

Frohes neues und gesundes Jahr  
der Zinssenkungen 2024

Wir freuen uns stets über Ihr Feedback:  
[msfr@nordlb.de](mailto:msfr@nordlb.de)



## Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

# Inhalt

<b>Marktüberblick</b>	
<b>Covered Bonds</b>	<b>3</b>
<b>SSA/Public Issuers</b>	<b>8</b>
<b>EZB-Rückblick 2023: Zinswende ohne Ende?</b>	<b>13</b>
<b>Jahresrückblick 2023 – Covered Bonds</b>	<b>15</b>
<b>SSA: Jahresrückblick 2023</b>	<b>23</b>
<b>Charts &amp; Figures</b>	
<b>Covered Bonds</b>	<b>33</b>
<b>SSA/Public Issuers</b>	<b>39</b>
<b>EZB-Tracker</b>	
<b>Asset Purchase Programme (APP)</b>	<b>42</b>
<b>Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)</b>	<b>43</b>
<b>Ausgaben im Überblick</b>	<b>44</b>
<b>Publikationen im Überblick</b>	<b>45</b>
<b>Ansprechpartner in der NORD/LB</b>	<b>46</b>

## Flooranalysten:

### Covered Bonds/Banks

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

Lukas Kühne  
[lukas.kuehne@nordlb.de](mailto:lukas.kuehne@nordlb.de)

### SSA/Public Issuers

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

Christian Ilchmann  
[christian.ilchmann@nordlb.de](mailto:christian.ilchmann@nordlb.de)

Lukas-Finn Frese  
[lukas-finn.frese@nordlb.de](mailto:lukas-finn.frese@nordlb.de)

## Marktüberblick

### Covered Bonds

Autoren: Dr. Frederik Kunze // Lukas Kühne

#### Primärmarkt: Ein Start, der in vielen Facetten so zu erwarten war...

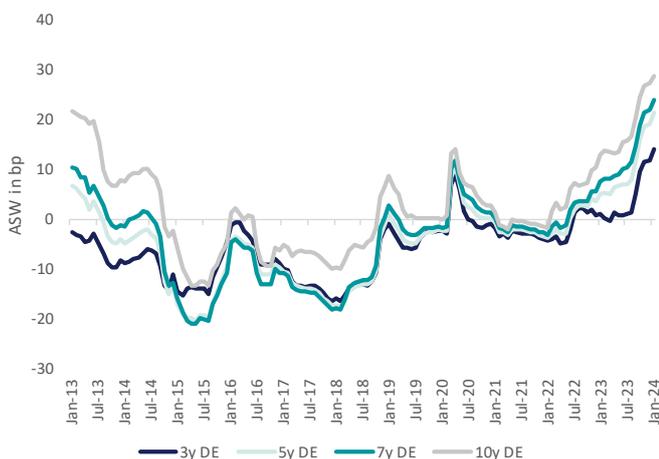
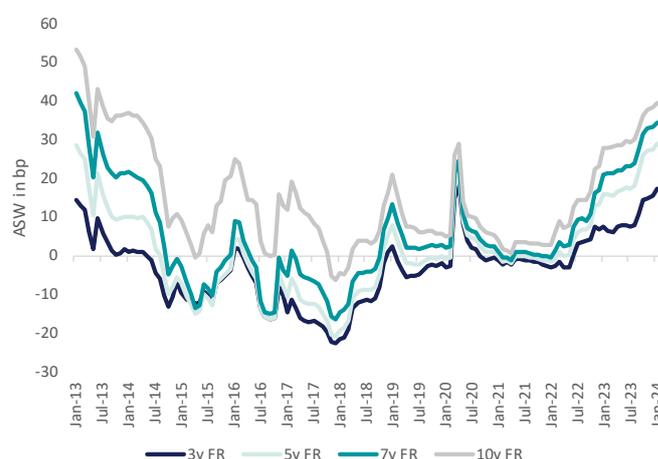
Beim Blick auf den Jahresstart 2024 kann durchaus konstatiert werden, dass er in vielen Facetten so zu erwarten war. So ging es gleich am ersten Handelstag des Jahres munter los und die Primärmarktaktivität zeigte bisher auch keine wirkliche Schwächephase, wenngleich übliche Unterbrechungen durch marktweisende Konjunkturindikatoren auch zum Jahresstart nicht ausblieben. Die Eröffnung erfolgte am 02. Januar durch die bereits im Dezember angekündigten Marktauftritte von LBBW (Announcement: 19.12.; Dual Tranche), Commerzbank (20.12.) sowie Erste Group Bank (28.12.). Dem Emissionsvolumen in Höhe von EUR 3,8 Mrd. standen finale Orders im Volumen von EUR 6,3 Mrd. gegenüber, während die Neuemissionsprämie im Mittel bei +8,3bp lag. Insofern erfolgte der Start tatsächlich erwartungsgemäß: Ein hohes Volumen trifft auf eine „frische“ Nachfrage, die jedoch durchaus nennenswerte Spreadaufschläge „verlangt“. So ist zumindest unsere Lesart des ersten Handelstages. Nach nunmehr sechs Handelstagen summieren sich die Primärmarktdeals im Benchmarksegment auf EUR 18,3 Mrd.; verteilt auf 20 Bonds. Aus Frankreich kam davon der größte Anteil (EUR 7,0 Mrd.; sechs Bonds), während Deutschland ein Volumen von EUR 6,3 Mrd. (neun Deals) zuzurechnen ist. Den Kreis der bisher am Markt aktiven Jurisdiktionen komplettierten die Niederlande (EUR 2,5 Mrd.; Dual Tranche der ING Bank am 03.01.), Österreich (EUR 1,8 Mrd.; zwei Deals) sowie Italien (EUR 750 Mio.; Mediobanca am 08.01.). Wohlwollend zur Kenntnis nehmen wir auch die Zusammensetzung der emittierten Laufzeiten. So wagten sich mit CA Home Loan SFH (FR) sowie CRH (FR) zwei „Franzosen“ an den langen Laufzeitenbereich (10.0y) heran.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
PBB	DE	09.01.	DE000A31RJ45	3.0y	0.50bn	ms +58bp	- / Aa1 / -	-
BS Schwäbisch Hall	DE	09.01.	DE000A3824G4	5.0y	0.50bn	ms +33bp	- / Aaa / -	X
BPCE SFH	FR	08.01.	FR001400N6K4	7.0y	1.50bn	ms +47bp	- / Aaa / AAA	-
BPCE SFH	FR	08.01.	FR001400N6J6	3.0y	1.00bn	ms +25bp	- / Aaa / AAA	-
Mediobanca	IT	08.01.	IT0005579807	4.8y	0.75bn	ms +65bp	AA / - / -	-
Bayerische Landesbank	DE	08.01.	DE000BLB6J10	6.5y	0.75bn	ms +29bp	- / Aaa / -	-
CRH	FR	04.01.	FR001400N5C3	10.0y	0.75bn	ms +49bp	AAA / Aaa / -	-
CRH	FR	04.01.	FR001400N5A7	5.0y	1.25bn	ms +36bp	AAA / Aaa / -	-
NORD/LB	DE	04.01.	DE000NLB4Y34	7.0y	0.50bn	ms +38bp	- / Aa1 / -	X
CA Home Loan SFH	FR	03.01.	FR001400M4Z8	10.0y	1.25bn	ms +50bp	- / Aaa / AAA	X
CA Home Loan SFH	FR	03.01.	FR001400N3Z7	4.0y	1.25bn	ms +30bp	- / Aaa / AAA	-
ING Bank	NL	03.01.	XS2744125266	8.0y	1.25bn	ms +39bp	AAA / Aaa / AAA	-
ING Bank	NL	03.01.	XS2744125001	4.0y	1.25bn	ms +25bp	AAA / Aaa / AAA	-
DZ HYP	DE	03.01.	DE000A351XU7	7.1y	0.75bn	ms +33bp	- / Aaa / -	-
Aareal Bank	DE	03.01.	DE000AAR0405	4.3y	0.50bn	ms +52bp	- / Aaa / -	-
UniCredit Bank Austria	AT	03.01.	AT000B049952	4.8y	0.75bn	ms +47bp	- / Aaa / -	X
LBBW	DE	02.01.	DE000LB39AS0	7.2y	0.75bn	ms +30bp	- / Aaa / -	-
Commerzbank	DE	02.01.	DE000CZ439P6	7.0y	1.00bn	ms +38bp	- / Aaa / -	-
Commerzbank	DE	02.01.	DE000CZ439N1	3.0y	1.00bn	ms +23bp	- / Aaa / -	-
Erste Group Bank	AT	02.01.	AT0000A39GD4	7.0y	1.00bn	ms +50bp	- / Aaa / -	-

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

**...und wirklich nicht in Molltönen besungen werden sollte**

Auch bei dem achtjährigen Covered Bond der ING Bank (NL) sind wir geneigt, von einem langen Deal zu sprechen. Die mittlere anfängliche Restlaufzeit der frischen Ware in 2024 liegt bei 5,9 Jahren und deutet damit allerdings noch keinen Paradigmenwechsel an (Gesamtjahr 2023: 5,2 Jahre; Januar 2023: 5,7 Jahre). Dem „bisschen mehr an Laufzeit“ steht andererseits auch ein vergleichsweise hohes Niveau an Neuemissionsprämien gegenüber. Die durchschnittliche NIP der in 2024 bisher platzierten Deals liegt bei +8,6bp. Bezogen auf die ersten 20 Deals in den Vorjahren liegen die Vergleichswerte bei +6,2bp (2023), +1,4bp (2022) bzw. 0,0bp (2021). In Verbindung mit den im historischen Kontext hohen Spreads ist dieses NIP-Niveau durchaus bemerkenswert und offenbart die unvermeidliche Konsequenz eines Marktumfelds, in dem die Liquidität auf der Investorensseite begrenzt ist und der Primärmarkt erstmals seit vielen Jahren ohne die Nachfrage des Eurosystems auskommen muss. Für die Emittenten und Konsortialbanken erhöht dies den Preisfindungsaufwand, was auch zu einem verschärften Exekutionsrisiko führen kann. Die Kommunikation des Preises aber auch anderer konkreter Charakteristika der Deals können in diesem Marktumfeld zum sprichwörtlichen Zünglein an der Waage werden. Wir gehen davon aus, dass sich hier die Gemengelage auch in den kommenden Handelstagen nicht grundlegend ändern wird. In Bezug auf die konkreten Charakteristika der Deals fällt auch auf, dass einige Emittenten sich dem grünen Format zugewandt haben. So durften wir in diesem Jahr bereits vier Green Covered Bonds (UniCredit Bank Austria, CA Home Loan SFH, NORD/LB und Bausparkasse Schwäbisch Hall) am Markt begrüßen. In Summe stehen damit immerhin bereits eindrucksvolle EUR 3,0 Mrd. an grüner Ware zu Buche. Zusammenfassend darf der Primärmarkt zum Start in das Jahr 2024 keineswegs in Molltönen besungen werden. Mit Blick auf diese Einschätzung finden wir auch die Entwicklungen auf Seiten des Sekundärmarkts ermutigend. Insgesamt performt die neue – mit hohen NIPs ausgestattete – Ware. Das Gros der Deals konnte sich im Handel einengen. Gleichwohl sind die Kurven – wie erwartet – etwas weiter rausgelaufen. Das Antesten der längeren Laufzeiten durch die Emittenten aus Frankreich findet zudem Nachahmer. Bemerkenswert finden wir in diesem Zusammenhang, dass die erste Platzierung eines zehnjährigen Pfandbriefs seit Mitte Juni 2023 dem Anschein nach durch das Debüt der [SaarLB](#) im EUR-Benchmarksegment, in Form eines Öffentlichen Pfandbriefs, erfolgen wird.

**Spreads Covered Bonds: Deutschland (generisch)****Spreads Covered Bonds: Deutschland (generisch)**

**vdp-Emissionsklima: Dezember zeigt keine Stimmungsaufhellung am Pfandbriefmarkt**

Über die Stimmungslage unter ihren Mitgliedsinstituten, hinsichtlich der Platzierungen von Pfandbriefen und unbesicherten Bankanleihen, informiert das im Dezember 2023 erschienene [vdp-Emissionsklima](#). Während sich der Score des Emissionsklimas für Pfandbriefe im Dezember 2023 auf -23 Punkte (Juni 2023: -14 Punkte) eintrübte, verbesserte sich der Index für unbesicherte Bankanleihen auf -21 Punkte (Juni 2023: -29 Punkte). Mit Blick auf das erste Halbjahr 2024 sehen die befragten Kapitalmarktexperten insbesondere das weiterhin verhaltene Aktivgeschäft, die geringere EZB-Nachfrage, das erzielbare Spreadniveau sowie die erreichbaren Überzeichnungquoten als Belastungsfaktoren für den Pfandbriefmarkt an. Deutlich positiver bewerten sie die Investorennachfrage bei Pfandbriefen für das erste Halbjahr 2024. Im Vergleich zum Juni 2023 stieg der Score im Dezember von +14 auf +37 Punkte. Trotz des weiterhin herausfordernden Marktumfeldes rechnen die vdp-Mitgliedsinstitute mit einem Neuemissionsvolumen von EUR 49,5 Mrd. im Jahr 2024, was einem Nettoneuangebot von EUR 4,5 Mrd. entsprechen würde. Die erwarteten Neuemissionen verteilen sich zu über 83% auf hypothekarisch besicherte Pfandbriefe und zu knapp 16% auf öffentliche Pfandbriefe. Im ESG-Segment kalkulieren die Kapitalmarktexperten für 2024 mit einem Neuemissionsvolumen von EUR 6,4 Mrd., darunter EUR 5,3 Mrd. grüne und EUR 1,1 Mrd. soziale Pfandbriefe. Für unbesicherte Bankanleihen erwarten die Mitgliedsinstitute verbesserte Absatzmöglichkeiten im ersten Halbjahr 2024. Entsprechend verbesserte sich auch der Score der Investorennachfrage nach unbesicherten Bankanleihen im ersten Halbjahr 2024 auf +24 Punkte (Juni 2023: 0 Punkte).

**Emittent im Fokus: CAFFIL präsentiert seine Emissionspläne für das Jahr 2024**

In ihrem bereits im Dezember erschienenen Fundingausblick für 2024 gibt die Covered Bond-Emittentin CAFFIL einen ersten Ausblick auf ihre Fundingpläne für das neue Kalenderjahr. Insgesamt plant das Institut Covered Bond-Emissionen im Volumen zwischen EUR 4,0 Mrd. und EUR 5,5 Mrd., bei Fälligkeiten in Höhe von EUR 5,0 Mrd. Neben EUR-Benchmarkemissionen möchte CAFFIL 2024 auch Covered Bonds in Form von Private Placements emittieren. Dabei liegt der Fokus auf Investoren, die insbesondere Covered Bonds mit langen Laufzeiten nachfragen. 25% aller Emissionen im Jahr 2024 sollen auf ESG-Anleihen entfallen und damit den CAFFIL-Fußabdruck in diesem Segment weiter stärken. Die Höhe und Ausprägung der zu erwartenden Neuemissionen fügt sich passend in das von uns skizzierte Bild des französischen Covered Bond-Marktes für 2024 ein. Für diesen erwarten wir ein Neuemissionsvolumen im EUR-Benchmarksegment von EUR 36,0 Mrd. (Net Supply: EUR 12,23 Mrd.). Weiterführende Informationen können unserem [Covered Bond-Outlook 2024](#) entnommen werden.

**Deutsche Hypo Immobilienklima: Stabilisierung auf niedrigerem Niveau**

Zum Ende des Jahres veröffentlichte die Deutsche Hypo ihr [Immobilienklima](#) für Dezember 2023. Der Indexwert notiert mit 70,9 Punkten 0,3% unterhalb des Vormonatswertes und bleibt damit weitestgehend konstant. Während das Büroklima den größten Rückgang (-2,6%) im Dezember aufwies, verzeichneten Logistik- (+1,0%), Investment- (+1,3%) und Handelklima (+2,0%) jeweils eine leichte Stimmungsaufhellung. Auch auf Jahressicht erlitt das Büroklima mit einem Rückgang von 25,5% die größten Verluste. Entgegen verbesserten sich die Aussichten für das Handelklima (+30,8%) sowie das Wohnklima (+28,7%) deutlich. Frank Schrader (Leiter Real Estate Finance bei der Deutschen Hypo) erwartet, dass sich der Markt nach der Phase der Unsicherheit wieder erholen wird, zeigt sich aber noch indifferent, ob sich diese Entwicklung bereits im Jahr 2024 in einigen Segmenten einstellen wird.

**EBA veröffentlicht jährliche Überprüfung des europäischen Bankensystems**

Im Dezember 2023 veröffentlichte die EBA ihren Jahresbericht zur Risikosituation auf dem EU-Bankenmarkt (vgl. [Pressemitteilung](#)). Laut EBA präsentierte sich der Bankensektor nach den Turbulenzen im März 2023 widerstandsfähig. Trotz der hohen Assetqualität der Bankbilanzen birgen das gedämpfte Wachstum und das erhöhte Zinsniveau ein Bündel von Risiken. Insbesondere die Auswirkungen auf die Immobilienmärkte führten zu erhöhten Risiken im Bankensektor. So kann diese Schwäche, die im ersten Halbjahr 2023 in einer geringeren Kreditnachfrage sowie einem negativen Wachstum beim ausstehenden Kreditvolumen mündete, zu höheren Abschreibungen bei den Banken führen. Die NPL-Quote blieb hingegen zuletzt stabil, verzeichnete aber größere Zuflüsse im ersten Halbjahr 2023. Das Repricing im CRE-Segment ist aufgrund der kürzeren Zinsbindungen weiter fortgeschritten als bei Wohnimmobilien. Die Effekte auf dem Immobilienmarkt haben auch direkte Einflüsse auf den Covered Bond-Markt sowie die Deckungsstöcke der Emittenten von gedeckten Hypothekenanleihen. Am Markt stehen insbesondere die hohen CRE-Exposures in den Deckungsstöcken einiger Covered Bond-Emittenten im Fokus.

**Shinhan Bank: Neuer Spieler auf dem Covered Bond-Markt**

Den Jahresstart hat mit der Shinhan Bank offenkundig auch ein Neuzugang aus Südkorea zum Anlass genommen, sich dem EUR-Benchmarksegment zuzuwenden. Die Shinhan Bank ist eine 100%ige Tochtergesellschaft der Shinhan Financial Group Co., Ltd und bietet ihren Kunden als Universalbank ein breites Spektrum an Finanzdienstleistungen an. Gemessen an den konsolidierten Assets war die Bank laut Moody's Ende 2022 die zweitgrößte Bank Südkoreas und verfügte über einen Marktanteil von rund 13%. Für die „Shinhan Mortgage Covered Bonds“ veröffentlichte Moody's jüngst die Bestnote Aaa (Collateral Score: 4,0%). Auch die Ratingexperten von Fitch versehen das Shinhan Debüt (EUR 500 Mio.) mit einem Rating von AAA (Outlook: stable). Weiterhin erwähnenswert ist, dass Shinhan für den Markteintritt ein grünes Format gewählt hat und somit das „südkoreanische“ Alleinstellungsmerkmal eines 100%igen ESG-Marktes für Covered Bonds aufrechterhält. Die Eigenmotivation mit Blick auf eine hohe Transparenz am Covered Bond-Markt unterstreicht die Emittentin außerdem mit dem Beitritt zum „[Covered Bond Label](#)“.

**Moody's: Positiver Impuls für energieeffiziente Immobilien in den Niederlanden**

Mit Wirkung zum 01. Januar 2024 sind in den Niederlanden neue gesetzliche Kreditvergaberichtlinien maßgeblich. Die Risikoexperten von Moody's haben sich mit den Vorgaben, welche einen positiven Impuls auf die Investitionen in energieeffizienten Wohnraum ausstrahlen sollten, im Rahmen einer aktuellen Kommentierung auseinandergesetzt und sind dabei auch auf die Implikationen für Covered Bonds eingegangen. Die neuen Regularien ermöglichen einerseits eine betragsmäßig höhere Verschuldung beim Erwerb von energieeffizienten Immobilien. So erhöht sich der maximale Aufnahmebetrag beim bestmöglichen EPC Label um EUR 50.000. Andererseits wurden auch die Kapazitäten zur Kreditaufnahme bei „energieeinsparenden“ Renovierungen erhöht. Nach Auffassung der Risikoexperten von Moody's dürften die höheren Verschuldungsquoten, die aus der Änderung hervorgehen, durch einen Preisanstieg bei energieeffizienten Immobilien kompensiert werden, sodass hier keine Verschlechterung für die Kreditqualität der spezifischen Cover Assets angenommen werden sollte. Anders dürfte es sich aber mit Blick auf die „energetisch ineffizienten“ Immobilien verhalten. Als Folge einer geringeren Nachfrage muss hier – so die Sichtweise von Moody's – auch der Wert der betroffenen Immobilien sinken, was letztlich einer Verschlechterung der Kreditqualität gleichkäme.

**RLB Vorarlberg eröffnet den Markt für das EUR-Subbenchmarksegment**

Mit der ersten Subbenchmark im Jahr 2024 ging die Raiffeisen Landesbank Vorarlberg (AT) am vergangenen Dienstag auf die Investoren zu. Der Deal über EUR 300 Mio. (4,0y) ging mit einer anfänglichen Guidance von ms +56bp area auf die Handelsschirme. Das Orderbuch zeigte sich mit EUR 730 Mio. deutlich überzeichnet, sodass der Deal bei ms +51bp final gepreist werden konnte.

**Aus gegebenem Anlass: Covered Bond-Richtlinie und die Äquivalenz von „Drittländern“**

Den Jahresstart oder das bereits seit Monaten laufende Repricing haben einige Investoren zum Anlass genommen, ihr Engagement in Covered Bonds außerhalb des Bereichs der EU Covered Bond-Richtlinie (CBR) zu überdenken. Neben einer relativen Spreadattraktivität ist dabei jedoch auch eine unterschiedliche regulatorische Einstufung zu berücksichtigen. So nimmt z. B. die Kapitaladäquanzverordnung (CRR) im Artikel 129 eindeutig ausschließlich Bezug auf diejenigen Covered Bonds, die dem Geltungsbereich der CBR zuzurechnen sind. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass diejenigen Covered Bonds, die keine „EEA-Relevanz“ haben, im besten Fall ein Risikogewicht von 20% aufweisen können, wobei hier die CRR-Artikel 120 bzw. 121 maßgeblich sind. Auf Basis der aktuell anzuwendenden Vorgaben klassifizieren wir u.a. im Rahmen unseres [NORD/LB Issuer Guide Covereds 2023](#) das Universum an ausstehenden EUR-Benchmarks und EUR-Subbenchmarks auch im Hinblick auf die KSA-Risikogewichte und die Verwendbarkeit im Kontext des LCR-Managements. Tatsächlich hält die nähere Zukunft hier durchaus die Möglichkeit für Änderungen bereit, die theoretisch auch eine präferierte Risikogewichtung für Covered Bonds aus „Drittländern“ verspricht. Bereits im März letzten Jahres wurde ein durch die „ECBC Global Issues Working Group“ ausgearbeitetes [Positionspapier](#) veröffentlicht, das nach unserem Dafürhalten die aktuelle Diskussionslage sehr gut zusammenfasst und dabei auch den Prüfprozess der EU-Kommission mit Blick auf die Äquivalenzbehandlung im Kontext des Covered Bond-Marktes adressatengerecht darstellt.

**In eigener Sache: UK Covered Bond Round Table**

Durch den Brexit ist das Vereinigte Königreich im Sinne der Behandlung von Covered Bonds zu einem „Drittland“ geworden, was auch bedeutet, dass im Kontext der CRR bestenfalls ein Risikogewicht von 20% anwendbar ist. Diese regulatorische Einstufung darf aber nach unserem Dafürhalten keineswegs zu „düster“ für diesen Teilmarkt des EUR-Benchmark-segments bewertet werden. Schließlich ist die bestmögliche regulatorische Behandlung auch vor dem Hintergrund anderer Faktoren zu relativieren. Dies hat uns das Jahr 2023 eindeutig vor Augen geführt. Insofern freuen wir uns, dass wir zum Jahresabschluss die Möglichkeit hatten, im Rahmen des gemeinsam mit „[The Covered Bond Report](#)“ in unserer NORD/LB London Branch abgehaltenen „UK Covered Bond Round Table“, diese und weitere Teilaspekte des britischen Covered Bond-Marktes zu diskutieren. Die gesamte Diskussionsrunde können Sie gern [hier](#) nachlesen. An dieser Stelle möchten wir uns noch einmal bei allen Teilnehmenden bedanken. Die vielseitigen Blickwinkel auf den Markt für UK Covered Bonds versprechen ein spannendes Jahr 2024!

## SSA/Public Issuers

### Marktüberblick

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

#### **Rückblick 2023**

In der letzten Ausgabe des Jahres 2023 haben wir Ihnen unseren [Ausblick auf das Jahr 2024](#) präsentiert. Dieser wird im SSA-Segment maßgeblich bestimmt durch das Funding großer Player (EU, KfW, EIB und deutsche Länder), der Vielzahl an kleinen und mittelgroßen öffentlichen Emittenten sowie der Mitte des Jahres in Haus stehenden Zinswende seitens der EZB. Daher halten wir sowohl die Angebots- als auch die Nachfrageseite aus vielerlei Gründen für maßgeblich für das neue Jahr. Dies gilt auch insbesondere für das sich noch orientierende Zinsniveau. Lesen Sie dazu hier noch einmal die relevanten Informationen der letzten EZB-Entscheidung im Rahmen unseres [NORD/LB Fixed Income Specials](#) im Detail sowie im Rahmen dieser Ausgabe im [gesonderten Artikel](#).

#### **Ausgewählte deutsche Fundingzahlen 2024**

Das Jahr ist noch sehr frisch, umso lohnender ist ein Blick auf die geplanten Fundingzahlen, die bis dato öffentlich zugänglich sind. Nach einem abermals äußerst erfolgreichen Jahr 2023 für die KfW mit einem neuen Rekordwert in Höhe von circa EUR 90 Mrd. Fundingvolumen, plant diese nun in 2024 mit EUR 90-95 Mrd. Davon sollen EUR 10-13 Mrd. über „Green Bonds – Made by KfW“ aufgenommen werden. Hier findet sich zudem ein Update des „KfW Green Bond Framework“: Dieses wird ergänzt um Biodiversität, Klimaschutzoffensive und internationale Finanzierungen. So hat die Förderbank 2023 bereits anhand von 22 grünen Transaktionen in neun verschiedenen Währungen umgerechnet EUR 12,9 Mrd. an den internationalen Kapitalmärkten aufgenommen – weitere Details dazu in unserem [SSA-Artikel](#) im Rahmen dieser Ausgabe. Zudem übersteigen „Green Bonds – Made by KfW“ nun die Marke von EUR 70 Mrd. Auch bei der Digitalisierung ihres Emissionsgeschäfts will Deutschlands größte Förderbank voranschreiten, um entsprechende Optimierungspotenziale zu entwickeln. Nach den bisherigen sehr erfolgreichen digitalen Projekten nimmt sich die KfW für 2024 die Emission ihrer ersten „tokenisierten Anleihe“ vor. Dabei handelt es sich um ein digitalisiertes Finanzprodukt, das auf einer dezentralen Datenbank, beispielsweise einer Blockchain, abgebildet werden kann. Mit der Emission ihrer ersten tokenisierten Anleihe testet die KfW die Möglichkeiten des deutschen Gesetzes über elektronische Wertpapiere (eWpG) weiter aus und kommt ihrer Rolle als Impulsgeberin für Innovationen auch auf diesem Gebiet nach. Die Fälligkeiten der KfW sehen wir bei rund EUR 80 Mrd., sodass ein positiver Net Supply von mindestens EUR 12 Mrd. entstehen dürfte. Zudem erwartet die Landwirtschaftliche Rentenbank für 2024 abermals ein Refinanzierungsvolumen von EUR 11 Mrd. mit Laufzeiten von mehr als zwei Jahren. Dieses Ziel beinhaltet auch einen Green Bond in EUR. Demgegenüber stehen Fälligkeiten in Höhe von EUR 8,6 Mrd. 2023 sammelte sie zuletzt circa EUR 10,5 Mrd. ein. Die durchschnittliche Laufzeit der Emissionen stieg auf 8,4 Jahre (2022: 7,0 Jahre). Bis zu 50% ihres mittel- und langfristigen Refinanzierungsvolumens will sie unverändert über Benchmarks in EUR bzw. USD aufnehmen. Für die NRW.BANK planen wir 2024 erneut EUR 11-13 Mrd. ein. Demgegenüber stehen Fälligkeiten in Höhe von circa EUR 9 Mrd. Damit würden alle drei großen deutschen Förderbanken mehr frische Anleihen begeben als sie Fälligkeiten haben und somit den Markt mit positivem Net Supply versorgen.

### E-Supras als weitere große Marktteilnehmer

Zu den deutschen Agencies gesellen sich vor allem die vier großen Luxemburger Institutionen EU und EIB sowie ESM und EFSF: Die jeweiligen Fundingziele für 2024 der beiden Letztgenannten – EUR 6,0 Mrd. (ESM) bzw. EUR 20,0 Mrd. (EFSF) – stehen fest. Beide Emittenten geben mit EUR 7,0 Mrd. bzw. EUR 21,5 Mrd. auch bereits ihre Zahlen für 2025 an! Die Zeitfenster mit den konkreten Kalenderwochen entfallen bekanntlich seit 2022 für ESM und EFSF. Für den ESM erwarten wir aufgrund von EUR 10,8 Mrd. Fälligkeiten für das kommende Jahr einen negativen Net Supply von rund EUR 5 Mrd. Demgegenüber stehen bei der EFSF Fälligkeiten in Höhe von EUR 25,1 Mrd. Dies entspricht einem negativen Net Supply von EUR 5 Mrd. Hier erwarten wir unterjährig auch keinerlei Planänderungen. Zudem rechnen wir damit, dass der ESM im laufenden Jahr erneut mit einer USD-Anleihe an den Markt kommen wird. Seit 2023 verfolgt die EU bekanntlich ein neues Fundingkonzept: Anstelle des bisherigen Vorgehens – Anleihen den einzelnen unterschiedlichen Programmen zuzuordnen – werden diese als „EU-Bonds“ begeben. Lediglich Green Bonds im Rahmen des NGEU-Programms werden weiterhin als solche gekennzeichnet. In der ersten Jahreshälfte plant der „Megaemittent“ Mittel in Höhe von EUR 75 Mrd. aufzunehmen. Dies waren in H1/2023 sogar EUR 80 Mrd. Diese entfallen bis zur vollen Höhe auf das NGEU-Programm, ggf. inklusive REPowerEU; das Unterstützungsprogramm für die Ukraine (MFA+) taucht hingegen nicht im Newsletter der EU auf. Für die zweite Jahreshälfte rechnen wir mindestens mit weiteren EUR 50-60 Mrd., wären aber auch hier von einer größeren Zahl wenig überrascht. Insgesamt dürfte sich das Volumen für das gesamte Jahr somit auf mindestens EUR 130 Mrd. belaufen. EU-Bills ergänzen diese Werte stets und sind folglich nicht inkludiert. Zur Erinnerung: Bis 2020 hatte die EU im Rahmen ihrer eigentlichen Tätigkeit oft einen neutralen Net Supply, die Fälligkeiten in 2024 (EUR 3,2 Mrd.) werden wie gehabt verlängert. Kommen wir zur Europäischen Investitionsbank: In seiner Dezember-Sitzung genehmigte der Verwaltungsrat laut Pressemitteilung der EIB die Beschaffung von bis zu EUR 60-65 Mrd., sodass der Bank ein gewisser Spielraum nach oben bleibt. Im Jahr 2024 wird die EIB voraussichtlich Fälligkeiten in Höhe von insgesamt EUR 60,5 Mrd. zurückzahlen, sodass ein ausgeglichener bis leicht positiver Net Supply von bis zu EUR 4 Mrd. entstehen würde, was deutlich mehr wäre als in den vergangenen beiden Jahren. Zuvor haben wir stets einen negativen Net Supply verbucht, der in unseren Augen nicht zur grünen Transformation des Konstrukts „Europäische Union“ passte, so wie Ursula von der Leyen ihn einst skizziert hatte. Die EU kann in unseren Augen mehr, dazu bedarf es der Hilfe und den Mitteln seitens der EIB.

### Langfristige Fundingplanung einschließlich 2025 (EUR Mrd.)

	2023	2024	2025	Σ
EFSF	20,0	20,0	21,5	61,5
ESM	8,0	6,0	7,0	21,0
Σ	28,0	26,0	28,5	82,5

Zeitfenster für ...	... syndizierte EU-Anleiheemissionen	... syndizierte EU-Anleiheemissionen	
04. KW	22. bis 26. Januar	17. KW	22. bis 26. April
08. KW	19. bis 23. Februar	20. KW	13. bis 17. Mai
12. KW	18. bis 22. März	24. KW	10. bis 14. Juni

... EU-Auktionen			
08. Januar	05. Februar	04. März	08. April
29. April	27. Mai	24. Juni	

Quelle: EU, ESM, EFSF, NORD/LB Floor Research

**Bund veröffentlichte Planung kurz nach unserer letzten Ausgabe**

Wenngleich wir den Bund als Emittenten hier im Floor Research aufgrund unserer maßgeschneiderten Coverage für Supranationals, Sub-Sovereigns und Agencies (also ohne Staaten) sowie Covered Bonds nicht detailliert betrachten, ist seine Kurve doch die Referenz für einen Großteil unserer institutionellen Kundschaft. Somit gehen wir auch in diesem Jahr in der angemessenen Darreichungsform auf das Angebot der deutschen Finanzagentur ein: Zur Finanzierung des Bundeshaushalts und seiner Sondervermögen plant der Bund, im Jahr 2024 Wertpapiere in Höhe von rund EUR 412 Mrd. durch Auktionen zu emittieren. Davon sind EUR 247,5 Mrd. dem Kapitalmarkt zuzuordnen sowie EUR 165 Mrd. dem Geldmarkt. Hinzu kommen EUR 17-19 Mrd. Grüne Bundeswertpapiere. Das Programm für inflationsindexierte Bundeswertpapiere am Primärmarkt wurde bekanntlich beendet. Neben den Auktionen sind auch Syndikate geplant, hier sollen bis zu EUR 12 Mrd. eingesammelt werden. Neben einem Syndikat im grünen Segment ist laut Finanzagentur vorgesehen, mehrere konventionelle Bundeswertpapiere in den längeren Laufzeitsegmenten zu begeben. Im grünen Segment wird das Emissionsvolumen erneut ausgebaut, um den Markt für grüne Anleihen zu stärken und liquider zu machen. Die Monate Juni und Dezember 2024 ausgenommen, sind monatliche Auktionstermine geplant. Im Rahmen dieser zehn Termine sind Multi-ISIN-Auktionen möglich. Es werden Bundeswertpapiere in den längeren Laufzeitbereichen platziert. Darunter werde u.a. eine neue 30-jährige Bundesanleihe mit Fälligkeit im August 2054 sein. Im letzten Jahr hatten wir auch bereits hierauf verwiesen: Durch die geplante Einführung von einstufigen Umschuldungsklauseln bei allen staatlichen Emittenten des Euroraums werden sich die Emissionsbedingungen für Bundeswertpapiere ändern. Die neuen Emissionsbedingungen werden für Neuemissionen ab dem ersten Tag des übernächsten Monats nach Inkrafttreten des ESM-Änderungsvertrages genutzt und führen dazu, dass die Standard-Fälligkeitstermine bei Bundesanleihen vom 15. auf den 16. der Monate Februar, Mai, August und November angepasst werden. Die taggenauen Fälligkeitstermine von neuen Bundesanleihen werden – wie gehabt – mit den entsprechenden Quartalsmeldungen zum Emissionskalender bekanntgegeben.

**EZB passt ihren Kapitalschlüssel an**

Der Rat der EZB hat im alten Jahr Rechtsakte zu der alle fünf Jahre vorzunehmenden Anpassung des Kapitalschlüssels der EZB und der Beiträge der NZBen erlassen. Zuletzt war der Kapitalschlüssel am 1. Februar 2020 angepasst worden. Anlass war damals der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU und das damit verbundene Ausscheiden der Bank of England aus dem ESZB. Der neue Schlüssel für die Zeichnung des Kapitals der EZB trat zum 1. Januar 2024 in Kraft. Die Anteile der NZBen am Kapital der EZB werden zu gleichen Teilen nach dem Anteil des jeweiligen Mitgliedstaats an der Gesamtbevölkerung und am Bruttoinlandsprodukt (BIP) der EU gewichtet. Die Daten zur Gesamtbevölkerung und zum BIP liefert die Kommission. Die NZBen sorgen durch Übertragung von Kapitalanteilen untereinander dafür, dass die Verteilung der Kapitalanteile dem angepassten Schlüssel entspricht. Nach der Anpassung wird der Anteil von 17 Zentralbanken höher und jener von neun NZBen geringer sein. Bei einer NZB bleibt der gerundete Kapitalschlüssel unverändert. Insgesamt bleibt das gezeichnete Kapital unverändert. Im Rahmen des Rotationssystems, das die Stimmrechte der Präsidenten der NZBen im EZB-Rat regelt, werden die Zentralbankpräsidenten der Euro-Länder zwei Gruppen zugewiesen. Die Zuweisung richtet sich nach der Größe des Finanzsektors und der Höhe des BIP der Mitgliedstaaten. Ausgehend von den Neuberechnungen bleibt die Gruppeneinteilung der Zentralbankpräsidenten unverändert.

**Aktuellste Pressemitteilungen zu den deutschen öffentlichen Schulden**

Die öffentlichen Schulden sind in Q3/2023 im Vergleich zum Jahresende 2022 erneut gestiegen: Der Öffentliche Gesamthaushalt (Bund, Länder, Gemeinden und Gemeindeverbände sowie Sozialversicherung einschließlich aller Extrahaushalte) war beim nicht-öffentlichen Bereich (Kreditinstitute sowie sonstiger inländischer und ausländischer Bereich, z.B. private Unternehmen im In- und Ausland) zum Quartalsende mit EUR 2.454,0 Mrd. verschuldet. Wie das Statistische Bundesamt (Destatis) auf Basis vorläufiger Ergebnisse weiter mitteilte, stieg die öffentliche Verschuldung zum Ende des III. Quartals damit gegenüber dem Jahresende 2022 um 3,6% bzw. EUR 85,8 Mrd. Gegenüber dem II. Quartal nahm der Schuldenstand laut Pressemitteilung um 1,5% oder EUR 36,3 Mrd. zu. Spannend hierbei ist, dass bei den Ergebnissen nun zu beachten ist, dass ab Q2/23 die Schulden aller öffentlich bestimmten Verkehrsunternehmen im Öffentlichen Personennahverkehr (ÖPNV) in die Berechnung des öffentlichen Schuldenstandes einbezogen werden. Hintergrund dafür ist laut Destatis, dass zur Finanzierung des zum 1. Mai 2023 eingeführten Deutschland-Tickets die öffentlichen ÖPNV-Unternehmen Zuweisungen und Zuschüsse von Bund und Ländern erhalten. Dadurch finanzieren sie sich nicht mehr überwiegend durch ihre Umsatzerlöse und werden nach dem Konzept der Finanzstatistiken ausnahmslos als Extrahaushalte klassifiziert, wodurch ihre Schulden in die Statistik einfließen. Ohne Einbeziehung der neu in die Statistik aufgenommenen ÖPNV-Unternehmen würde der Schuldenstand zum Ende des III. Quartals mit EUR 2.444,5 Mrd. um EUR 9,3 Mrd. niedriger ausfallen. Die Veränderung gegenüber dem Jahresende 2022 würde dann +3,2% oder EUR +76,5 Mrd. betragen. Am stärksten stiegen die Schulden des Bundes gegenüber dem Jahresende 2022 um 5,2% bzw. EUR 83,5 Mrd. Ein Grund für den Anstieg war unter anderem ein erhöhter Finanzierungsbedarf infolge der Energiekrise im Zusammenhang mit dem russischen Angriff auf die Ukraine (siehe unten). Die Länder waren Ende Q3 mit EUR 598,5 Mrd. verschuldet, dies entspricht einem Rückgang um 1,4% bzw. EUR 8,4 Mrd. gegenüber dem Jahresende 2022. Spannend, dass die Rückgänge in drei Ländern direkt mit dem Kapitalmarkt zu tun haben: Die stärksten prozentualen Schuldenrückgänge gegenüber dem Jahresende 2022 wurden für MECVOR (-12,0%), BAYERN (-7,1%) und RHIPAL (-5,9%) ermittelt. Der Rückgang in Bayern resultiert vor allem aus einer fällig gewordenen Anleihe, die angesichts vorübergehend vorhandener Liquidität noch nicht in voller Höhe anschlussfinanziert werden musste. Auch in den anderen beiden Ländern ergaben sich die Rückgänge aus einer niedrigeren Emission von Wertpapieren. Dagegen stiegen die Schulden gegenüber dem Jahresende 2022 prozentual am stärksten in BRABUR (+8,5%), SAXONY (+4,1%) und BERGER (+2,3%). In allen drei Ländern waren die Anstiege bedingt durch eine höhere Emission von Wertpapieren. Ein anderer Trend zeichnete sich auf lokaler Ebene ab: Der Schuldenstand der Gemeinden und Gemeindeverbände erhöhte sich in Q3 gegenüber dem Jahresende 2022 um 7,6% bzw. EUR 10,7 Mrd. auf EUR 151,5 Mrd. Länder und Gemeinden hätten ohne das Deutschland-Ticket allesamt eine niedrigere Verschuldung. Nachrichtlich: Die Sozialversicherung wies in Q3/2023 einen Schuldenstand in Höhe von EUR 22,8 Mio. aus, was einen Anstieg um EUR 1,1 Mio. gegenüber dem Jahresende 2022 bedeutet. Spannender: Die Verschuldung des „Wirtschaftsstabilisierungsfonds Energie“ (WSF) betrug EUR 63,1 Mrd., das waren 108,7% oder EUR 32,8 Mrd. mehr als zum Jahresende 2022. Die Verschuldung des Sondervermögens „WSF Corona“ sank dagegen gegenüber dem Jahresende 2022 um EUR 10,4 Mrd. auf EUR 42,0 Mrd. (-19,8%). Die Schulden des „Sondervermögens Bundeswehr“, das im 1. Quartal 2023 erstmals eine Verschuldung nachwies, stiegen zum Ende des von Q2 auf Q3 um EUR 2,0 Mrd. auf EUR 3,2 Mrd. (+157,4%).

### Primärmarkt

Same procedure as every year: Am 28. Dezember 2023 hat das Land Niedersachsen (Ticker: NIESA) noch für eine zehnjährige Anleihe mandatiert, um den Primärmarkt in 2024 am ersten Handelstag in Europa zu eröffnen. Diese konnte direkt am 02. Januar gepreist werden. Die Konditionen für den Bond wurden mit ms +15bp angegeben (EUR 1 Mrd.; Orderbuch: EUR 1,55 Mrd.). Das Land Mecklenburg-Vorpommern (Ticker: MECVOR) tauchte ebenfalls auf den Bildschirmen auf: EUR 500 Mio. wurden über acht Jahre zu ms +11bp eingesammelt. Es folgte das Land Hessen (Ticker: HESSEN): EUR 1,5 Mrd. für zehn Jahre kamen zu ms +15bp. Die KfW (Ticker: KfW) kam mit einer Dual Tranche mit einem Gesamtvolumen i.H.v. EUR 9 Mrd. an den Markt. Für den Bond mit der kürzeren Laufzeit (3y) wurden EUR 6 Mrd. zu ms -5bp eingesammelt. Der länger laufende Bond (10y) mit einem Volumen von EUR 3 Mrd. kam indes zu ms +13bp. Beeindruckend war das Orderbuch von EUR 27 Mrd., womit der Deal 9x überzeichnet war. Für die erste ESG-Transaktion des Jahres sorgte die Asian Development Bank (Ticker: ASIA): Der EUR 1,25 Mrd. schwere Green Bond (7y) kam zu ms +12bp in die Depots der Investoren. Ebenfalls im ESG-Segment unterwegs: Nederlandse Waterschapsbank (Ticker: NEDWBK) und die BNG aus den Niederlanden. Bei zehnjähriger Laufzeit und einem Volumen von EUR 1,25 Mrd. kam der Sustainability Bond der NEDWBK bei ms +26bp (Guidance: ms +27bp area) auf den Markt. Die BNG ging mit einem Social Bond (EUR 1,25 Mrd.; 10y) auf die Investoren zu. Das finale Pricing lag gegenüber der Guidance ebenfalls einen Basispunkt enger bei ms +26bp. Aus dem Segment der europäischen Supras emittierte die Council of Europe Development Bank (Ticker: COE) eine Anleihe (EUR 1,5 Mrd.) bei zehnjähriger Laufzeit zu ms +20bp. Es folgte die EFSF mit einer Dual Tranche bestehend aus einer EUR-Benchmark und einem Tap. Der Bond mit fünfjähriger Laufzeit und einem Volumen i.H.v. EUR 5 Mrd. wurde zu ms +13bp area vermarktet und somit final zwei Basispunkte enger gepreist. Das Orderbuch lag bei EUR 23,8 Mrd. Die EIB zeigte sich mit einer EARN-Transaktion: Für den Sustainability Bond wurde eine zehnjährige Laufzeit gewählt und das Pricing lag final bei ms +18bp. Die spanische CADES begab naturgemäß einen Social Bond (5y), das Volumen betrug dabei EUR 4 Mrd. und kam zu OAT +29bp (entspricht circa ms +15bp). Insgesamt drei Taps der RENTEN, NRW und der o.g. EFSF runden das Bild ab. Nicht vorenthalten möchten wir Ihnen außerdem die Ergebnisse der jüngsten EU-Auktion: Mit der EU 3,125% 05/12/28 und der EU 3,25% 04/07/34 wurden direkt zwei Anleihen aufgestockt. Der kürzer laufende Bond um EUR 2,263 Mrd. und der länger laufende um EUR 2,336 Mrd. Die Bid-to-Cover-Ratios lagen beide bei 1,07x. Interessante Mandatierungen für die sehr nahe Zukunft: KUNTA (10y, WNG), AGFRNC (10y), DEXGRP (5y), EDC (5y) sowie IDAWBG (20y, Social).

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
CADES	FR	09.01.	FR001400N7G0	5.1y	4.00bn	ms +15bp	- / Aa2 / AA	X
EIB	SNAT	09.01.	EU000A3LS460	10.0y	6.00bn	ms +18bp	AAA / Aaa / AAA	X
EFSF	SNAT	09.01.	EU000A2SCAM1	5.5y	5.00bn	ms +11bp	AA- / Aaa / AA	-
HESSEN	DE	08.01.	DE000A1RQEP6	10.0y	1.50bn	ms +15bp	- / - / AA+	-
COE	SNAT	04.01.	XS2745126792	10.0y	1.50bn	ms +20bp	AAA / - / AAA	-
MECVOR	DE	04.01.	DE000A3823Q5	8.0y	0.50bn	ms +11bp	AAA / - / -	-
BNG	NL	04.01.	XS2744955373	10.0y	1.25bn	ms +26bp	AAA / Aaa / AAA	X
NEDWBK	NL	03.01.	XS2744491874	10.0y	1.25bn	ms +26bp	- / Aaa / AAA	X
KfW	DE	03.01.	DE000A352ED1	10.0y	3.00bn	ms +13bp	- / Aaa / AAA	-
KfW	DE	03.01.	DE000A351Y94	3.6y	6.00bn	ms -5bp	- / Aaa / AAA	-
ASIA	SNAT	03.01.	XS2744177143	7.0y	1.25bn	ms +12bp	AAA / Aaa / AAA	X
NIESA	DE	02.01.	DE000A3823L6	10.0y	1.00bn	ms +15bp	AAA / - / -	-

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

## Cross Asset

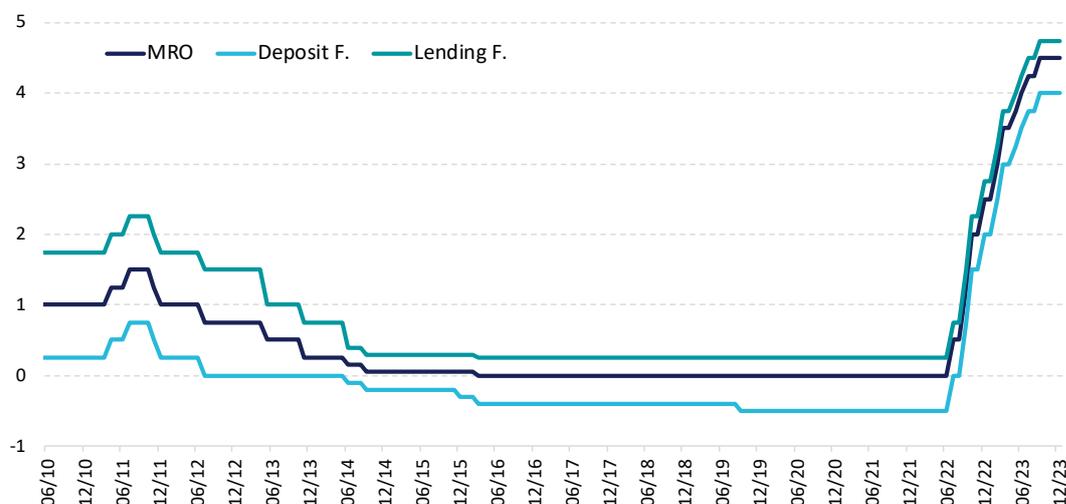
# EZB-Rückblick 2023: Zinswende ohne Ende?

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

### EZB-Jahr 2023: Unermüdlicher Aufstieg zum Gipfel trotz (anfänglicher) Sturmwarnung!

2023 lässt sich rückblickend mit Fokus auf die EZB-Geldpolitik kurz und knapp als das Jahr der kraftvollen Fortführung der geldpolitischen Wende beschreiben. Dies gilt insbesondere in Bezug auf die Leitzinsentscheidungen. Der EZB-Rat behielt den anfangs noch unbekanntem Zinsgipfel fest im Blick und ließ sich auch durch die „Sturmwarnungen“ für den Bankensektor, die es im März zu verarbeiten galt, nicht von ihrem Kurs abbringen und hat noch einmal +200 Basispunkte an Höhe gemacht. Seit September verweilen alle drei Leitzinssätze auf ihrem hohen Niveau. Nachfolgend möchten wir das „EZB-Jahr 2023“ kurz Revue passieren lassen und uns dabei auf die für die beiden Assetklassen Public Issuers/ SSA und Covered Bonds wesentlichen Teilaspekte konzentrieren.

### EZB-Leitzinssätze (in %)

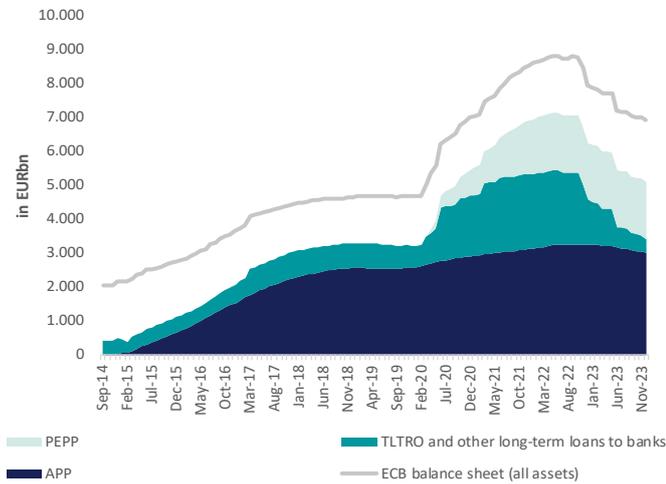


Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

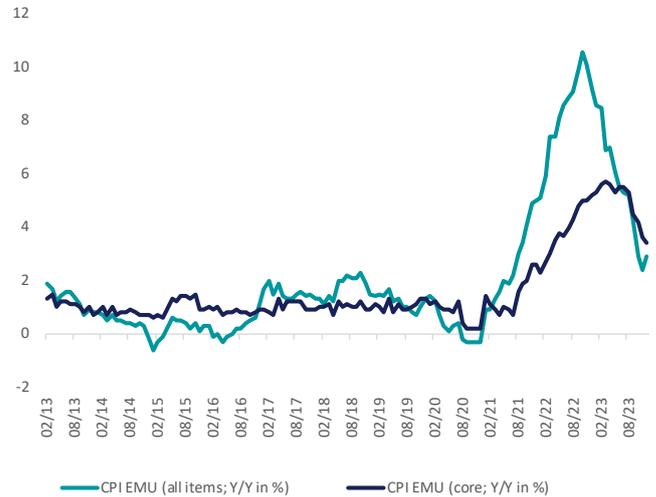
### Den Abbau der EZB-Bilanz fest im Blick?

Eine bedeutende Ankündigung zu den geldpolitisch induzierten Verzerrungen der betrachteten Assetklassen erfolgte schon im Dezember 2022. So sollte ab März 2023 zumindest das APP-Portfolio maßvoll reduziert werden. Im Februar folgten mehr Details zur Reduzierung der Reinvestitionen und ab Juli war das Ende der Wiederanlage fälliger Anleihen aus dem APP besiegelt. Der Abbau der EZB-Bilanz setzte sich außerdem durch die (planmäßigen) Rückzahlungen der TLTRO III-Tender fort. In der Folge rückten aber auch Fragen zur Liquiditätsausstattung des Bankensektors bzw. zu den Finanzierungskonditionen für die Realwirtschaft in das Blickfeld. Wenig überraschend forderte der Kampf gegen die Inflation seinen Tribut und der Fokus – nicht nur der EZB-Watcher – richtete sich zunehmend auf die Frage, wie der Rat bzw. die EZB-Konjunkturoperatoren die zukünftige Wirtschaftsaktivität bewerten. Für uns überraschend dominierten unter den Marktteilnehmern bereits im IV. Quartal massive Zinssenkungsphantasien. Das Ende der Zinswende in Form von Anstiegen ist besiegelt, eine erneute Trendumkehr war für 2023 definitiv noch nicht bestimmt.

**EZB-Bilanz**



**Inflationsentwicklung (in %)**



Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

**Die letzte EZB-Ratssitzung in 2023: Mit etwas PEPP!?**

Auf der letzten Leitzinssitzung hielt der EZB-Rat im Hinblick auf die Referenzsätze Kurs und verweilte weiter auf dem Gipfel. Allerdings bekamen die Märkte etwas mehr Klarheit in Bezug auf das lange nicht „diskutierte“ PEPP. Demnach wird der Abbau des „pandemischen Portfolios“ vorangehen. So gilt nunmehr: Nicht bis Ende 2024, sondern nur bis zur Jahresmitte werden die vollumfänglichen Reinvestitionen beibehalten und somit das Portfolio ab dem zweiten Halbjahr im Durchschnitt um monatlich EUR 7,5 Mrd. reduziert. Wir sahen und sehen das PEPP weiterhin als erste Verteidigungslinie vor allem bei Verspannungen im EUR-Markt für Staatsanleihen. Diese weicht der Rat nun bald etwas auf. Gleichwohl muss es so kommen, wenn die schrittweise Wende gelingen soll. Die „zweite Verteidigungslinie“ TPI wurde zuletzt genauso wenig diskutiert wie eine mögliche Anpassung der Mindest-reserveanforderungen für die Geschäftsbanken.

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

	2023	2024	2025	2026
<b>Harmonisierter Verbraucherpreisindex</b>	5,4	2,7	2,1	1,9
<b>Reales BIP-Wachstum</b>	0,6	0,8	1,5	1,5

\* Veränderungen gegenüber Vorjahr in %  
Quelle: EZB, NORD/LB Floor Research

**Fazit**

Ein weiteres bemerkenswertes „EZB-Jahr“ liegt hinter uns. Sowohl die Zinswende als auch die Forcierung des Abbaus der „unkonventionellen“ Portfolien ging voran. Dies gilt insbesondere in Bezug auf das APP. Für das PEPP war 2023 hingegen zunächst „nur“ das Jahr der Weichenstellungen. Die geldpolitischen Implikationen der EZB-Projektionen zum Jahresende müssen – wie immer bei Prognosen – unter dem Vorbehalt der hohen Unsicherheiten bewertet werden. Es lässt sich am aktuellen Rand aber durchaus herauslesen, dass wir in 2023 das „Ende der Zinswende“ erlebt haben, wohingegen das Jahr 2024 ganz im Zeichen der Frage nach Zinssenkungen stehen dürfte. Allerdings wären alle gut beraten, sich nicht nur auf dieses „Headline Topic“ zu konzentrieren. Es gibt noch andere (un)konventionelle geldpolitische Steuerungsparameter, welche der Rat antasten kann bzw. wird: Mindestreserveanforderungen sowie der Verzinsung, möglicherweise die Herstellung des dann wieder symmetrischen Zinskorridors oder notfalls die Aktivierung des TPI.

# Covered Bonds

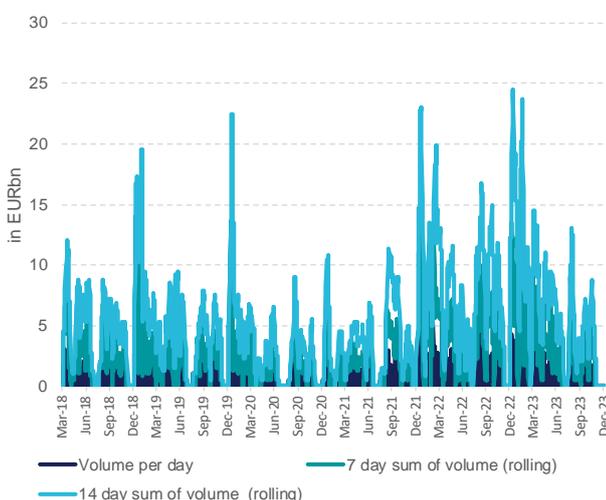
## Jahresrückblick 2023 – Covered Bonds

Autoren: Dr. Frederik Kunze // Lukas Kühne

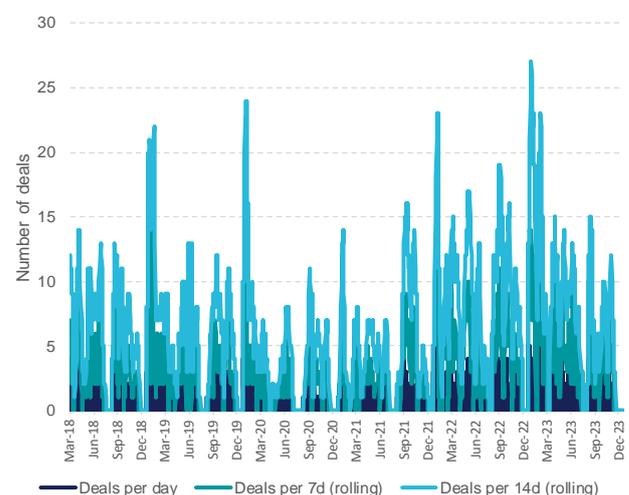
### Das Jahr 2023 in der Rückschau

Das Jahr 2023 ist fulminant angelaufen. Das gilt insbesondere für den Primärmarkt für Covered Bonds. Allein im Januar wurde ein Volumen in Höhe von EUR 39,7 Mrd. (46 Deals) im EUR-Benchmarksegment platziert. Das war – gemessen am Neuemissionsaufkommen – der stärkste Jahresstart seit Beginn unserer Aufzeichnungen im Jahr 2011. Herausgestochen hat auch das Nettoneuangebot mit EUR 19,1 Mrd. Doch bereits zum Jahresbeginn zeichnete sich ein einsetzender struktureller Wandel ab. So dominierten hier die kurzen Laufzeiten das Geschehen am Markt. In gewisser Weise fulminant fanden wir aber auch den recht zügigen Rückzug des Eurosystems aus dem Covered Bond-Segment – sowohl bezogen auf die Käufe im Primärmarkt als auch im Hinblick auf die Aktivitäten im Sekundärmarkt. Wurde im Februar die Primärmarktorderquote der EZB noch von 20% auf 10% reduziert, trat das Eurosystem seit März gar nicht mehr als Käufer am Covered Bond-Markt auf. Und am [04. Mai](#) gaben die Währungshüter in Frankfurt schließlich zu Protokoll: „Der EZB-Rat geht davon aus, dass er die Reinvestitionen im Rahmen des APP ab Juli 2023 einstellen wird.“ Der Rückzug vom Sekundärmarkt war damit genauso besiegelt wie ein ungebremstes – wenn auch „passives“ – Abschmelzen des APP-Portfolios. Im Rahmen des CBPP3 war das Covered Bond-Volumen auf rund EUR 300 Mrd. angestiegen. Wie wir weiter unten anführen, sind diese Entwicklungen insbesondere für das Spreaduniversum im EUR-Benchmarksegment von herausragender Bedeutung. Das Emissionsaufkommen oder auch das saisonale Muster am Covered Bond-Markt haben sie nach unserem Dafürhalten aber tatsächlich weniger stark geprägt. Zeitweise prägend für die Spreads waren aber die „Schockwellen“, die von der Schweiz bzw. den USA auf die Bankenmärkte ausgingen. Wie wir nachfolgend anführen, war der Bankenstress für das Covered Bond-Jahr 2023 in der Gesamtbetrachtung jedoch weniger signifikant, als noch im März anzunehmen war.

EUR BMK: Tägliches Emissionsvolumen (EUR Mrd.)



EUR BMK: Tägliche Anzahl an Emissionen

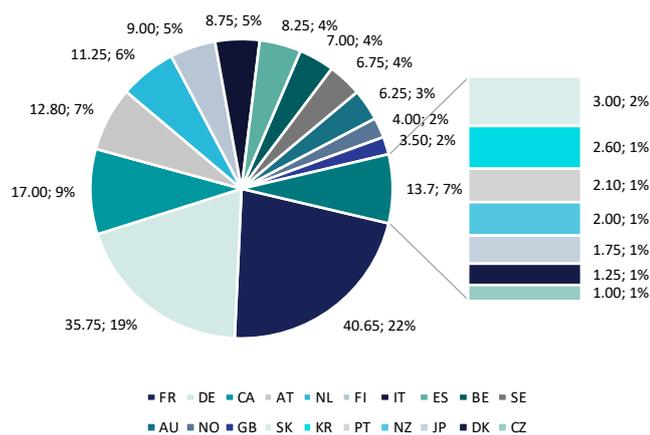


Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

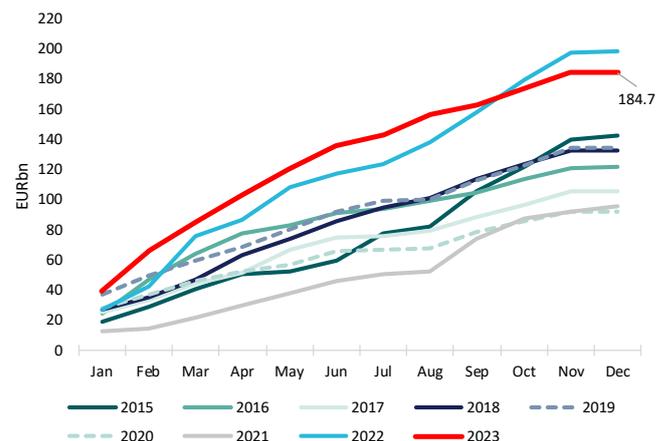
### Neuemissionsvolumen: Und am Ende war die Luft irgendwie raus?!

Nachdem der Primärmarkt im Januar zunächst eindrucksvoll vorgelegt hatte, setzte sich das rege Treiben auch in den Folgemonaten weiter fort, wenngleich der Bankenstress zu einer Zäsur von einigen Handelstagen geführt hatte. Nachdem sich am 09. März zuletzt die französische CAFFIL mit einer EUR-Benchmark (EUR 750 Mio.; 9,0y) am Primärmarkt zeigte, mussten wir bis zum 27. März auf die nächste Emission warten. Hier eröffnete die kanadische CIBC den Primärmarkt mit einer Benchmark über EUR 1,5 Mrd. (4,0y). Dem Deal folgte aus einer weiteren Überseejurisdiktion die australische ANZ (EUR 1,5 Mrd.; 2,0y). An dieser Stelle lohnt sich unseres Erachtens auch der ausdrückliche Hinweis darauf, dass der Bond von CAFFIL – mit einer Laufzeit von neun Jahren – für mehr als zwei Monate der „längste Covered Bond“ war, bis am 10. Mai die Deutsche Bank im Rahmen einer Dual Tranche einen Deal mit zehnjähriger Laufzeit am Markt zu platzieren wagte. Die allgemeine Zurückhaltung in Bezug auf länger laufende Bonds greifen wir später auf. Weitaus weniger zurückhaltend war hingegen der Primärmarkt an sich. Zumindest bis weit über die Jahresmitte hinaus. Per 30. Juni standen beispielsweise frische EUR-Benchmarks im Volumen von EUR 136,1 Mrd. zu Buche. Auch zum Ende des Monats September hatte das Emissionsjahr mehr an neuer Ware hervorgebracht, als das bisherige Rekordjahr 2022. Doch im weiteren Jahresverlauf schien mehr und mehr die sprichwörtliche Luft raus zu sein. Die Erklärungsansätze dafür finden sich sowohl auf der Nachfrage- als auch auf der Angebotsseite. Während einerseits die Frage, wer das hohe Emissionsaufkommen (ohne EZB-Beteiligung) fortwährend aufnehmen sollte, stärker und stärker ins Blickfeld rückte, kamen durchaus Unsicherheiten im Hinblick auf den tatsächlichen Refinanzierungsbedarf auf. Beide Aspekte möchten wir weiter unten aufgreifen.

### Emissionsvolumen EUR BMK 2023 (EUR 184,7 Mrd.)



### EUR BMK: Emissionsverlauf im Jahresvergleich

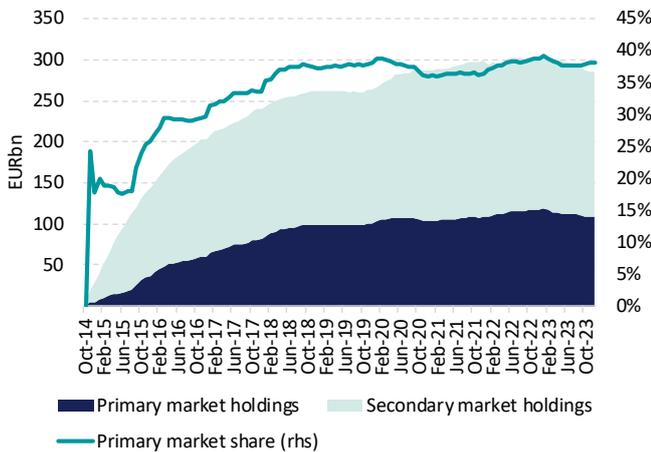


Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

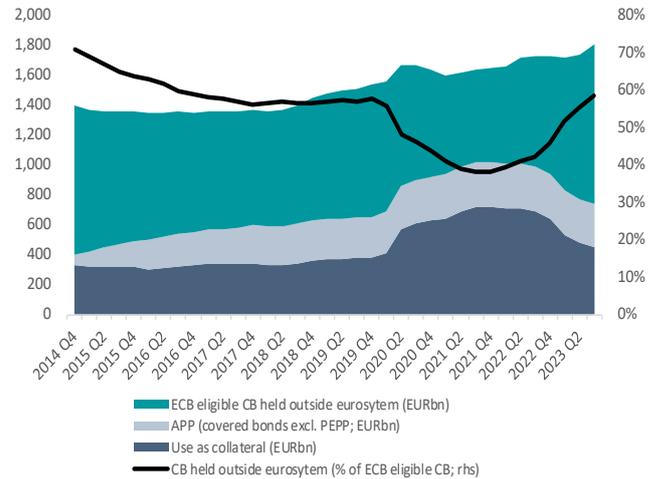
### Positive Net Supply 2023 summiert sich auf EUR 69,2 Mrd.

Mit Blick auf die Net Supply-Betrachtung waren es die „üblichen Verdächtigen“ Frankreich (Net Supply: EUR 18 Mrd.), Deutschland (EUR 18 Mrd.) und Österreich (EUR 11,1 Mrd.). Einzig die Emittenten aus Kanada (EUR 2,0 Mrd.) trugen 2023 weniger zum Marktwachstum bei, rangierten aber trotzdem, gemessen am Bruttoemissionsvolumen, erneut unbeschadet auf dem dritten Rang (EUR 17,0 Mrd.). Nur Frankreich (EUR 40,7 Mrd.) und Deutschland (EUR 35,8 Mrd.) wiesen ein höheres Bruttoemissionsvolumen aus. Rückblickend auf die vergangenen zwölf Monate sehen wir das hohe Nettoangebot durchaus als einen der wesentlichen Spreadtreiber an.

**EZB: CBPP3-Bestände**



**EZB: Covered Bonds im Eurosystem**

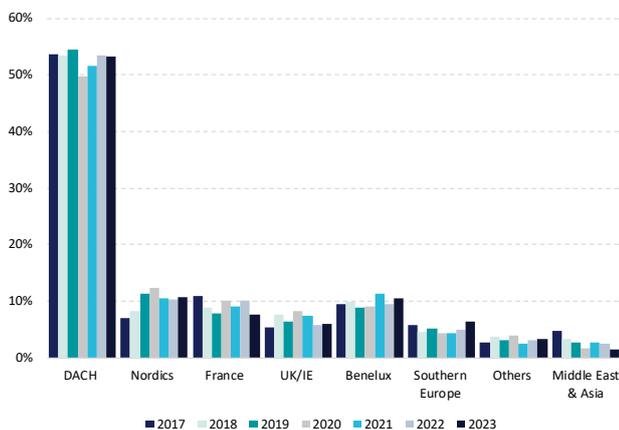


Quelle: Marktdaten, EZB, Moody's, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

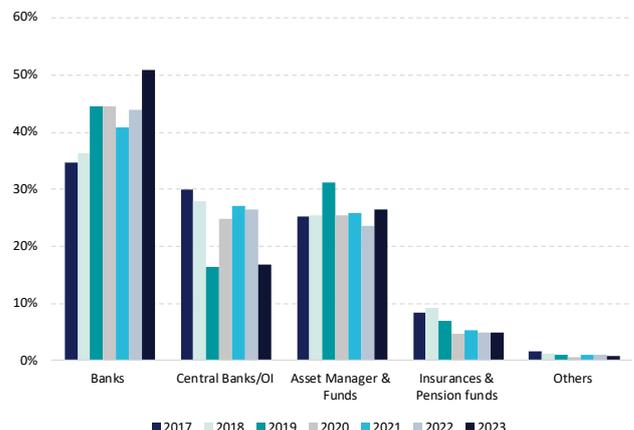
**Primärmarkt 2023: Auch verändertes Ankaufverhalten und TLTRO III maßgeblich**

Was wir als Fortführung der geldpolitischen Wende bezeichnen würden, beeinflusste auch merklich das Primärmarktgeschehen. Demnach würden wir die rege Emissionstätigkeit, neben der relativen Attraktivität gegenüber anderen Refinanzierungsinstrumenten (insbesondere Senior Unsecured Bonds), auch auf einen insgesamt steigenden Fundingbedarf über Covered Bonds zurückführen. Obwohl die schwache Neukreditvergabe bei Immobilienfinanzierungen einigen Emittenten zu schaffen machte und für sich genommen für einen geringeren Bedarf zur Refinanzierung gesprochen haben dürfte, wurde dieser Effekt nach unserem Dafürhalten durch stark rückläufige Einlagen oder auch TLTRO III-Fälligkeiten spürbar „überkompensiert“. Mit dem veränderten Ankaufverhalten bzw. dem Ende der Reinvestitionen der CBPP3-Fälligkeiten verschwand 2023 ein wesentlicher Einflussfaktor für den Covered Bond-Markt. Das „Schwächeln“ zum Jahresende lässt sich aber auch damit erklären, dass einige Emittenten es vorgezogen haben, noch in „EZB-Zeiten“ an den Markt zu kommen.

**Primärmarktdistribution nach Land des Investors**



**Primärmarktdistribution nach Investor**

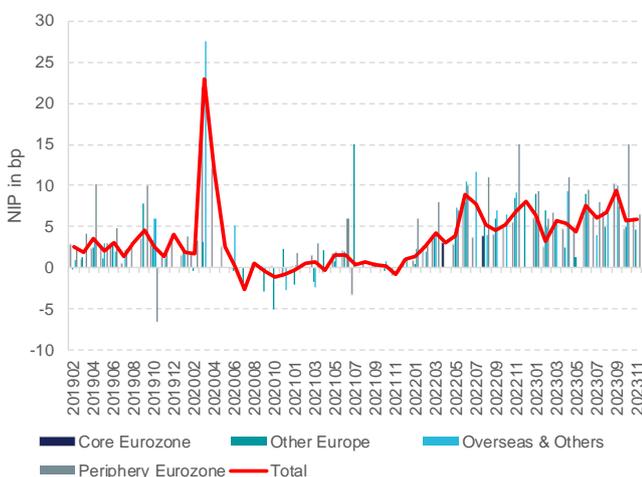


Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

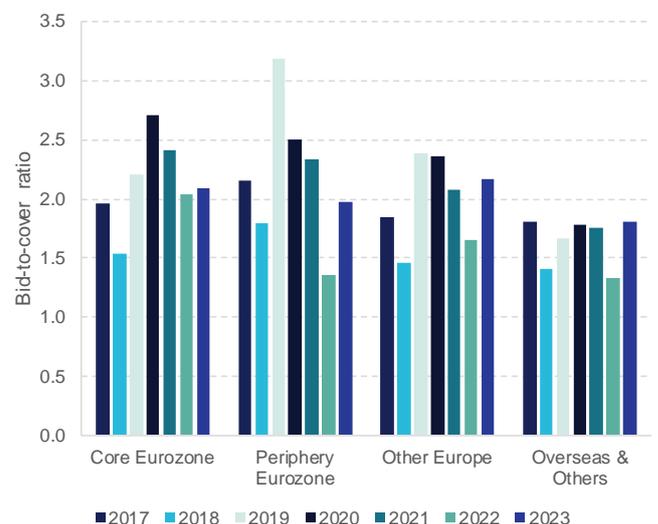
### Wer schloss die EZB-Lücke auf der Nachfrageseite?

Eine der wesentlichsten Themenfelder des Jahres 2023 war – nach dem Rückzug der EZB – zweifelsohne die erforderliche Veränderung der strukturellen Zusammensetzung der Nachfrageseite. Hier lässt sich konstatieren, dass diese Lücke durchaus eindrucksvoll gefüllt werden konnte. Wie wir der Investorenverteilung am Primärmarkt offenkundig entnehmen können, waren es insbesondere Banken bzw. deren Treasuries, welche hier das Angebot abgeschöpft bzw. den Rückzug der EZB genutzt haben. Dies gilt vor allem für die relative Betrachtung, was bedeutet, dass der Anteil der Kategorie „Banks“ spürbar angestiegen ist. Die Zuwächse bei der Real Money-Kategorie „Asset Managers & Funds“ waren ebenfalls signifikant, wenngleich nicht so deutlich wie bei den Banken. Relevant für das Pfandbriefsegment ist insbesondere die regionale Verteilung des allokierten Primärmarktvolumens. Hier dominieren weiterhin Accounts aus der DACH-Region. Der „Home Bias“ der Investoren war schließlich in den vergangenen Monaten auch dafür verantwortlich, dass deutsche Pfandbriefe – trotz der hohen CRE-Anteile in den Cover Pools – aus Investorensicht sehr teuer erschienen. In den Neuemissionsprämien (NIP) sowie Bid-to-cover-Ratios, die am Markt zu beobachten waren, spiegelt sich auch die Selektivität der Investoren wider, die im nennenswerten Umfang auf den geldpolitischen Kurs der EZB zurückzuführen ist. Trotz erhöhter Spreadniveaus blieben zeitweise zweistellige NIPs an der Tagesordnung. Die Bid-to-cover-Ratios blieben auf dem Vorjahresniveau. Dies ist insofern bemerkenswert, als dass die Deal Sizes in 2023 im Mittel durchaus unter den 2022er-Werten zurückblieben. Insbesondere in der zweiten Jahreshälfte wurde Liquidität zunehmend zu einem begrenzenden Faktor auf der Nachfrageseite. Dies war nicht nur darauf zurückzuführen, dass die EZB mit dem Abbau der eigenen Bilanz angefangen, sondern auch gleichzeitig einige Banken Abflüsse bei den Deposits zu verkraften hatten. Für einige Real Money-Investoren wurde der Handlungsspielraum durch fixe Positionen (Termingelder oder auch Strukturen) eingeschränkt, die noch aus den Zeiten vor der Zinswende der Notenbank stammten. Was uns die Bid-to-cover-Ratios aber auch zeigen, ist eine Differenzierung nach Jurisdiktion. So haben sich einige Investoren der frischen Ware aus Italien zugewandt oder auch eine relative Attraktivität in UK Covered Bonds gesehen, was wir sowohl auf den Spread als auch auf Knappheiten zurückführen würden.

### NIP



### Bid-to-cover-Ratios



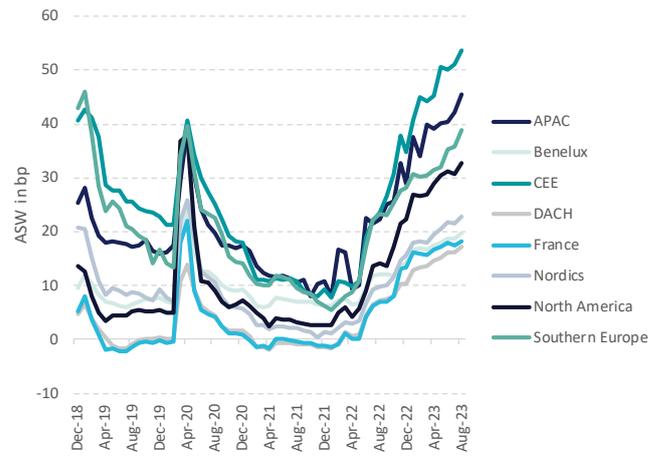
**Spreadentwicklungen am Sekundärmarkt: Schmerzhaftes Laufzeitaufschläge!**

Das Repricing war einer der bestimmenden Faktoren am Covered Bond-Markt im Jahr 2023. Der allgemeine Trend zur Spreadausweitung wurde durch eine Vielzahl von Einflüssen vorgezeichnet. Wir sehen insbesondere eine Ursache im hohen Nettoangebot, aber auch in einer Rückkehr der Risikoprämien. Einmal ist die EZB dafür verantwortlich. Bei einem steigenden Angebot und einer rückläufigen Nachfrage des Eurosystems (primär und sekundär) erfolgt der Ausgleich über den Preis in Form des Spreads. Auch das allgemeine Sentiment oder auch spezifische Headlinerisiken sprachen 2023 eher für Ausweitungen. Die Spreads am Sekundärmarkt waren aber auch prägend für die Primärmarktaktivitäten der Emittenten. Dies galt vor allem in Bezug auf die gewählte Laufzeit. Die [Laufzeitaufschläge bei Covered Bonds](#) haben wir bereits im Februar thematisiert, blieben aber relevant bis zum Jahresende. Der abwärtsgerichtete Verlauf der Zinskurve (EUR-Swapsätze) in den relevanten Laufzeitbereichen verteuerte auf Spreadbasis die „Fair Values“ und somit auch die Emissionspreads für die Emittentenseite. Somit ist das Übergewicht der kurzen Laufzeiten keineswegs allein auf das Investorenverhalten zurückzuführen.

**Entwicklung ASW-Spread nach Regionen (3Y)**



**Spreadbandbreite nach Land in 2023 (5Y)**



**Laufzeitaufschläge Covered Bonds: Deutschland**



**Laufzeitaufschläge Covered Bonds: Frankreich**

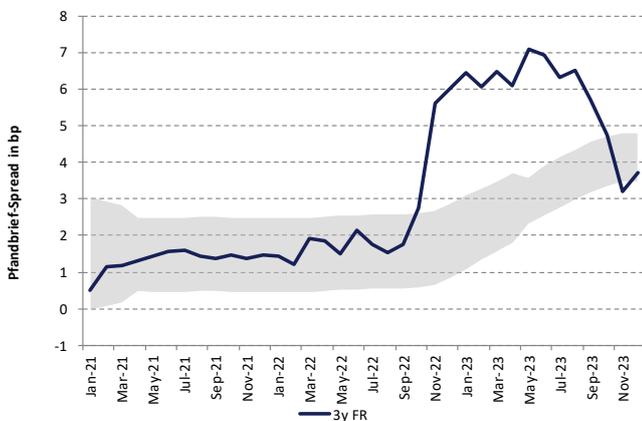


Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

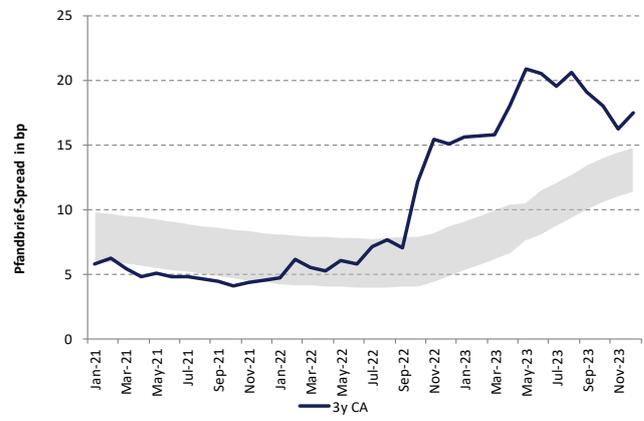
**Relative Value: Auf dem Weg zum neuen Gleichgewicht?**

Die Investorensseite lässt sich grundsätzlich durch Relative Value (RV)-Überlegungen leiten. Die folgenden Darstellungen liefern einen exemplarischen Überblick über generische Spreadabstände zwischen unterschiedlichen Jurisdiktionen (z.B. DE vs. FR sowie DE vs. CA) sowie zwischen Pfandbriefen und Bunds. Die Abbildungen basieren auf generischen Berechnungen und zeigen jeweils den absoluten Spreadabstand sowie die längerfristige Handelsspanne (36 Monate; gleitend). Mit Blick auf den Vergleich der Jurisdiktionen lässt sich die „Outperformance“ von Pfandbriefen im Zeitablauf nachvollziehen. Die grau schraffierte Handelsspanne bewegte sich dabei unseres Erachtens in Richtung eines neuen Gleichgewichts. Die Bewegungen zum Jahresende offenbaren aber auch, dass Pfandbriefe in der „Spitze zu teuer“ waren. Die jüngste Einengung des „Spreads DE vs. FR“ ist dabei auch auf die Diskussion zur Kreditqualität von Pfandbriefen mit hohen CRE-Anteilen zurückzuführen. Wir sehen aber nach wie vor noch keine durch Fundamentaldaten erklärbare Spreadausweitung, sondern würden eher von „Headlinerisiken und Sentiment“ sprechen. Im Hinblick auf den Spread Pfandbriefe vs. Bunds indiziert die RV-Betrachtung auch den Weg zu einem neuen Gleichgewicht, sodass das „neutrale Signal“ (Spread in der Handelsspanne) in der Retrospektive nicht überbewertet werden sollte. Vielmehr sahen sich nach unserem Dafürhalten Investoren eher zum Kauf von Pfandbriefen motiviert.

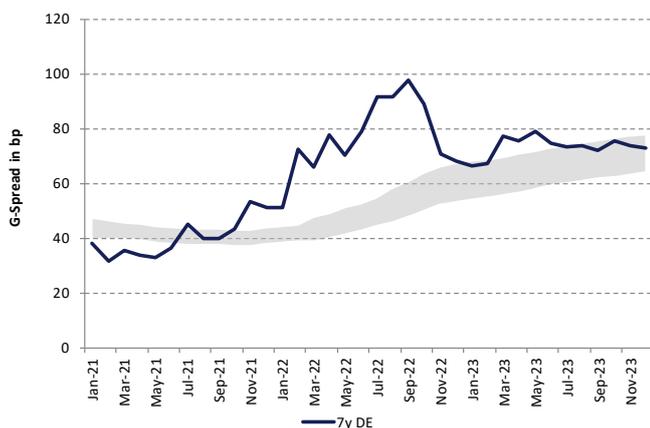
**Spread: Covered DE vs. FR (3Y generic)**



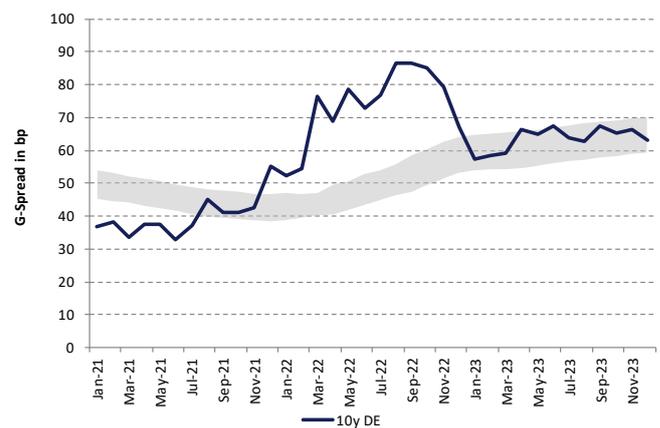
**Spread: Covered DE vs. CA (3Y generic)**



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



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

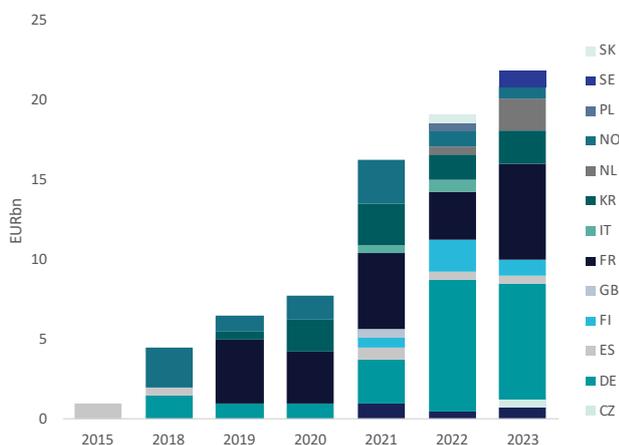


Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

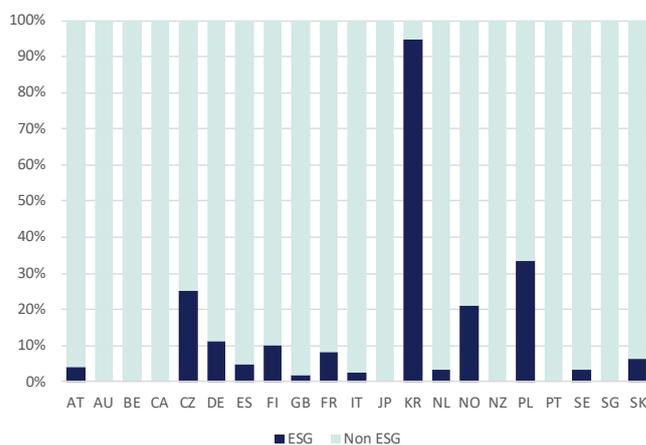
### ESG-Segment bleibt bei einem Emissionsvolumen von EUR 21,9 Mrd. auch im Jahr 2023 auf Wachstumskurs

In absoluten Zahlen gesprochen markierte das Jahr 2023 auch für den ESG-Teilmarkt im EUR-Benchmarksegment ein weiteres Rekordjahr. So wurden in den vergangenen zwölf Monaten Covered Bonds in den nachhaltigen Formaten („green“, „social“ und „sustainability“) im Volumen von EUR 21,9 Mrd. (verteilt auf 31 Emissionen) am Markt platziert. Dieser Wert lag damit über dem Vorjahresniveau (EUR 19,1 Mrd.) und war einmal mehr von Emissionen im grünen Format dominiert. So entfielen EUR 14,75 Mrd. auf das Segment „green“ (Vorjahr: EUR 15,8 Mrd.), während die restlichen EUR 7,1 Mrd. der Kategorie „social“ (Vorjahr: EUR 2,9 Mrd.) zuzurechnen waren. Dass sich das generische Wachstum des ESG-Segments bei den EUR-Benchmarks weiter fortsetzt, wird auch durch die Debütanten im Jahr 2023 angezeigt. So präsentierte sich 2023 die UniCredit Bank Czech Republic & Slovakia (CZ) im Juni mit einem Debüt im grünen Format am Markt. Dies war zeitgleich auch die erste grüne Benchmark aus dieser Jurisdiktion. Die französische CFF ging im Oktober erstmals mit einer sozialen EUR-Benchmark auf die Investoren zu. Im November zeigte sich der Emittent Rabobank (NL) mit einem grünen Debüt am Covered Bond-Markt, während der Kreis der Pfandbriefemittenten mit ausstehenden grünen Benchmarks im gleichen Monat schließlich durch die Bausparkasse Wüstenrot erweitert wurde. Der Anteil der ESG-Deals am gesamten EUR-Benchmarksegment lag Ende 2023 bei rund 8%, wobei die Verteilung auf Jurisdiktionsebene sehr heterogen ist. Bezogen auf das Emissionsvolumen stand in 2023 ein Anteil von rund 14% zu Buche (Vorjahr: 11%).

EUR-Benchmarks (ESG): Emissionsvolumen



EUR-Benchmarks (ESG): Anteile am Gesamtmarkt

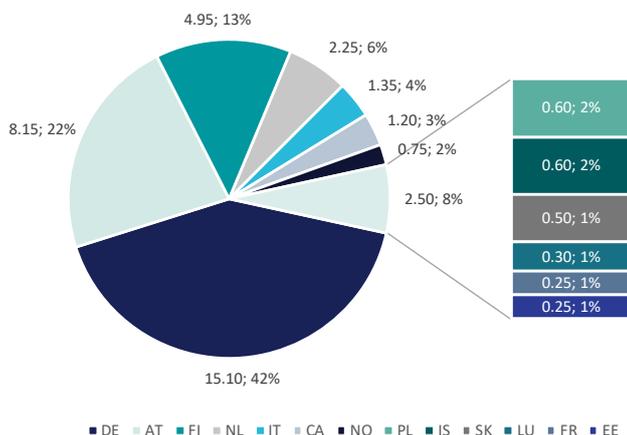


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

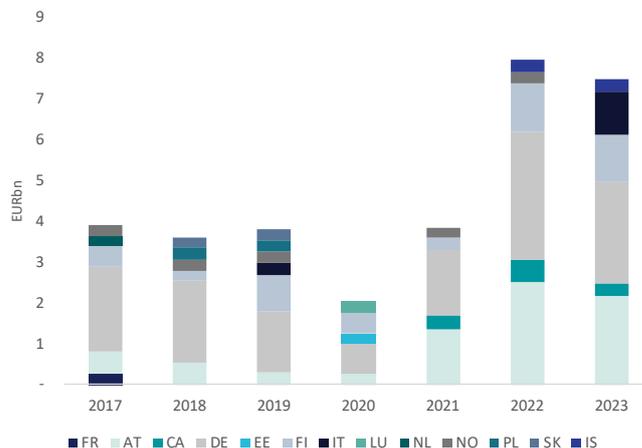
### EUR-Subbenchmarksegment in 2023 mit generischem Wachstum

Etwas zurückhaltender als in 2022 präsentierte sich das Segment der EUR-Subbenchmarks in den vergangenen zwölf Monaten. Während hier 2022 frische Ware im Volumen von EUR 8,0 Mrd. am Markt platziert wurde, belief sich das Emissionsvolumen am Ende des Jahres 2023 auf EUR 7,5 Mrd. Wir sehen das aber weiterhin als Indikation für ein generisches Wachstum dieses bedeutenden Nischenmarktes an. Mit der Landsbankinn (IS) sowie der Bank für Tirol und Vorarlberg (AT) zeigten sich in 2023 somit auch zwei neue Emittenten auf dem Parkett. Die Sparkasse Hannover (DE), die bisher mit Hypothekendarlehen im Subbenchmarkformat am Markt aktiv war, konnte im November erstmals einen Öffentlichen Pfandbrief in diesem Segment platzieren.

EUR-Subbenchmarkvolumen nach Land (in EUR Mrd.)



EUR-Subbenchmarks: Emissionsvolumen



Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

### NORD/LB Issuer Guide 2023 als Nachschlagewerk für den Covered Bond-Markt

Im August 2023 haben wir die elfte Ausgabe unseres [NORD/LB Issuer Guide Covered Bonds](#) veröffentlicht. Die Publikation liefert wie gewohnt einen umfangreichen Überblick über den Covered Bond-Markt. Der Fokus des Issuer Guides liegt dabei auf den Emittenten von Covered Bonds sowie den entsprechenden Deckungsstücken. Die Studie umfasst Informationen von 180 Instituten, die jeweils über ausstehende EUR-Benchmark- und/oder Subbenchmarkemissionen verfügen. Es wurden die Daten von weit mehr als 200 Cover Pools aus 27 Jurisdiktionen zusammengetragen. Darüber hinaus haben wir uns im Rahmen der Regelpublikationen „Transparenzvorschrift §28 PfandBG“ ([Ausgabe Q3/2023](#)) sowie „Risikogewichte und LCR-Level von Covered Bonds“ ([Ausgabe 02/2023](#)) auch in den vergangenen zwölf Monaten regelmäßig spezifischen Datenveröffentlichungen sowie regulatorischen Aspekten gewidmet. Diese und weitere Publikationen finden sich hier: [NORD/LB Floor Research](#). Wenn Sie keine aktuellen Informationen verpassen möchten, nehmen wir Sie gerne auf unseren [Floor Research Newsletter-Verteiler](#). Den Fokus auf spezifische Covered Bond-Märkte haben wir unter anderem im Zuge des „[The Southern European Covered Bond Roundtable 2023](#)“ sowie des „[The UK Covered Bond Roundtable](#)“ gelegt. Dem geänderten geldpolitischen Umfeld und den Auswirkungen auf das Covered Bond-Segment haben wir uns im Rahmen der Sonderstudie „[Rückzug der EZB – Nachfrage und Investorenverhalten im Covered Bond-Segment](#)“ gewidmet. Eine Analyse zum [Pfandbriefmarkt in 2023](#) haben wir in unserer Publikationsreihe NORD/LB Covered Bond Specials veröffentlicht sowie im Zuge unseres Beitrags zum [BondGuide Jahresausgabe „Green & Sustainable Finance 2023“](#) einen Fokus auf grüne und soziale Bonds aus Deutschland gelegt. Auch hier durften Pfandbriefe keineswegs fehlen.

### Fazit

Auch die vergangenen zwölf Monate markierten ein besonderes Covered Bond-Jahr. Spreadausweitungen gehörten 2023 ebenso zur Gemengelage wie ein hohes Emissionsaufkommen. Kurze Laufzeiten dominierten den Primärmarkt und sowohl die Emittenten- als auch die Investorenseite mussten sich mit der neuen Geldpolitik der EZB auseinandersetzen. Am Jahresende war am Primärmarkt etwas die Luft raus – doch bereits seit wenigen Handelstagen steht fest „Neues Jahr, neues Glück!“

## SSA/Public Issuers

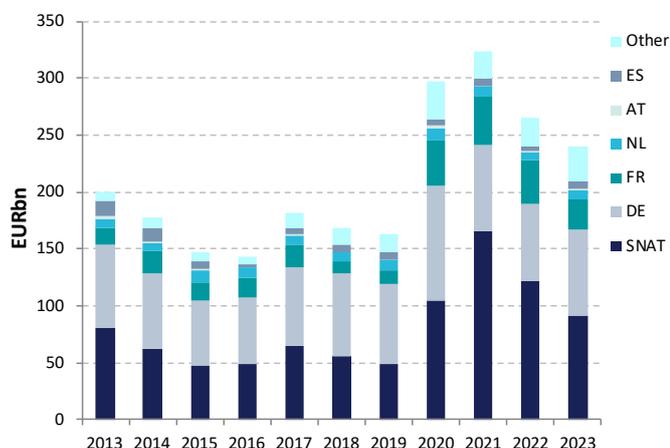
### SSA: Jahresrückblick 2023

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

#### Einleitung

Im Rahmen unserer ersten Ausgabe des neuen Jahres wollen wir aus gegebenem Anlass einen Blick in den Rückspiegel werfen und den SSA-Markt 2023 in EUR mit dem gebotenen Abstand trotz geopolitischer Verwerfungen betrachten. Insgesamt war das vergangene Jahr für die Emittenten in unserer Coverage durch signifikant gestiegene Refinanzierungskosten geprägt. Da die EZB wie erwartet die geldpolitische Handbremse weiter angezogen hat, widmen wir uns den ereignisreichen Vorkommnissen in einem [gesonderten Artikel](#) im Rahmen dieser Ausgabe. Insbesondere aufgrund des weiter voranschreitenden Bilanzabbaus des Eurosystems im Rahmen des PSPP sowie der kontinuierlich gestiegenen Leitzinsen mit vielen großen und kleinen Schritten erhalten die Investoren wieder einen nennenswerten Kupon. Wir versuchen, diese Nachfrage und das weiterhin erhebliche Neuangebot an Anleihen auf den kommenden Seiten einzuordnen.

#### EUR-Benchmark-Emissionsvolumina



#### EUR-Benchmark-Emissionsvolumina 2023



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

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

#### Emissionsvolumen weiterhin auf hohem, aber rückläufigem Niveau

Das Emissionsvolumen befand sich im Jahr 2023 mit EUR 248,1 Mrd. weiterhin auf einem im Zeitverlauf betrachtet hohen Niveau. Dieses ist zwar im Vergleich zu 2022 und insbesondere 2021 merklich niedriger ausgefallen, weist jedoch nach wie vor ein um circa 52% höheres Volumen als vor der COVID-19-Pandemie auf. Immerhin: Das Virus und seine Nachwirkungen rückten vergangenes Jahr erneut stärker in den Hintergrund – trotz diverser Erkrankungen im Familien- und Bekanntenkreis im IV. Quartal 2023. Anders stand es um jene Themen, die uns bereits 2022 Sorgen bereiteten: Der anhaltende Krieg in der Ukraine und die damit einhergehende Energie(preis)krise sorgten weiterhin für wirtschaftliche Unsicherheit. Dazu kamen seit Oktober die entsetzlichen Ereignisse in Israel und Gaza, welche die geopolitische Gemengelage nochmals verschärften.

### **Massive Konzentration auf das erste Halbjahr**

Das Emissionsmuster in 2023 wandelte erneut in den Fußstapfen der vorherigen Jahre: Mit EUR-Benchmarks von über EUR 51 Mrd. war der Januar wieder der betriebsamste Monat. 2022 betrug dieser Wert rund EUR 44 Mrd. Platz 2 beanspruchte indes der Februar mit einem Volumen von rund EUR 38 Mrd. für sich. Der Mai kletterte 2023 auf ein Volumen von knapp über EUR 27 Mrd. und fand sich somit letztlich auf Platz 3 wieder. Engster Verfolger auf das Siegertreppchen war der April, welcher nur EUR 250 Mio. hinter dem Mai den vierten Platz bekleidete. Wenig überraschend waren die Monate November und Dezember die inaktivsten. Für den Dezember kann man dies auch wörtlich nehmen, schließlich wurde nicht eine einzige Neuemission in diesem Monat registriert. Darüber hinaus hatten auch die Sommermonate Juli und August nicht sonderlich viel neue Ware zu bieten. Die Aktivitäten im abgelaufenen Jahr überstiegen somit die bisher (vor der Pandemie) stärksten Jahre 2011 und 2012 bei Weitem. Ein abermaliger Rekord nach 2021 war jedoch nicht möglich. Alles in allem wurde ein starkes Emissionsvolumen (Benchmark) von EUR 248,1 Mrd. (Vorjahr: EUR 270,4 Mrd.) aufgestellt. Der Durchschnitt von 2008 bis 2019 beträgt als Vergleichsmaßstab EUR 172,5 Mrd. Die Anzahl der EUR-Benchmarks lag in 2023 mit 171 hingegen deutlich über den von uns erfassten 154 Anleihen aus dem Jahr 2022.

### **Publikationen in 2023**

Neben unseren ad hoc-Publikationen zu marktbewegenden Ereignissen, zum Beispiel die für 2024 wegweisende [EZB-Entscheidung im Dezember](#), blieben wir auch 2023 wie der Schuster bei seinen Leisten: Im August erschien die neueste Ausgabe des [Issuer Guide – Deutsche Länder 2023](#) und erfreute sich – nicht ohne etwas Stolz – großer Beliebtheit. Für uns ist es zudem stets interessant zu sehen, wie Ihr Interesse für sog. Nischenprodukte wächst. Auch das Segment „Beyond Bundesländer“ kam nicht zu knapp: [Spanische Regionen](#) und den [Großraum Paris](#) konnten wir hier bereits detaillierter beleuchten. Dazu gesellte sich eine Publikation zur [City of Amsterdam](#). Mit dem letzten Handelstag 2023 konnten wir auch unser Update der jährlichen [Belgien-Studie](#) finalisieren. Innerhalb der Emittentengruppe der Supranationals und Agencies erschienen unsere Issuer Guides wieder aufgeteilt nach den einzelnen Submärkten. Veröffentlicht wurden hier in 2023 [Deutsche](#), [Französische](#), [Niederländische](#), [Österreichische](#), [Skandinavische](#) sowie [Spanische Agencies](#). Aus dem Segment der Supranationals beleuchteten wir [Europäische Supras](#). Flankiert wurden diese Jahrespublikationen von insgesamt 37 Ausgaben unserer Wochenpublikation sowie digitalen Kapitalmarktkonferenzen bzw. Spotlights zu ausgewählten Themen. Außerdem freute uns, dass vergangenes Jahr unsere Kapitalmarktkonferenz im Schloss Herrenhausen wieder gänzlich in Präsenz stattfand.

### **Kurzer thematischer Abriss wichtiger Themen in 2023**

Der Krieg ist zurück in Europa. Diese lange Zeit undenkbarer Tatsache bewegte uns auch im vergangenen Jahr und noch ist kein Ende in Sicht. Experten reden unlängst von einem Patt in einem Stellungskrieg, ähnlich wie im Ersten Weltkrieg. Die Gemengelage in Israel und dem Gaza-Streifen seit Oktober entwickelte sich nicht weniger unübersichtlich und birgt weiterhin reichlich Zündstoff zur Eskalation. Geldpolitisch setzen die Notenbanken ihren Zinsanhebungszyklus fort. Ganze sechs aufeinanderfolgende Leitzinserhöhungen erlebten wir in der Eurozone. Fundingseitig stach erneut die EU heraus und bestätigte ihre Rolle als neuer Superemittent auch in 2023 (EUR 120 Mrd. inkl. Taps). Doch auch eine KfW sah sich in dieser Zeit gezwungen, Rekorde zu verteidigen. Mit einem Fundingvolumen von EUR 90 Mrd. lag die deutsche Förderbank dabei knapp über dem Niveau des Vorjahres. Wir beleuchten im weiteren Verlauf des Artikels die Themen, die uns und/oder den Markt dieses Jahr bewegt haben.

**EU: NGEU bittet zur Halbzeit, MFA+, REPowerEU**

Für die alles überragende Europäische Union prognostizierten wir in 2023 ein Funding von circa EUR 125-135 Mrd. Dies wären rein rechnerisch rund EUR 2,5 Mrd. pro voller Kalenderwoche gewesen. Doch schon mit der Veröffentlichung des ersten Fundingplans für H1/2023 wurden wir jäh überrascht: Entgegen unserer Erwartung, dass die EU in der ersten Jahreshälfte ein Ziel von EUR 50-60 Mrd. anpeilt, gab die EU-Kommission bekannt, dass sie mit beachtlichen EUR 80 Mrd. auf die Investoren zugehen würde. Allein EUR 70 Mrd. entfielen hiervon auf das NGEU-Programm und EUR 10 Mrd. auf das neue Unterstützungsprogramm für die Ukraine (MFA+). In der zweiten Jahreshälfte wurde das Volumen dann deutlich zurückgefahren: Der Fundingplan für Juli bis Dezember 2023 sah die Emission von Anleihen im Umfang von „lediglich“ EUR 40 Mrd. vor. Insgesamt belief sich das Funding der EU in 2023 auf EUR 120 Mrd. und somit letztlich sogar unterhalb unserer Schätzung. Zurück zu NGEU, welches im vergangenen Jahr zur Halbzeit bat: Bis 2026 sollen hierfür rund EUR 806,9 Mrd. eingesammelt werden – zum Jahresende 2023 füllte sich der Topf bereits auf schätzungsweise EUR 200 Mrd. Davon sollen in Summe rund 30% mittels Green Bonds eingesammelt werden, was die Signifikanz von ESG-Bonds mehr als verdeutlicht. Im Zuge dessen stellt die EU ein [Tool](#) zur Verfügung, anhand dessen die Green Bond-Erlöse je nach Empfängerland getrackt werden können. Von den bisher genehmigten Aufbau- und Resilienzplänen, welche das Kernstück des NGEU-Programms bilden, belaufen sich die erwarteten Ausgaben auf eine Summe von EUR 515,1 Mrd., wovon EUR 190,6 Mrd. für eine Finanzierung durch Green Bonds in Frage kommen. Eine Auflistung der bisher insgesamt erfolgten Zahlungen aus der RRF, welche sich ihrerseits aus Zuweisungen und Darlehen zusammensetzen, entnehmen Sie bitte der untenstehenden Tabelle. Mit EUR 85,4 Mrd. erhielt Italien zum Ende 2023 den Löwenanteil an finanziellen Mitteln aus der RRF, was rund 46,0% des aktuellen Gesamtvolumens entspricht. Außerdem beabsichtigt die EU-Kommission im Rahmen von REPowerEU, bis 2050 klimaneutral zu werden. Die Transformation des Energiesystems Europas ist in doppelter Hinsicht dringend: Sie dient dazu, die Abhängigkeit der EU von fossilen Brennstoffen aus Russland zu beenden, die als wirtschaftliche und politische Waffe genutzt werden sowie den europäischen Steuerzahlern jährlich Kosten (laut Kommission) in Höhe von knapp EUR 100 Mrd. verursachen, und trägt zur Bewältigung der Klimakrise bei. Darüber hinaus wurde auch das außerordentliche MFA-Programm für die Ukraine mit einem zusätzlichen Paket in Höhe von EUR 16,5 Mrd. aufgestockt.

**RRF: Bisherige Zahlungen an 22 Mitgliedsstaaten (EUR 185,6 Mrd.)**

<b>Österreich</b>	EUR 1.150 Mio.	<b>Griechenland</b>	EUR 11.091 Mio.
<b>Belgien</b>	EUR 770 Mio.	<b>Italien</b>	EUR 85.441 Mio.
<b>Bulgarien</b>	EUR 1.369 Mio.	<b>Lettland</b>	EUR 438 Mio.
<b>Kroatien</b>	EUR 2.918 Mio.	<b>Litauen</b>	EUR 831 Mio.
<b>Zypern</b>	EUR 242 Mio.	<b>Luxemburg</b>	EUR 32 Mio.
<b>Tschechien</b>	EUR 1.843 Mio.	<b>Malta</b>	EUR 93 Mio.
<b>Dänemark</b>	EUR 503 Mio.	<b>Portugal</b>	EUR 5.142 Mio.
<b>Estland</b>	EUR 365 Mio.	<b>Rumänien</b>	EUR 9.117 Mio.
<b>Finnland</b>	EUR 271 Mio.	<b>Slowakei</b>	EUR 1.930 Mio.
<b>Frankreich</b>	EUR 22.518 Mio.	<b>Slowenien</b>	EUR 281 Mio.
<b>Deutschland</b>	EUR 2.250 Mio.	<b>Spanien</b>	EUR 37.037 Mio.

### Kroatien tritt ESM als 20. Mitglied bei

Hinsichtlich der Mitglieder befindet sich der ESM weiter im Wandel: Nachdem bereits im Dezember 2022 dem Mitgliedsantrag Kroatiens zugestimmt wurde, trat das Land dem ESM im März offiziell als 20. Mitgliedsstaat bei. Die Beteiligung am Kapitalstock beläuft sich dabei in den ersten zwölf Jahren auf EUR 3,7 Mrd., wovon EUR 422,3 Mio. in fünf jährlichen Tranchen eingezahlt werden. Dadurch bedingt, dass das kroatische BIP pro Kopf unterhalb von 75% des EU-Durchschnitts rangiert, profitiert der Staat von einer temporären Korrekturphase, welche bis 2035 andauert. Anschließend wird das gezeichnete Kapital um EUR 2,04 Mrd. auf EUR 5,74 Mrd. angepasst sowie darüber hinaus das eingezahlte Kapital um EUR 233 Mio. auf insgesamt EUR 655,3 Mio. erhöht.

### Ausgewählte Ratingänderungen

Auch im vergangenen Jahr kam es zu erwähnenswerten Ratingänderungen: Die wichtigste von ihnen stammt zwar nicht direkt aus dem SSA-Segment, hat jedoch für jenes weitreichende Folgen. Ende April sah sich die Ratingagentur Fitch dazu veranlasst, die Bonitätsstufe des französischen Staates von „AA“ auf „AA-“ (Ausblick: stabil) herabzustufen. Grund für dieses Downgrade sind, wie so oft bei öffentlichen Emittenten, die divergierenden Entwicklungen von Einnahmen (niedriger) und Ausgaben (höher) sowie die bis 2027 prognostizierte weiter ansteigende Staatsverschuldung. Hinzu gesellen sich steigende Zinsausgaben und ein gebremstes Wachstum, nicht nur aufgrund sozialer Unruhen. Diese Herabstufung Frankreichs führte nun unmittelbar zu einem Downgrade der EFSF: Ebenfalls von „AA“ auf „AA-“. Darüber hinaus hatte dies massive Auswirkungen auf das französische SSA-Segment. Am 12. Mai gab Fitch bekannt, das Rating 27 staatsnaher Emittenten (Government-Related Entities, GRE) der „Grand Nation“ herabzustufen. Die Liste der betroffenen Institutionen umfasst unter anderem 14 Emittenten, deren Ratings mit denen des französischen Staates gleichgesetzt werden. Bei ihnen handelt es sich (alphabetisch, kursiv in unserer Coverage befindlich) um: *Action Logement Groupe*, *Action Logement Immobilier*, *Action Logement Services*, *Agence centrale des organismes de sécurité sociale (ACOSS)*, *Agence française de développement (AFD)*, *Assistance publique - Hôpitaux de Paris (AP-HP)*, *Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale (CADES)*, *Caisse des dépôts et consignations (CDC)*, *Caisse nationale des autoroutes (CNA)*, *Bpifrance*, *Régie autonome des transports Parisiens (RATP)*, *SNCF Réseau*, *Société du Grand Paris (SGP)* sowie *Unédic*. Für Informationen zu weiteren betroffenen GREs verweisen wir an dieser Stelle auf unsere [Wochenpublikation vom 07.06.](#) Auf supranationaler Ebene entschied sich Moody's dazu, das Rating der Council of Europe Development Bank (Ticker: COE) von „Aa1“ auf die Bestnote „Aaa“ (Ausblick: stabil) anzuheben. Die Risikoexperten begründeten dies mit einer wesentlichen Verbesserung der Kreditwürdigkeit im Zuge des neuen strategischen Rahmens sowie einer Erhöhung des eingezahlten Kapitals (EUR 1,2 Mrd.). Werfen wir einen Blick nach Spanien: Die Regionen Andalusien (Ticker: ANDAL) und Madrid (Ticker: MADRID) konnten sich beide über eine Ratingverbesserung freuen. S&P hob die Bonitätsstufe Andalusiens von „BBB+“ auf „A-“ (Ausblick: stabil), während Madrid von Fitch nunmehr statt „BBB“ mit „BBB+“ und ebenfalls stabilem Ausblick bewertet wird. Eine letzte nennenswerte Ratingänderung führt uns über den Atlantik nach Kanada: Die Provinz British Columbia (Ticker: BRCOL) wurde von S&P vor dem Hintergrund eines umfangreichen Investitionsplanes, der bereits jetzt weite Teile des erwarteten Haushaltsüberschusses vereinnahmt, von „AA+“ auf „AA“ (Ausblick: negativ) herabgestuft. Ein Update unserer Publikation zu kanadischen Sub-Sovereigns planen wir für Q1/2024.

### Revision der EZB-Repo-Sicherheitenregeln

2023 brachte auch aus regulatorischer Perspektive einige wichtige Änderungen mit sich. Insbesondere für die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für das SSA-Segment ergaben sich wesentliche Neuerungen, denen wir uns im Folgenden erneut kurz widmen möchten. Im Rahmen ihres Statuts ist ein Zugang zu EZB-Liquidität ausschließlich auf besicherter Basis möglich. Welche Assets dabei als Sicherheiten genutzt werden können, definiert die EZB über ihr [General framework](#) sowie ihr [Temporary framework](#). Die EZB-fähigen Sicherheiten (marktfähig) werden ihrerseits in fünf Haircutkategorien unterteilt, die sich hinsichtlich der Emittentenklassifizierung und der Art der Sicherheit unterscheiden. Die Haircutkategorie ist dabei maßgeblich für die Bewertungsabschläge, denen bestimmte Schuldtitel unterliegen. Die Abschläge unterscheiden sich zudem je nach Restlaufzeit und Kuponstruktur, wobei die Bewertungsabschläge für Anleihen mit variablen Kupons denen festverzinslicher Bonds (der jeweiligen Kategorie) entsprechen. In 2023 hat sich hinsichtlich der Frage, welche Assets in welche Haircutkategorie einzuordnen sind, einiges getan. Da aus Sicht des EZB-Rates das Risikoprofil von Jumbo-Pfandbriefen denen von anderen gesetzlich geregelten, gedeckten Schuldverschreibungen und Multi-cédulas (spanische gedeckte Gemeinschaftsanleihen) ähnelt, wurde beschlossen, dass für alle Vorgenannten fortan dieselben Bewertungsabschläge der Haircutkategorie II gelten sollen. Weiterhin sind von der EU begebene Schuldtitel ab sofort der Haircutkategorie I (vormals Kategorie II) zugeordnet. Neu ist darüber hinaus, dass Instrumente mit der längsten Restlaufzeit von mehr als zehn Jahren in drei neue Kategorien verortet werden: Zehn bis 15 Jahre, 15 bis 30 Jahre sowie 30 Jahre oder mehr. Damit und in Verbindung mit der Entscheidung, eine laufzeitabhängige theoretische Bewertungskorrektur anzuwenden, soll die Granularität der Risikodeckung dieser theoretischen Bewertung verbessert werden, was insbesondere für Instrumente mit längeren Laufzeiten relevant ist. Auch Hinsichtlich der Bewertungsabschläge innerhalb der einzelnen Haircutkategorien hat sich in 2023 einiges getan. Vor dem Hintergrund der Pandemie hatte die EZB im April 2020 umfassende temporäre Anpassungen des Sicherheitenrahmenwerks angekündigt, die darauf ausgerichtet waren, mögliche Liquiditätsverspannungen an den Finanzmärkten des gemeinsamen Währungsraumes abzumildern. Ursprünglich sah die [temporäre Anpassung](#) eine generelle Reduzierung der Sicherheitenabschläge um 20% bis September 2021 (später bis Juni 2022) vor. Mit Beschluss des EZB-Rates vom 23. März 2022 wurde dies sukzessive beendet: Ab dem 08. Juli 2022 bis Ende Juni 2023 galt eine Pauschalabsenkung der Haircuts von 10%. Seit Juli 2023 gelten nunmehr die Regelungen aus der neuesten Fassung der [Leitlinie \(EU\) 2016/65](#), mit welcher es durch die bereits erwähnte Gleichbehandlung von Bonds mit fixen und variablen Coupons augenscheinlich zu einer systematischen Vereinfachung kommt und mit der die Bewertungsabschläge mindestens zu ihren Vorpandemieniveaus zurückkehren, bzw. teilweise sogar angehoben wurden. Durch die angesprochene Bildung drei neuer Kategorien für Laufzeiten von zehn Jahren oder mehr kommt es ebenfalls zu höheren Abschlägen für längere Laufzeiten. Anstatt des angekündigten „schrittweisen Ansatzes“ um die „Risikotoleranz des Eurosystems allmählich wieder auf das Vorpandemieniveau“ zu verringern, wurde am Ende des Tages von der EZB sogar nochmals nachgeschärft. Für weitere Informationen zu den EZB-Repo-Sicherheitenregeln verweisen wir an dieser Stelle auf unsere [Wochenpublikation vom 15.11.](#) sowie unseren [Issuer Guide – Deutsche Länder 2023](#). Ein kleiner Hinweis auch zum Thema [Risikogewicht](#): Zum Ende 2023 lief die nächste Stufe des [Artikel 500a CRR](#) aus, wonach für Risikopositionen in einer Währung, die nicht die Heimatwährung des jeweiligen Landes ist, aber Heimatwährung eines anderen Mitgliedstaates, nunmehr 50% des nach Art. 114 Abs. 2 CRR bestimmten Risikogewichtes anzusetzen sind. In 2023 betrug dieser Wert noch 20%.

**Unsere Coverage: Emittenten gingen, neue kamen dazu**

Nachdem wir in 2022 zwei Emittenten (HSHFF und IINVBK) aus unserer Coverage verabschieden und ebenso drei neue Gesichter (IDBINV, LFIESG und IDFMOB) begrüßen durften, verlief 2023 in dieser Hinsicht weniger spektakulär. Aus dem Segment der deutschen Förderbanken beleuchteten wir erstmalig detailliert die Investitions- und Strukturbank Rheinland-Pfalz (Ticker: ISBRLP) im Rahmen unseres [Issuer Guide – Deutsche Agencies 2023](#). Die ISBRLP unterstützt über Förderprogramme Privatperson, als auch regionale Unternehmen und Kommunen des Landes bei ihren Tätigkeiten im gewerblichen und wohnwirtschaftlichen Bereich. In der Wirtschaftsförderung ergänzt die ISBRLP ihr strategisches Förderangebot (z.B. zinsgünstige Darlehen, Zuschüsse) durch Beratungsleistungen. Der Haftungsmechanismus der Bank setzt sich zusammen aus einer explizierten Garantie des Landes Rheinland-Pfalz, der Anstaltslast und der Gewährträgerhaftung. Aufgrund dieser starken Haftungsregelung sind Forderungen gegenüber der ISBRLP folglich gemäß [CRR](#)/Basel III mit einem Risikogewicht von 0% ansetzbar. Ebenfalls in unsere Coverage aufgenommen haben wir die Magyar Export-Import Bank (Ticker: MAEXIM). Wie aus dem Namen wenig überraschend erkennbar ist, liegt der Fokus der MAEXIM auf der Förderung ungarischer Exporte über die Vergabe von Krediten und Exportgarantien an kleine und mittlere Unternehmen. Bei ihrer Geschäftstätigkeit wird die Erreichung von Klimazielen sowie einer nachhaltigen Zukunft priorisiert. Die Refinanzierung der MAEXIM wird durch einen jährlich neu festgelegten, staatlich garantierten Rahmen abgesichert.

**Das Drama des Bundeshaushaltes: Schuldenbremse doch zum vierten Mal ausgesetzt**

Noch Anfang November sah es danach aus, als würde die Bundesrepublik Deutschland die Schuldenbremse im Jahr 2023 neuerlich einhalten können, nachdem diese in den drei Jahren zuvor als Folge von COVID-19 und der Energiepreiskrise ausgesetzt worden war. Mit einem Nachtragshaushalt hatte der Bund im Zuge von Corona die Kreditermächtigungen im Jahr 2021 um EUR 60 Mrd. aufgestockt. Am Ende wurde das Geld nicht für die Bewältigung der Pandemie und ihrer Folgen benötigt. Die Bundesregierung schichtete das Geld schließlich – mit Zustimmung des Bundestages und rückwirkend – in den sogenannten Klima- und Transformationsfonds um. Eine vermeintliche Win-Win-Situation, dem die Verfassungsrichter in Karlsruhe nun allerdings am 15. November einen Riegel vorschoben; Diagnose: verfassungswidrig. Es folgten wochenlange Schuldzuweisungen, Debatten und ein Koalitionsausschuss. Am Ende wurde die Schuldenbremse für das Jahr 2023 erneut ausgesetzt und so der Weg für einen Nachtragshaushalt freigemacht. Nach erfolgter Vermessung der Finanzlücke fehlen nunmehr für 2024 rund EUR 17 Mrd., welche u.a. durch Einsparungen, etwa den Wegfall „klimaschädlicher“ Subventionen, oder Einnahmeerhöhungen z.B. Besteuerung von Kerosin unter Einhaltung der Schuldenbremse geschlossen werden soll. Die Bundesregierung behält sich jedoch weiter vor, bei einer Verschlechterung der militärischen oder finanziellen Lage der Ukraine im von Russland begonnenen Krieg nachträglich dennoch die Notfallklausel der Schuldenregel zu ziehen.

**Ein kurzer Blick auf das Segment für deutsche Kommunalanleihen**

Aus dem Segment der deutschen Kommunalanleihen gab es im vergangenen Jahr wenig Neues zu berichten. Einzig die Stadt Dortmund (Ticker: DRTMND) zeigte sich Ende Mai am Markt und sammelte EUR 110 Mio. über sieben Jahre ein. Der finale Spread lag bei ms +38bp. Die Anleihe ist mit einem Kupon von 3,25% ausgestattet. Für weitere Informationen über den Markt für deutsche Kommunalanleihen verweisen wir an dieser Stelle auf unsere [Wochenpublikation vom 27.09.](#)

### Das SSA-Segment im Rahmen des PSPP/PEPP

Die Reinvestitionen im Zuge des PSPP sind zum Juli 2023 ausgelaufen und für das neue Jahr zeichnet sich auch beim PEPP eine Verringerung der Volumina ab. So war der einzige Neu-ling auf unserer Liste (aber nicht in unserer Coverage) der Ankäufe dieses Jahr die litauische UAB Valstybės investicinės kapitalas (Ticker: VLSTIK). Zwei ISINs des Emittenten fanden sich 2023 in den Büchern des Eurosystems wieder. Sonst gab es wenig Überraschungen: Deutsche Länder waren nach wie vor das am stärksten nachgefragte Sub-Segment des europäischen SSA-Markts. Stand Ende 2023 wurden seit 2015 590 unterschiedliche deutsche Anleihen von der EZB bzw. den dazugehörigen Notenbanken erworben. Damit stieg die Summe im vergangenen Jahr um 35 neue ISINs Deutscher Länder. Am häufigsten vertreten sind Anleihen aus Nordrhein-Westfalen (Ticker: NRW) und Niedersachsen (Ticker: NIESA) mit 83 respektive 65 angekaufter ISINs. Abseits Deutscher Länder fanden sich zum Jahresende 2023 140 seit 2015 erworbene Anleihen anderer europäischer, regionaler Emittenten in den Büchern des Eurosystems wieder. Im Vergleich zu 2022 kamen somit zehn ISINs dazu. Anleihen der spanischen Hauptstadt Madrid (Ticker: MADRID) wurden mit 24 Bonds seit 2015 am häufigsten nachgefragt, gefolgt von der belgischen Region Wallonien (Ticker: WALLOO) mit 23 ISINs. Auch weniger bekannte Ticker wie die belgischen LCFB und BRUCAP tauchen hier auf. Interessant ist unverändert, dass nicht ein einziger Bond einer italienischen Region erworben wurde. Unserer Einschätzung nach ist der Gesamtmarkt italienischer Staatsanleihen hinreichend groß, um nicht von BTPs abweichen zu müssen und den Kapitalschlüssel dennoch einhalten zu können. Dies galt in ungleich kleinerem Umfang lange Zeit auch für Österreich.

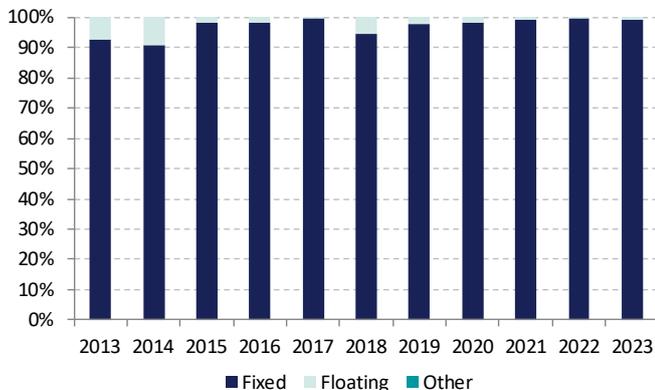
### EZB-Ankaufliste für das PSPP – regionale europäische Emittenten

Emittent	Jurisdiktion	Anzahl bereits angekaufter ISINs	Emittent	Jurisdiktion	Anzahl bereits angekaufter ISINs
BADWUR	DE	25	IDF	FR	5
BAYERN	DE	14	VDP	FR	3
BERGER	DE	59	MADRID	ES	24
BREMEN	DE	55	CASTIL	ES	6
BRABUR	DE	27	BASQUE	ES	12
HESEN	DE	56	ARAGON	ES	1
HAMBRG	DE	28	ANDAL	ES	8
NIESA	DE	65	BALEAR	ES	1
MECVOR	DE	3	JUNGAL	ES	4
NRW	DE	83	NAVARR	ES	1
RHIPAL	DE	46	GENCAT/CANARY	ES	je 1
SAARLD	DE	12	WALLOO	BE	23
SCHHOL	DE	43	FLEMSH	BE	19
SAXONY	DE	11	LCFB	BE	8
SACHAN	DE	13	BRUCAP	BE	9
THRGN	DE	23	GOVMAD	PT	4
BULABO	DE	1	AZORES	PT	9
LANDER	DE	26	NIEDOE	AT	1
<b>Summe</b>	<b>Σ</b>	<b>590</b>	<b>Summe</b>	<b>Σ</b>	<b>140</b>

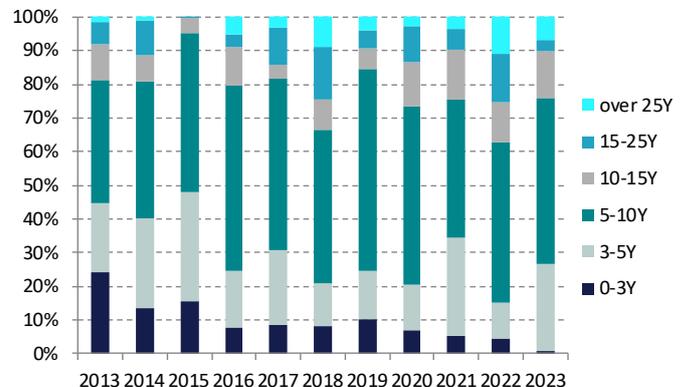
### Festkuponanleihen dominieren weiterhin das Emissionsgeschehen

Mit den seit 2008 stets gesunkenen Zinsen hatte auch die Bedeutung der Festkuponanleihen kontinuierlich zugenommen. Deren Anteil stabilisierte sich zuletzt auf äußerst hohem Niveau. In 2018 deutete sich kurzfristig eine minimale Trendumkehr an: So nahmen FRN-Emissionen das erste Mal seit 2014 wieder zu, kamen jedoch im Jahr darauf bereits (fast) wieder zum Erliegen. Der Anteil der FRN am Marktvolumen lag damals bei 5,4% und befand sich folglich nach wie vor auf niedrigem Niveau. Seit 2019 sank dieser Anteil dann von 2,2% über 1,9% (2020) und 0,8% (2021) auf einen Tiefpunkt von 0,4% in 2022. Im letzten Jahr konnte dieser Bewegung nun wieder Einhalt geboten werden, wenn auch nur minimal. In 2023 verzeichneten wir einen Anteil der FRN von 0,8%. Volumenmäßig waren somit EUR 2,0 Mrd. des gesamten EUR-Benchmark-Marktvolumens (EUR 248,1 Mrd.) mit einem variablen Zins ausgestattet. Einen wirklich großen Anteil vereinten sie auch in der Vergangenheit nie auf sich. Erst eine echte geldpolitische Normalisierung gepaart mit divergierenden Erwartungen bezüglich der mittel- bis langfristigen Entwicklung des allgemeinen Zinsniveaus könnten den Anteil an Floatern wieder deutlich stärker ansteigen lassen, wie in den Jahren 2011-2014 zu erkennen war. Wir befinden uns zwar mittlerweile am Ende des Zinserhöhungszyklus, doch ob die von uns prognostizierten Zinssenkungen ab (frühestens) H2/2024 eine nennenswerte Ausweitung des Floater-Anteils hervorrufen, bleibt abzuwarten.

#### EUR-Benchmark-Emissionen nach Kupontyp



#### EUR-Benchmark-Emissionen nach Laufzeitbereich



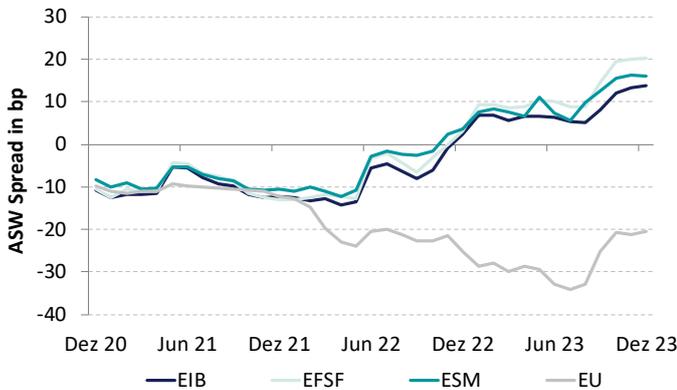
Anm.: Benchmarks werden als Anleihen mit einem Emissionsvolumen von mind. EUR 0,5 Mrd. definiert.

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

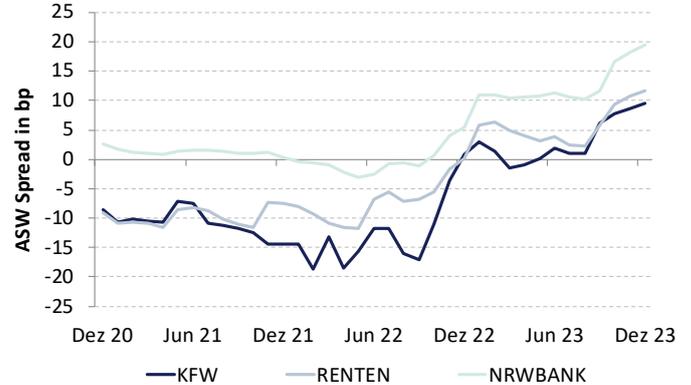
### Buckets tendieren weiter zu kürzer Laufzeiten

Die Dynamik des Marktumfeldes hinterließ im vergangenen Jahr auch hinsichtlich der Laufzeitenbuckets ihre Spuren. Kurze Laufzeiten dominierten hier bei EUR-Benchmark-Emissionen deutlich. Eine Ausnahme gab es jedoch: Der Laufzeitenbereich 0-3Y, welcher bereits seit 2020 stetig an Bedeutung verlor, lag in 2023 bei nunmehr 0,6%. Zur Erinnerung: in 2013 machte dieses Segment noch 26,0% aller EUR-Benchmark-Emissionen aus. Wie aus der Grafik oben ersichtlich, stieg allerdings der relative Anteil im Laufzeitenband von 3-5Y deutlich an. Betrug der Anteil in 2022 noch knapp 11%, kam es in 2023 zu mehr als einer Verdopplung auf knapp 26%. Der Anteil im nächstgrößeren Bucket (5-10Y) ist von 47,5% auf 49,4% ebenfalls gestiegen und auch der Bereich von 10-15Y konnte leichte Zuwächse verbuchen. Am deutlichsten einbüßen musste das Laufzeitband von 15-25 Jahren: Entfielen 2022 noch 14,2% der Emissionen in dieses Cluster, so waren es in 2023 nur noch 3,2%.

**Europäische Supras ASW Spreads 10y**



**Deutsche Agencies ASW Spreads 10y**

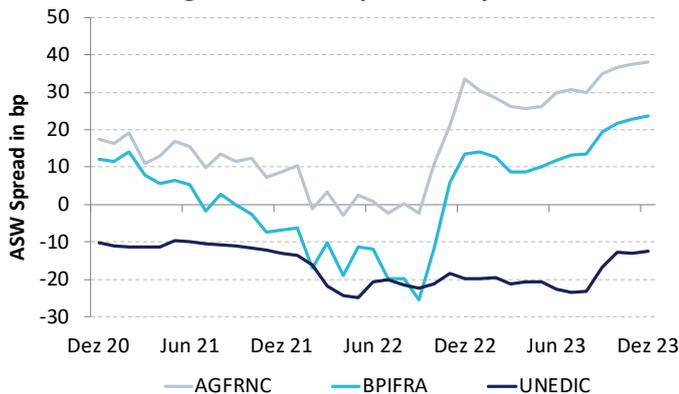


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

**Spreadverläufe zeigen im Jahresverlauf zwei Gesichter**

Die Spreadbewegungen im Zehnjahresbereich aller Sub-Assetklassen lassen sich wie folgt beschreiben: Nachdem die Spreads sich bis zur Jahreshälfte auf einem relativ konstanten Niveau eingependelt hatten, setzte in H2/2023 ein erneuter Ausweitungstrend ein. Von diesem waren nun auch deutlich die ASW-Spreads der EU betroffen, nachdem diese bis zur Jahreshälfte weiterhin nur eine Richtung kannten – und zwar die nach unten. Im Zehnjahresbereich weisen die anderen E-Supras weiterhin positive ASW-Spreads auf, während jene der EU nach wie vor mit negativem Vorzeichen versehen sind. Im Segment der deutschen Agencies konnten wir ebenfalls ein anhaltendes Repricing ab H2/2023 beobachten, wenngleich dieses weniger stark ausgeprägt war als noch in 2022. Aufgrund der Garantie vom Land NRW (und nicht vom Bund, wie es bei der KfW und Rentenbank der Fall ist) lagen die Spreads der NRW BANK im Vergleich nach wie vor leicht höher.

**Französische Agencies ASW Spreads 10y**



**Niederländische Agencies ASW Spreads 10y**



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

**Ähnliches Muster bei französischen und niederländischen Adressen**

Eine Ausweitung lässt sich ebenfalls für die französischen und niederländischen Emittenten feststellen. Auffällig ist, dass nun auch eine Ausweitung für UNEDIC zu beobachten war, wenngleich das Niveau im historischen Kontext immer noch sehr niedrig ist. Hier spielt der regulatorische Vorteil (Risikogewichtung: 0%) gegenüber BPIFRA und AGFRNC eine Rolle. Auch bei den niederländischen Agencies weiteten sich die Spreads im Jahresverlauf weiter aus.

**Ausblick**

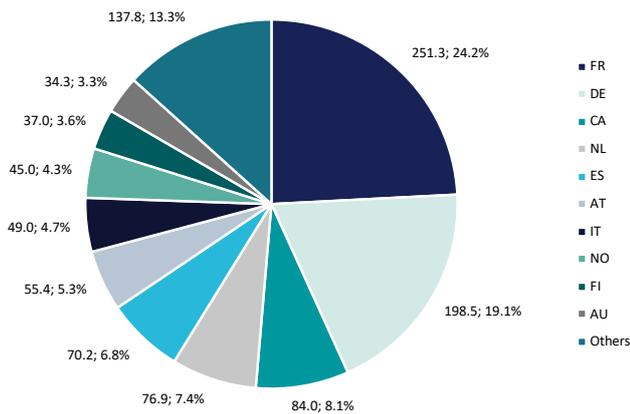
Wie im Rahmen unserer letzten Wochenpublikation 2023 mit unserem [SSA-Outlook 2024](#) dargelegt, erwarten wir, dass das SSA-Segment im Jahr 2024 weiter im Zeichen aktueller geopolitischer und ökonomischer Krisen, möglicher Zinssenkungen sowie rückläufiger Reinvestitionen in den Ankaufprogrammen der EZB stehen wird. Hier ist insbesondere das PEPP zu nennen, dessen Reinvestitionen ab H2/2024 im Durchschnitt um monatlich EUR 7,5 Mrd. reduziert werden. 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 respektive der (Nicht-)Aussetzung der Schuldenbremse – und deren möglichen Reform, sofern dafür politischer Wille besteht. Überraschungen sind an dieser Stelle möglich, wie auch im vergangenen Jahr. Apropos 2023...

**Fazit**

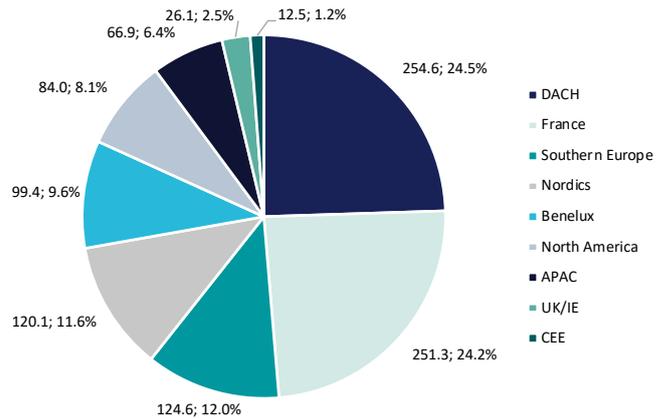
Das vergangene Jahr 2023 war abermals außergewöhnlich und lässt sich nur schwer in einen Jahresrückblick pressen. Zudem gerät Vieles zu schnell in Vergessenheit, was es rechts und links noch abseits von Inflation, Energiekrise und Kriegen gab. Insgesamt war das Emissionsvolumen von EUR-Benchmarks mit EUR 248,1 Mrd. zwar weniger voluminös als in 2022 und insbesondere 2021, befindet sich damit allerdings noch weit über dem Niveau von vor der Pandemie. Aus unserem Blickwinkel haben sich die wesentlichen Trends kaum verändert. Hinsichtlich der Laufzeitpräferenzen lag der Fokus weiterhin bevorzugt auf kürzeren anstatt ultralang laufenden Anleihen. Aufgrund der EZB-Zinsentscheidungen und dem für unser Subsegment besonders relevanten Ende aller Reinvestitionen im Rahmen des PSPP ab Juli 2023 bewegten sich die Spreads in der zweiten Jahreshälfte immer weiter nach oben. Wir wünschen allen unseren Lesern ein erfolgreiches und vor allem gesundes Jahr 2024!

# Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



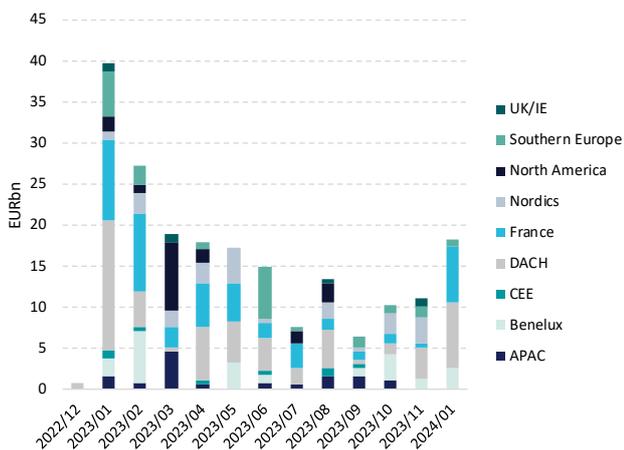
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



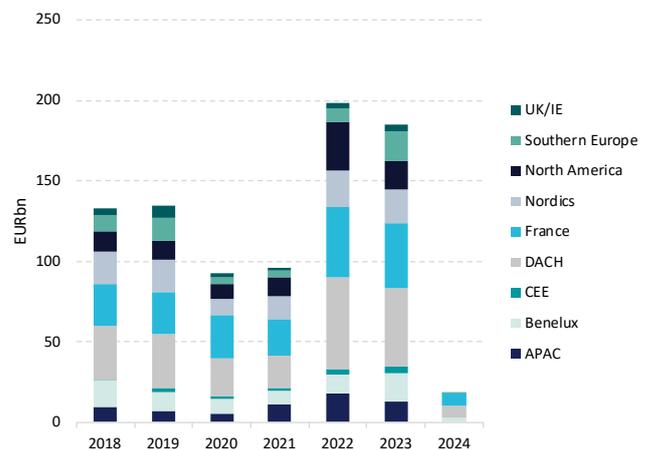
Top-10 Jurisdiktionen

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	258.3	249	23	0.97	9.4	4.8	1.30
2	DE	202.2	287	37	0.65	7.9	4.1	1.27
3	CA	82.7	61	0	1.33	5.5	2.7	1.14
4	NL	79.4	80	3	0.93	10.4	6.1	1.20
5	ES	70.2	55	5	1.16	11.1	3.3	2.03
6	AT	57.1	96	5	0.58	8.2	4.6	1.40
7	IT	49.8	60	2	0.80	8.6	3.5	1.63
8	NO	45.0	55	12	0.82	7.3	3.6	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

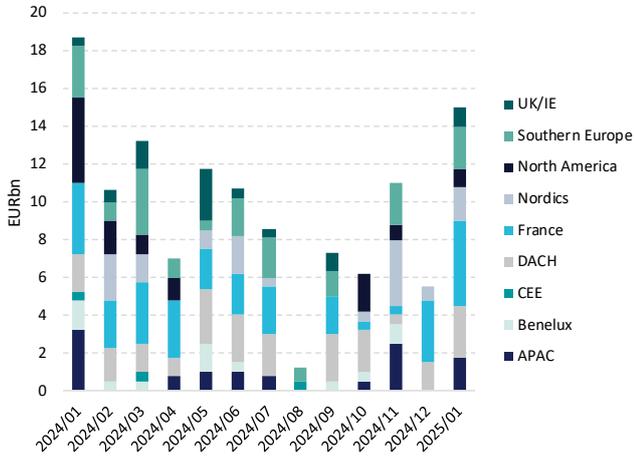


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

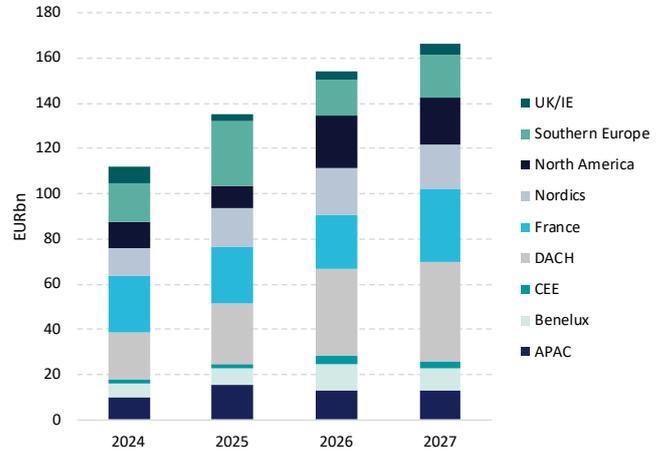


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

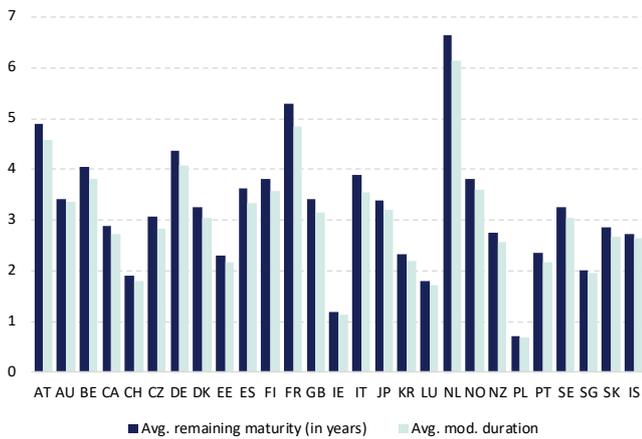
**EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat**



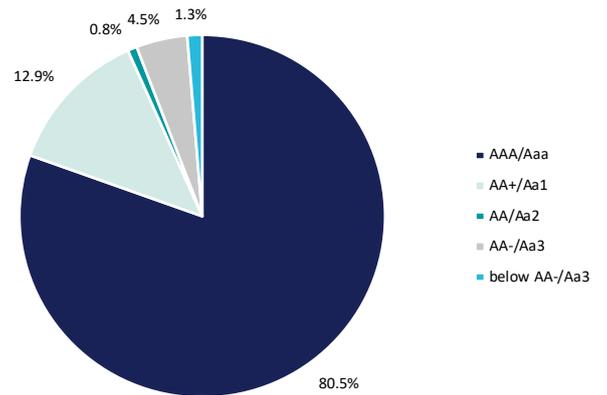
**EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr**



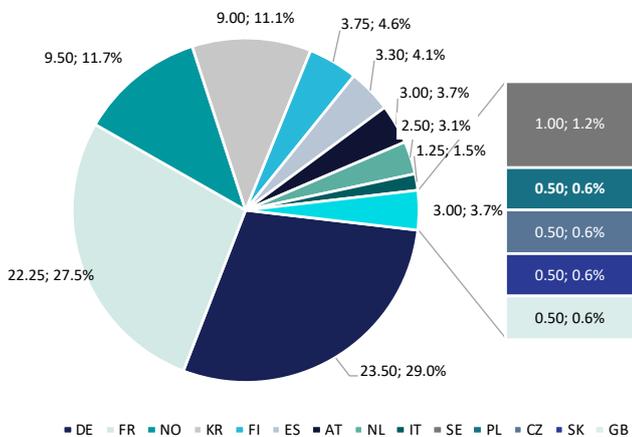
**Modified Duration und Restlaufzeit nach Land**



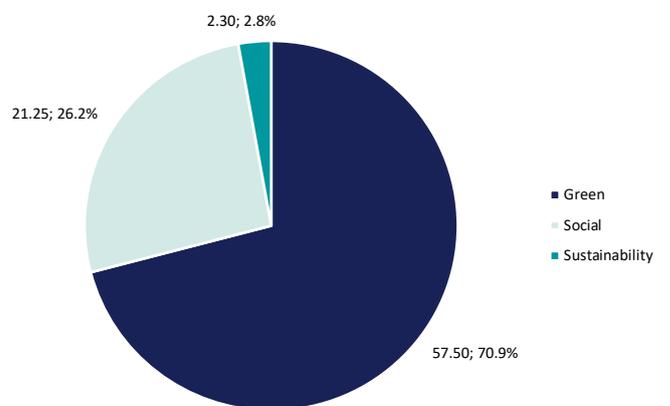
**Ratingverteilung (volumengewichtet)**



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

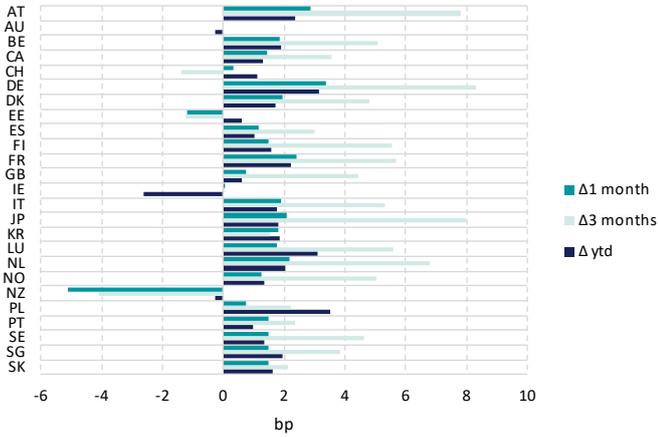


**EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)**

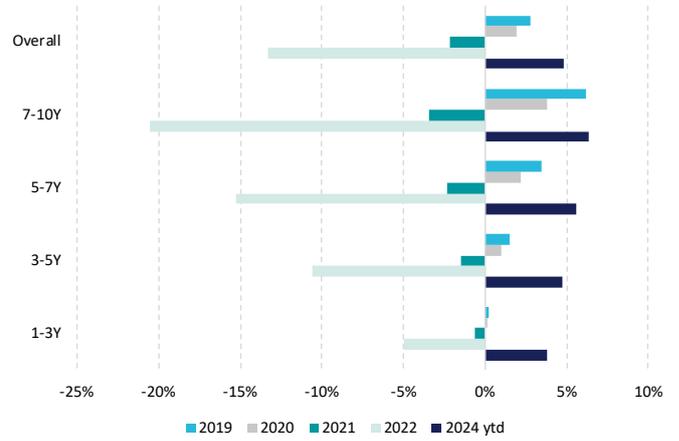


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

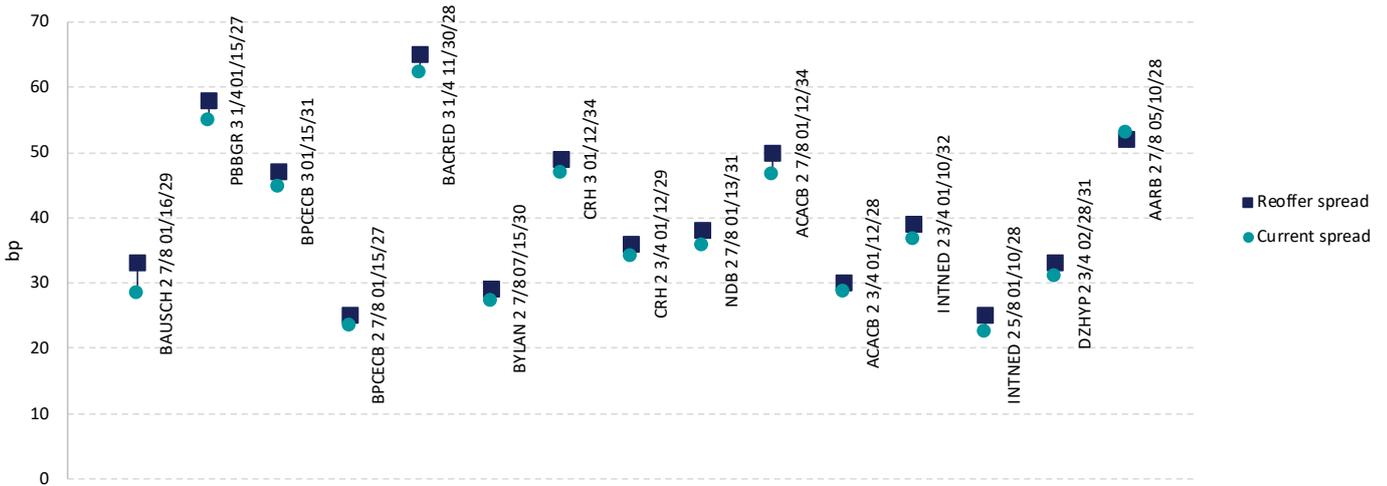
**Spreadveränderung nach Land**



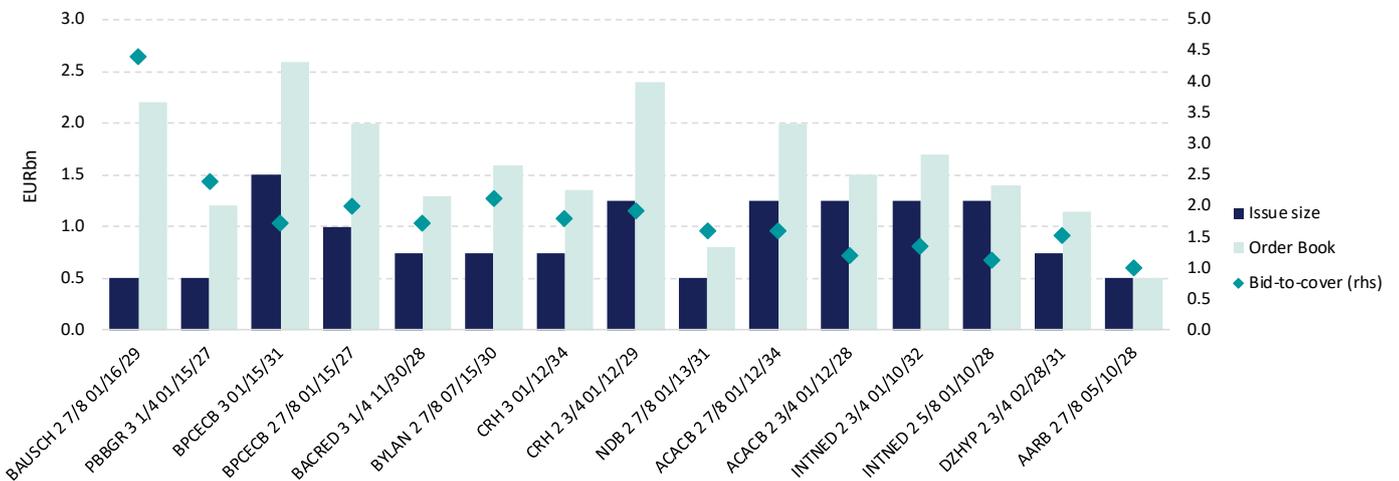
**Covered Bond Performance (Total Return)**



**Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen**



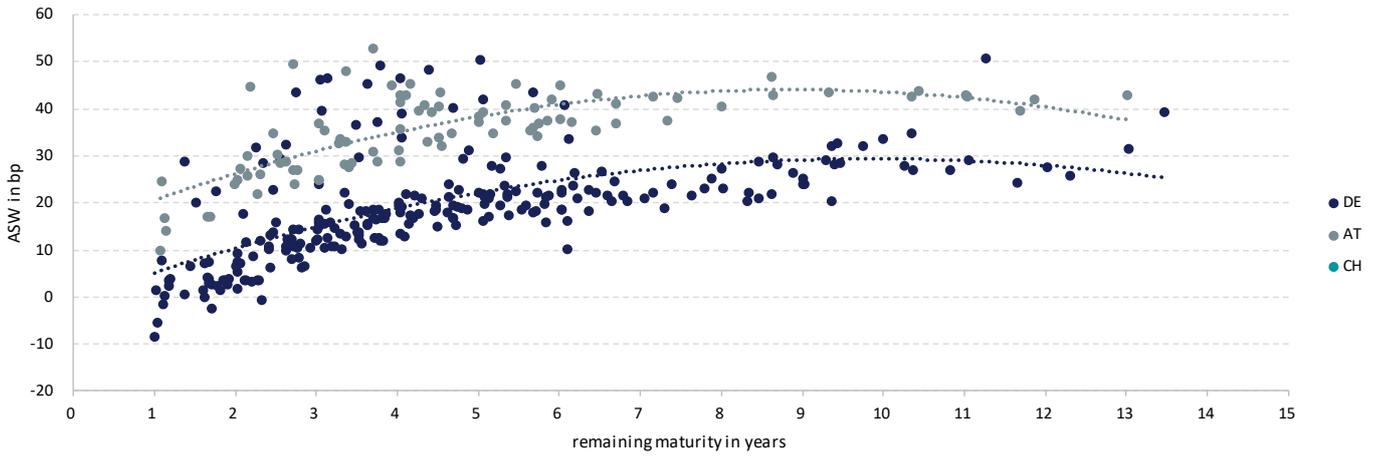
**Orderbücher der letzten 15 Emissionen**



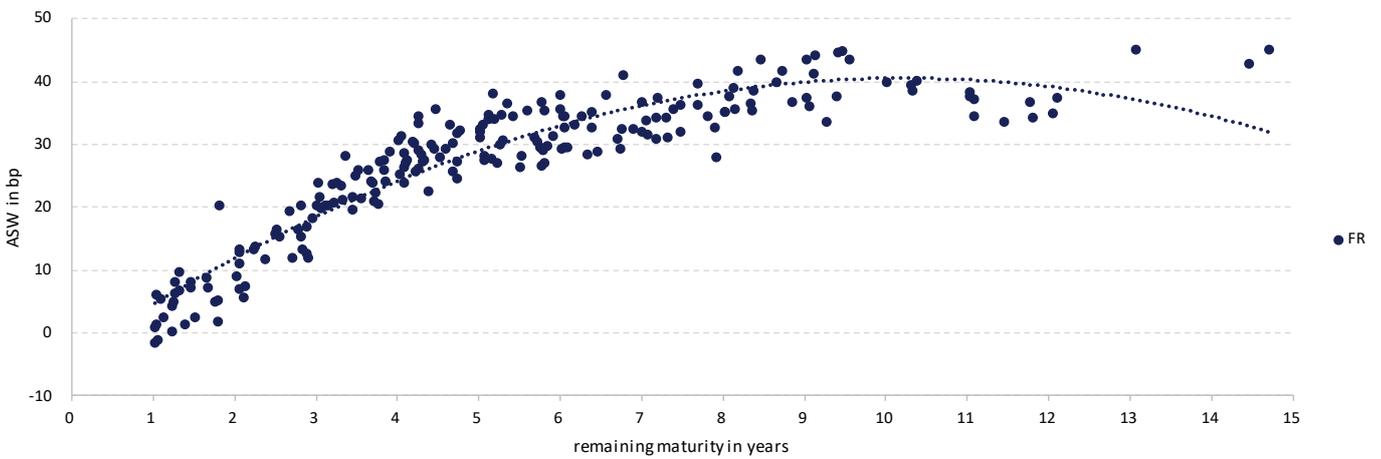
Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

**Spreadübersicht<sup>1</sup>**

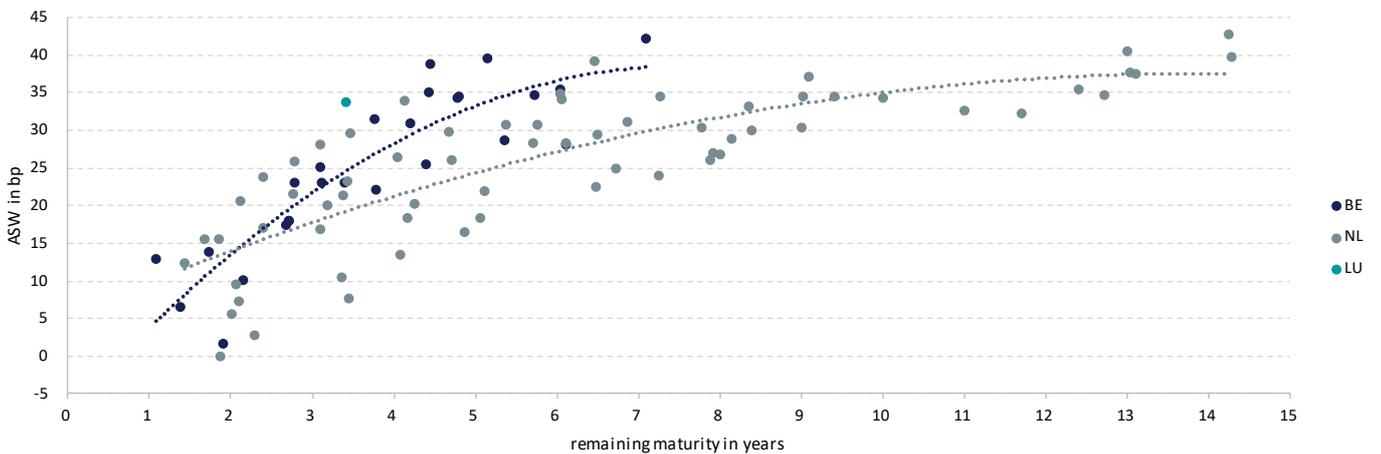
**DACH** 



**France** 

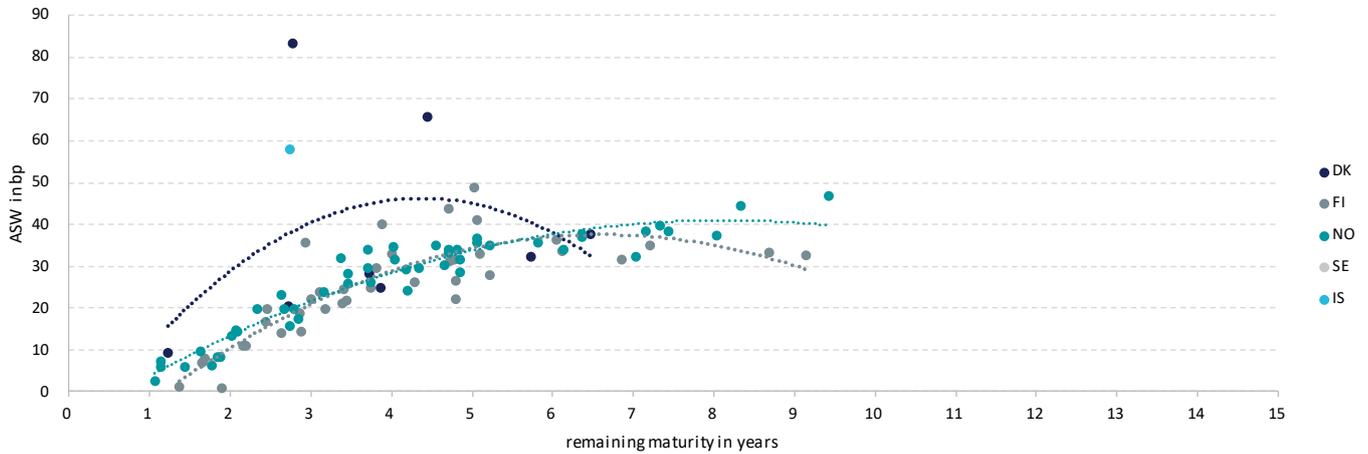


**Benelux** 

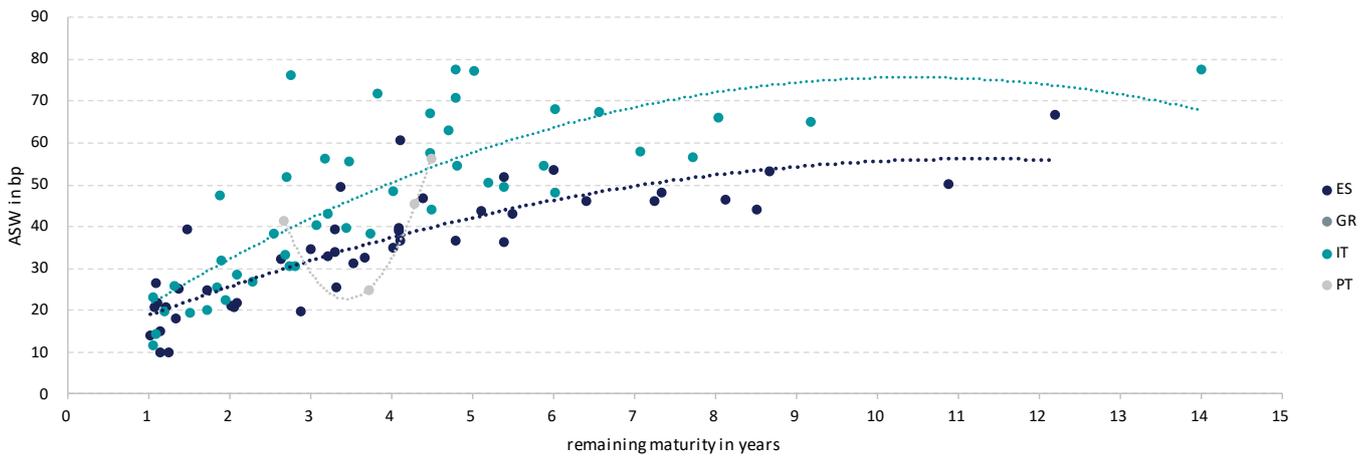


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research <sup>1</sup>Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

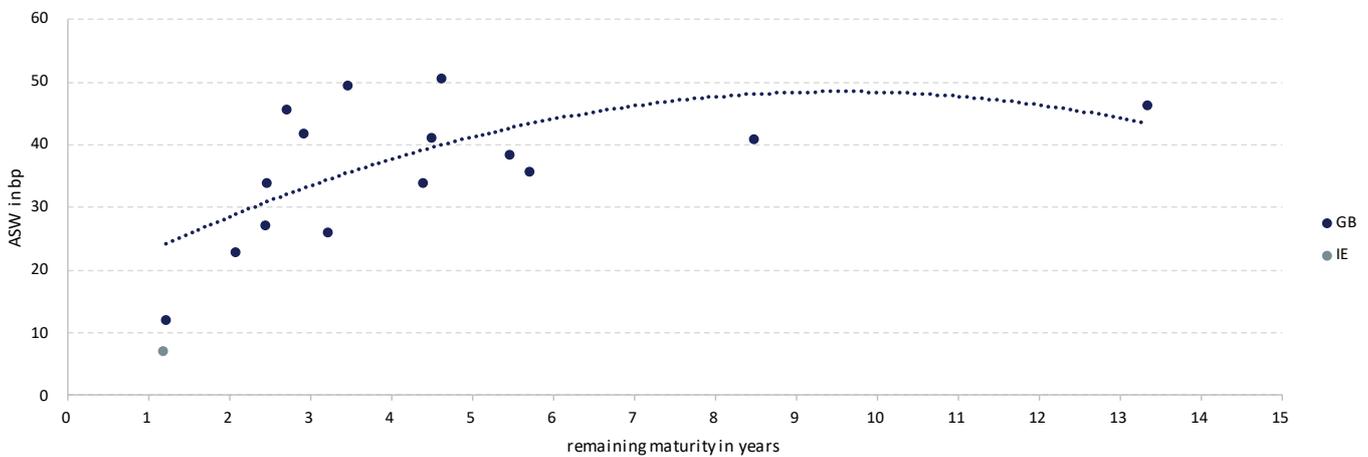
**Nordics** 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪 🇮🇸



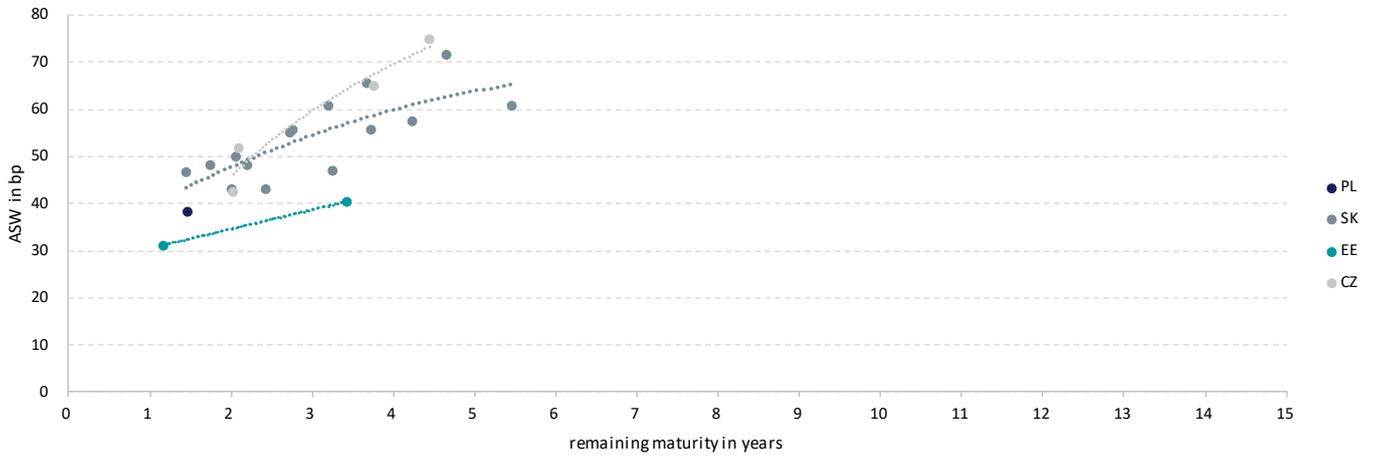
**Southern Europe** 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



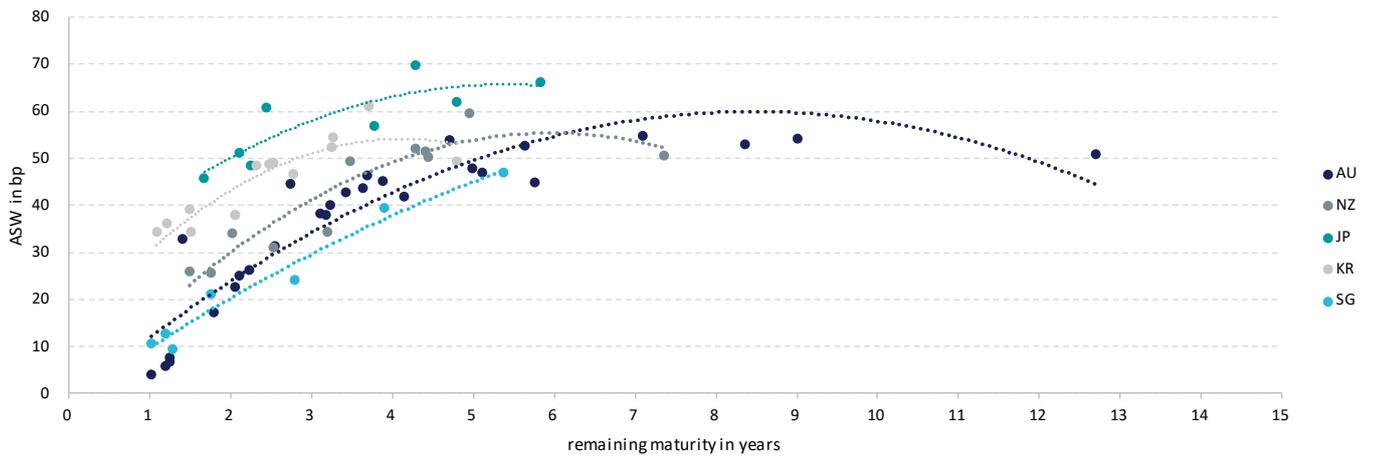
**UK/IE** 🇬🇧 🇮🇪



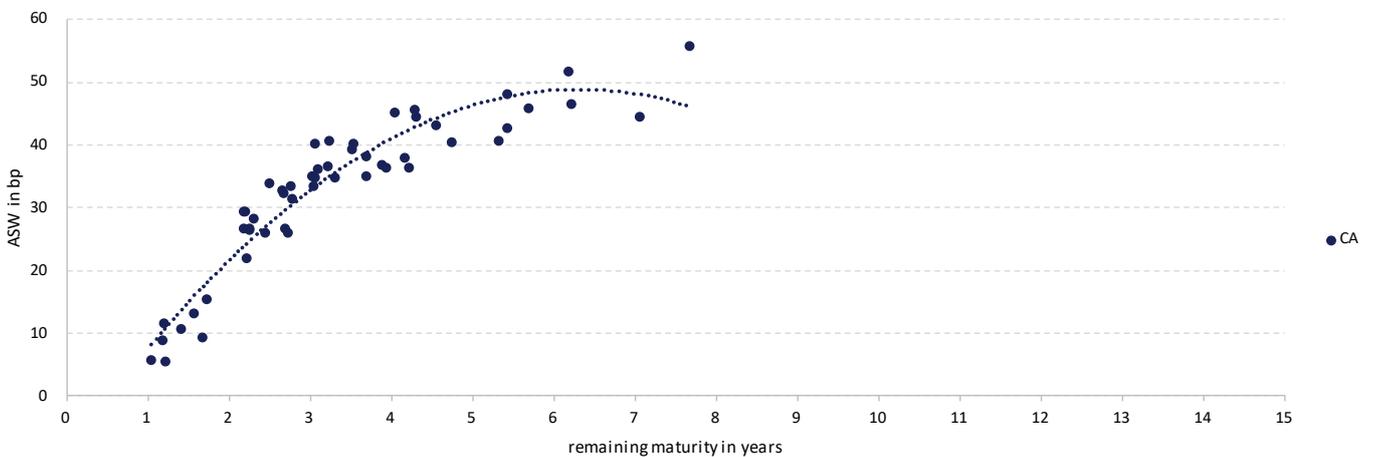
**CEE** 



**APAC** 



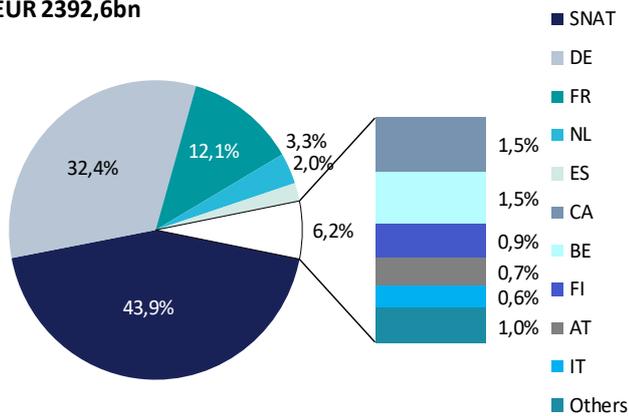
**North America** 



## Charts & Figures SSA/Public Issuers

### Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

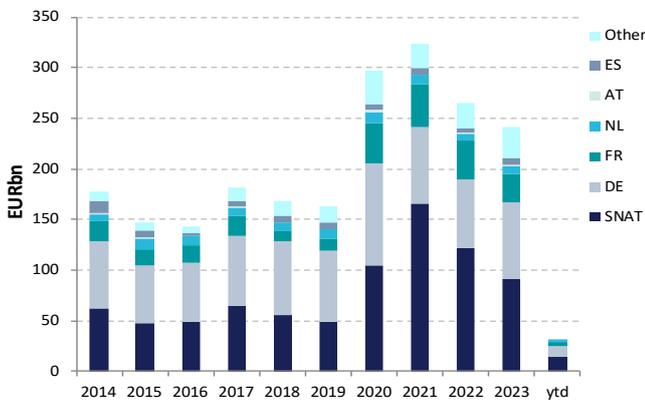
EUR 2392,6bn



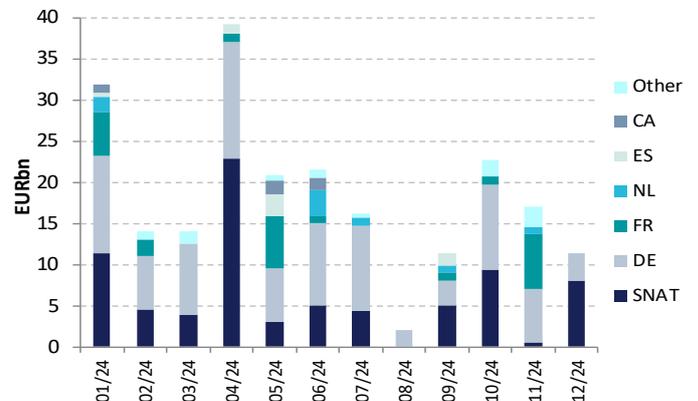
### Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (€bn)	No. of bonds	ØVol. (€bn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.049,9	231	4,5	7,9
DE	776,3	574	1,4	6,2
FR	290,5	196	1,5	5,9
NL	80,0	69	1,2	6,6
ES	47,0	64	0,7	4,6
CA	35,8	25	1,4	4,1
BE	35,2	38	0,9	10,6
FI	22,4	24	0,9	4,6
AT	17,8	22	0,8	4,4
IT	14,5	18	0,8	4,5

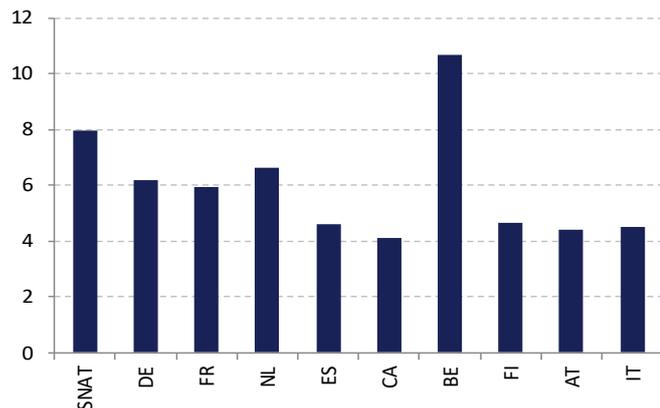
### EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



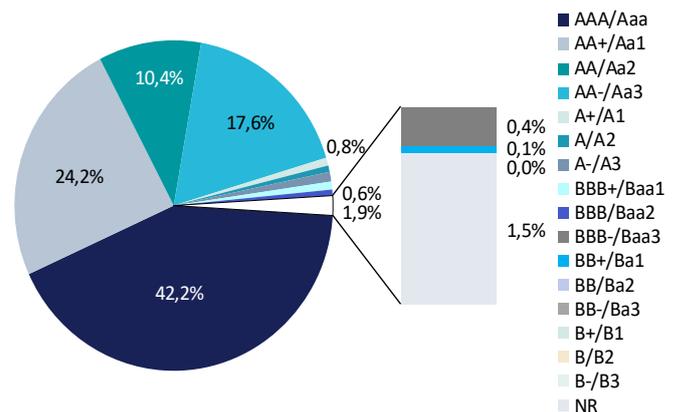
### EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



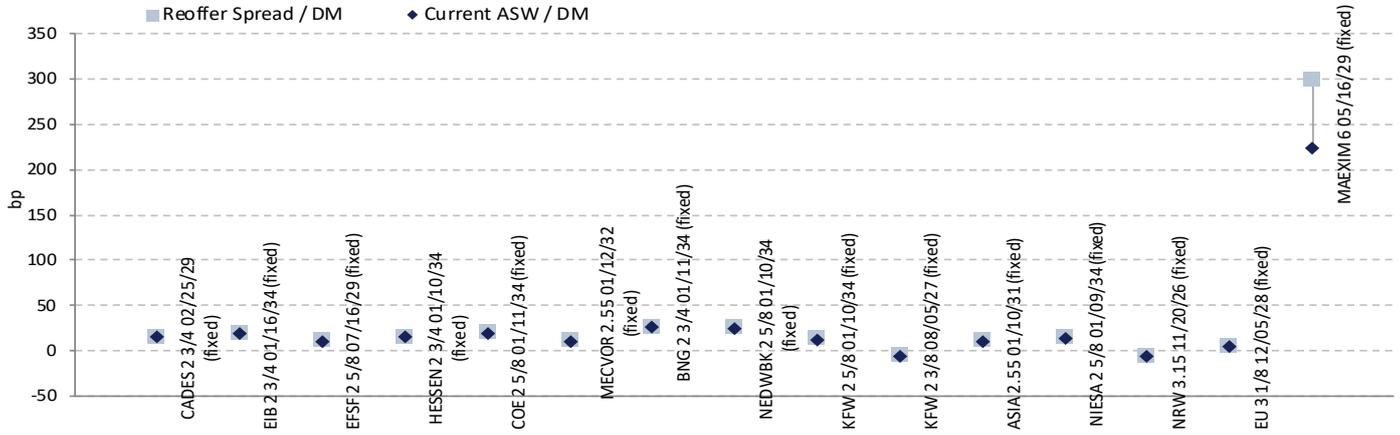
### Vol. gew. Modified Duration nach Land



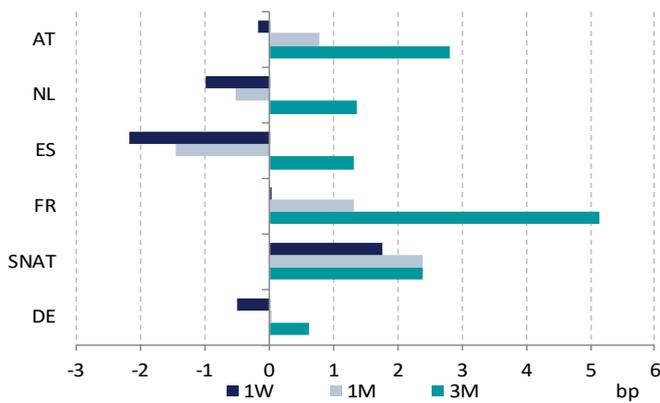
### Ratingverteilung (volumengewichtet)



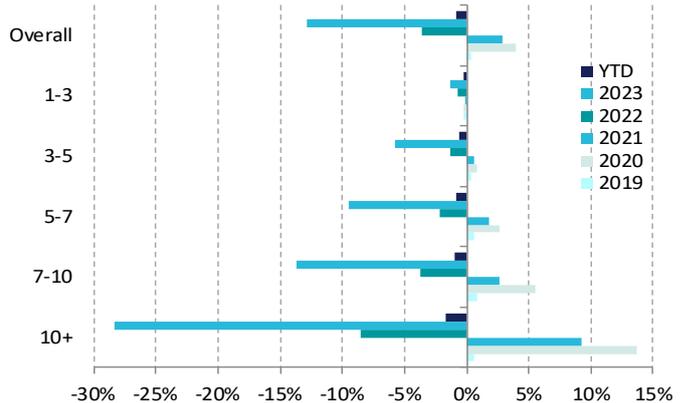
**Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen**



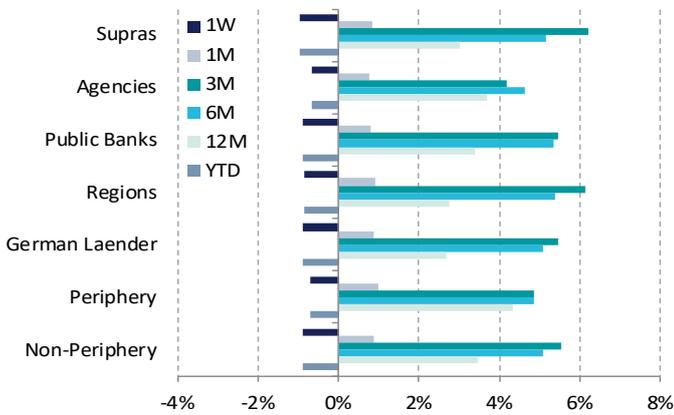
**Spreadentwicklung nach Land**



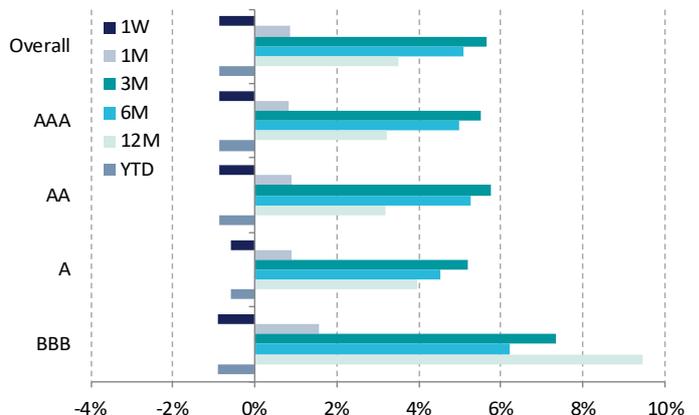
**SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich**



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

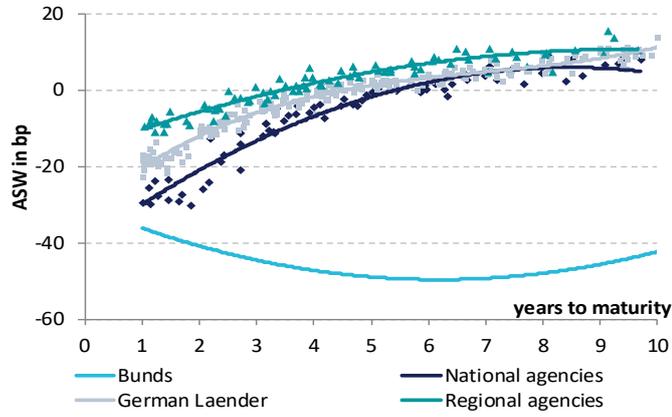


**SSA-Performance nach Rating (Total Return)**

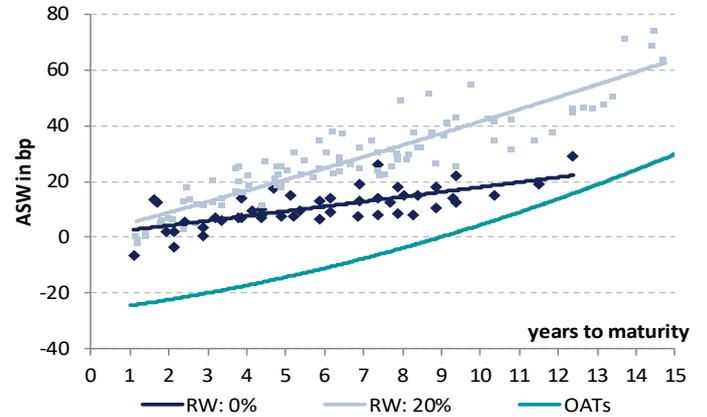


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

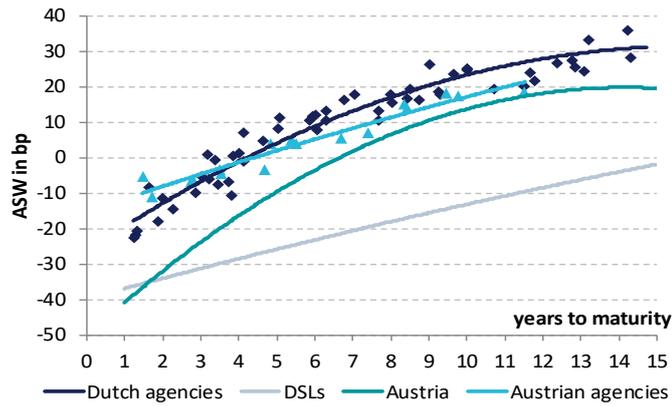
**Germany (nach Segmenten)**



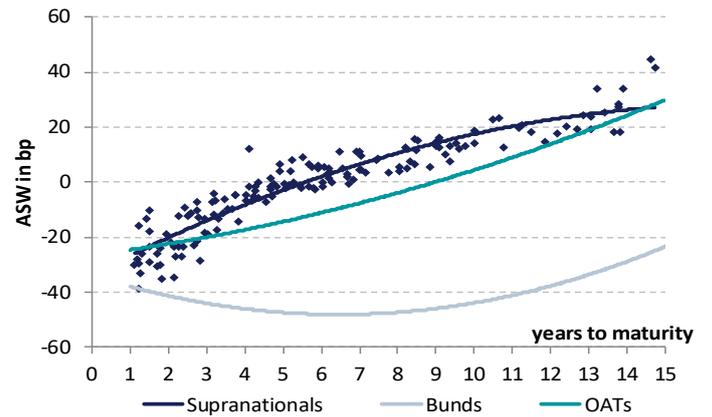
**France (nach Risikogewichten)**



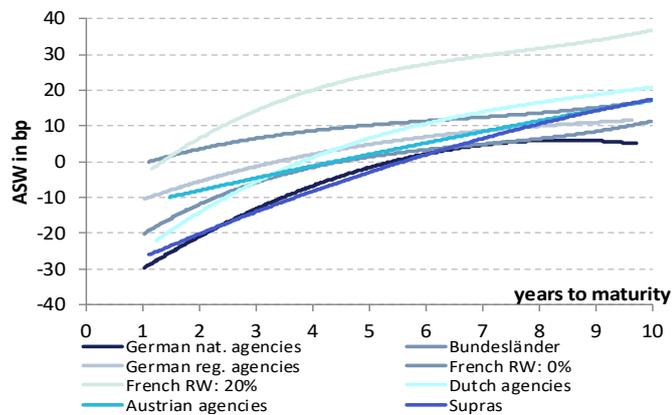
**Netherlands & Austria**



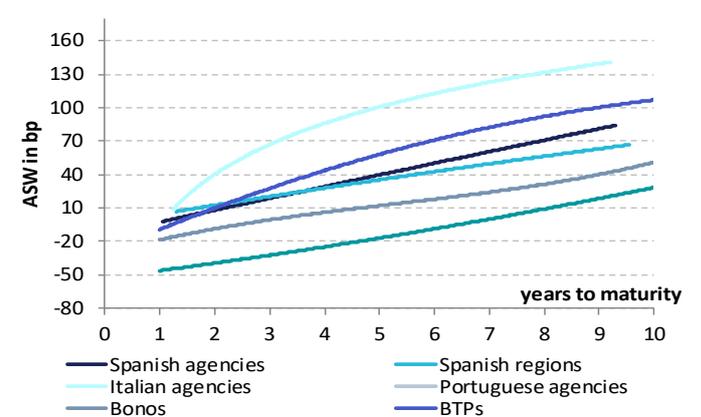
**Supranationals**



**Core**



**Periphery**



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

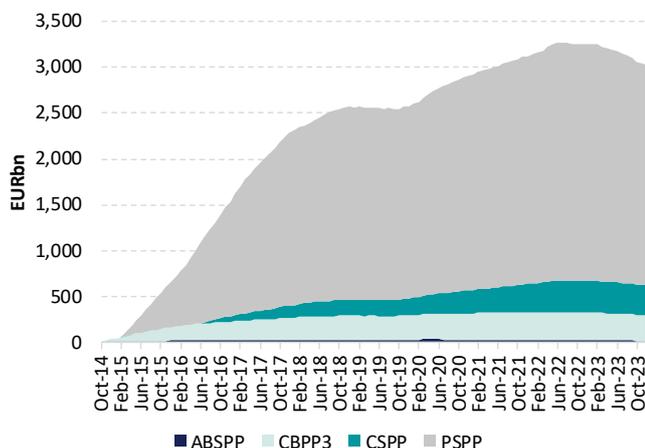
# EZB-Tracker

## Asset Purchase Programme (APP)

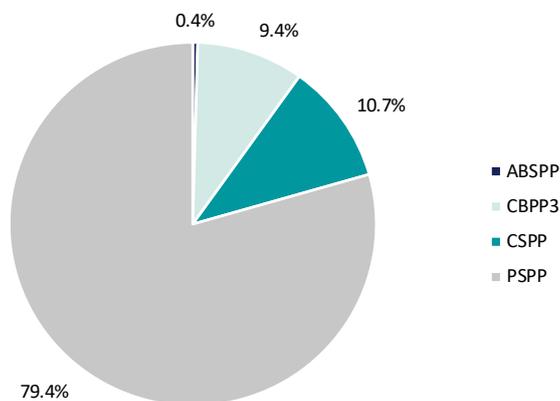
### Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
<b>Nov-23</b>	13,840	286,174	325,481	2,412,976	3,038,471
<b>Dec-23</b>	13,350	285,620	323,921	2,403,035	3,025,926
<b>Δ</b>	-478	-408	-1,355	-6,776	-9,017

### Portfolioentwicklung



### Portfoliostruktur



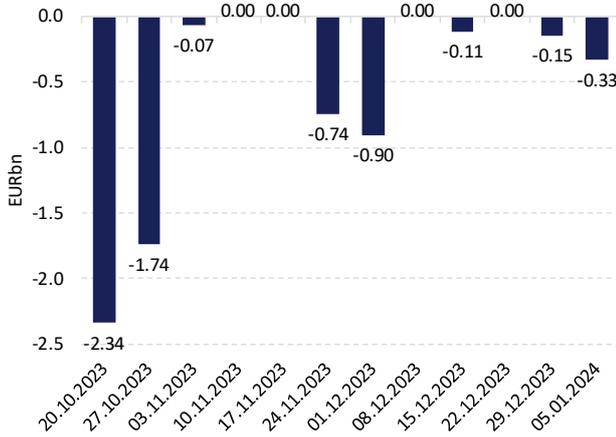
### Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)

	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-24 - Dec-24	2022	2023	Jan-24 - Dec-24
APP	33,278	25,253	31,064	34,278	38,293	21,656	32,766	11,598	25,530	34,461	26,700	19,650	334,527	299,142	331,563	334,527
PSPP	25,524	20,372	22,413	28,712	30,194	14,974	26,653	10,533	17,440	30,578	21,298	15,579	264,270	228,585	255,025	264,270
CSPP	3,101	2,075	2,188	3,316	3,463	2,462	3,204	244	4,738	2,720	2,031	1,944	31,486	17,670	31,251	31,486
CBPP3	4,109	2,449	4,434	1,814	3,836	3,777	2,558	541	2,993	736	3,136	1,790	32,173	41,244	35,147	32,173
ABSPP	544	357	2,029	436	800	443	351	280	359	427	235	337	6,598	11,643	10,140	6,598

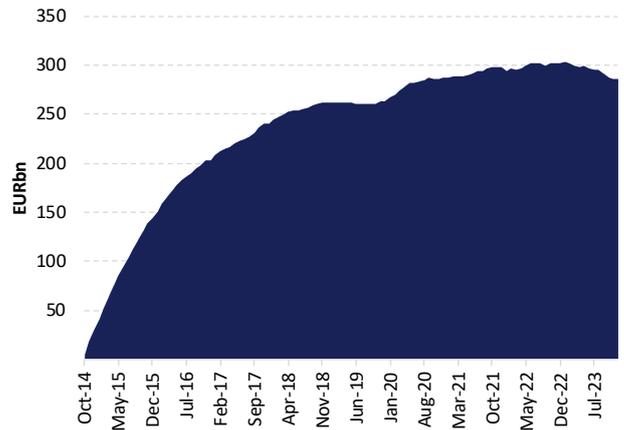
Quelle: EZB, NORD/LB Floor Research

### Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)

Wöchentliches Ankaufsvolumen

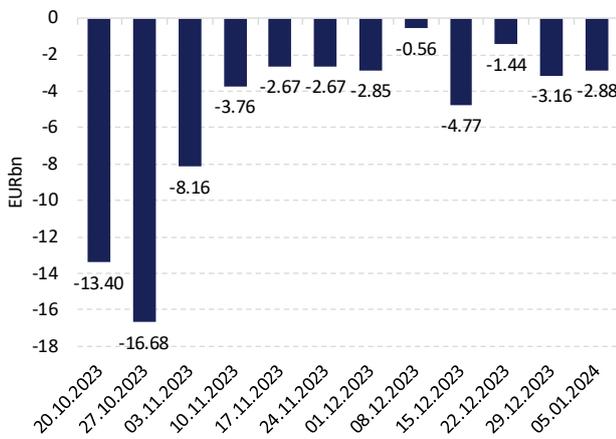


Entwicklung des CBPP3-Volumens

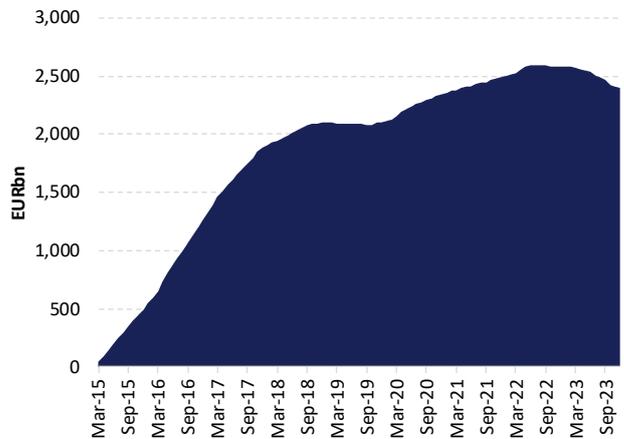


### Public Sector Purchase Programme (PSPP)

Wöchentliches Ankaufsvolumen

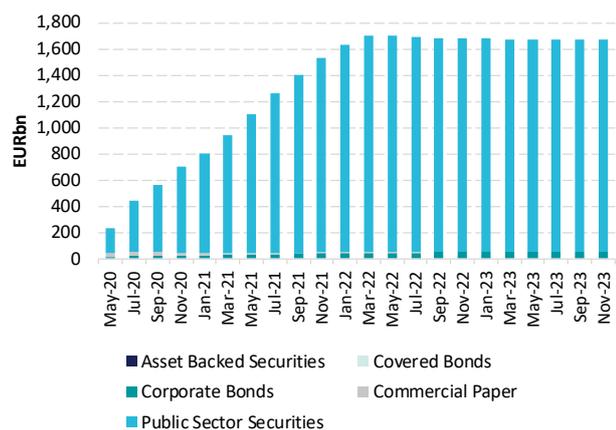


Entwicklung des PSPP-Volumens

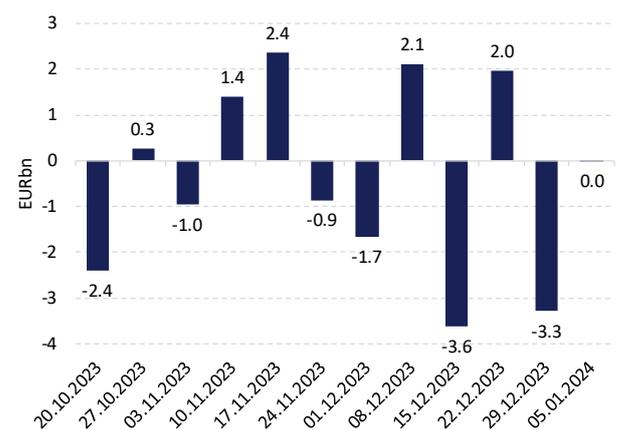


### Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

Portfolioentwicklung



Wöchentliches Ankaufsvolumen



# Anhang

## Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
<a href="#">37/2023 ♦ 13. Dezember</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2024</li> <li>▪ SSA-Ausblick 2024: EZB, NGEU und deutsche Schuldenbremse</li> </ul>
<a href="#">36/2023 ♦ 06. Dezember</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Das Covered Bond-Universum von Moodys: Ein Überblick</li> <li>▪ Teaser: Issuer Guide – Skandinavische Agencies 2023</li> </ul>
<a href="#">35/2023 ♦ 29. November</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ESG-Covered Bonds: Ein Blick auf die Angebotsseite</li> <li>▪ Aktuelle Risikogewichtung von Supranationals &amp; Agencies</li> </ul>
<a href="#">34/2023 ♦ 22. November</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2023</li> <li>▪ Teaser: Issuer Guide – Deutsche Agencies 2023</li> </ul>
<a href="#">33/2023 ♦ 15. November</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes</li> <li>▪ Die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für Supranationals &amp; Agencies</li> </ul>
<a href="#">32/2023 ♦ 08. November</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Norwegen: SpareBank 1 Sor-Norge entsteht</li> <li>▪ PEPP versus TPI – oder: Dort (re)investieren, wo andere Urlaub machen</li> </ul>
<a href="#">31/2023 ♦ 25. Oktober</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Banken in Europa: Das EBA Risk Dashboard im II. Quartal 2023</li> <li>▪ Teaser: Issuer Guide – Spanische Agencies 2023</li> </ul>
<a href="#">30/2023 ♦ 18. Oktober</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Covered Bond-Jurisdiktionen im Fokus: Ein Blick auf Kanada</li> <li>▪ Newfoundland and Labrador im Fokus</li> </ul>
<a href="#">29/2023 ♦ 11. Oktober</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ein Covered Bond-Blick auf Belgien</li> <li>▪ Funding kanadischer Provinzen im Überblick</li> </ul>
<a href="#">28/2023 ♦ 27. September</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick</li> <li>▪ Update: DEUSTD – Deutsche Städtelanleihe No. 1</li> </ul>
<a href="#">27/2023 ♦ 20. September</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Neuzugang im EUR-Benchmarksegment: Bendigo and Adelaide Bank will Emittentenkreis in Australien erweitern</li> <li>▪ Teaser: Issuer Guide – Österreichische Agencies 2023</li> </ul>
<a href="#">26/2023 ♦ 13. September</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ECBC veröffentlicht Jahresstatistik für 2022</li> <li>▪ Teaser: Issuer Guide – Niederländische Agencies 2023</li> </ul>
<a href="#">25/2023 ♦ 06. September</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Covered Bond-Markt bleibt auf Wachstumskurs: Bereichert die OLB demnächst das EUR-Benchmarksegment?</li> <li>▪ NORD/LB Issuer Guide Deutsche Länder 2023 erschienen</li> </ul>
<a href="#">24/2023 ♦ 19. Juli</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Banken in Europa: Das EBA Risk Dashboard im I. Quartal 2023</li> <li>▪ EZB-Repo-Sicherheitenregeln und deutsche Länder</li> </ul>
<a href="#">23/2023 ♦ 12. Juli</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Covereds: Halbjahresrückblick und Ausblick für das zweite Halbjahr 2023</li> </ul>
<a href="#">22/2023 ♦ 28. Juni</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Special zur LCR-Klassifizierung und zum Risikogewicht: Ein (regulatorischer) Blick auf das EUR-Benchmarksegment</li> <li>▪ ESG-Anleihen deutscher Länder – deutliche Weiterentwicklung</li> </ul>
<a href="#">21/2023 ♦ 21. Juni</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ESG-Covered Bonds: Ein Blick auf die Angebotsseite</li> <li>▪ Steigendes Exposure von E-Supras gegenüber der Ukraine</li> </ul>

## 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-Zinsentscheidung: Schal, fahl und mit \(noch\) weniger PEPP](#)

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

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

# Anhang

## Ansprechpartner in der NORD/LB

### Floor Research



**Dr. Frederik Kunze**

Covered Bonds/Banks

+49 172 354 8977

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



**Lukas Kühne**

Covered Bonds/Banks

+49 176 152 90932

[lukas.kuehne@nordlb.de](mailto:lukas.kuehne@nordlb.de)



**Dr. Norman Rudschuck, CIIA**

SSA/Public Issuers

+49 152 090 24094

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



**Christian Ilchmann**

SSA/Public Issuers

+49 157 851 64976

[christian.ilchmann@nordlb.de](mailto:christian.ilchmann@nordlb.de)



**Lukas-Finn Frese**

SSA/Public Issuers

+49 176 152 89759

[lukas-finn.frese@nordlb.de](mailto: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	<a href="mailto:rm-vs@nordlb.de">rm-vs@nordlb.de</a>
Öffentliche Kunden	<a href="mailto:rm-oek@nordlb.de">rm-oek@nordlb.de</a>

**Disclaimer**

Dieser Report (nachfolgend als „Information“ bezeichnet) ist von der **NORDEUTSCHEN LANDESBANK GIROZENTRALE („NORD/LB“)** erstellt worden. Die für die **NORD/LB** zuständigen Aufsichtsbehörden sind die Europäische Zentralbank („EZB“), Sonnemannstraße 20, D-60314 Frankfurt am Main, und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“), Graurheindorfer Str. 108, D-53117 Bonn und Marie-Curie-Str. 24-28, D-60439 Frankfurt am Main. Eine Überprüfung oder Billigung dieser Präsentation oder der hierin beschriebenen Produkte oder Dienstleistungen durch die zuständige Aufsichtsbehörde ist grundsätzlich nicht erfolgt.

Diese Information richtet sich ausschließlich an Empfänger in Deutschland, Australien, Belgien, Dänemark, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Indonesien, Irland, Italien, Japan, Kanada, Korea, Luxemburg, Neuseeland, Niederlande, Österreich, Polen, Portugal, Republik China (Taiwan), Schweden, Schweiz, Singapur, Spanien, Thailand, Tschechische Republik, Vereinigtes Königreich, Vietnam und Zypern (nachfolgend als „relevante Personen“ oder „Empfänger“ bezeichnet). Die Inhalte dieser Information werden den Empfängern auf streng vertraulicher Basis gewährt und die Empfänger erklären mit der Entgegennahme dieser Information ihr Einverständnis, diese nicht ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der NORD/LB an Dritte weiterzugeben, zu kopieren und/oder zu reproduzieren. Die in dieser Information untersuchten Werte sind nur an die relevanten Personen gerichtet und andere Personen als die relevanten Personen dürfen nicht auf diese Information vertrauen. Insbesondere darf weder diese Information noch eine Kopie hiervon in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in ihre Territorien oder Besitztümer gebracht oder übertragen oder an Mitarbeiter oder an verbundene Gesellschaften in diesen Rechtsordnungen ansässiger Empfänger verteilt werden.

**Diese Information stellt keine Finanzanalyse i.S.v. Art. 36 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565, sondern eine lediglich Ihrer allgemeinen Information dienende Marketingmitteilung i.S.v. Art. 36 Abs. 2 dieser Verordnung dar. Vor diesem Hintergrund weist die NORD/LB ausdrücklich darauf hin, dass diese Information nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurde und auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen unterliegt.** Ebenfalls stellt diese Information keine Anlageempfehlung bzw. Anlagestrategieempfehlung im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 dar.

Diese Information und die hierin enthaltenen Angaben wurden ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und werden ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Es ist nicht beabsichtigt, dass diese Information einen Anreiz für Investitionstätigkeiten darstellt. Sie wird für die persönliche Information des Empfängers mit dem ausdrücklichen, durch den Empfänger anerkannten Verständnis bereitgestellt, dass sie kein direktes oder indirektes Angebot, keine individuelle Empfehlung, keine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf sowie keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten und keine Maßnahme, durch die Finanzinstrumente angeboten oder verkauft werden könnten, darstellt.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Australien:**

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland:**

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:**

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Indonesien:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Irland:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Japan:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Luxemburg:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Neuseeland:**

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Österreich:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Polen:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Portugal:**

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

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Schweden:**

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Singapur:**

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

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

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

**Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Zypern:**

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

**Redaktionsschluss:** 10. Januar 2024 (08:35 Uhr)