längerer Laufzeiten am Markt. Gleichwohl dürften sich einige Institute noch eine Weile zurückhalten und eine Drehung der Swapkurve abwarten. Dies ist jedoch eher für die zweite Hälfte des Jahres 2024 zu erwarten. Es erscheint uns aber mehr als plausibel, dass sich bereits im Januar einige Institute dem Laufzeitband zehnjähriger Emissionen widmen werden. Dies wird auch das Ergebnis einer intensiven Auseinandersetzung mit der Nachfrageseite sein. So wird Duration wieder stärker gesucht, wie sich am Sekundärmarkt zeigt. Darüber hinaus stellen sich bei den kürzeren Laufzeiten spürbare Sättigungseffekte ein.

Die NORD/LB-Spreadmeinung

Wir sehen die Phase des allgemeinen Repricings als weit vorangeschritten an. Gleichwohl sollte ein sehr hohes Emissionsaufkommen zum Jahresanfang ein neuerliches Ausweiten der Kurven begünstigen. Dies ist nicht zuletzt damit zu begründen, dass der Primärmarkt in 2024 ohne die „Schützenhilfe“ der EZB ins neue Jahr starten muss. Die Investorensseite dürfte zwar mit neuer Liquidität bereitstehen, aber insgesamt selektiver auftreten, was auch höhere Neuemissionsprämien „erforderlich“ machen sollte. Die Kreditqualität wird sich in 2024 nicht maßgeblich verschlechtern. Gleichwohl wird die Selektivität der Nachfrageseite auch durch „Headlines“ bestimmt. Wir würden hier also eher von einem durch das Sentiment getriebenen Impuls sprechen. Im Ergebnis dürften es diejenigen Emissionen etwas schwieriger am Primär- und Sekundärmarkt haben, deren Emittenten oder Pools einen stärkeren CRE-Bezug aufweisen. In Bezug auf die Laufzeiten haben wir bisher zu wenig in dem Bereich „größer sieben Jahre“ gesehen, um sagen zu können, dass das Repricing hier abgeschlossen ist. Mit Blick auf relative Spreadentwicklungen sehen wir noch etwas mehr „Underperformance“ bei Pfandbriefen, da diese insbesondere für internationale Investoren noch zu teuer sind. Die Investorenbasis in der DACH-Region sollte sich nach unserer Einschätzung darüber hinaus auch verstärkt anderen Jurisdiktionen zuwenden, wenngleich diese keineswegs als Abgang auf den Home Bias zu verstehen ist. Im Ergebnis sehen wir die Spreads zur Jahresmitte 2024 auf einem etwas höheren Niveau als heute, rechnen aber damit, dass sich der Anstieg mehrheitlich im I. Quartal 2024 ereignen sollte. Im Verlauf der zweiten Jahreshälfte sehen wir das Potenzial für dezente Einengungen.

NORD/LB Spread Forecast

Current levels					as of 30/06/2024(e)					Expected spread change				
in bp	3y	5y	7y	10y	in bp	3y	5y	7y	10y	in bp	3y	5y	7y	10y
AT	28.9	35.0	39.1	42.9	AT	36.0	41.0	47.0	53.0	AT	7.1	6.0	7.9	10.1
AU	32.6	47.5	52.0	52.5	AU	36.7	49.2	55.6	59.3	AU	4.1	1.8	3.6	6.9
BE	20.1	30.3	37.8	45.0	BE	26.1	34.7	43.6	52.9	BE	6.0	4.3	5.7	8.0
CA	29.3	41.1	47.0	49.0	CA	33.9	43.8	51.4	56.3	CA	4.6	2.7	4.4	7.4
CZ	57.5	68.8			CZ	65.0	75.0			CZ	7.5	6.2		
DE	11.7	19.0	21.9	27.4	DE	19.0	25.0	30.0	38.0	DE	7.3	6.0	8.1	10.6
DK	37.2	36.6	34.3		DK	44.0	43.0	42.0		DK	6.8	6.4	7.7	
EE	36.5	41.7			EE	44.0	48.0			EE	7.5	6.3		
ES_Single	28.0	42.2	47.4	52.6	ES_Single	35.0	48.0	60.0	71.0	ES_Single	7.0	5.8	12.6	18.4
FI	18.8	31.0	33.8	33.1	FI	25.0	35.2	39.0	42.0	FI	6.2	4.2	5.2	8.9
FR	15.5	27.6	33.2	38.3	FR	22.2	32.3	39.7	47.3	FR	6.7	4.7	6.4	9.0
GB	31.9	37.7	38.1	42.0	GB	39.0	44.0	46.0	53.0	GB	7.1	6.3	7.9	11.0
IE	6.9				IE	14.0				IE	7.1			
IS	42.2	41.0	55.3	59.4	IS	49.0	47.0	63.0	70.0	IS	6.8	6.0	7.7	10.6
IT	41.0	55.3	59.4	68.6	IT	48.0	61.0	73.0	90.0	IT	7.0	5.7	13.6	21.4
JP	56.3	64.4	66.3		JP	64.0	70.0	74.0		JP	7.7	5.6	7.7	
KR	46.9	53.8			KR	54.0	60.0			KR	7.1	6.2		
LU	32.9	32.9			LU	40.0	39.0			LU	7.1	6.1		
NL	16.3	23.7	28.1	34.4	NL	24.0	30.0	33.0	43.0	NL	7.7	6.3	4.9	8.6
NO	20.9	33.0	38.1	40.4	NO	26.7	36.9	42.0	47.0	NO	5.9	3.9	3.9	6.6
NZ	38.3	54.6	54.6	48.8	NZ	46.0	61.0	63.0	59.0	NZ	7.7	6.4	8.4	10.2
PL	35.7				PL	43.0				PL	7.3			
PT	40.2	41.4			PT	47.0	47.0			PT	6.8	5.6		
SE	18.1	32.5	40.7	44.1	SE	24.4	36.5	46.0	52.2	SE	6.3	4.0	5.3	8.1
SG	26.7	43.8	48.6		SG	31.7	46.1	52.7		SG	5.0	2.3	4.1	

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Prognoserisiko für die Spreadentwicklung in 2024

Ausgehend von den Bestimmungsfaktoren der Spreadentwicklung – also der Markttechnik, den Fundamentaldaten sowie der allgemeinen Stimmungslage am Markt – lassen sich umfangreiche Risikofaktoren für unsere Spreadprognose ableiten. Die Angebotsseite haben wir bereits thematisiert und würden nunmehr auf die fundamentale Sichtweise eingehen. Im Hinblick auf die Kreditqualität der Emittenten stellt sich insbesondere die Frage der Profitabilität sowie der Kapital- und Liquiditätsausstattung. Im Rahmen unserer Prognostik gehen wir sehr wohl davon aus, dass sich beispielsweise der Ausblick auf die Ertragslage etwas eintrüben sollte. Auch ist vereinzelt Druck auf die Kapitalquoten nicht auszuschließen, wenn in einer schwächeren Konjunkturlage mit einer mittleren Verschlechterung der Kreditportfolien zu rechnen ist. Diese Entwicklung ist eskomptiert und unseres Erachtens nicht mit einer echten Verschlechterung der Kreditqualität der Emittenten gleichzusetzen, die für die Spreads im Covered Bond-Segment „fundamental“ von Relevanz wäre. Ebenso ist beispielsweise in unserem Basisszenario ein schwächerer Immobiliensektor berücksichtigt, ohne dass aber die Cover Pools bzw. die relevanten Programme in ihrer Kreditqualität nachhaltig geschwächt würden. Sollte sich allerdings der Preisverfall fortsetzen und gemeinsam mit Ausfällen oder Refinanzierungsschwierigkeiten auf Seiten der Kreditnehmer auftreten, wäre dies eine echte Schwächung der Kreditqualität und müsste zu spezifischen Spreadausweitungen führen.

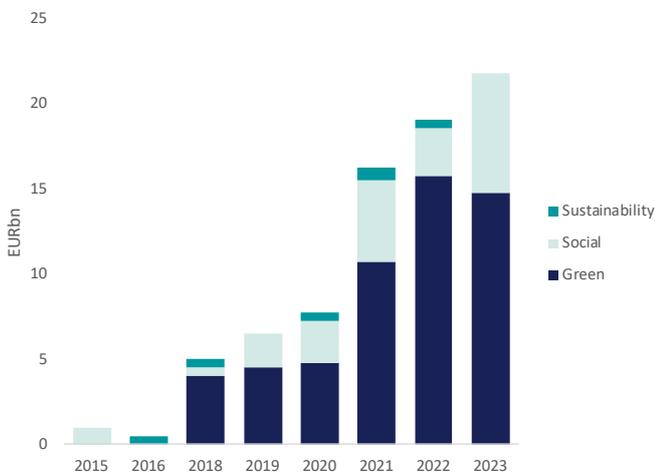
ESG bleibt auch in 2024 ein Thema...

Der Teilmarkt der nachhaltigen Emissionen wird auch in den kommenden zwölf Monaten eine Nischenposition im Covered Bond-Segment einnehmen. Rückblickend haben wir in 2023 immerhin einen neuen „Rekordwert“ (EUR 21,9 Mrd.) im EUR-Benchmarksegment verbuchen können. Das insgesamt ausstehende Volumen verteilt sich auf 14 Jurisdiktionen. Dominant bleiben dabei die „grünen“ Covered Bonds (Gesamt: EUR 55,0 Mrd.). Gleichwohl präsentierte sich bei den Primärmarktauftritten der Teilmarkt der „sozialen“ Emissionen in 2023 überraschend stark. Insgesamt entfallen auf „Social“ Benchmarks mittlerweile EUR 21,3 Mrd.

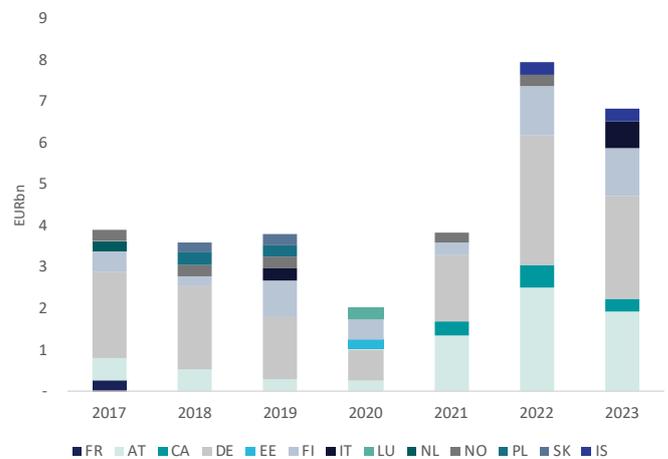
... wird perspektivisch aber insbesondere für „Green“ nicht unbedingt „einfacher“

Wir rechnen auch in 2024 mit einem dynamischen ESG-Markt, mit Emissionen in der Größenordnung von EUR 21 bis 23 Mrd. (vgl. [NORD/LB Covered Bond & SSA View vom 29. November](#)). Allerdings sieht sich der Teilmarkt der grünen Covered Bonds zunehmenden Herausforderungen ausgesetzt. Dies schließt sowohl höhere Anforderungen an die Datenlieferungen, aber auch die grundsätzliche Verfügbarkeit von grünen Assets mit ein.

EUR BMK: ESG-Emissionen



EUR SBMK: Emissionen



Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

EUR-Subbenchmarksegment bleibt auch 2024 ein Thema

Wir haben in der Vergangenheit immer wieder auf das EUR-Subbenchmarksegment als bemerkenswerten Teilmarkt hingewiesen. Die kleineren Losgrößen ermöglichen auch Covered Bond-Emittenten mit weniger Fundingbedarf oder kleineren Cover Pools einen regelmäßigen Marktauftritt. Für einige Investoren erscheinen die (der regulatorischen Auslegung der LCR-Verordnung folgend) weniger liquiden Bonds aufgrund eines Spreadaufschlags als interessante Anlagemöglichkeit. Wir rechnen nach einem starken Jahr 2022 und einem nur wenig schwächeren Jahr 2023 auch in den kommenden zwölf Monaten mit einem regen Treiben am Primärmarkt für EUR-Subbenchmarks. Dies lässt sich nicht zuletzt mit der hohen Dynamik in den dominierenden Ländern Österreich und Deutschland erklären, wobei auch für das EUR-Subbenchmarksegment die bereits thematisierten Prognose Risiken berücksichtigt werden müssen.

Fazit

Das Covered Bond-Jahr 2024 wird uns zum Jahresanfang wie üblich einen betriebsamen Start bescheren. Ein hohes Emissionsaufkommen wird auf eine etwas belebtere Nachfrage treffen. Wir sehen klare Indikationen für zusätzliche Spreadausweitungen, rechnen aber spätestens in der zweiten Jahreshälfte mit dezerten Einengungen. Die Emittenten werden sich auch stärker auf das längere Laufzeitsegment konzentrieren – die „Mutigen“ unter ihnen bereits im Januar oder Februar. Mehr Dynamik werden wir aber erst in der zweiten Jahreshälfte sehen. Das Nettoneuangebot wird auch in 2024 respektabel sein. Fundamentaltseitig sollten sich sowohl die Emittenten als auch die Cover Pools robust präsentieren.

SSA/Public Issuers

SSA-Ausblick 2024: EZB, NGEU und deutsche Schuldenbremse

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, CIAA // Christian Ilchmann // Lukas-Finn Frese

Öffentliche Emittenten zwischen Inflation, Zinssenkungsträumen & frostiger Konjunktur

Unseren Ausblick auf die morgige EZB-Sitzung, welche die letzte des Jahres darstellt, hatten wir bereits [vergangene Woche](#) gegeben. Darin gehen wir davon aus, dass die EZB alle drei relevanten Leitzinsen unverändert beibehalten wird. Einige Finanzmarktteilnehmer hatten offenkundig mit dem Zinsanhebungszyklus im Oktober noch nicht ganz abgeschlossen. Nun votiert Anfang Dezember bereits eine Mehrheit der Marktteilnehmer für eine zeitnahe Zinssenkung. Auch weitere Diskussionsthemen gibt es genug: Eher falkenhafte Notenbanker hätten sicherlich gern das Thema PEPP oder auch andere geldpolitische Instrumente wie zum Beispiel die Mindestreserveanforderungen etwas prominenter auf der Agenda. In dieser Woche wird wohl „nur“ diskutiert, nicht agiert. Die EZB wird auch im Jahr 2024 weiter auf dem SSA-Sekundärmarkt aktiv sein. Obschon mit abnehmenden Volumina, sehen wir Reinvestitionen im Rahmen des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) weiterhin als erste Verteidigungslinie. Auf Seiten institutioneller Investoren erwarten wir zukünftig eine selektivere Auswahl der Projekte, trockenes „Liquiditätspulver“ scheint nicht mehr in schier unbegrenztem Ausmaß vorhanden zu sein.

EZB: (Zins-)Rolle rückwärts?

Im Jahr 2024 dürfte das SSA-Segment hauptsächlich von der konjunkturellen Entwicklung beeinflusst werden. Entscheidend wird sein, dass einerseits keine nachdrücklichen Rezessionsgefahren in Europa drohen und andererseits keine „zu gute“ Konjunktur zu erwarten ist. Geldpolitisch wird es vermutlich eher unaufgeregt zugehen. Von einer Ankündigung der Notenbank, die monatlichen Reinvestitionen stärker einzudämmen, sind wir zwar eventuell nicht mehr weit entfernt. Ob es morgen jedoch bereits einen Fingerzeig in Richtung Zinssenkungen im kommenden Jahr gibt? Unwahrscheinlich. Vor diesem Hintergrund dürfte das Potenzial für sinkende Renditen im kommenden Jahr moderat ausfallen. Allerdings könnte die Volatilität spürbar zurückgehen, da weitgehend Einigkeit darüber herrscht, dass die Geldpolitik restriktiv genug ist und die Notenbanken vorerst im Standby-Modus bleiben und die Entwicklung an den Kapitalmärkten sowie in der Wirtschaft genau beobachten. Mit Beginn der von uns erwarteten Leitzinssenkungen in H2/2024 werden auch die Anleiherenditen sinken. Dieser Effekt wird am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve stärker ausfallen als am langen Ende. Wir erwarten, dass die derzeit vorherrschende Inversität alsdann abnehmen wird. Denkbar wäre zudem eine situativ sentimentgetriebene Spread-ausweitung im Jahresverlauf, falls geopolitisch neuerlich Ungemach droht oder bspw. Politiker*innen in Italien erneut nicht nachvollziehbare Entscheidungen treffen oder das Transmission Protection Instrument (TPI) wider Erwarten doch eingesetzt werden muss. Im Folgenden wollen wir unsere Einschätzungen für 2024 strukturiert vorstellen. Unvorhersehbare Ereignisse lassen sich dabei naturgemäß nicht ausschließen: 2023 entwickelte sich ebenfalls anders, als zu Jahresbeginn erwartet. Deutlich überschießende und zunächst hartnäckige Inflation, die Richtung Jahresende überraschend deutlich gesunken ist, der Angriff der Hamas auf Israel im Oktober, das war wohl bei niemandem derart klar auf der Agenda, wurden aber auf ihre Art zum echten Gamechanger.

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

Mittlerweile haben die meisten Emittenten ihre Refinanzierung für das laufende Jahr abgeschlossen oder befinden sich auf der Funding-Zielgeraden. Insgesamt ist es seit Jahresbeginn zu 171 EUR-Benchmarkemissionen (der von uns analysierten SSAs) in einer Größenordnung von rund EUR 248 Mrd. gekommen. Nach z.B. rund EUR 190 Mrd. in 2017 oder EUR 166 Mrd. in 2019 ist dies ein sehr hoher Wert, wenngleich niedriger als in den drei Jahren der Pandemie (2020: EUR 303 Mrd.; 2021: EUR 325 Mrd.; 2022: EUR 270 Mrd.). Immerhin kamen deutsche Länder auch 2023 ohne zusätzliche Kreditermächtigungen aus. Zudem setzten die ersten Gewöhnungseffekte ein, obwohl nicht nur die EZB mit immensen Summen agierte und hantierte, sondern auch die Europäische Union als relativ neuer „Megaemittent“ bis dato entschieden handelte und bis 2026 noch sehr viel vorhat. Dies wird das Fundingvolumen in 2024 (und darüber hinaus) weiterhin maßgeblich beeinflussen. Für das kommende Jahr gehen wir folglich – mit einer gewissen Unsicherheit behaftet – von EUR-Benchmarkemissionen von circa EUR 275 Mrd. aus. Dieser Wert würde sich erneut über dem Vorkrisenvolumen bewegen und sich folglich auf hohem Niveau stabilisieren, wenngleich die Treiber jedes Jahr andere sind.

Fokus: Deutsche Länder

Nachdem in 2022 zuweilen noch ein überproportional hohes Angebot auf eine riesige Nachfrage traf, normalisierte sich die Situation in 2023 zunehmend: Aus BAYERN, HAMBURG und MECVOR kam beispielsweise keine einzige Benchmark-Anleihe, was jedoch auch zu deren niedrigen Kreditermächtigungen passt. Die Spreads und die Laufzeiten werden auch 2024 das Thema bleiben. Zeiten in denen faktisch jeder Deal als „Selbstläufer“ an den Primärmarkt kam, scheinen zunächst vorbei zu sein. Schätzungen zum Gesamtvolumen sind zudem schwieriger denn je, da noch unklar ist, wie mit der Schuldenbremse auf Bundesebene insbesondere nach dem jüngsten BVerfG-Urteil verfahren werden soll und welche Auswirkungen dies auf die Finanzen der Länder haben wird.

Kreditermächtigungen deutscher Länder: 2023 vs. 2024e (in EUR Mrd.)

	2023	2024e
Baden-Württemberg	29,79	33
Bayern	3,83	3
Berlin	5,49	5
Brandenburg	4,04	2
Bremen	1,80	3
Hamburg	2,80	2
Hessen	4,95	8
Mecklenburg-Vorpommern	1,32	2
Niedersachsen	7,25	9
Nordrhein-Westfalen	16,70	14
Rheinland-Pfalz	4,04	6
Saarland	1,70	1
Sachsen	0,28	1
Sachsen-Anhalt	1,91	3
Schleswig-Holstein	4,91	5
Thüringen	0,87	1
Summe	91,68	98

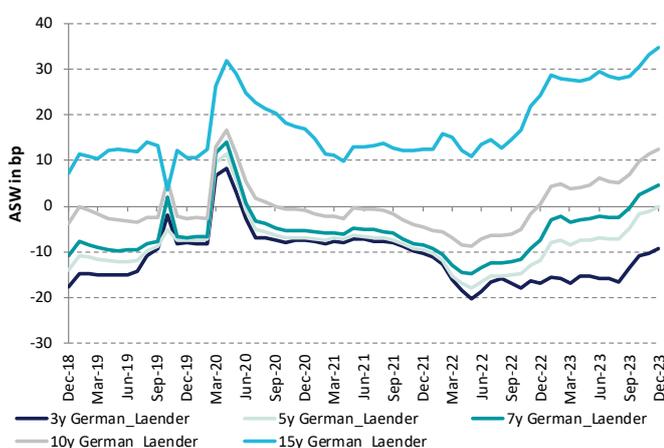
e = estimate

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

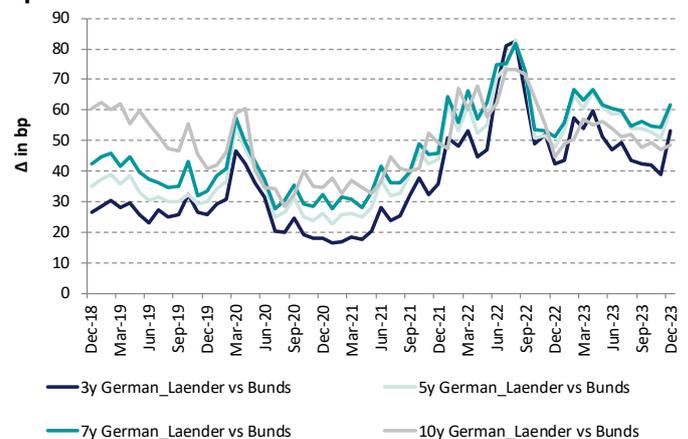
Deutsche Länder mit höherem Funding in 2024 erwartet

Im Bereich der Regional Bonds stellen die Anleihen [deutscher Länder](#) unverändert den mit Abstand bedeutendsten Sub-Sovereign-Markt dar – vor allem in 2020, aber auch in 2021 haben hier die 16 Länder ihren Vorsprung und somit ihre Bedeutung erneut ausgebaut. Zuvor war allerdings seit Jahren ein Rückgang der Fundingvolumina festzustellen. Für 2024 rechnen wir brutto mit der Platzierung neuer Anleihen im Umfang von EUR 60-70 Mrd. (Annahme: EUR 65 Mrd.), sofern die Schuldenbremse länderweit ausgesetzt wird. Demgegenüber stehen nur Fälligkeiten in Höhe von knapp EUR 48 Mrd., wodurch sich ein Net Supply von rund EUR 17 Mrd. ergeben würde. In beiden Fällen handelt es sich nicht nur um EUR-Benchmark-Anleihen, sondern auch um Fremdwährungen sowie Schuldscheindarlehen. Alles steht und fällt bei dieser Prognose jedoch mit der Ausgestaltung bzw. (Nicht-)Aussetzung der Schuldenbremse – und deren möglichen Reform, sofern dafür politischer Wille besteht. Mit Verlaub: Sinnvolle Investitionen und tragfähige Lösungen in eine richtungsweisende Zukunft würden Deutschland derzeit guttun. In wirtschaftlicher, als auch politischer Hinsicht. Der Relevanz deutscher Länderanleihen in diesem wichtigen Segment tut jegliches Volumen keinen Abbruch. Je nach strengem Winter, starten wir in das neue Jahr konjunkturell mit einem Malus. Zudem war die Haushaltsdisziplin der Bundesländer vor dem Hintergrund der seit 2020 auch auf Länderebene geltenden Schuldenbremse bereits sehr viel ausgeprägter als in der Vergangenheit. Im Jahr der Aktivierung der Schuldenbremse hätten sich wohl selbst die größten Pessimisten nicht träumen lassen, dass diese aufgrund der Pandemie und ihrer Nachwirkungen für 2020 bis teilweise auch 2023 ausgesetzt blieb. Dieser Tatbestand ist gesetzlich vorab so eingeplant gewesen, wengleich die Hoffnung bestand, diesen Passus selten bis nie ziehen zu müssen. Die für 2024 von uns erwarteten und gegenüber dem Jahr 2023 den leicht erhöhten (theoretischen) Kreditermächtigungen zusammen mit zunehmenden geopolitischen Unsicherheitsfaktoren sollte aus unserer Sicht dazu führen, dass die einst notenbankinduzierten Spreadbewegungen in diesem Segment nun eher wieder fundamental getrieben werden. Mit Stand vom 13. Dezember 2023 wurden seit 2015 590 unterschiedliche deutsche Anleihen im Rahmen des PSPP bzw. PEPP von der EZB bzw. den dazugehörigen Notenbanken erworben.

Spreadbewegungen deutscher Länder



Spreads deutsche Länder vs. Bunds

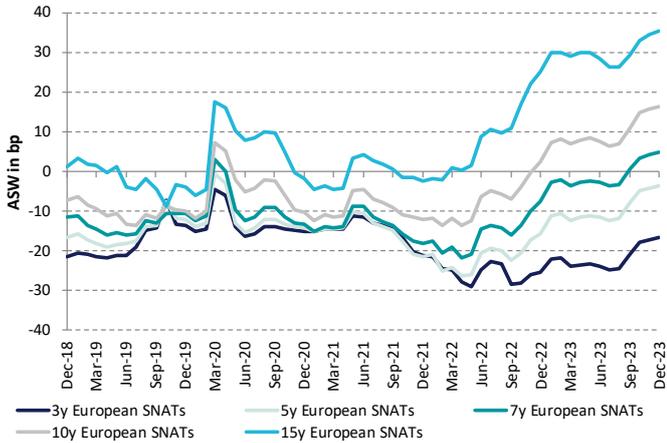


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research; Daten vom 12.12.2023 eod

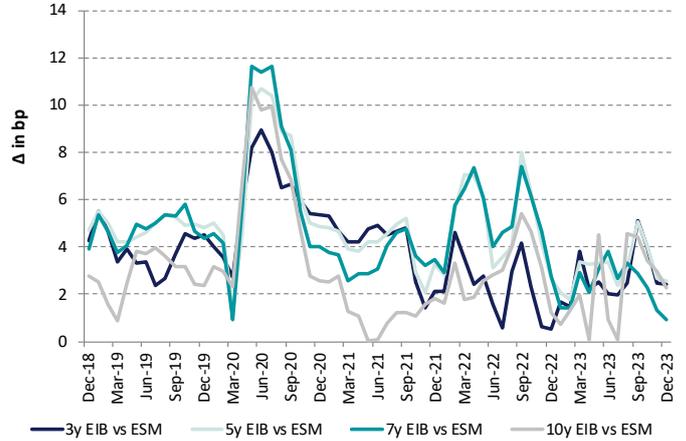
Supranationals im Bann (geo-)politischer Entscheidungen

Die (wenigen) [E-Supranationals](#) stellen nach wie vor eine wichtige Kategorie im SSA-Universum dar und sind nun bereits seit 2021 in unserer Abgrenzung größer als alle deutschen EUR-Benchmark-Emittenten zusammen. Ein im Regelfall sehr gutes Rating, die hohe Liquidität sowie regulatorische Vorzüge sprechen auch weiterhin für die Anleihen supranationaler Emittenten. Die Gouverneure der EIB, Europas Finanzminister, haben bereits 2019 einstimmig vereinbart, dass der Brexit die Finanzierungstätigkeit und das Geschäftsmodell der EIB nicht beeinträchtigen werde. Im Nachgang brachten Rumänien und Polen zusätzliches Kapital ein, sodass die EIB eine höhere Kapitalbasis als vor dem Brexit aufweisen kann. Ein regelmäßiger Akteur am Primärmarkt wird die EIB natürlich auch 2024 bleiben. Hier erwarten wir ein Fundingziel um die EUR 55 Mrd. – erneut aufgeteilt auf eine Vielzahl unterschiedlichster Währungen. Demgegenüber stehen Fälligkeiten in Höhe von rund EUR 60,7 Mrd. Auf europäischer Ebene wird das Bild insgesamt von einigen großen Adressen bestimmt: So lässt sich etwa die Ausweitung der EUR-Benchmarkemissionen in diesem Jahr zu einem großen Teil auf den spürbar gestiegenen Fundingbedarf der EU im Rahmen ihres NGEU-Programms, genauer der Aufbau- und Resilienzfazilität (RRF), zurückführen. Zur „Halbzeit“ der RRF wurden bisher erst rund 25% der beantragten Mittel an die Mitgliedsstaaten ausgeschüttet. Für den 14. Dezember hat die EU nun zum „Global Investor Call“ eingeladen. Ein Fundingziel von EUR 75 Mrd. wurde bereits im Vorfeld von der EU-Kommission bekanntgegeben. EU-Bills ergänzen diese Werte stets und sind folglich nicht inkludiert. Im Rahmen ihrer eigentlichen Tätigkeit hatte die EU bis 2020 oft einen neutralen Net Supply. Die Fälligkeiten in 2024 in Höhe von EUR 3,2 Mrd. werden folglich, wie gehabt, verlängert. In 2023 gingen weite Teile der Macro-Financial Assistance Plus (MFA+) in Richtung Ukraine, derzeit sind EUR 16,5 Mrd. (Stand: 12. Dezember 2023) für das Land angesetzt. Wir erwarten somit im Gesamtjahr 2024 EUR 135-155 Mrd. an Funding der EU (komplett EUR-Benchmarks oder Taps, teilweise Green). Für den ESM rechnen wir für das kommende Jahr mit einem negativen Net Supply von knapp EUR 5,0 Mrd., während EUR 6,0 Mrd. an neuer Ware auf den Markt drängen (Fälligkeiten: EUR 10,8 Mrd.). Dies gilt vorbehaltlich und mit Ausschluss der bisher nicht bezifferbaren ECCL und anderen Notfallhilfen des ESM. Für die EFSF erwarten wir abermals einen Anstieg der Neuemission auf nun EUR 20,0 Mrd. nach EUR 18,5 Mrd. in 2023. In der Vergangenheit handelte es sich hier stets um eine (deutliche) Reduktion der Neuemissionen (nach z.B. EUR 19,5 Mrd. in 2022, EUR 28,0 Mrd. in 2018 und sogar noch EUR 49,0 Mrd. in 2017). Demgegenüber stehen 2024 Fälligkeiten in Höhe von EUR 25,1 Mrd. Dies entspricht einem negativen Net Supply von EUR 5 Mrd. für die EFSF. Hier vermuten wir auch keinerlei etwaige Planänderungen. Zudem rechnen wir damit, dass der ESM erneut mit einer USD-Anleihe im kommenden Jahr am Markt in Erscheinung treten wird. Interessant wird zudem sein, wann und wie sich aus dem Dauerthema „Europäischer Währungsfonds“ (EWF) eine Transformation des ESM ergibt – analog bzw. als lokales Pendant zum IWF. Apropos Transformation und politischer Wille: Im Fokus behalten wir 2024, wie die sich gerade in Erneuerung bzw. im Umbau befindliche Kapitalmarktstruktur der EIB nach dem Brexit und die (unternehmens-)politische Neuausrichtung auf das gesamte ESG-Segment und insbesondere die Assetklasse „Green Bonds“ auswirken wird. Hinzu gesellen sich bis 2026 in Summe rund EUR 225 Mrd. Green Bonds der EU. Der Part der Social Bonds seitens der EU ist nun im Rahmen der SURE-Aktivitäten in 2022 als beendet anzusehen. Die EU dominiert insbesondere das grüne Segment in EUR-Benchmarks auf kurze bis mittlere Sicht mit frischem Material und schwingt sich zu dem größten Green Bond-Emittenten der Welt auf.

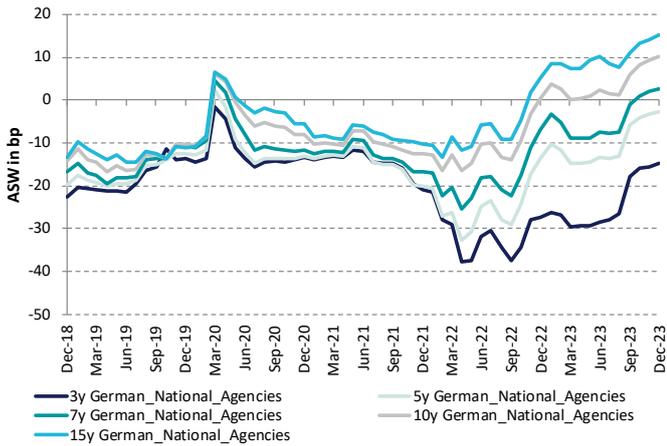
Spreadbewegungen europäischer Supranationals



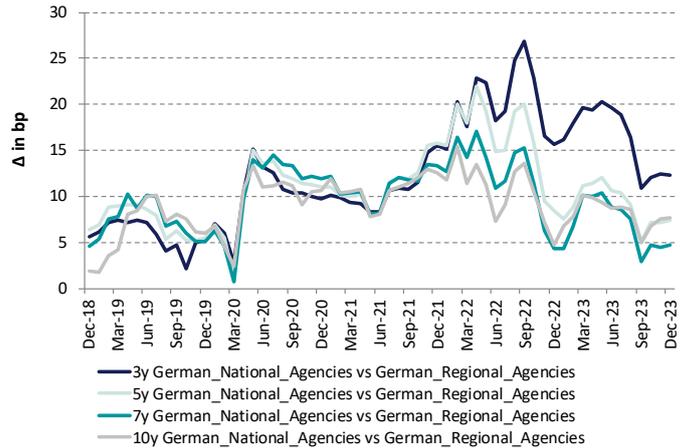
Spreaddifferenzen: EIB vs. ESM



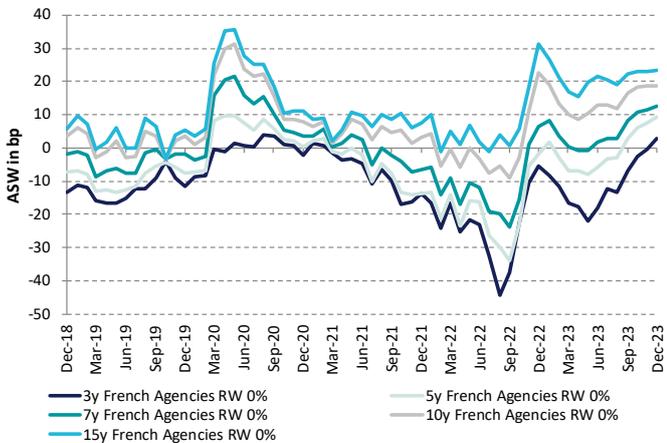
Spreadbewegungen deutscher nationaler Agencies



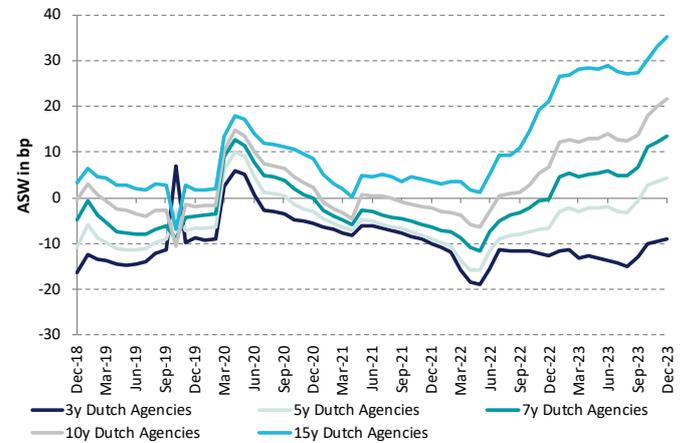
Spreaddifferenzen: Deutsche Agencies



Spreadbewegungen französischer Agencies (0%)



Spreadbewegungen niederländischer Agencies



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research; Daten vom 12.12.2023 eod

Deutsche Agencies insgesamt mit stabilem Net Supply

Für den [deutschen Agency-Markt](#) rechnen wir insgesamt mit einem stabilen oder sogar positiven Net Supply bei einem langsamen Wiederanziehen der Volumina für klassische Förderprogramme anstelle von Soforthilfen und COVID-19-Programmen. Vieles wurde auch in 2023 noch durch COVID-19 überlagert. Der dominanteste Marktteilnehmer, die KfW, verkündete im Rahmen des Global Investor Broadcasts am 07. Dezember 2023 für 2024 ein Gesamtfundingziel zwischen EUR 90-95 Mrd. Demgegenüber steht ein Fälligkeitsvolumen in Höhe von EUR 80 Mrd. Der Net Supply wäre bei einem Erwartungswert von mindestens EUR 92,5 Mrd. dementsprechend positiv (Minimum EUR +12,5 Mrd.). Zum anderen ist das Funding deutscher Agencies (dieses Segment beinhaltet nicht nur Förderbanken) in der Vergangenheit auch durch Abwicklungsanstalten wie FMSWER oder ERSTAA getrieben, die naturgemäß in immer geringerem Umfang ihre Abbauportfolien refinanzieren. Diese beiden Emittenten werden nicht im Rahmen der Ankaufprogramme PSPP und PEPP seitens des Eurosystems erworben und bieten immer einen gewissen Pickup gegenüber den Förderbanken bei ähnlichem Rating. Wie bereits bei den deutschen Ländern rechnen wir bei den bekannten Agency-Adressen mit höchstens graduell steigenden Spreads, da sie weiterhin im Rahmen der Reinvestitionen vom Eurosystem nachgefragt werden. Insgesamt gehen wir für den deutschen Markt davon aus, dass die Fundamentalanalyse für die einzelnen Emittenten wieder stärker in den Vordergrund rückt.

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

Erinnern wir uns kurz an das Fundingziel der EU für 2020: EUR 800 Mio. (kein Tippfehler). Pandemiebedingt stieg es damals auf über EUR 41 Mrd. für das Gesamtjahr um das mehr als Fünzigfache (!) an. Ähnliches galt für UNEDIC, welche mit EUR 3 Mrd. starteten, ihr Fundingziel mehrfach unterjährig nachjustierten und letztlich bei circa EUR 20 Mrd. landeten. Da war 2021 mit EUR 10 Mrd. fast ein Ruhepol im Vergleich zu dem hektischen Treiben am Primärmarkt, da deutlich weniger nachgeschärft werden musste. 2022 und auch 2023 waren es sogar nur noch EUR 1 Mrd. Auch für das kommende Jahr rechnen wir daher mit einem Fundingziel von EUR 1 Mrd. Player wie die CADES (Ziel: EUR 20 Mrd.) werden jedoch in diesem Segment weiter erhebliche Fundingvolumina am Primärmarkt platzieren und auch im ESG-Segment unterwegs sein. Stets zu nennen ist auch der Emittent SOGRPR, welcher sein gesamtes Kapitalmarktfunding über ESG-Anleihen durchführt. Hier erwarten wir auch in 2024 weitere Emissionen von rund EUR 2 Mrd. Für weiterführende Informationen möchten wir an dieser Stelle auf unseren [NORD/LB Issuer Guide – Französische Agencies 2023](#) verweisen. Weitere bedeutende Emittenten im europäischen SSA-Segment stellen niederländische Förderbanken dar. So wird das Funding der BNG für 2024 voraussichtlich wieder bei EUR 14-16 Mrd. liegen. Zudem sind deren Sustainability bzw. Social Housing Bonds bereits sehr etabliert. Ähnliches gilt für die NWB: Sie begibt jedes Jahr in mehreren Währungen EUR-Äquivalenten in Höhe von EUR 10 Mrd. Hier tauchen ESG-Kriterien in Form von Water Bonds, Affordable Housing sowie Sustainable Development Goals auf. Das Ziel für SRI-Bonds beträgt dabei stets über 25%. Beide Niederländer diversifizieren zudem stark über Währungen – stärker diversifizieren nur noch die Nordics. Weitere Insights können Sie unseren [NORD/LB Issuer Guide – Niederländische Agencies 2023](#) sowie [Skandinavische Agencies 2022](#) entnehmen. Eine Aktualisierung der letztgenannten Publikation planen wir in Kürze. Schwer prognostizierbar sind EUR-Benchmarks der kanadischen Provinzen. Alle Emittenten bevorzugen primär ihre Heimatwährung, nutzen den Euro nur opportunistisch, sobald sich ein Fenster auf Basis von Cross Currency Swaps öffnet. Hier planen wir für 2024 ein Update unserer Publikation über kanadische Provinzen und Territorien.

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

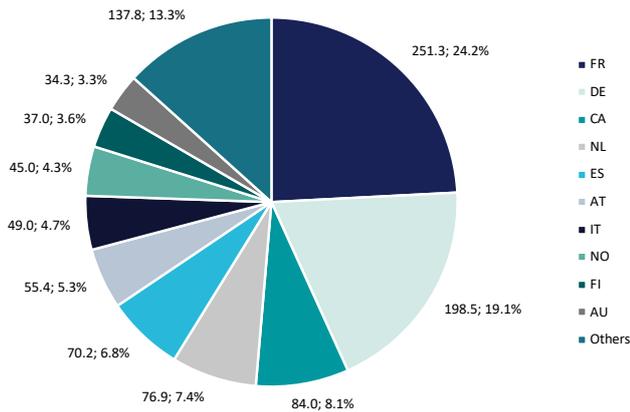
Das Volumen emittierter Green Bonds nahm seit der ersten Green Bond-Emission durch die EIB in 2007 stark und nahezu exponentiell zu. Zwischenzeitlich stagnierte das Wachstum nach 2017 jedoch auf sehr hohem Niveau. Der Wachstumspfad schien folglich zunächst unterbrochen. Nichtsdestoweniger konnte der Meilenstein von über EUR 100 Mrd. Emissionsvolumen per annum übertroffen werden. Einen zusätzlichen Schub erhielt das ESG-Segment sowohl von der grünen als auch von der sozialen Emissionsseite. Allein das SURE-Programm der EU besteht kumuliert aus fast EUR 100 Mrd. Social Bonds, lief allerdings zum 31. Dezember 2022 aus. Von 2021 bis 2026 wird sich die EU zum größten grünen Emittenten weltweit aufschwingen. Auch die französischen Emittenten UNEDIC, CADES und SOGRPR sind hier in großen Volumina unterwegs. Grundsätzlich wurde nicht nur auf Social Housing oder Social Inclusion gesetzt, sondern auch die COVID-19-Pandemie von zig Emittenten aufgegriffen, um den sozialen Folgen und Folgeschäden zu begegnen. Interessant wird darüber hinaus auch 2024 sein, wie die sich gerade in Erneuerung bzw. im Umbau befindliche Kapitalmarktstruktur der EIB auf das Segment „Green Bonds“ auswirken wird. Nicht nur Ursula von der Leyen will und wird die EIB grüner machen. Der Transformationsprozess ist in vollem Gange und der Weg des Erfinders der Green Bonds ist unverändert als Vorreiter zu bezeichnen. Aber auch die KfW oder Nordrhein-Westfalen haben längst eine nachhaltige bzw. grüne und zugleich liquide Kurve aufgebaut. Hinzu kommt der Plan der EU, in ihrem NGEU-Programm mindestens EUR 225 Mrd. bis 2026 als grüne Anleihen emittieren zu wollen, wovon „erst“ EUR 48,9 Mrd. eingeworben worden sind.

Fazit und Ausblick

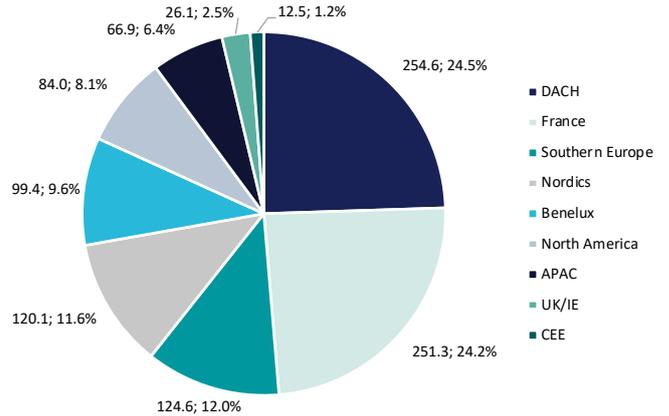
Wir erwarten, dass das SSA-Segment im Jahr 2024 weiter im Zeichen aktueller geopolitischer und ökonomischer Krisen, möglicher Zinssenkungen sowie rückläufiger Reinvestitionen in den Ankaufprogrammen der EZB stehen wird. Hier ist insbesondere das PEPP zu nennen. Hinweise zu Adjustierungen des Umfangs und/oder einem möglichen frühzeitigen Ausstieg erwarten wir für die morgige EZB-Pressekonferenz kaum, was jedoch wegweisend für die Geldpolitik im Jahr 2024 sein wird. Zudem erwarten wir in unserem Basisszenario keine drastische Bewegung der Spreadlandschaft. Auf Sicht von anderthalb bis drei Jahren könnten die Spreadlevels aus dem Jahr 2013 eine realistische Zielgröße für die meisten Emittenten innerhalb unserer Coverage darstellen. Gespannt sind wir zudem auf die Saisonmuster, etwa wie stark der Januar sein wird. Schwer vorhersehbar sind nach wie vor die Auswirkungen der fortwährenden Energiekrise – zusätzlicher Fundingbedarf ist nicht ausgeschlossen. Beim Funding der Länder steht und fällt Alles mit der Ausgestaltung bzw. (Nicht-)Aussetzung der Schuldenbremse – und deren möglichen Reform, sofern dafür politischer Wille besteht. Überraschungen sind auch an dieser Stelle möglich!

Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



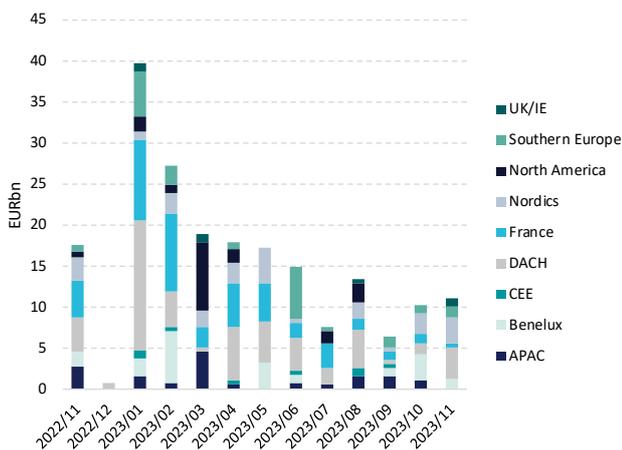
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



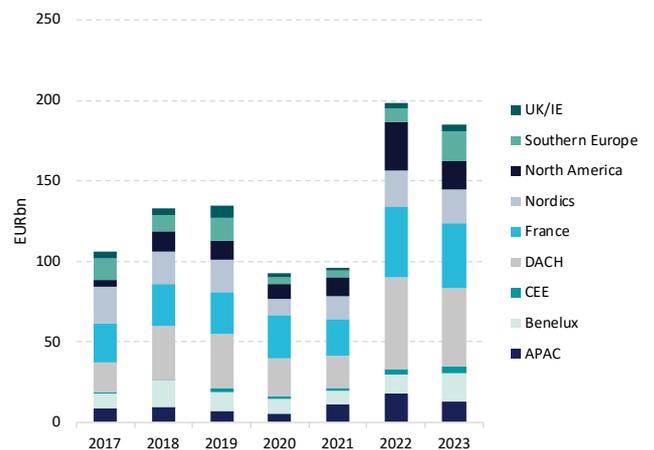
Top-10 Jurisdiktionen

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	251.3	243	22	0.96	9.4	4.9	1.26
2	DE	198.5	281	35	0.65	7.9	4.1	1.21
3	CA	84.0	62	0	1.33	5.5	2.7	1.12
4	NL	76.9	78	3	0.92	10.5	6.2	1.16
5	ES	70.2	55	5	1.16	11.1	3.4	2.03
6	AT	55.4	94	4	0.58	8.2	4.6	1.37
7	IT	49.0	59	2	0.80	8.7	3.6	1.60
8	NO	45.0	55	12	0.82	7.3	3.7	0.78
9	FI	37.0	41	4	0.89	6.9	3.6	1.49
10	AU	34.3	33	0	1.04	7.2	3.4	1.56

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

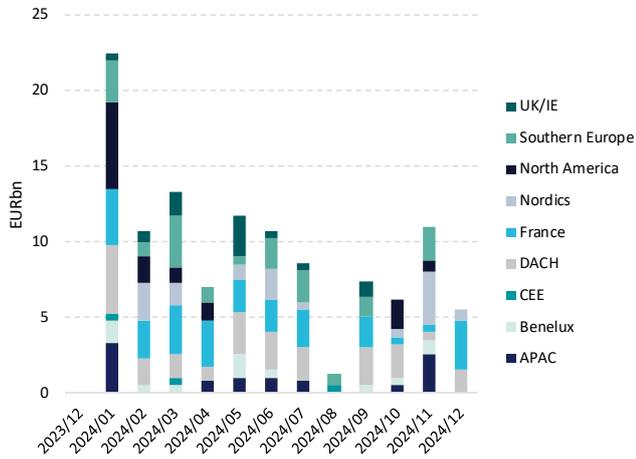


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

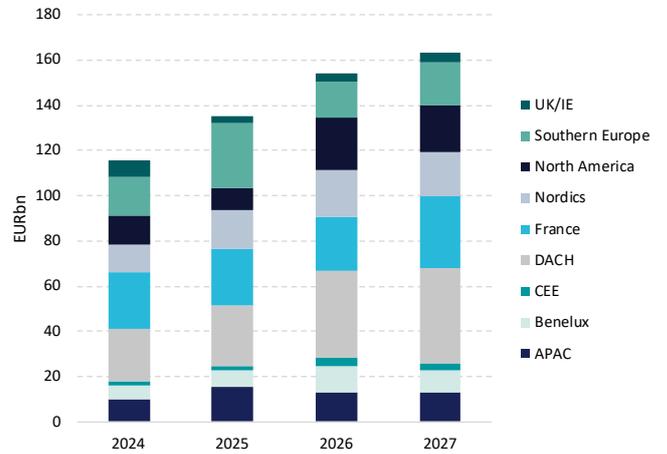


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

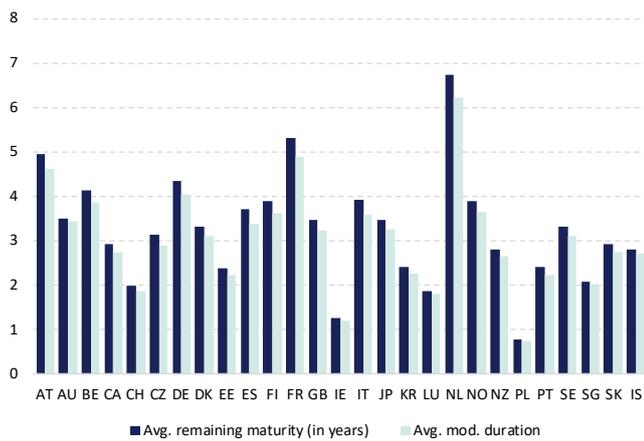
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



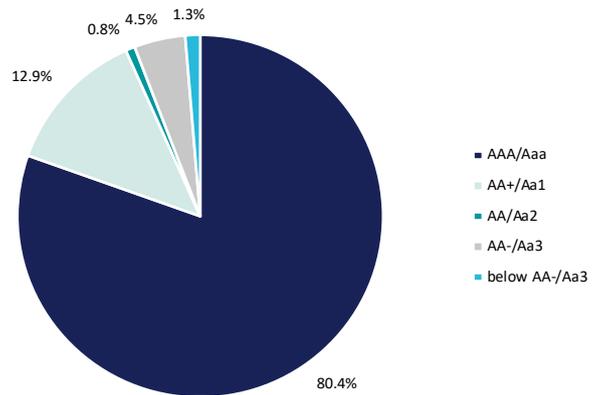
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



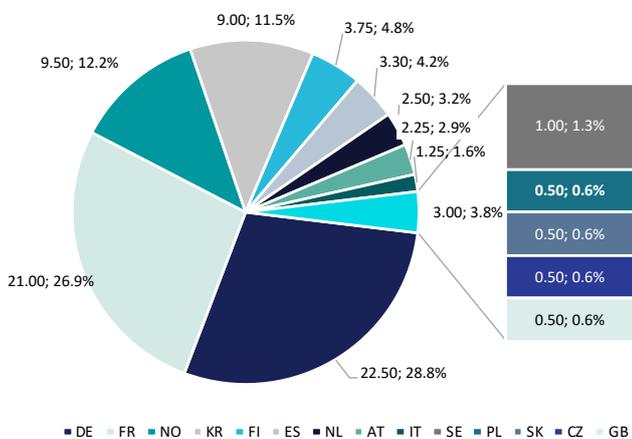
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



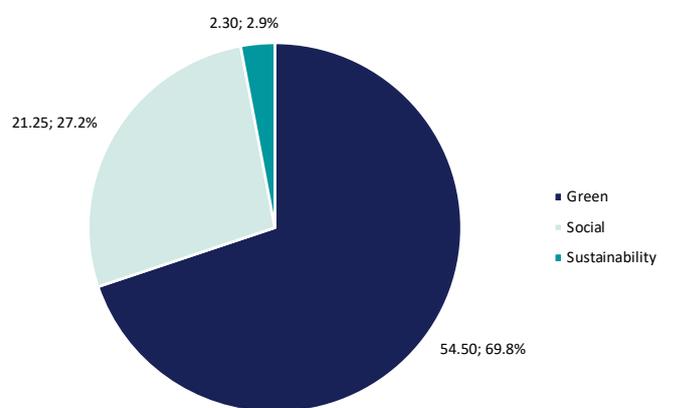
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

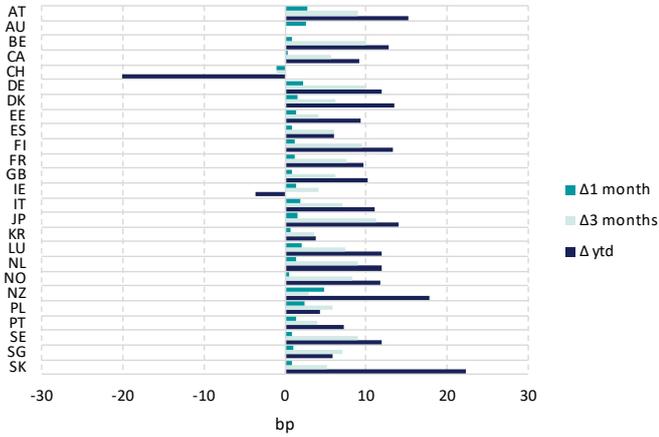


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

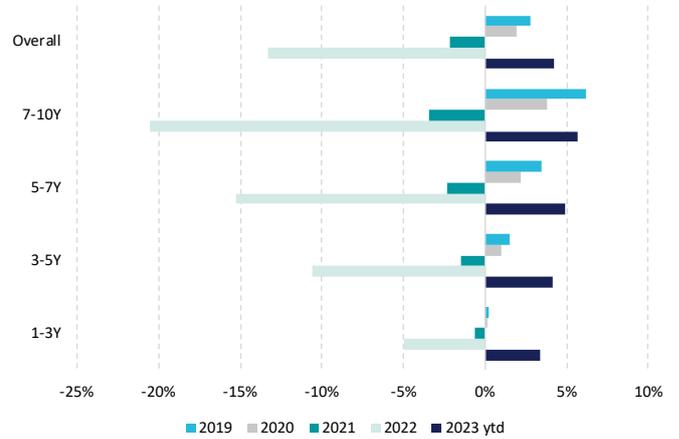


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

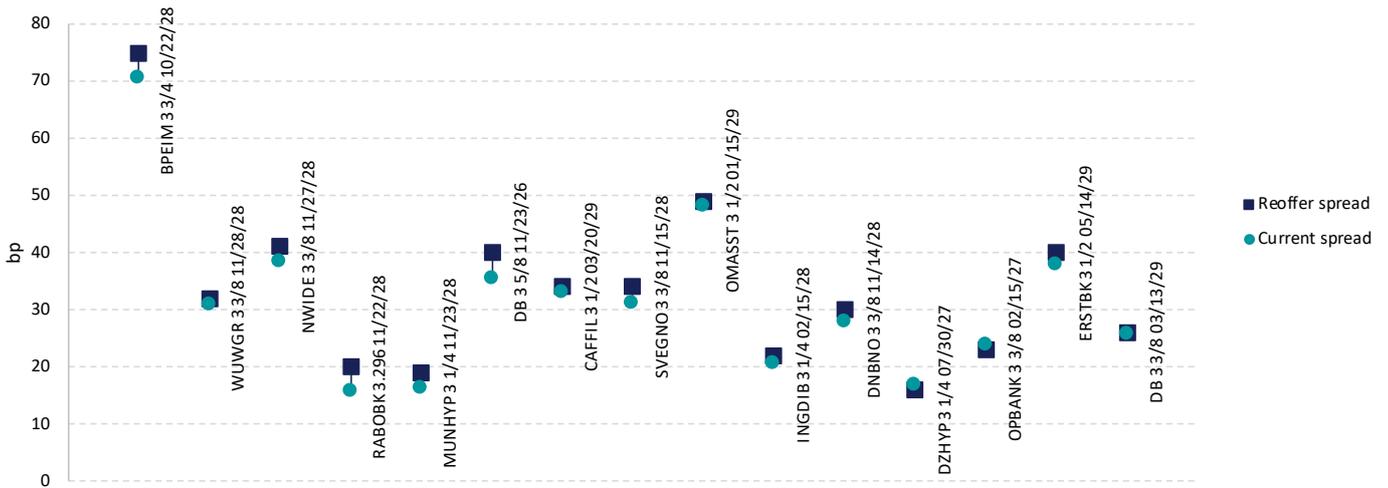
Spreadveränderung nach Land



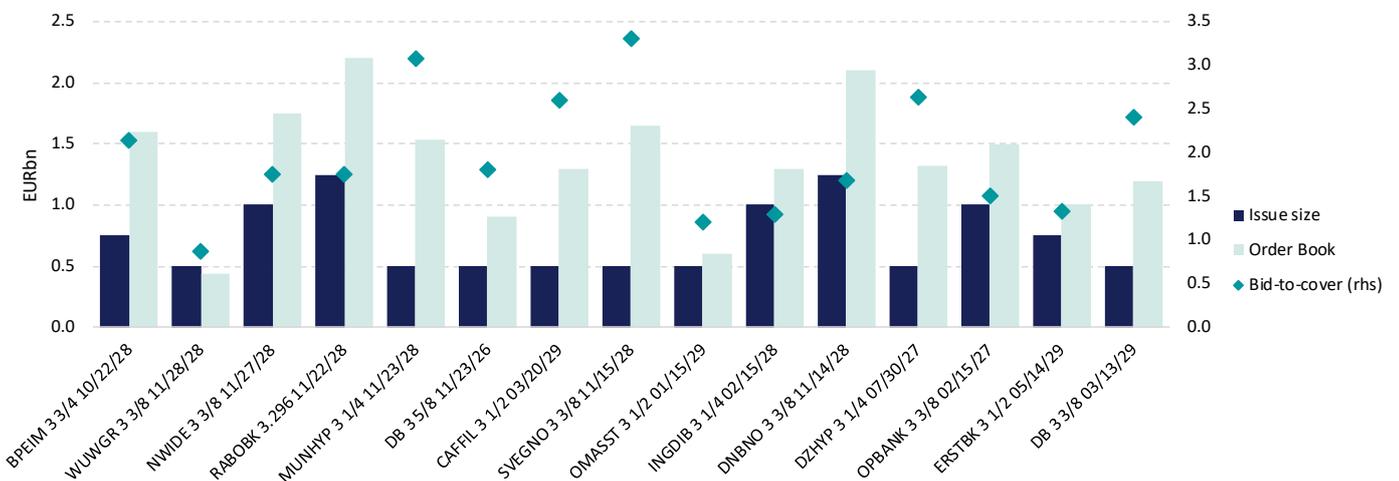
Covered Bond Performance (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

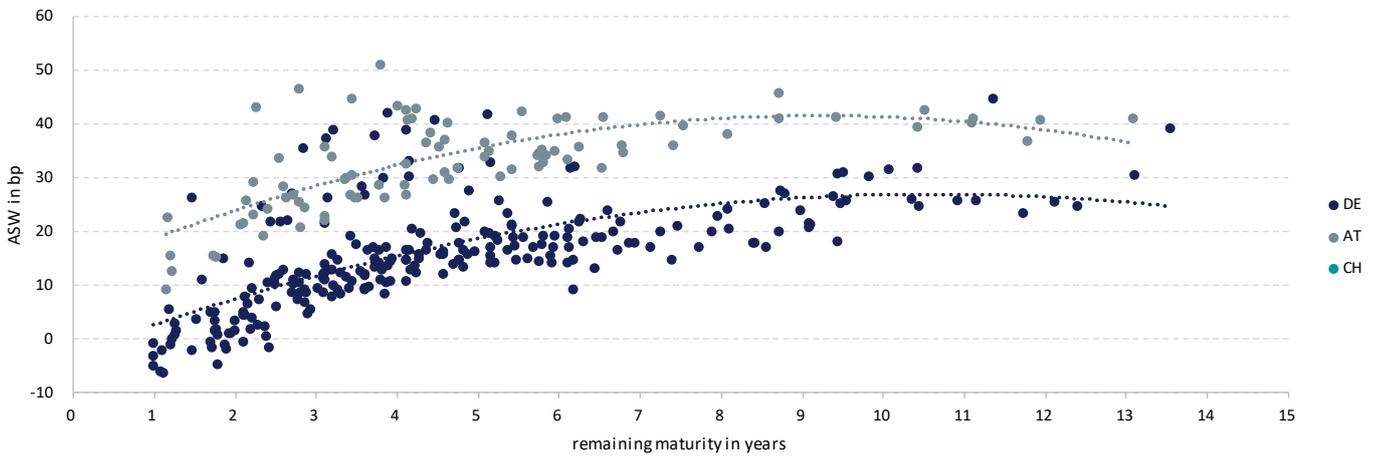


Orderbücher der letzten 15 Emissionen

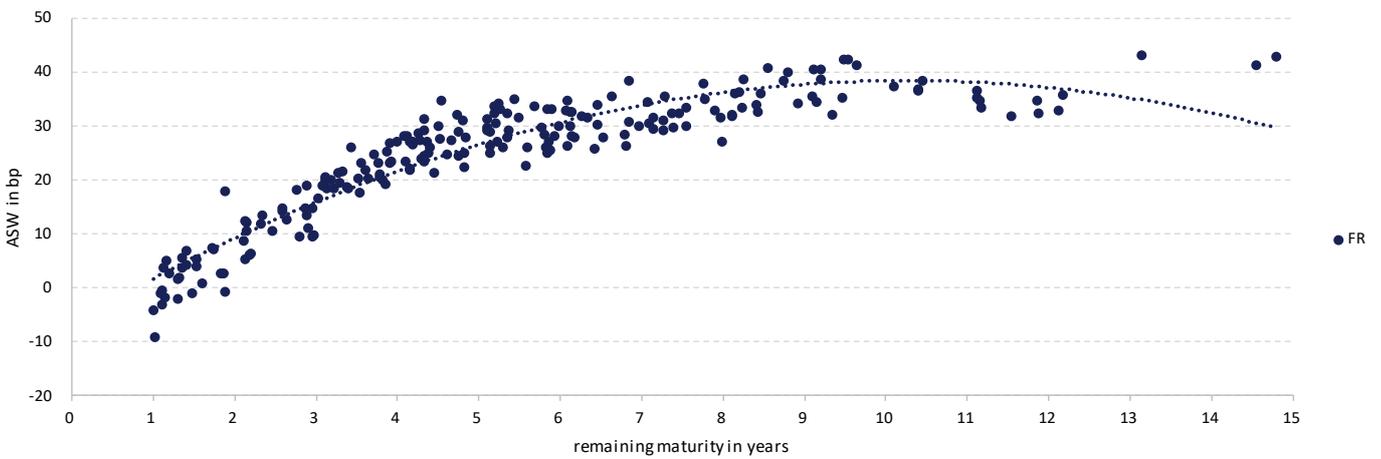


Spreadübersicht¹

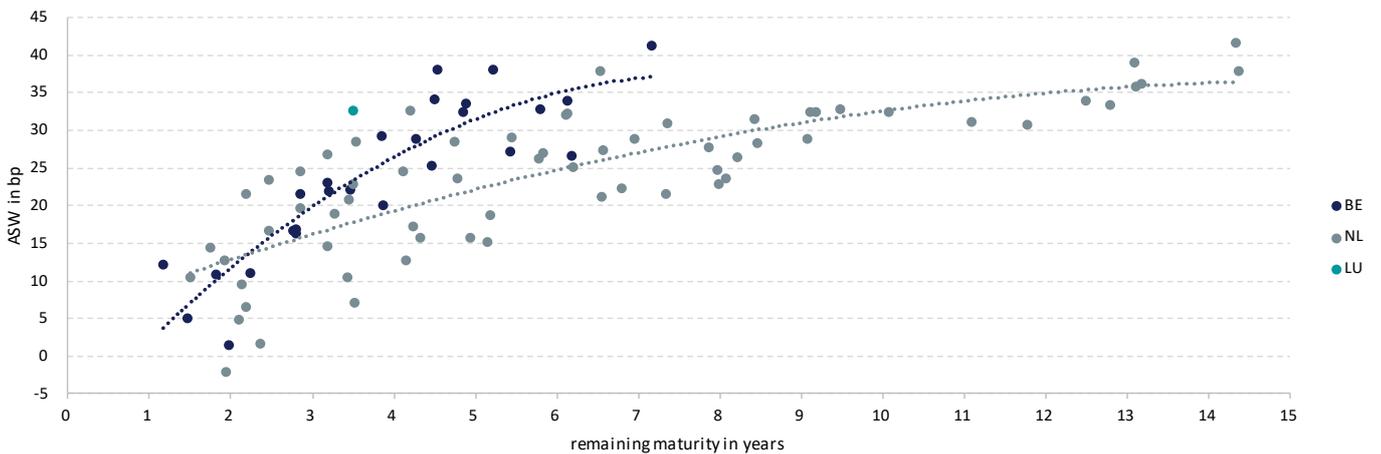
DACH 



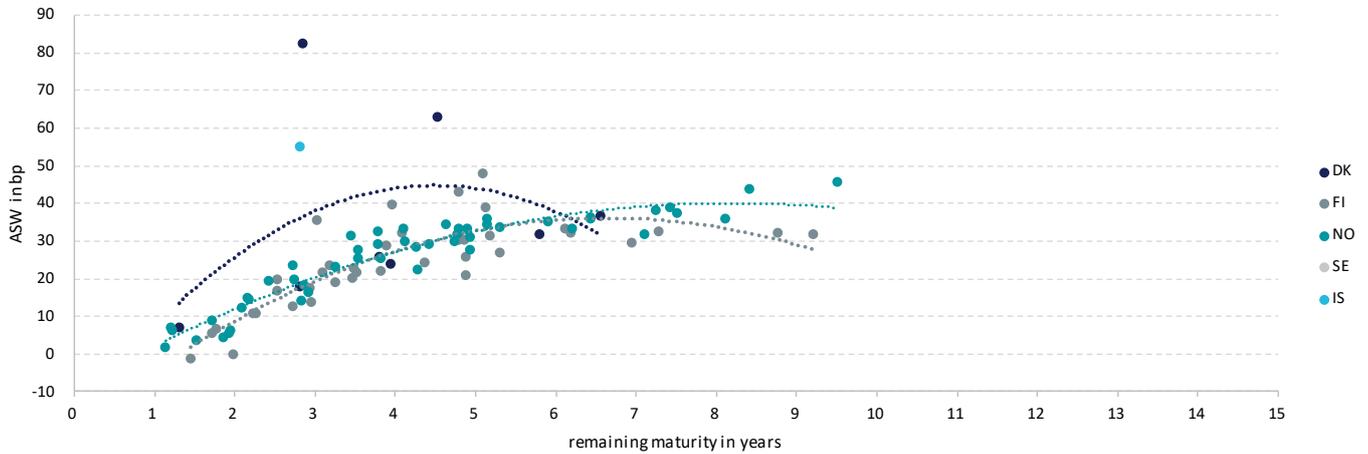
France 



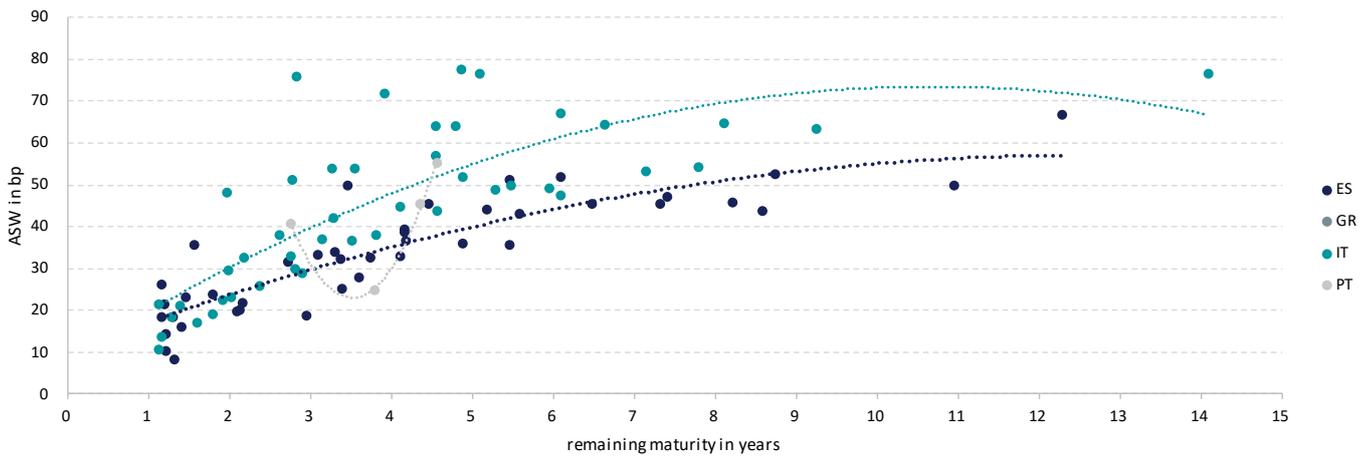
Benelux 



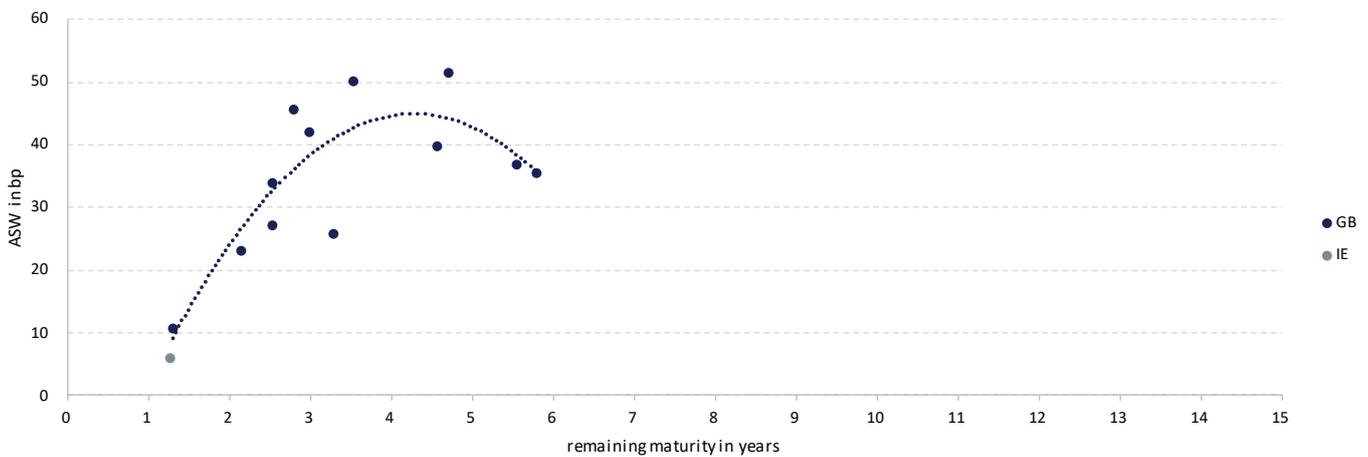
Nordics 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪 🇮🇸



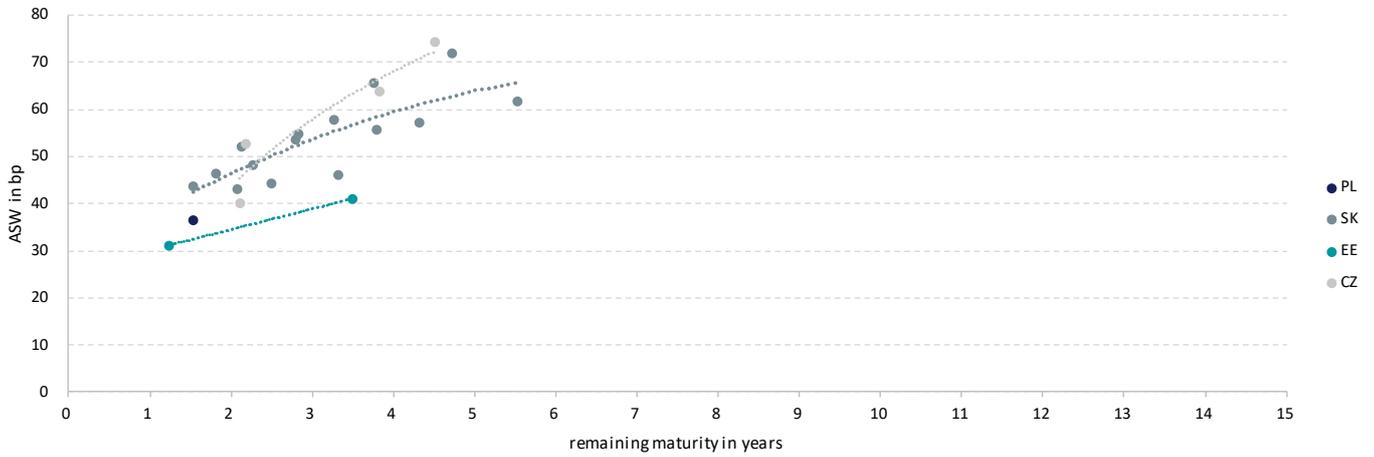
Southern Europe 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



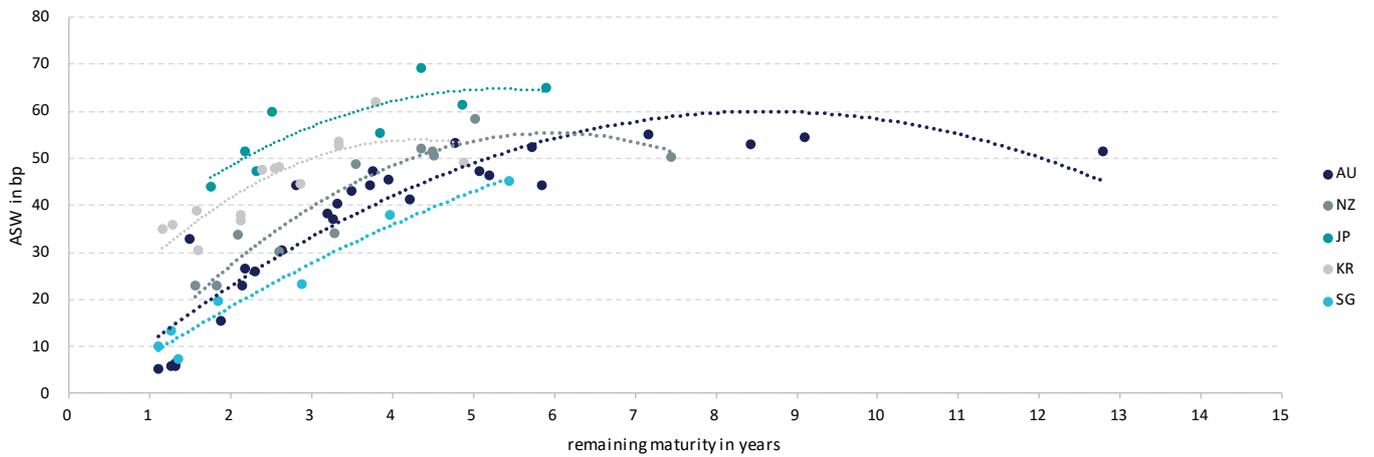
UK/IE 🇬🇧 🇮🇪



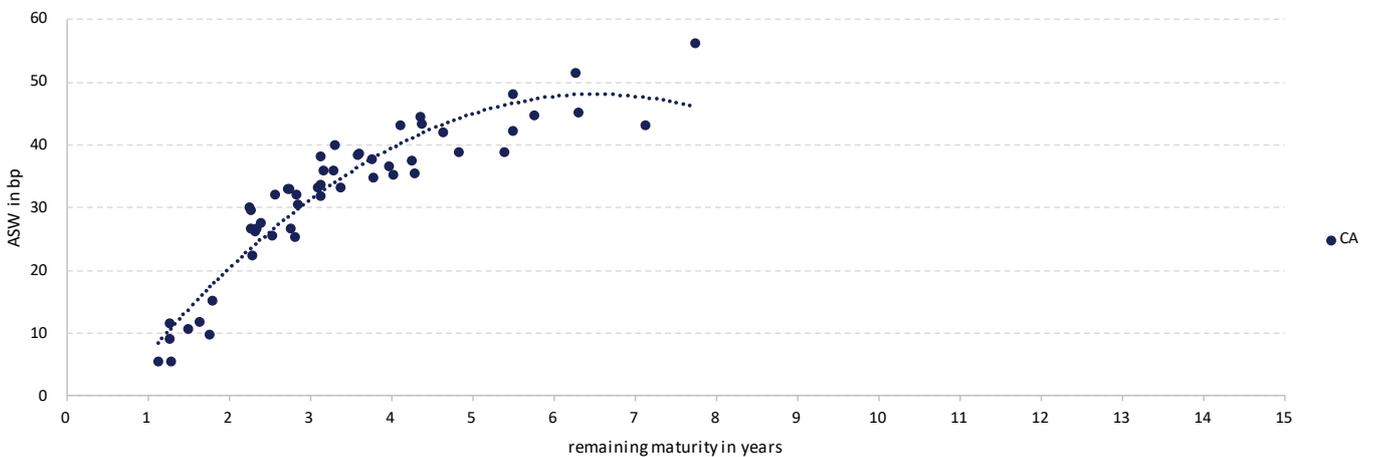
CEE 



APAC 



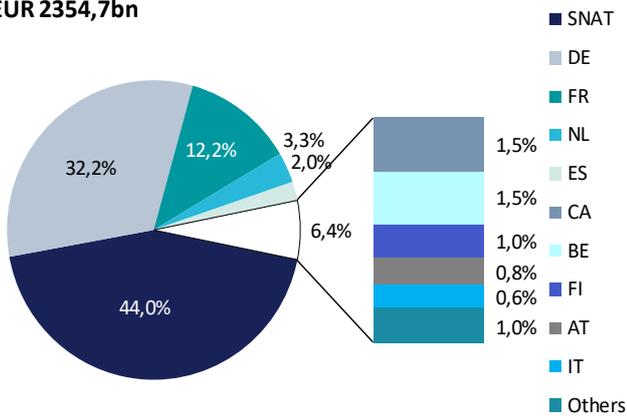
North America 



Charts & Figures SSA/Public Issuers

Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

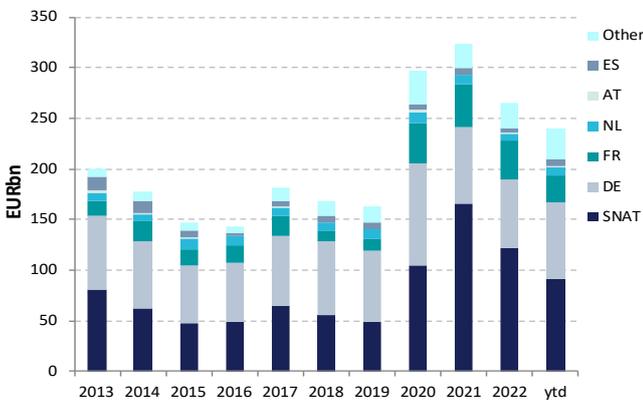
EUR 2354,7bn



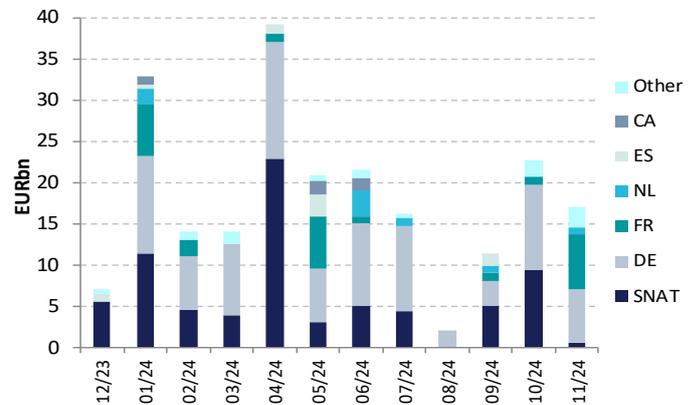
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (€bn)	No. of bonds	ØVol. (€bn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.035,1	229	4,5	8,0
DE	757,4	566	1,3	6,2
FR	287,4	196	1,5	6,0
NL	77,3	67	1,2	6,6
ES	48,0	65	0,7	4,6
CA	35,9	25	1,4	4,2
BE	35,2	38	0,9	10,7
FI	22,4	24	0,9	4,7
AT	17,8	22	0,8	4,5
IT	15,0	19	0,8	4,6

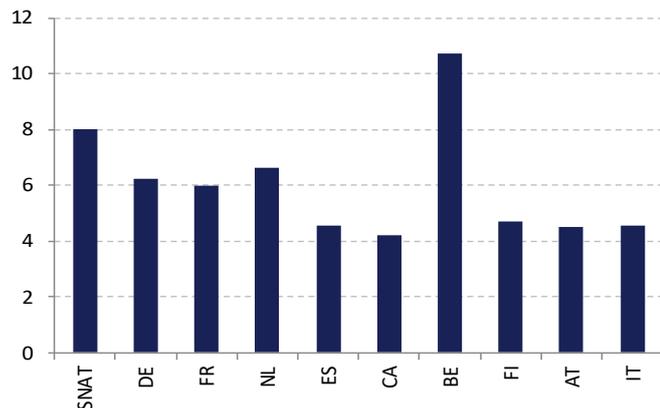
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



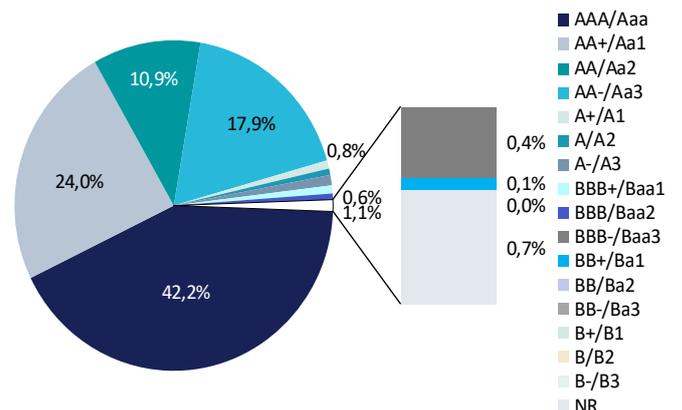
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



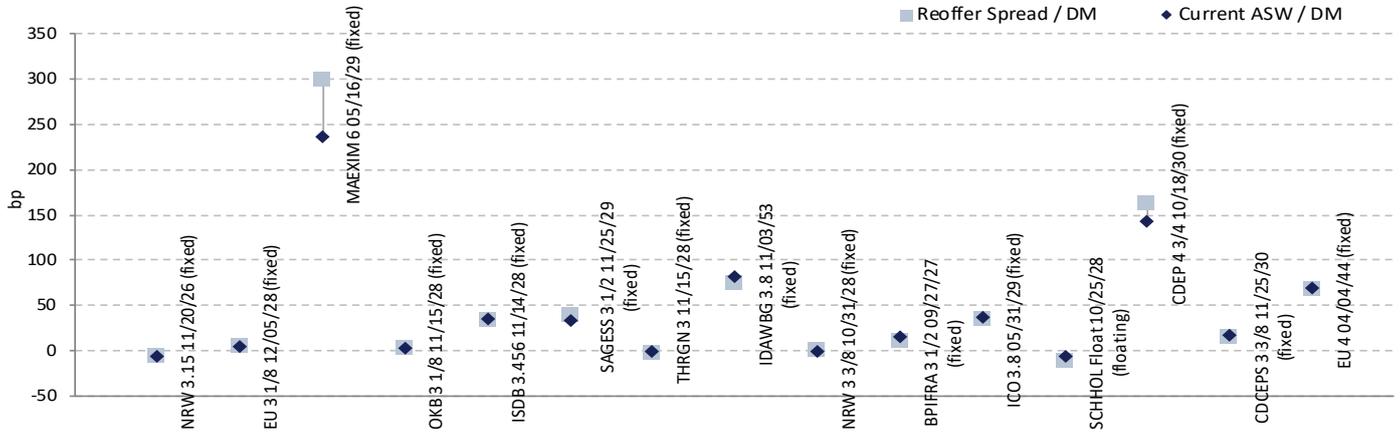
Vol. gew. Modified Duration nach Land



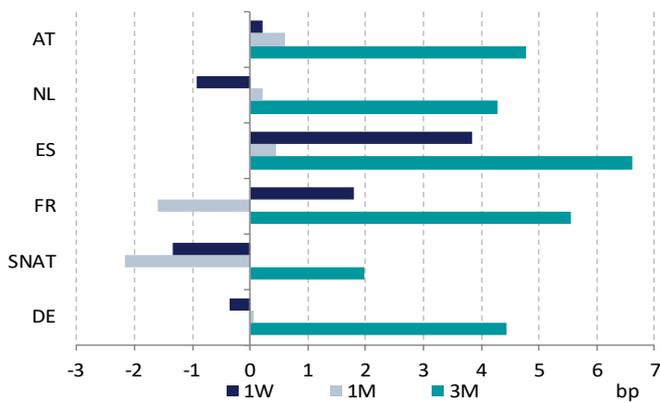
Ratingverteilung (volumengewichtet)



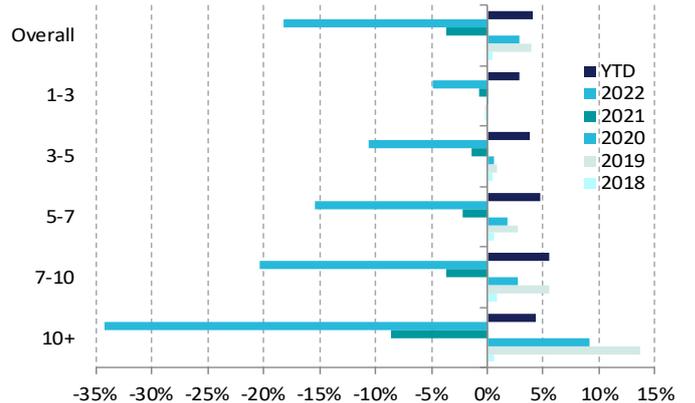
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



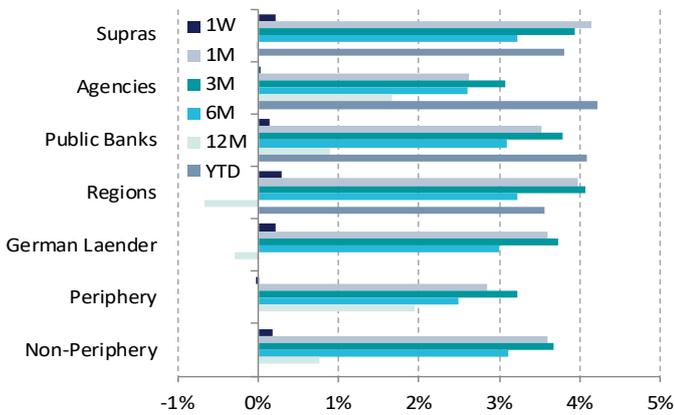
Spreadentwicklung nach Land



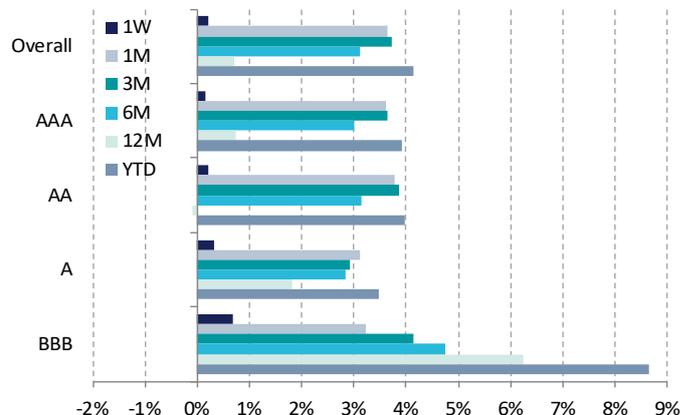
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

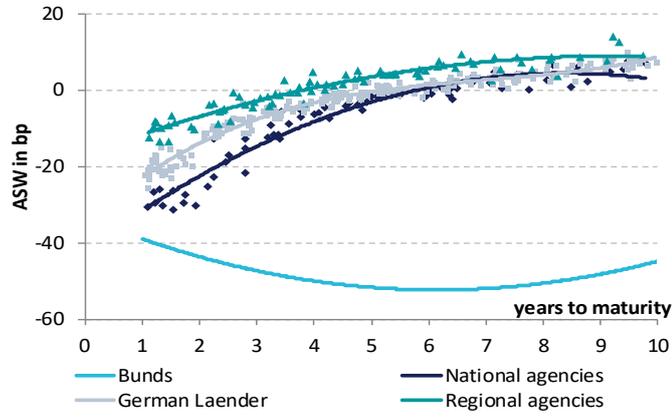


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

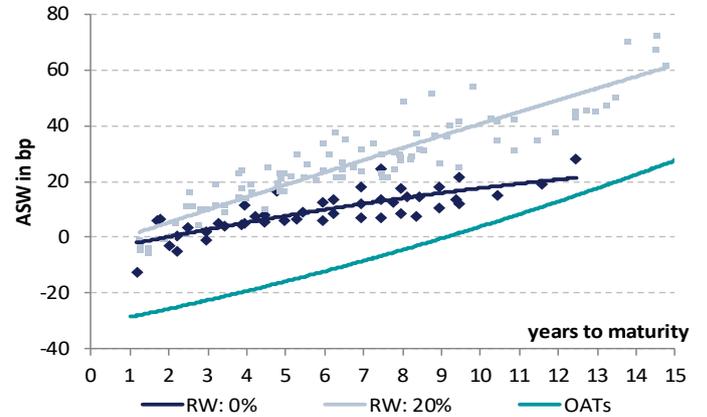


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

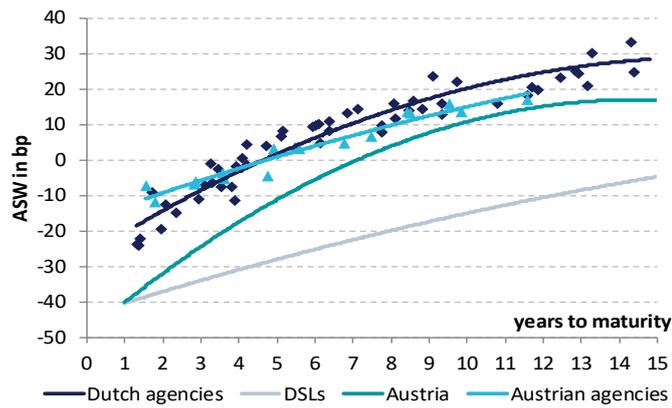
Germany (nach Segmenten)



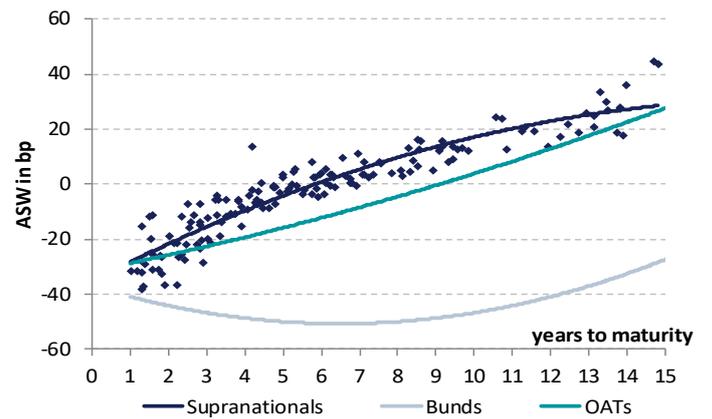
France (nach Risikogewichten)



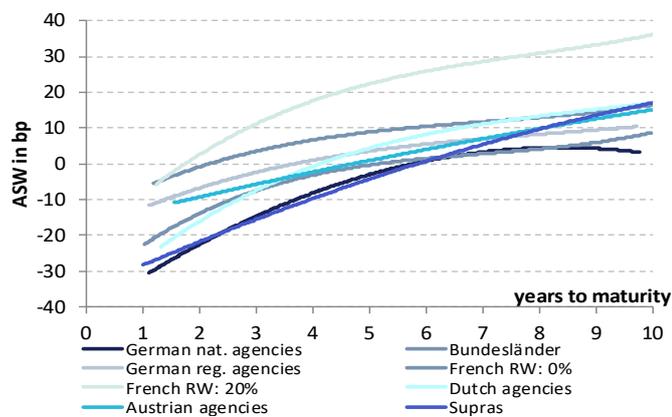
Netherlands & Austria



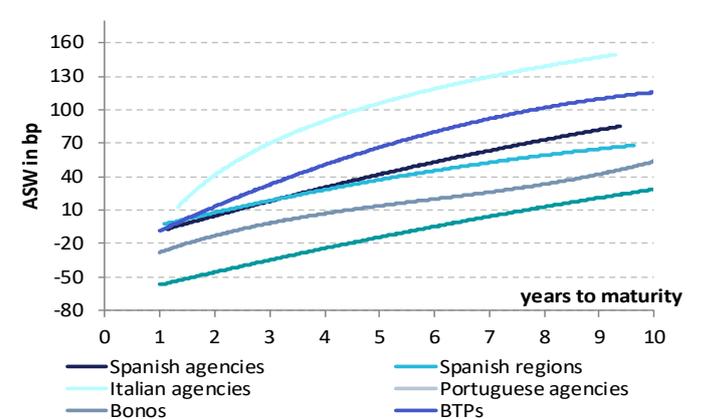
Supranationals



Core



Periphery



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

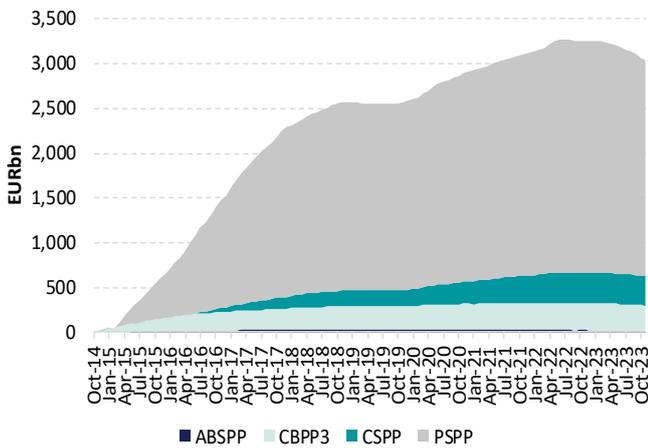
EZB-Tracker

Asset Purchase Programme (APP)

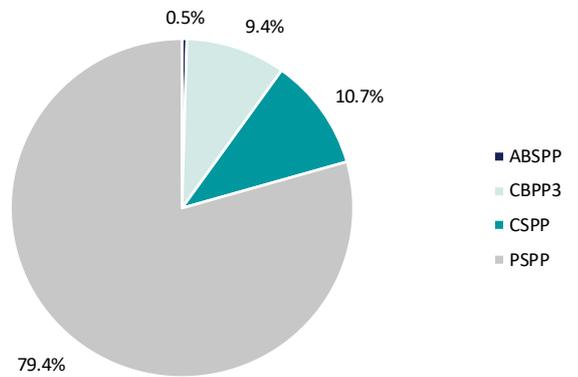
Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Oct-23	14,349	287,525	328,193	2,426,355	3,056,422
Nov-23	13,842	286,174	325,481	2,412,976	3,038,473
Δ	-507	-1,351	-2,712	-13,379	-17,949

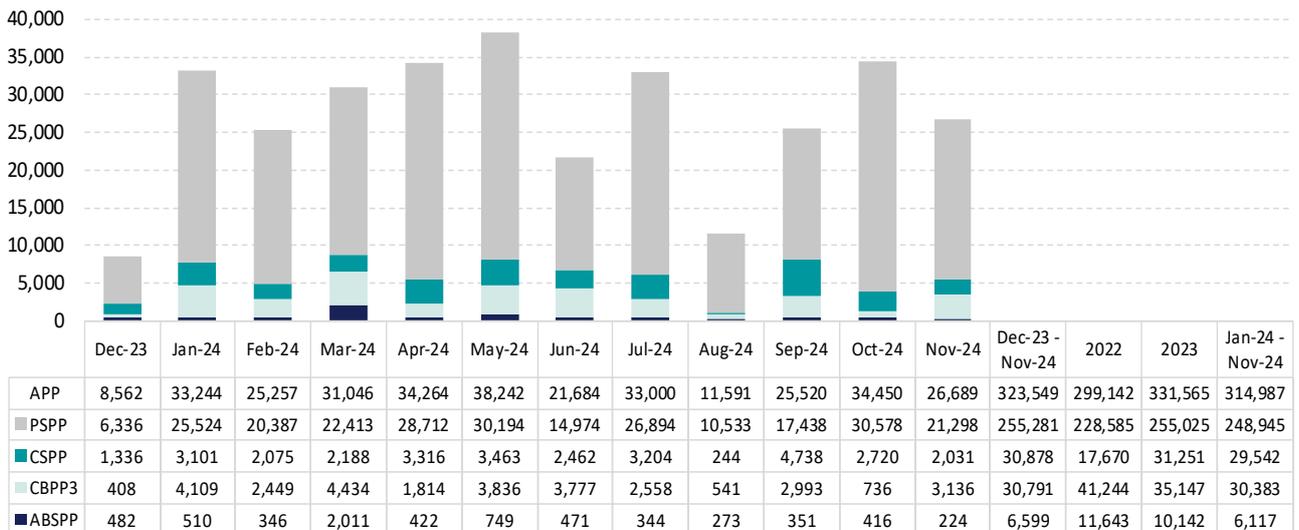
Portfolioentwicklung



Portfoliostruktur



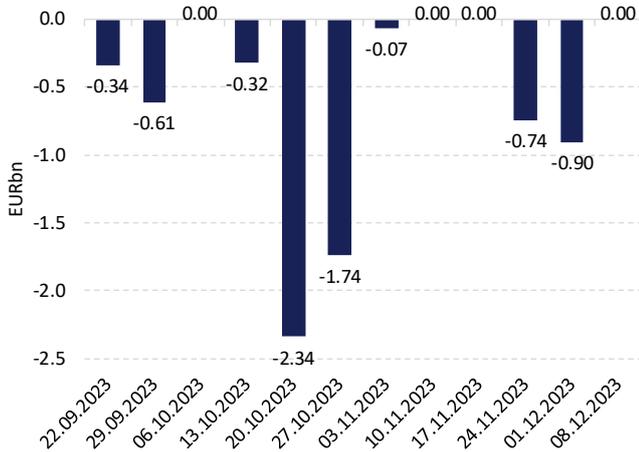
Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



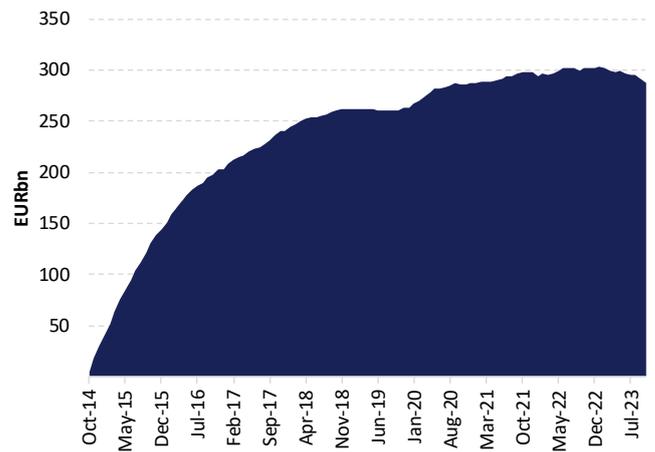
Quelle: EZB, NORD/LB Floor Research

Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)

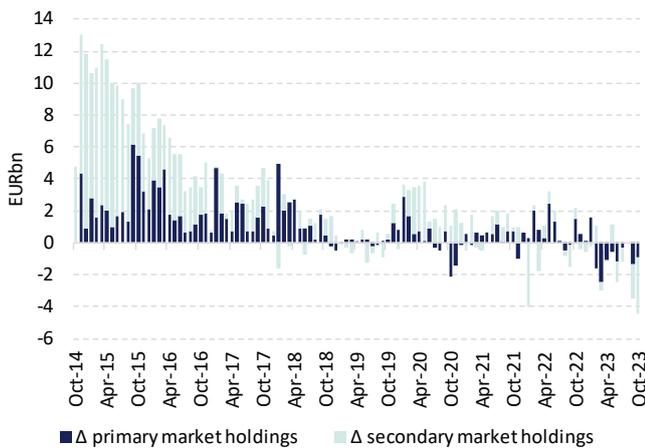
Wöchentliches Ankaufsvolumen



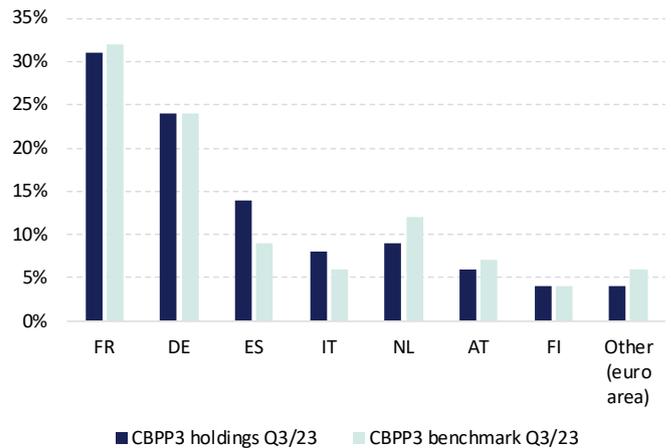
Entwicklung des CBPP3-Volumens



Veränderung der Primär-/Sekundärmarktanteile

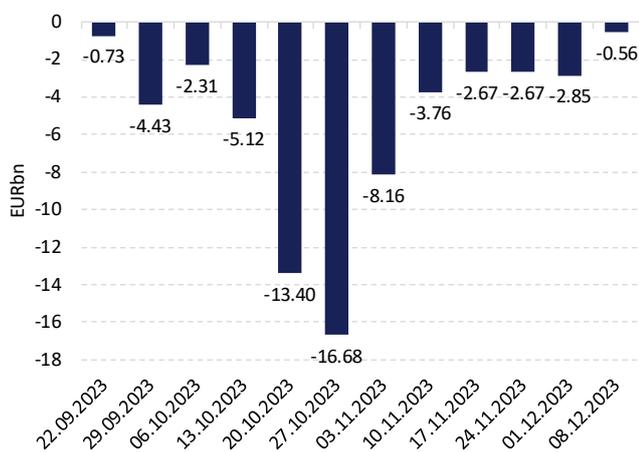


CBPP3-Struktur nach Jurisdiktionen

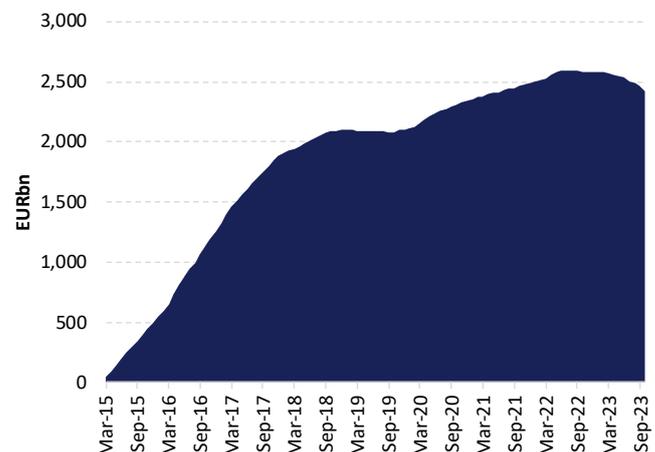


Public Sector Purchase Programme (PSPP)

Wöchentliches Ankaufsvolumen

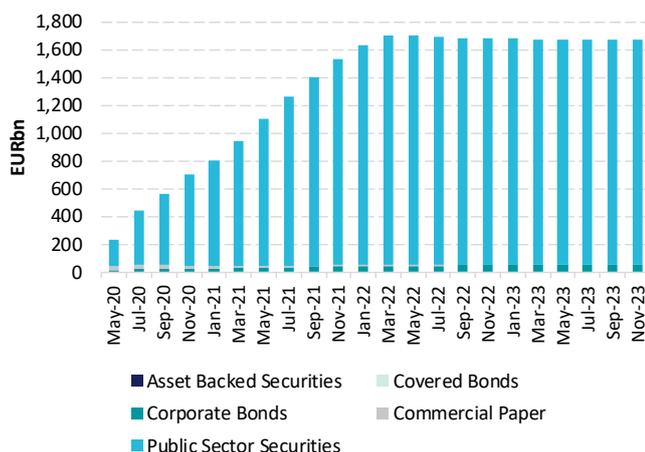


Entwicklung des PSPP-Volumens

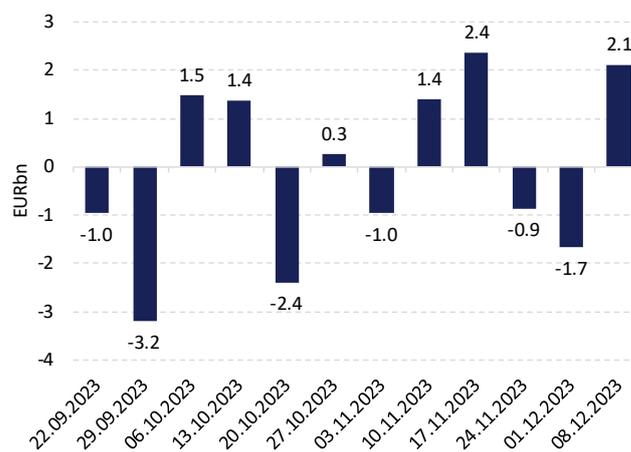


Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

Portfolioentwicklung



Wöchentliches Ankaufsvolumen



Überblick über Public Sector Assets unter dem PEPP

Jurisdiktion	Bestand (in EURm)	Δ Bestand Vorperiode	Adj. Verteilungsschlüssel ¹	PEPP-Anteil	Δ zum adj. Verteilungsschlüssel ²	Ø Restlaufzeit (in Jahren) ³	Marktdurchschnitt ⁴ (in Jahren)
AT	43,189	470	2.6%	2.6%	0.0%	7.2	7.8
BE	55,942	473	3.3%	3.4%	0.1%	6.0	9.4
CY	2,458	36	0.2%	0.1%	0.0%	8.2	8.2
DE	394,133	-4,271	23.7%	23.7%	0.0%	6.6	7.1
EE	256	0	0.3%	0.0%	-0.2%	6.5	6.4
ES	192,989	1,452	10.7%	11.6%	0.9%	7.2	7.4
FI	26,210	-806	1.7%	1.6%	-0.1%	7.2	7.3
FR	298,624	1,649	18.4%	18.0%	-0.4%	7.2	7.7
GR	39,232	281	2.2%	2.4%	0.1%	8.4	9.0
IE	25,708	128	1.5%	1.5%	0.0%	8.7	9.1
IT	287,549	-1,636	15.3%	17.3%	2.0%	7.1	6.9
LT	3,181	-90	0.5%	0.2%	-0.3%	9.1	8.6
LU	1,881	13	0.3%	0.1%	-0.2%	6.0	8.1
LV	1,857	19	0.4%	0.1%	-0.2%	7.7	7.2
MT	604	0	0.1%	0.0%	-0.1%	9.7	8.2
NL	84,487	911	5.3%	5.1%	-0.2%	7.3	9.2
PT	32,323	-67	2.1%	1.9%	-0.2%	7.4	7.6
SI	6,547	43	0.4%	0.4%	0.0%	8.3	8.7
SK	7,868	56	1.0%	0.5%	-0.6%	8.0	8.2
SNAT	155,091	999	10.0%	9.3%	-0.7%	9.8	8.9
Total / Avg.	1,660,130	-338	100.0%	100.0%	0.0%	7.3	7.6

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

² Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel

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

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

Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
36/2023 ♦ 06. Dezember	<ul style="list-style-type: none"> Das Covered Bond-Universum von Moodys: Ein Überblick Teaser: Issuer Guide – Skandinavische Agencies 2023
35/2023 ♦ 29. November	<ul style="list-style-type: none"> ESG-Covered Bonds: Ein Blick auf die Angebotsseite Aktuelle Risikogewichtung von Supranationals & Agencies
34/2023 ♦ 22. November	<ul style="list-style-type: none"> Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2023 Teaser: Issuer Guide – Deutsche Agencies 2023
33/2023 ♦ 15. November	<ul style="list-style-type: none"> Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes Die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für Supranationals & Agencies
32/2023 ♦ 08. November	<ul style="list-style-type: none"> Norwegen: SpareBank 1 Sor-Norge entsteht PEPP versus TPI – oder: Dort (re)investieren, wo andere Urlaub machen
31/2023 ♦ 25. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> Banken in Europa: Das EBA Risk Dashboard im II. Quartal 2023 Teaser: Issuer Guide – Spanische Agencies 2023
30/2023 ♦ 18. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> Covered Bond-Jurisdiktionen im Fokus: Ein Blick auf Kanada Newfoundland and Labrador im Fokus
29/2023 ♦ 11. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> Ein Covered Bond-Blick auf Belgien Funding kanadischer Provinzen im Überblick
28/2023 ♦ 27. September	<ul style="list-style-type: none"> Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick Update: DEUSTD – Deutsche Städtelanleihe No. 1
27/2023 ♦ 20. September	<ul style="list-style-type: none"> Neuzugang im EUR-Benchmarksegment: Bendigo and Adelaide Bank will Emittentenkreis in Australien erweitern Teaser: Issuer Guide – Österreichische Agencies 2023
26/2023 ♦ 13. September	<ul style="list-style-type: none"> ECBC veröffentlicht Jahresstatistik für 2022 Teaser: Issuer Guide – Niederländische Agencies 2023
25/2023 ♦ 06. September	<ul style="list-style-type: none"> Covered Bond-Markt bleibt auf Wachstumskurs: Bereichert die OLB demnächst das EUR-Benchmarksegment? NORD/LB Issuer Guide Deutsche Länder 2023 erschienen
24/2023 ♦ 19. Juli	<ul style="list-style-type: none"> Banken in Europa: Das EBA Risk Dashboard im I. Quartal 2023 EZB-Repo-Sicherheitenregeln und deutsche Länder
23/2023 ♦ 12. Juli	<ul style="list-style-type: none"> Covereds: Halbjahresrückblick und Ausblick für das zweite Halbjahr 2023
22/2023 ♦ 28. Juni	<ul style="list-style-type: none"> Special zur LCR-Klassifizierung und zum Risikogewicht: Ein (regulatorischer) Blick auf das EUR-Benchmarksegment ESG-Anleihen deutscher Länder – deutliche Weiterentwicklung
21/2023 ♦ 21. Juni	<ul style="list-style-type: none"> ESG-Covered Bonds: Ein Blick auf die Angebotsseite Steigendes Exposure von E-Supras gegenüber der Ukraine
20/2023 ♦ 14. Juni	<ul style="list-style-type: none"> Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick Beyond Bundesländer: Spanische Regionen

Anhang Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

[Issuer Guide Covered Bonds 2023](#)

[Covered Bond-Gesetze im tabellarischen Vergleich](#)

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

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

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2023](#) (Quartalsupdate)

[Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten](#)

SSA/Public Issuers:

[Issuer Guide – Deutsche Länder 2023](#)

[Issuer Guide – Deutsche Agencies 2023](#)

[Issuer Guide – Europäische Supranationals 2023](#)

[Issuer Guide – Französische Agencies 2023](#)

[Issuer Guide – Niederländische Agencies 2023](#)

[Beyond Bundesländer: Belgien](#)

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

[Beyond Bundesländer: Spanische Regionen](#)

Fixed Income Specials:

[ESG-Update 2023](#)

[EZB-Preview: Schweigsames Gipfeltreffen?](#)

[EZB-Leitzinsen: Jetzt ist nicht die Zeit für Forward Guidance!](#)

[EZB-Preview: Abwarten, aber nicht zurücklehnen](#)

Anhang

Ansprechpartner in der NORD/LB

Floor Research



Dr. Frederik Kunze

Covered Bonds/Banks

+49 172 354 8977

frederik.kunze@nordlb.de



Dr. Norman Rudschuck, CIIA

SSA/Public Issuers

+49 152 090 24094

norman.rudschuck@nordlb.de



Lukas Kühne

Covered Bonds/Banks

+49 176 152 90932

lukas.kuehne@nordlb.de



Christian Ilchmann

SSA/Public Issuers

+49 157 851 64976

christian.ilchmann@nordlb.de



Lukas-Finn Frese

SSA/Public Issuers

+49 176 152 89759

lukas-finn.frese@nordlb.de

Sales

Institutional Sales	+49 511 9818-9440
Sales Sparkassen & Regionalbanken	+49 511 9818-9400
Sales MM/FX	+49 511 9818-9460
Fixed Income Relationship Management 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	rm-vs@nordlb.de
Öffentliche Kunden	rm-oek@nordlb.de

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

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

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

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

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Australien:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Indonesien:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Irland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Japan:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Luxemburg:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Neuseeland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in den Niederlanden:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Österreich:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Polen:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Portugal:

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Schweden:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Schweiz:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Singapur:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Tschechischen Republik:

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

Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Zypern:

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

Redaktionsschluss: 13. Dezember 2023 (08:58 Uhr)