



## 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>5</b>
<b>Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2025</b>	<b>8</b>
<b>SSA-Ausblick 2025: Die Rückkehr der Risikoprämien</b>	<b>17</b>
<b>Charts &amp; Figures</b>	
<b>Covered Bonds</b>	<b>24</b>
<b>SSA/Public Issuers</b>	<b>30</b>
<b>EZB-Tracker</b>	
<b>Asset Purchase Programme (APP)</b>	<b>33</b>
<b>Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)</b>	<b>34</b>
<b>Ausgaben im Überblick</b>	<b>35</b>
<b>Publikationen im Überblick</b>	<b>36</b>
<b>Ansprechpartner in der NORD/LB</b>	<b>37</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)

Alexander Grenner  
[alexander.grenner@nordlb.de](mailto:alexander.grenner@nordlb.de)

### SSA/Public Issuers

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

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

Tobias Cordes  
[tobias.cordes@nordlb.de](mailto:tobias.cordes@nordlb.de)

**NORD/LB:**  
[Floor Research](#)

**NORD/LB:**  
[Covered Bond Research](#)

**NORD/LB:**  
[SSA/Public Issuers Research](#)

**Bloomberg:**  
[RESP NRDR <GO>](#)

## Marktüberblick

### Covered Bonds

Autoren: Lukas Kühne // Dr. Frederik Kunze

#### Primärmarkt: Das war es mit dem Jahr 2024, was kommt in 2025?

An den vergangenen fünf Handelstagen zeigte sich kein weiterer Covered Bond-Emittent im EUR-Benchmarksegment am Primärmarkt. Dies ist nicht wirklich als Überraschung zu werten. Rückblickend auf die Emissionsaktivitäten in den letzten Handelswochen müssen wir schon festhalten, dass das Jahr 2024 etwas holprig zu Ende geht. Waren es zum Jahresbeginn eher noch vom Sentiment getriebene Faktoren, die dem Primärmarkt bzw. den Spreads im sekundären Handel zugesetzt haben, bereitete der „Relative Value“ im Vergleich zu Staatsanleihen und dem Teilmarkt Public Issuers/SSA der Assetklasse Covered Bonds regelrechte Kopfschmerzen. Diese Gesamtgemengelage setzte wenig überraschend auch dem Primärmarkt zu, sodass dieser mit einem emittierten EUR-Benchmarkvolumen in Höhe von EUR 146,5 Mrd. deutlich hinter den Erwartungen zurückblieb. An dieser Stelle erachten wir es als angebracht, darauf hinzuweisen, dass die Schwierigkeiten, mit denen sich der Covered Bond-Markt zum Jahresende auseinandersetzen muss, nicht mit den Unsicherheiten vergleichbar sind, die insbesondere Pfandbriefe zu Anfang dieses Jahres betroffen haben. Das zuletzt zu beobachtende Repricing ist eine unmittelbare Folge der Bewegungen beim Bund-Swap-Spread sowie den weiteren Spreads auf Seiten der Assetklasse Public Issuers/SSA. Im Rahmen unseres [Covered Bond-Fokusartikels](#) stellen wir in dieser Ausgabe des NORD/LB Covered Bond & SSA Views wie üblich unseren Outlook für das Covered Bond-Jahr 2025 vor. Allein das von uns erwartete Bruttoemissionsvolumen in Höhe von EUR 170 Mrd. darf als Indiz dafür genommen werden, dass wir erneut „optimistisch“ auf die kommenden zwölf Monate blicken. Tatsächlich rechnen wir mit einer ausgeprägteren Dynamik bei der Vergabe von Immobilienkrediten, in den von uns betrachteten EUR-Benchmarkjurisdiktionen. Eine gegenläufige Entwicklung bei den Kundeneinlagen sehen wir als sehr wahrscheinlich an. Außerdem ist ein Repricing auf Seiten des Marktes für Senior Preferred- bzw. Senior Non-preferred-Anleihen nach unserem Dafürhalten überfällig. In der Summe erhöht sich also der Refinanzierungsbedarf via Covered Bonds.

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

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

#### Sekundärmarkt: Ausblick auf das Jahr 2025

Auch im sekundären Handel stellt sich eine weihnachtliche Ruhepause ein. Das gilt auch für die sonst üblicherweise regere Aktivität zum Monatsstart. Die Stimmungslage ist insgesamt etwas progressiver, was wir u.a. an dem vergleichsweise großen Kaufinteresse in den Laufzeitbereichen 6y und 7y festmachen. Die Liquidität bleibt aber insgesamt niedrig und die Handelsaktivitäten nehmen von Tag zu Tag ab. Der Blick richtet sich ohnehin auf den Jahresstart 2025. Wir gehen auch zum Start des nächsten Jahres von einer regen Neuemissionsstätigkeit aus, was auf der Nachfrageseite den Fokus eher auf den Primärmarkt richten lassen dürfte. Im Zuge dessen sollte es ausgehend von den aktuellen Niveaus noch einmal zu Ausweitungen bei den Reoffer-Spreads kommen, was letztlich auch die Sekundärmarktpreise in Richtung eines Widenings bewegen sollte.

**Steigendes Immobilienfinanzierungsvolumen in den ersten neun Monaten des Jahres**

Die Immobilienexperten des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp) haben in der vergangenen Woche aktuelle Zahlen zum Neugeschäft bei Immobilienfinanzierungen vorgelegt (vgl. [Pressemitteilung](#)). Die Berichtsperiode erstreckt sich über die ersten neun Monate des Jahres 2024. Das Volumen der neu vergebenen Kredite summierte sich in diesem Zeitraum auf EUR 89,6 Mrd., was einem Anstieg um 6,9% gegenüber den ersten neun Monaten des Jahres 2023 entspricht. Getrieben wurde diese Entwicklung laut vdp maßgeblich von dem Neugeschäft bei Wohnimmobilienkrediten. Das Kreditvolumen stieg im Vergleich zu den ersten neun Monaten des Jahres 2023 in diesem Segment um 16% auf EUR 56,7 Mrd. an (Q1-Q3 2023: EUR 48,9 Mrd.). Im Vergleich zum III. Quartal 2023 fiel der Anstieg mit 12,8% zwar etwas geringer aus, bestätigte aber den ansteigenden Trend des Neukreditgeschäfts im Jahresverlauf. Mit EUR 28,3 Mrd. entfiel rund die Hälfte der neu generierten Wohnimmobilienkredite auf das Segment der Ein- und Zweifamilienhäuser. Der größte Anstieg im Vergleich zum Vorjahreszeitraum war hingegen im Segment Eigentumswohnungen mit 39,1% zu beobachten. Für vdp-Hauptgeschäftsführer Jens Tolckmitt ist diese Entwicklung ein „weiteres klares Anzeichen für eine Stabilisierung des Wohnimmobilienmarktes“. Die Entwicklung auf dem Gewerbeimmobilienmarkt sei laut Tolckmitt hingegen „deutlich verhaltener, allerdings hat sich im Laufe dieses Jahres die Dynamik des Rückgangs spürbar verlangsamt“. So blieb das Neukreditgeschäft bei den Gewerbeimmobilien mit EUR 11,8 Mrd. im Quartalsvergleich weitestgehend konstant. Im Vergleich zu den ersten drei Quartalen 2023 steht aber ein Minus von 5,7% zu Buche. Dies ist hauptsächlich auf den Rückgang bei der Kreditvergabe in den Segmenten Büroimmobilien sowie Hotels, Industrie- und sonstige Gebäude zurückzuführen. Für den Covered Bond-Markt ist die Stabilisierung bzw. der leichte Aufwärtstrend beim Neugeschäft der Immobilienfinanzierung unserer Ansicht nach als positives Signal zu werten.

**S&P äußert sich zu Herausforderungen und Chancen von digitalen Covered Bonds**

In einer unlängst veröffentlichten Analyse zu „Blockchain-based Covered Bonds“ geben die Ratingexperten von S&P einen Überblick über Chancen und Herausforderungen digitaler Bonds. Nach der ersten Emission eines digitalen Covered Bonds im Jahr 2019 ist laut S&P im Jahr 2024 eine neue Dynamik zu beobachten. Treiber dieser Entwicklung seien insbesondere die Europäische Zentralbank und die Schweizerische Nationalbank, die bei ihren digitalen Anleihen den Zahlungsverkehr mit in die Blockchain integrierten. Diesen Schritt gingen die Emittenten von Covered Bond-Emittenten aber bisher noch nicht mit. Der Fokus der Emittenten liege aktuell eher auf der Digitalisierung von Primärmarkttransaktionen als auf dem Sekundärmarkt. Vorteile eines digitalen Covered Bonds identifizieren die Ratingexperten von S&P darin, das Settlement einer Transaktion sofort oder am selben Tag vorzunehmen sowie Transparenz und Genauigkeit zu verbessern, indem operationelle Prozesse in Verbindung mit einer neuen Emission automatisiert bzw. optimiert werden. Eine Herausforderung bestehe laut S&P darin, dass es aktuell noch keinen etablierten Sekundärmarkt für digitale Covered Bond gäbe. Im niedrigen Emissionsvolumen und in kurzen Laufzeiten sehen die Ratingexperten zwei Ursachen für die geringen Sekundärmarktaktivitäten. Der Sekundärmarkt würde auch teilweise durch die Verwendung von privaten Blockchains begrenzt, da u.a. Intermediäre den Zugang beschränkten. Darüber hinaus müsse der Zahlungsverkehr auch auf der Blockchain stattfinden, um den Investoren einen Mehrwert zu bieten. Die Ratingexperten von S&P weisen darauf hin, dass sie ihren Covered Bond-Ratingansatz dynamisch mit den Veränderungen bei den digitalen Bonds anpassen werden. Insbesondere operationelle Risiken und Abhängigkeiten in Verbindung mit einem digitalen Covered Bond werden dort im Fokus stehen.

## SSA/Public Issuers

### Marktüberblick

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, CIAA // Lukas-Finn Frese // Tobias Cordes

#### **Hessen: Haushaltsentwurf 2025 vorgestellt**

Am 26. November hat der Finanzminister des Landes Hessen (Ticker: HESSEN), Prof. Dr. Alexander Lorz, den Entwurf der Landesregierung für den Haushalt 2025 vorgestellt. Mit dem Etat würde das Land trotz ökonomischer Schwäche in Deutschland und den damit verbundenen Steuermindereinnahmen weiterhin in Bildung, Innere Sicherheit, die hessische Wirtschaft und den gesellschaftlichen Zusammenhalt investieren. Demnach sollen sich die Gesamtausgaben im Jahr 2025 auf EUR 38 Mrd. belaufen, während mit Einnahmen i.H.v. EUR 36,8 Mrd. kalkuliert wird. Nach Verrechnung mit Rücklageentnahmen läge die geplante Neuverschuldung bei EUR 670 Mio. Die Schuldenbremse würde damit im kommenden Jahr eingehalten. Der Haushaltsplan sieht Investitionen i.H.v. insgesamt EUR 3,3 Mrd. vor, welche sich somit auf dem Niveau des laufenden Jahres bewegen würden, unter Herausrechnung einer einmaligen EUR 2 Mrd. schweren Investition für die Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba, vgl. [Wochenpublikation vom 04. September](#)). Der Kommunale Finanzausgleich soll gegenüber dem Jahr 2024 um weitere EUR 196 Mio. aufgestockt werden und beliefe sich somit auf EUR 7,1 Mrd. Aufgrund der deutschen Wachstumsschwäche und pessimistischer Steuererwartungen sieht der Haushaltsplan darüber hinaus Konsolidierungsmaßnahmen vor. So würde u.a. die Rücklage des Gesamthaushalts mit rund EUR 500 Mio. vollständig aufgelöst und alle Ressorts müssten fachspezifische Konsolidierungsbeiträge erbringen. Insbesondere beim Personal, welches mit über einem Drittel der größte Ausgabenpunkt im Etat sei, dürfe von diesen Maßnahmen nicht ausgenommen sein. „Bewusst konsolidieren, gezielt investieren: Beides ist ein Muss, um den Haushalt, aber auch unser Land in der Spur zu halten. Wir werden uns nicht mehr alles leisten können. Was wir uns auf keinen Fall mehr leisten können ist eine wachstumsfeindliche Wirtschaftspolitik. Ich hoffe sehr, dass die nächste Bundesregierung schnell handlungsfähig und handlungswillig ist. Auch davon hängt ab, wie schnell wir in Hessen die größere Handlungsfreiheit der vergangenen Jahre zurückerlangen“, appellierte der Finanzminister. Am 11. Dezember soll der Haushaltsentwurf dem Landtag vorgelegt werden, welcher den Etat in drei Lesungen beraten und voraussichtlich im März 2025 verabschiedet wird.

#### **Bremen legt Sanierungsprogramm vor**

Der Senat der Freien Hansestadt Bremen (Ticker: BREMEN) hat vergangene Woche ein dreijähriges Sanierungsprogramm für den Haushalt und die dazugehörige Verwaltungsvereinbarung mit dem Stabilitätsrat beschlossen. Das Programm ist für Bremen gesetzlich verpflichtend, da der Stabilitätsrat bereits im Dezember 2022 eine drohende Haushaltsnotlage festgestellt hatte. Um das Sanierungsziel zu erreichen, müssen am Ende des Kurses sowohl der Finanzierungssaldo als auch die Nettokreditaufnahme in Abgrenzung des Stabilitätsrates eine „schwarze Null“ ausweisen. Die bislang feststehenden und quantifizierbaren Sanierungseffekte belaufen sich für den Zeitraum 2025 bis Ende 2027 auf insgesamt knapp über EUR 155 Mio. Weitere darüberhinausgehende Quantifizierungen von Sanierungseffekten stünden noch aus und würden im Zuge weitergehender Konkretisierungen und der Umsetzung der vom Senat im September 2024 beschlossenen Sanierungsmaßnahmen bis 31. Mai 2025 erfolgen. Apropos Stabilitätsrat: Die 30. Sitzung des Gremiums findet am morgigen Donnerstag (05. Dezember) statt.

**EAA: Zwischenbericht per 30. September 2024 vorgestellt**

Die deutsche Agency Erste Abwicklungsanstalt (EAA, Ticker: ERSTAA) hat ihren offiziellen Zwischenbericht für die ersten neun Monate des laufenden Jahres publiziert. Die wirtschaftliche Lage der EAA wurde dabei im Wesentlichen durch ihren Abwicklungsauftrag bestimmt. Die wesentliche Steuerungsgröße der EAA sei dabei der Rückgang des Nominalvolumens des Portfolios. Das Bankbuch-Nominalvolumen verringerte sich gegenüber dem Vorjahreszeitraum um -6,8% auf EUR 5,8 Mrd. Das Nominalvolumen des Handelsbestands sank im gleichen Zeitraum um -6,1% auf EUR 46,8 Mrd. Das Ergebnis nach Steuern von EUR -0,5 Mio. sei insbesondere durch den allgemeinen Verwaltungsaufwand von EUR 37,9 Mio., das Provisionsergebnis von EUR -15,1 Mio. und das Ergebnis aus Finanzanlagen und Beteiligungen sowie die Nettoaufwendungen aus der Kreditrisikovorsorge, die zusammen EUR -3,9 Mio. ausmachten, geprägt. Dem stehen im Wesentlichen das Zinsergebnis von EUR 45,3 Mio., das Nettoergebnis des Handelsbestands von EUR 7,4 Mio. und der positive Saldo aus sonstigen Aufwendungen und Erträgen von EUR 3,7 Mio. gegenüber. Die Bilanzsumme der EAA sank von EUR 13,8 Mrd. im Vorjahr auf EUR 13,0 Mrd. Dies sei sowohl durch den Abbau des Bankbuchs als auch durch den Abbau des Handelsbestands begründet. Das Geschäftsvolumen, das auch außerbilanzielle Komponenten enthält, verringerte sich um 6,0% auf EUR 13,9 Mrd. (Vorjahr: EUR 14,8 Mrd.).

**Finnvera: Kreditgewährung unter dem Vorjahresniveau, Erwartungen vorsichtig positiv**

Der finnische Exportfinanzierer Finnvera (Ticker: FINNVE) hat Einblick in die Bücher gewährt und seinen Zwischenbericht für die ersten neun Monate des Geschäftsjahres 2024 vorgelegt. Wie aus der dazugehörigen Pressemitteilung hervorgeht, konnte das Ergebnis dank einer guten Geschäftsentwicklung über alle Bereiche hinweg gegenüber dem Vorjahreszeitraum um EUR 10 Mio. auf insgesamt EUR 182 Mio. gesteigert werden. Zwischen Januar und September gewährte die Finnvera inländische Kredite und Garantien i.H.v. EUR 0,7 Mrd. (VJ: EUR 0,9 Mrd.), wobei der Rückgang insbesondere auf eine hohe Einzelfinanzierung im Vorjahreszeitraum zurückzuführen sei. Insgesamt wurden EUR 54 Mio. (VJ: EUR 15 Mio.) an Klima- und Digitalkrediten vergeben, die in Zusammenarbeit mit dem Europäischen Investitionsfonds im Rahmen der InvestEU-Fazilität für die Förderung der beschleunigten grünen Transformation und Digitalisierung der Wirtschaft bestimmt sind. Die Gewährung dieser Darlehen begann im Juni des vergangenen Jahres. Darüber hinaus hat das herausfordernde wirtschaftliche Umfeld in Kombination mit hohen Zinsen für einen deutlichen Rückgang (-33%) bei der Vergabe von Exportkreditgarantien, Exportgarantien und Sondergarantien geführt, deren Volumina sich im Betrachtungszeitraum von EUR 3,8 Mrd. im Vorjahr auf nunmehr 2,5 Mrd. reduzierte. Die Nachfrage nach Exportkrediten stieg hingegen leicht auf EUR 0,5 Mrd. (VJ: 0,4 Mrd.). Trotz des gegenüber dem Vorjahr geringeren Kreditvergabevolumens konnte im III. Quartal ein Betriebsergebnis i.H.v. EUR 97 Mio. erzielt werden, das damit deutlich oberhalb des Ergebnisses in Q3/2023 (EUR 24 Mio.) lag. Einen wesentlichen Ergebnisbeitrag lieferte hier einerseits die Auflösung von Rückstellungen, andererseits aber auch ein Anstieg der Zins- sowie Provisionserträge (+24% respektive +8%). Ein Blick auf die Bilanz zeigt, dass sich die finnische Agency bei den wesentlichen Bilanzkennzahlen verbessert hat. So konnte der Exportfinanzierer bspw. seine Eigenkapitalquote von 9,3% im Vergleich zum Bilanzstichtag 2023 auf 9,8% steigern, die Bilanzsumme stieg um 7% auf EUR 15,4 Mrd. Auch die für Banken wichtige Cost-Income-Ratio konnte darüber hinaus gegenüber dem Vergleichszeitraum Januar bis September 2023 auf 15,8% gesenkt werden (VJ: 18,5%).

### NRW.BANK.ifo-Geschäftsklima: Verbesserte Wirtschaftsstimmung in NRW

Im Oktober hat sich die konjunkturelle Entwicklung in Nordrhein-Westfalen (Ticker: NRW) laut NRW.BANK.ifo-Geschäftsklima wieder aufgehellt. Demnach schätzten die 1.500 befragten Unternehmen sowohl die Geschäftslage auch als ihre Erwartungen besser ein als noch im Vormonat. Ausgehend von einem niedrigen Niveau zeigte sich der Frühindikator für die konjunkturelle Entwicklung solide und verbesserte sich um 2,1 auf -11,1 Saldenpunkte. Der Anstieg war vor allem auf die Geschäftserwartungen der Unternehmen für die nächsten sechs Monate zurückzuführen, die sich um 3,5 auf -14,2 Saldenpunkte verbesserten. Auch beim Umfragewert zur aktuellen Geschäftslage ging es um 0,7 nach oben auf nunmehr -8,1 Punkte. „Dass sich die Wirtschaftsstimmung in Nordrhein-Westfalen jetzt solide verbessert hat, erhöht die Chance, dass die konjunkturelle Abkühlung nicht allzu stark ausfällt. Hoffnung machen vor allem steigende private Konsumausgaben, weil Verbraucherinnen und Verbraucher nicht mehr ganz so zurückhaltend agieren“, sagte Eckhard Forst, Vorstandsvorsitzender der NRW.BANK. Die konjunkturelle Aufhellung erstreckte sich dabei über nahezu alle Wirtschaftsbereiche: So hat sich das Geschäftsklima im Dienstleistungssektor in den positiven Wertebereich gedreht und auch im Handel gab es ein leichtes Stimmungsplus, wenngleich sich die Entwicklung im Großhandel und Einzelhandel deutlich unterschied. Während die Großhändler sowohl ihre aktuelle Geschäftslage als auch ihre Geschäftserwartungen besser beurteilten, trübte sich die Stimmung im Einzelhandel deutlich ein. In der Verarbeitenden Industrie, allen voran in der Chemie, hellte sich die Stimmung ebenfalls spürbar auf, allerdings wird die aktuelle Geschäftslage vor dem Hintergrund des weiterhin bestehenden Auftragsmangels als gedämpft beurteilt. Einzig im Bauhauptgewerbe ist das Geschäftsklima im Oktober gesunken. Ursächlich hierfür waren pessimistischere Geschäftserwartungen der Bauunternehmen sowie die Unzufriedenheit mit der aktuellen Geschäftslage aufgrund unzureichender Aufträge.

### Primärmarkt

Der Dezember ist da, am SSA-Primärmarkt kehrt zur Adventszeit bekanntlich nach und nach Besinnlichkeit ein, die Aktivitäten verlagern sich zusehends auf den Weihnachtsmarkt. Weitestgehend erreichte Fundingziele sorgen dafür, dass viele Emittenten dem Primärmarkt für dieses Jahr bereits den Rücken gekehrt haben. Folglich können wir in dieser Ausgabe von keinen neuen Transaktionen berichten. Werfen wir daher einen Blick auf die anstehende Handelswoche: Das Land Baden-Württemberg beabsichtigt die vorweihnachtliche Ruhe mit einer Emission von EUR 500 Mio. (WNG, 3y) in Form eines Floaters sinnvoll zu nutzen. Darüber hinaus hat die Kreditanstalt für Wiederaufbau (Ticker: KfW) für den 10. Dezember zum Global Investor Broadcast eingeladen, auf dem das größte deutsche Förderinstitut unter anderem das Fundingziel für 2025 ankündigen wird. Selbiges Format erwarten wir in den kommenden Tagen auch von der Europäischen Union (Ticker: EU). Die EIB wird wie immer eine Pressemitteilung verschicken, ebenso der ESM und die EFSF gemeinsam. Unsere Erwartung haben wir in unserem [Ausblick 2025](#) im Rahmen dieser Publikation dargelegt.

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

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

# Covered Bonds

## Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2025

Autoren: Lukas Kühne // Dr. Frederik Kunze

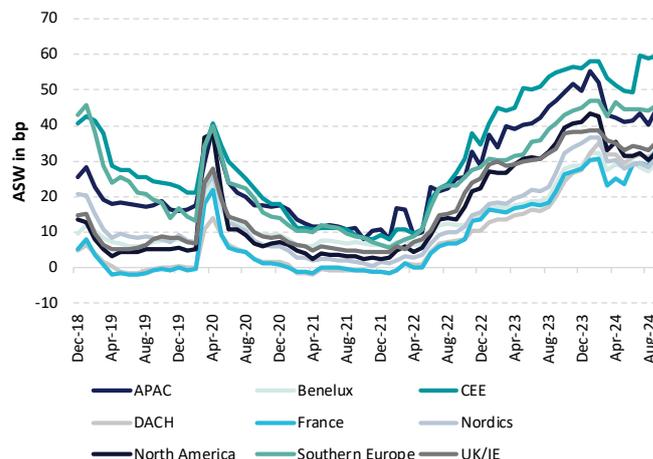
### Der Covered Bond-Markt im Jahr 2025 – wie schwer wiegt die „Bund-Swap-Spread“-Hypothek aus dem Vorjahr?

Das Covered Bond-Jahr 2024 neigt sich dem Ende entgegen. Der Primärmarkt macht bereits den Anschein, sich in die Winterpause verabschiedet zu haben. Bei einem Emissionsvolumen von bisher EUR 146,5 Mrd. bliebe die Summe an frischen Deals in 2024 deutlich hinter unserer Prognose von EUR 168,8 Mrd., die wir zum Jahresende 2023 vorgestellt haben, zurück. Die Stimmungslage am Primärmarkt wird bereits seit einigen Wochen maßgeblich von den Spreadentwicklungen in den „benachbarten“ Assetklassen Public Issuers/SSA bzw. Sovereigns getrieben. Insbesondere die Einengung der Differenz zwischen den Bund-Spreads und den Swap-Spreads ließ Covered Bonds in der Relative Value-Betrachtung zunehmend unattraktiv wirken. In Kombination damit muss beispielsweise auch die im EUR-Benchmarksegment zu beobachtende Spreadtendenz bei den EU-Emissionen, bei den Anleihen der deutschen Länder oder auch bei KfW-Bonds betrachtet werden. Die Spreadaufschläge, die für Covered Bonds als „Fair Value“ im Sekundärmarkt zu beobachten waren und sind, lassen die u.a. in der regulatorischen Betrachtung weniger privilegierten gedeckten Bankschuldverschreibungen für viele Investoren eher unattraktiv gegenüber der Assetklasse der öffentlichen Emittenten erscheinen. Dies gilt unseres Erachtens auch vor dem Hintergrund der Tatsache, dass sich das Covered Bond-Segment in einigen Laufzeitbereichen bereits durch einen signifikanten Repricingzyklus gearbeitet hat und das absolute Spreadlevel (im historischen Vergleich) als hoch anzusehen ist. Für das Jahr 2025 stellt sich nun die zentrale Frage, wie schwer die hier beschriebene „Hypothek“ für das Covered Bond-Segment zukünftig wiegen wird – auch wenn in den kommenden zwölf Monaten eine Reihe von anderen Faktoren das Emissionsaufkommen und die Spreadentwicklung mitbestimmen werden. Auf den nachfolgenden Seiten möchten wir wie gewohnt einen kurzen Ausblick auf das Covered Bond-Jahr 2025 wagen.

**Bund-Swap-Spreads**

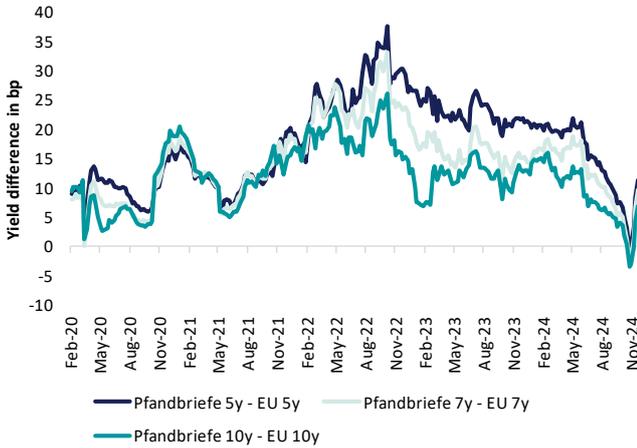


**EUR BMK: Spreadverlauf (5y, generisch)**

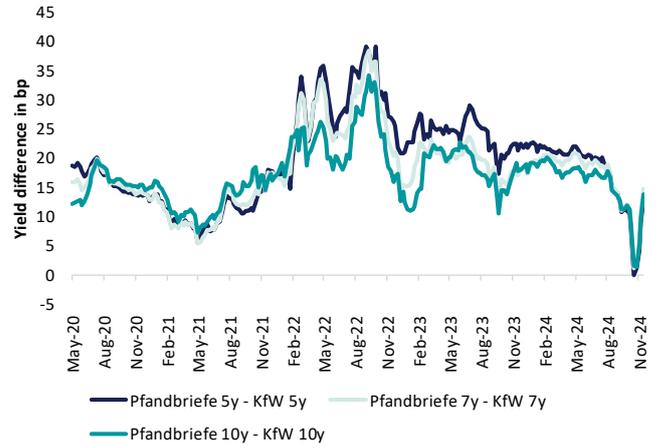


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

**Renditedifferenz: Pfandbriefe vs. EU**



**Renditedifferenz: Pfandbriefe vs. KfW**

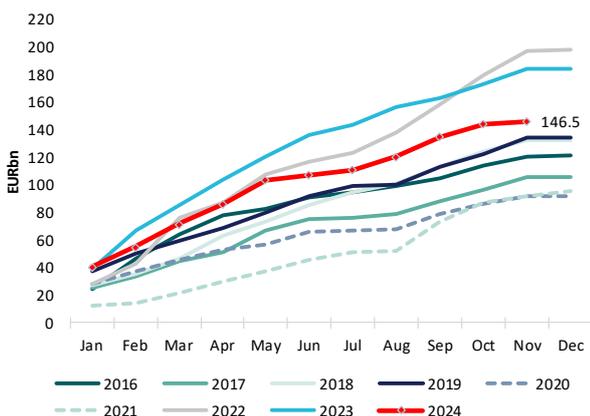


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

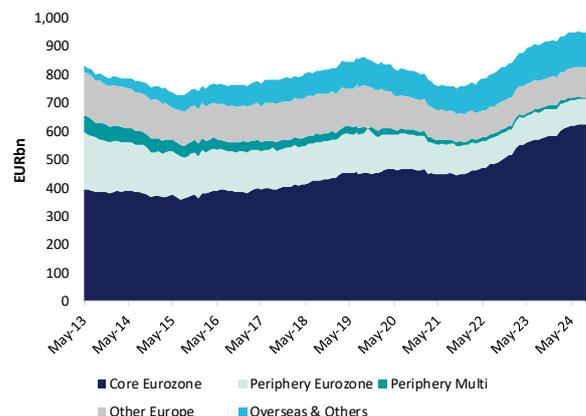
**Ein kurzer Blick zurück: Historische Einordnung des Primärmarktjahres 2024**

Das Emissionsjahr 2024 dürfte sich mit einem Bruttovolumen in Höhe von EUR 146,5 Mrd. deutlich zurückhaltender präsentieren als in den Vorjahren 2023 (EUR 184,7 Mrd.) bzw. 2022 (EUR 198,6 Mrd.). Dies gilt auch im Hinblick auf das rechnerische Nettoangebot, welches nach unserer Auffassung regelmäßig die markttechnische Grundlage für die Spreadentwicklung darstellt. Im Jahr 2024 stünden hier EUR 29,5 Mrd. zu Buche, nachdem das EUR-Benchmarksegment in den Vorjahren 2022 und 2023 um EUR 61,3 Mrd. bzw. EUR 60,6 Mrd. zulegte. An dieser Stelle nehmen wir gern vorweg, dass auch in 2025 ein Zuwachs des von uns betrachteten EUR-Benchmarkuniversums anstehen dürfte. Dass die markttechnische Betrachtung jedoch längst nicht der einzige Einflussfaktor auf die Spreadentwicklung ist, hat uns das Jahr 2024 eindrucksvoll vor Augen geführt. Insofern muss konstatiert werden, dass die „Relative Value“-Betrachtung zuletzt einen Einfluss auf das Spreadgefüge hatte (und auch in 2025 haben wird), den wir in den letzten Jahren in der Form nicht beobachtet haben. In den Phasen der „weiten“ Bund-Swap-Spreads erschienen Covered Bonds zwar durchaus attraktiver, der Einfluss auf die Spreads (in Form von Einengungen) fiel unseres Erachtens allerdings deutlich schwächer aus als das zuletzt erfolgte Widening bei Covered Bonds.

**EUR BMK: Emissionsverlauf**

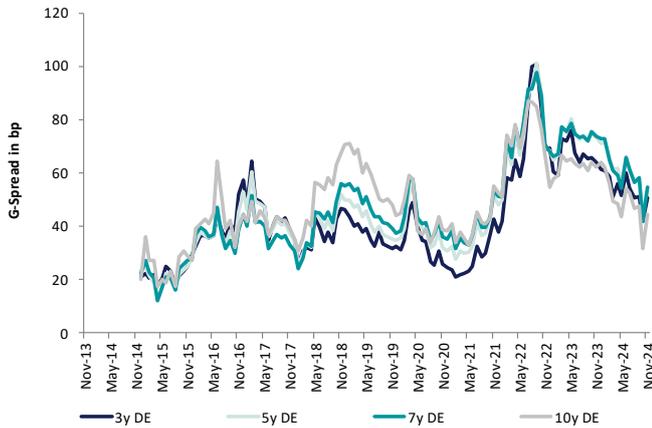


**EUR BMK: Ausstehendes Volumen**

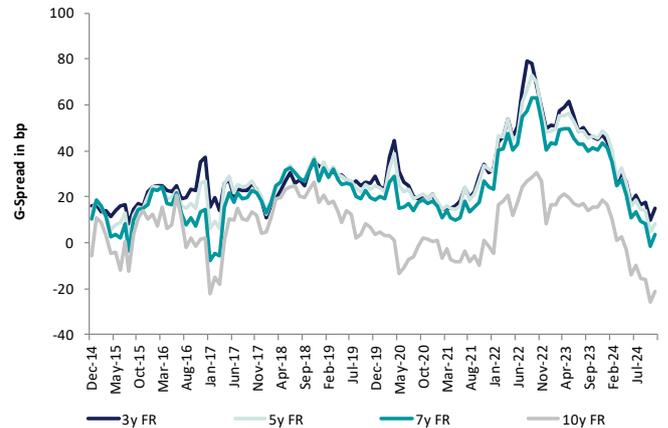


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

**EUR BMK DE: Sovereign vs. Covered (generisch)**



**EUR BMK FR: Sovereign vs. Covered (generisch)**



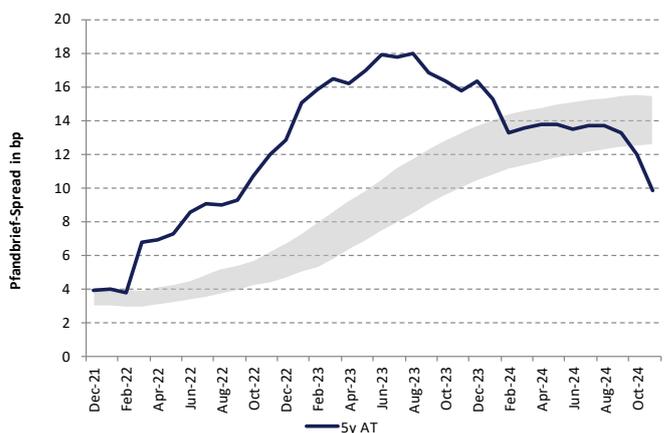
Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

**Die Spreads im EUR-Benchmarksegment im „alten“ Jahr: Repricing nicht abgeschlossen!**  
 Auch aufgrund der äußerst zurückhaltenden Emissionsaktivität in den vergangenen Handelswochen fehlten – vor allem für das lange Ende – hinreichende Impulse für ein mehr oder weniger abschließendes Repricing. In der Folge muss damit gerechnet werden, dass insbesondere zum Start in das neue Jahr die Volatilität am Sekundärmarkt bzw. die Unsicherheiten bei den Preisvorstellungen von Emittenten und Investoren im Hinblick auf neu platzierte Deals hoch bleiben dürften. In der generischen Betrachtung handeln z.B. Pfandbriefe zu eng gegenüber Bundesanleihen. In Bezug auf französische Covered Bonds ist für das lange Ende außerdem weiterhin zu beobachten, dass die gedeckte Ware weit innerhalb von OATs handelt. Nach unserem Dafürhalten ist es noch zu früh, um hier italienische Verhältnisse auszurufen. Gleichwohl bleibt der „G-Spread“ für Frankreich in der Gemengelage der gewichtigsten Covered Bond-Jurisdiktionen im EUR-Benchmarksegment eine schwer zu prognostizierende Variable für das Jahr 2025. Wie wir allerdings weiter unten ausführen, dürften sich die Emittenten aus Frankreich davon mit Blick auf ihr Fundingverhalten nicht über Gebühr abschrecken lassen. Tatsächlich sehen wir noch ein hohes Gewicht anderer (fundamentaler) Faktoren, die das Emissionsvolumen hochhalten werden.

**EUR BMK FR: Relative Value Pfandbriefe (generisch)<sup>1</sup>**



**EUR BMK AT: Relative Value Pfandbriefe (generisch)<sup>1</sup>**



Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

<sup>1</sup> grau schraffierte Fläche = ±10% Handelsspanne im gleitenden 36M-Durchschnitt

**Primärmarkt 2025: Erneut ein vergleichsweise starkes Emissionsjahr**

Bevor wir auf die erwarteten Spreadentwicklungen eingehen, möchten wir zunächst unsere Nettoneuangebotsprognose vorstellen. Auch in 2025 rechnen wir mit einem wachsenden EUR-Benchmarksegment. So sollten Fälligkeiten i.H.v. EUR 126,9 Mrd. neu platzierten Deals i.H.v. EUR 170 Mrd. (ohne Taps und Floater) gegenüberstehen. Das Nettoneuangebot würde bei anstehenden Fälligkeiten in Höhe von EUR 126,9 Mrd. damit EUR 43,1 Mrd. umfassen und somit spürbar über dem Vorjahresniveau (Net Supply 2024 ytd: EUR 29,5 Mrd.) liegen, jedoch nicht an die Jahre 2023 bzw. 2022 heranreichen. In 2025 sind auf Basis unseres Bottom-up-Ansatzes die „Wachstumskandidaten“ Frankreich (Net Supply: EUR 16,2 Mrd.), Deutschland (EUR 7,5 Mrd.), die Niederlande (EUR 6,8 Mrd.) sowie Österreich (EUR 4,7 Mrd.). Die vorangeschrittene Bankenkonsolidierung, die Bevorzugung der unbesicherten Refinanzierung sowie sehr hohe Kundeneinlagen dürften nach unserem Dafürhalten das spanische EUR-Benchmarksegment erneut spürbar schrumpfen lassen (Net Supply ES: EUR -11,8 Mrd.).

**NORD/LB-Prognose 2025: Emissionen und Fälligkeiten nach Jurisdiktionen**

Jurisdiction	Issues 2024	Outstanding volume	Maturities	Issues	Net supply
	as at 3 December 2024 (EURbn)	as at 3 December 2024 (EURbn)	2025 (EURbn)	2025e (EURbn)	2025e (EURbn)
AT	6.50	59.60	2.80	7.50	4.70
AU	4.85	33.65	7.50	6.50	-1.00
BE	3.00	23.70	3.75	5.00	1.25
CA	11.25	82.45	9.50	12.00	2.50
CH	3.00	3.75	0.75	1.00	0.25
CZ	0.50	2.50	0.00	1.00	1.00
DE	29.50	210.79	21.50	29.00	7.50
DK	1.50	6.50	1.00	2.50	1.50
EE	0.00	1.00	0.50	1.00	0.50
ES	2.85	68.60	17.25	5.50	-11.75
FI	5.50	40.50	4.25	5.00	0.75
FR	38.50	268.77	21.35	37.50	16.15
GB	5.00	22.91	2.00	7.00	5.00
GR	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
HU	0.00	0.00	0.00	0.50	0.50
IE	0.00	0.75	0.75	0.00	-0.75
IS	0.00	0.50	0.00	1.00	1.00
IT	9.50	49.75	9.50	10.00	0.50
JP	0.00	5.60	1.00	2.00	1.00
KR	2.15	11.15	2.60	3.00	0.40
LU	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00
NL	9.65	81.72	3.25	10.00	6.75
NO	6.25	47.25	5.75	8.00	2.25
NZ	0.00	7.95	1.25	2.50	1.25
PL	0.00	0.50	0.50	0.50	0.00
PT	2.00	5.35	0.00	3.00	3.00
SE	1.25	29.33	5.90	4.00	-1.90
SG	4.25	10.00	3.25	3.00	-0.25
SK	1.50	9.00	1.00	2.00	1.00
<b>Total</b>	<b>148.50</b>	<b>1084.06</b>	<b>126.90</b>	<b>170.00</b>	<b>43.10</b>

Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

**Angebot in 2025: Grundüberlegungen zu den prognostischen Rahmenparametern...**

Wie üblich müssen wir für unsere Angebotsprognose eine Reihe von Annahmen treffen. Dies gilt sowohl mit Blick auf den tatsächlichen Refinanzierungsbedarf als auch in Bezug auf den Fundingmix. Darüber hinaus gilt es in 2025 auch die bereits andiskutierten Sonderfaktoren im Hinblick auf die Bund-Swap-Spreads bzw. die Relative Value-Überlegungen zu berücksichtigen. So dürfte für einige Investoren bzw. Syndikate – vor allem zum Jahresstart – die Frage des Exekutionsrisikos eine nicht untergeordnete Rolle spielen. Hier sehen wir durchaus wechselseitige Einflüsse auf die Selektion der Guidance, der angestrebten Emissionsgröße bzw. der anfänglichen Restlaufzeit der neuen Ware. Beim Blick auf die eher fundamentale Betrachtung sehen wir einen positiven Impuls auf den Bedarf an Covered Bond-Funding aus einer dynamischeren Kreditvergabe, einer eher zurückhaltenden Entwicklung bei den Einlagen und einer (in 2025 endlich) teureren Refinanzierung via Senior Preferred- bzw. Senior Non-preferred-Emissionen. Wir erwarten zugegebenermaßen bereits seit einiger Zeit eine Ausweitung der Spreads für das Seniorsegment, haben aber aufgrund der offenbar aus Sicht von einigen Investoren noch attraktiven absoluten Spread- bzw. Renditeniveaus diese „Korrektur“ noch nicht beobachten können. Für das Jahr 2025 besteht nach unserem Dafürhalten aber erneut eine hohe Eintrittswahrscheinlichkeit dafür, dass sich der Spread zwischen Covereds und Seniors spürbar ausweiten sollte. Einen weiteren Emissionstreiber sollte die Dynamik der Immobilienmärkte in den von uns betrachteten Jurisdiktionen verkörpern. Der EZB-Zinssenkungszyklus sowie eine anhaltend hohe Nachfrage nach Wohnraum dürften schließlich auch eine entsprechende Kreditnachfrage antreiben. Dies gilt insbesondere mit Blick auf wohnwirtschaftliche Immobilienfinanzierungen. Im Teilmarkt der Finanzierung von Gewerbeimmobilien rechnen wir insgesamt mit einer Stabilisierung, bei anhaltend erhöhten Risiken, insbesondere im Hinblick auf auslaufende Zinsbindungen bzw. anstehende Anschlussfinanzierungen.

**... zeigen erneut breit gefächerte Prognoserisiken an**

Auch in 2025 steht die von uns erwartete Primärmarktaktivität unter einem nennenswerten Prognoserisiko. Für die Jurisdiktionen außerhalb des Euroraums – also insbesondere Kanada, APAC, die Nordics sowie UK – geht dieses z.B. von der Wahl der Emissionswährung aus. In unserem Basisszenario bleibt der Euro eine sehr bedeutende Fundingwährung für das Gros der Emittenten. Die Unsicherheit im Relative Value-Kontext könnte aber für einige Institute eine Abkehr vom EUR-Teilmarkt als sicherere Alternative erscheinen lassen. Für das Gros der Emittenten wären „Fremdwährungen“ (aus Sicht des EUR-Benchmarksegments) aber nach wie vor eher als opportunistische Beimischung zu verstehen. Ausnahmen dürften hier sicherlich Dänemark, UK sowie Norwegen und Schweden darstellen. Auch aus Richtung der Zusammensetzung des Fundings nach Refinanzierungsinstrumenten kommen nennenswerte Prognoserisiken, die sich von Jurisdiktion zu Jurisdiktion stark unterscheiden können. Als ein repräsentatives Beispiel kann hier Belgien angesehen werden. Das Covered Bond-Funding stand 2024 unter dem Einfluss rasant abfließender Kundeneinlagen, was durch die Anlagealternative einer auf den Retailkunden zugeschnittenen und sehr attraktiv konditionierten Staatsanleihe ausgelöst wurde. Das Fundingjahr 2024 stand entsprechend unter dem Zeichen der Refinanzierung abfließender Einlagen. Inwieweit das Emissionsvolumen in 2025 auf einem vergleichbaren Niveau verharret (wir rechnen mit erneut hohen EUR 5 Mrd.), bleibt abzuwarten. Der größte Unsicherheitsfaktor für 2025 bleibt aus heutiger Sicht die unklare Bremswirkung, die aus den Relative Value-Erwägungen und der möglicherweise nicht vorhandenen „Zahlungsbereitschaft“ der Emittenten hervorgehen kann.

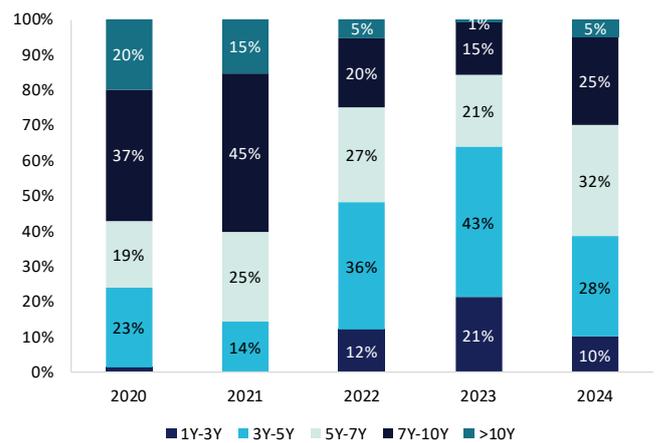
### Die Laufzeitfrage: Wann ist teuer zu teuer für die Emittentenseite und...

Die Vermeidung eines zu hohen Emissionsspreads haben wir in der Vergangenheit zudem wiederholt mit dem Aufkommen an länger laufenden Deals in Verbindung gebracht. In der Betrachtung des Emissionsjahres 2024 kann immerhin festgehalten werden, dass die längeren Laufzeitbänder („7Y-10Y“ bzw. „>10Y“; vgl. Chart unten) ein dezentes Comeback geschafft haben. Gleichwohl reichen die zusammengefassten Anteile dieser beiden Laufzeitsegmente noch nicht an die in der Vergangenheit zu beobachtenden Niveaus heran. In 2025 würden wir weiterhin eher von vereinzelt Deals mit Laufzeiten ab sieben Jahren ausgehen. Dies sollte vor allem für den Jahresanfang gelten. Gleichwohl stellt sich die Frage nach dem „adäquaten“ Anteil an Langläufern am Primärmarkt, da die Bezugnahme auf die Vorjahre, die von einem extrem niedrigen Zins- und Renditeniveau gekennzeichnet waren, unseres Erachtens als Vergleich hinkt. In Summe muss aber durchaus konstatiert werden, dass die gedeckte Refinanzierung (relativ zum ungedeckten Funding) eher für das lange Ende bestimmt ist. Für eine Bewegung hin zu einem langfristig angebrachten Gleichgewicht der Laufzeiten (beim ausstehenden EUR-Benchmarkvolumen) müssten die Anteile am Primärmarkt zunächst deutlicher ansteigen, auch um den zusätzlichen Aufbau eines Ungleichgewichts zwischen den Aktiv- und Passivseiten der emittierenden Institute auszubremsten. Hier bleibt unseres Erachtens der Laufzeitaufschlag als ein Hindernis bestehen. Dies gilt vor allem auch deshalb, weil die am Sekundärmarkt zu beobachtenden Spreads durch eine zu geringe Liquidität aufgrund unzureichender Emissionsdynamik nach unten verzerrt sein dürften. Dies ist insbesondere einmal mehr mit Blick auf das lange Ende festzuhalten. Die generisch abgeleiteten Laufzeitaufschläge für deutsche Pfandbriefe stellen diese Aufschläge für den Gesamtmarkt exemplarisch dar.

EUR BMK: Laufzeitaufschlag am Beispiel Pfandbriefe



EUR BMK: Emissionsanteil nach Laufzeitbändern



Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

### ... wann ist eine hinreichende Attraktivität für die Investoren gegeben?

Dass sich an der Laufzeitfrage gewissermaßen die Geister scheiden, zeigt auch der Blick auf die Investoreseite. Aus zahlreichen Kundengesprächen bzw. durch die Anfragen auf der Handelsseite wissen wir, dass der „Sweet Spot“ eher im Bereich von fünf Jahren liegt. Dies ist nach unserem Eindruck auch durch den Laufzeitaufschlag begründbar. Für die Anlagenseite erscheint demnach der zusätzliche Spread eines Deals aus dem „7Y“-Segment gegenüber den fünf Jahren als nicht hinreichend, um für die höhere Duration bzw. die damit verbundenen Risiken zu kompensieren. In Summe sprechen diese Faktoren im Jahr 2025 für ein stärkeres Repricing am „langen Ende“.

### Die NORD/LB-Spreadmeinung

Für den Jahresstart rechnen wir mit einer stark ausgeprägten Ausweitung der Spreads für EUR-Benchmarks. Getrieben wird diese Entwicklung – wie auch in den Vorjahren – insbesondere durch ein saisonal bedingtes hohes Emissionsaufkommen. Vor allem die (aller Voraussicht nach rar gesäten) Deals in den längeren Laufzeitbereichen dürften ein starkes Repricing auslösen, bei dem wir phasenweise und in einzelnen Jurisdiktionen Ausweitungen um mehr als zehn Basispunkte nicht ausschließen würden. Im weiteren Jahresverlauf sollte es insgesamt zu einer spürbaren Konsolidierung kommen, sodass bis zur Jahresmitte durchaus dezente Einengungen möglich sein sollten. Als eine wesentliche Bestimmungsvariable für die Spreadentwicklung im Jahr 2025 ist neben den drei sonst im Rahmen unserer Spreadmeinung diskutierten Einflussfaktoren (I. Markttechnik, II. Fundamentaldaten und III. Sentiment) der Relative Value-Aspekt hervorzuheben, der sonst implizit in unserer üblichen Betrachtung enthalten war. In diesem Kontext muss nach unserem Dafürhalten auch die wechselseitige Betrachtung berücksichtigt werden. Das Covered Bond-Segment befindet sich hier durchaus in einer Scharnierfunktion. Während die Spreads für einige „Ratesinvestoren“ (z.B. Bankentreasurer) zu eng bzw. die Covered Bonds zu teuer sind, erscheinen für Real Money- bzw. „Credit“-Investoren die Level bei den Gedeckten eher attraktiv. Tatsächlich sehen wir die Zusammensetzung bzw. Motivation der Investorensseite als eine wichtige Variable auch für 2025 an. Schließlich muss davon ausgegangen werden, dass beispielsweise auch der Bankensektor über Investments im „Credit“-Universum (Stichwort: Kreditersatzgeschäft) die Spreads auch bei Seniors gemeinsam mit anderen Investoren (z.B. Real Money-Accounts) eng hält. Mit einem Anziehen der „realen“ Kreditvergabe dürfte sich dieser Effekt perspektivisch abschwächen. Noch vor weniger als einem Jahr hat außerdem das Emissionsaufkommen in den „angrenzenden“ Assetklassen in seiner Einflussnahme auf die Covered Bond-Spreads weitaus weniger im Fokus der Marktteilnehmer gestanden. Umso bedeutender ist nunmehr beispielsweise das konkrete EUR-Funding einer der gewichtigen Emittenten im öffentlichen Bereich. So ist es durchaus üblich, dass Emittenten wie z.B. die KfW oder auch die Europäische Investitionsbank (EIB) Rückgriff auf andere Währungen nehmen, sobald dies aus Crosscurrencyerwägungen als vorteilhaft erscheint. Ein geringeres Emissionsaufkommen (vor allem wenn es den 5Y „Sweet Spot“ betrifft) könnte dem Covered Bond-Segment spreadseitig eine gewisse Entlastung bringen.

### NORD/LB Spread Forecast

Current levels					as of 30/06/2025(e)					Expected spread change				
in bp	3y	5y	7y	10y	in bp	3y	5y	7y	10y	in bp	3y	5y	7y	10y
AT	35.2	44.6	50.9	55.5	AT	38.5	47.5	57.0	63.0	AT	3.3	2.9	6.1	7.5
AU	32.9	45.6	54.5	59.5	AU	36.5	48.5	61.0	67.0	AU	3.6	2.9	6.5	7.5
BE	28.9	40.1	50.3	59.6	BE	32.5	43.5	57.0	67.0	BE	3.6	3.4	6.7	7.4
CA	30.9	42.9	54.4	61.2	CA	34.5	46.5	61.0	69.0	CA	3.6	3.6	6.6	7.8
CZ	51.2	60.6			CZ	54.5	63.5			CZ	3.3	2.9		
DE	26.9	35.1	40.7	47.2	DE	30.5	38.5	47.0	55.0	DE	3.6	3.4	6.3	7.8
DK	35.1	38.9	38.6		DK	38.0	42.5	45.0		DK	2.9	3.6	6.4	
EE	32.6				EE	36.5				EE	3.9			
ES_Single	34.6	46.6	47.9	55.9	ES_Single	38.5	49.5	54.0	64.0	ES_Single	3.9	2.9	6.1	8.1
FI	24.4	36.1	40.7	42.0	FI	27.5	39.5	47.0	50.0	FI	3.1	3.4	6.3	8.0
FR	30.2	44.7	54.4	59.8	FR	33.5	48.5	61.0	68.0	FR	3.3	3.8	6.6	8.2
GB	33.1	42.6	47.3	50.5	GB	36.5	45.5	54.0	58.0	GB	3.4	2.9	6.7	7.5
IS	36.6	44.6	59.0	65.1	IS	40.5	47.5	65.0	73.0	IS	3.9	2.9	6.0	7.9
IT	44.6	59.0	65.1	74.4	IT	48.5	62.5	71.0	82.0	IT	3.9	3.5	5.9	7.6
JP	51.3	63.0	65.1		JP	54.5	66.5	71.0		JP	3.2	3.5	5.9	
KR	35.1	39.0			KR	38.5	42.5			KR	3.4	3.5		
LU	36.3				LU	39.5				LU	3.2			
NL	27.1	38.8	46.5	54.1	NL	30.5	42.5	53.0	62.0	NL	3.4	3.7	6.5	7.9
NO	23.6	36.9	46.2	50.7	NO	27.5	40.5	53.0	59.0	NO	3.9	3.6	6.8	8.3
NZ	34.8	52.0	54.9		NZ	38.5	55.5	61.0		NZ	3.7	3.5	6.1	
PL					PL					PL				
PT	37.8	50.2	54.5		PT	41.5	53.5	61.0		PT	3.7	3.3	6.5	
SE	22.0	33.8	41.7	45.7	SE	25.5	37.5	48.0	54.0	SE	3.5	3.7	6.3	8.3
SG	31.8	38.9			SG	35.5	42.5			SG	3.7	3.6		

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

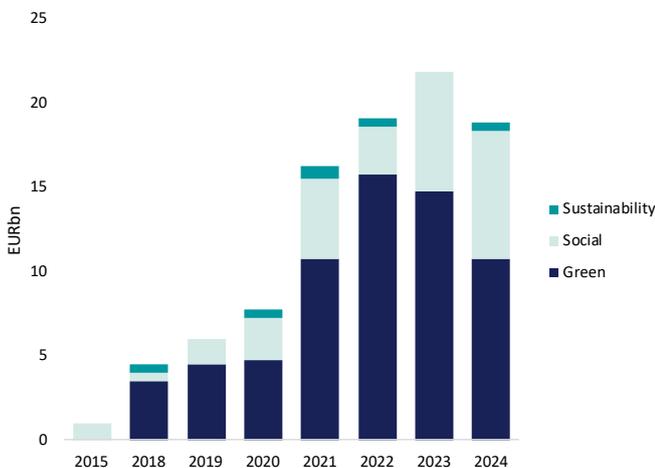
**Prognoserisiko für die Spreadentwicklung in 2025**

Ausgehend von den Bestimmungsfaktoren der Spreadentwicklung leiten sich die Abweichungsrisiken für unsere Punktprognose in den Jurisdiktions- und Laufzeitkombinationen ab. Der größte Einfluss ist hier zum Jahresstart 2025 jedoch im aktuellen Marktumfeld dem Relative Value-Aspekt zuzusprechen. Dieser ist auch in Verbindung mit der angebotsseitigen Betrachtung zu interpretieren. Tatsächlich sehen wir in 2025 aber eher eine umgekehrte Ursache-Wirkungs-Beziehung zwischen dem Angebot und den Spreads. Sollten die Spreads zum Jahresanfang zu stark ausweiten und Covered Bonds in der Relative Value-Betrachtung aufgrund anderer Faktoren weiterhin „teuer“ auf die Investorenmenseite wirken, könnte dies zu einer ausgeprägten Zurückhaltung auf der Emissionsseite führen. Im Kontext der fundamntalseitigen Betrachtung – auch unter Berücksichtigung des herausfordernden makroökonomischen Umfelds – sehen wir kein signifikantes Störpotenzial für unsere 2025er-Prognose. Der Bankensektor sollte sich mit Blick auf die Kapitalisierung, die Liquiditätsausstattung sowie den Ratingausblick stabil präsentieren. Am Immobilienmarkt zeichnet sich außerdem eine Fortsetzung der Erholungsbewegungen bzw. ein Auslaufen der Preiskorrekturen ab.

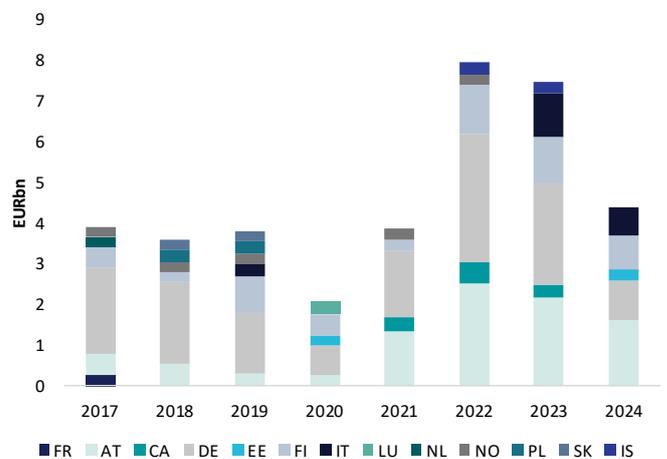
**ESG im Jahr 2025**

Am Teilmarkt der nachhaltigen Emissionen dürfte sich das Jahr 2025 ähnlich präsentieren, wie in den zwölf Monaten zuvor. Wir rechnen mit einem soliden Emissionsaufkommen, wenngleich es fraglich bleibt, ob der ESG-Primärmarkt an das „Rekordjahr 2022“ heranreichen kann. Der Anteil der ESG-Deals am Primärmarkt dürfte unseres Erachtens bei etwas mehr als 10% liegen, was bei unserer Angebotsprognose Emissionen im Volumen von etwas mehr als EUR 17 Mrd. entsprechen würde. Herausforderungen dürften insbesondere für den Teilmarkt der Green Covered Bonds die hohen Anforderungen der EU-Taxonomie bleiben, sodass auf kurze bis mittlere Sicht kaum emittierende Banken für ihre grünen gedeckten Anleihen den ab 01. Januar 2025 anwendbaren EU Green Bond Standard zugrunde legen dürften. Auch in 2025 sehen wir geringes Potenzial für eine ausgeprägte grüne Prämie am Sekundärmarkt.

**EUR BMK: ESG-Emissionen**



**EUR SBMK: Emissionen**



Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

**EUR-Subbenchmarksegment bleibt auch 2025 ein Thema**

Für uns ist der Teilmarkt der Covered Bond-Emissionen im EUR-Subbenchmarkformat weiterhin ein sehr relevanter Nischenmarkt. Schließlich ermöglichen die kleineren Losgrößen auch Covered Bond-Emittenten mit weniger Fundingbedarf oder kleineren Cover Pools einen regelmäßigen Marktauftritt. Für einige Investoren erscheinen die (der regulatorischen Auslegung der LCR-Verordnung folgend) weniger liquiden Bonds aufgrund eines Spreadaufschlags als interessante Anlagemöglichkeit. Auch wenn das Emissionsvolumen in 2024 etwas hinter unseren Erwartungen zurückblieb, schmälert dies nach unserer Auffassung nicht diese Sicht der Dinge. Wir rechnen in den kommenden zwölf Monaten mit einem etwas regeren Treiben am Primärmarkt für EUR-Subbenchmarks als noch in 2024. Dies lässt sich nicht zuletzt mit der hohen Dynamik in Deutschland erklären. Wir sehen hier insbesondere im Sparkassensektor eine anziehende Dynamik.

**Fazit**

Der Start in das neue Jahr erfolgt für das Covered Bond-Segment mit einer schweren Hypothek. Das derzeit vorherrschende Niveau der Bund-Swap-Spreads manifestiert gemeinsam mit den Spreadniveaus bei den öffentlichen Emittenten eine sehr herausfordernde Ausgangslage für den Primärmarkt. Der Einfluss auf das Exekutionsrisiko und damit auch auf die Ausgestaltung der neu platzierten Deals (Size, Spread, Laufzeit) ist in diesem Kontext unüblich stark. Die ersten Deals im neuen Jahr dürften dabei richtungsweisend sein, da sie die weitere Stimmungslage nachhaltig prägen können. Abstrahiert von diesen Rahmenbedingungen sehen wir das Covered Bond-Segment fundamenteitig in einer guten Verfassung. Gleichwohl darf das Repricing noch nicht als abgeschlossen angesehen werden. Ein „blinder Fleck“ kann außerdem das lange Ende bleiben. Das Repricing muss hier erst noch starten und sollte deutlich weitere Spreadniveaus hervorbringen, als derzeit am Sekundärmarkt zu beobachten sind.

## SSA/Public Issuers

# SSA-Ausblick 2025: Die Rückkehr der Risikoprämien

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

### **Öffentliche Emittenten im Bann fiskalischer Herausforderungen und politischer Krisen**

Das sich langsam aber sicher dem Ende neigende SSA-Jahr 2024 bot wieder einiges an Gesprächsstoff, welchen wir uns jedoch für den Jahresrückblick im Rahmen der ersten Wochenpublikation im neuen Jahr aufsparen wollen. Heute möchten wir an dieser Stelle stattdessen vorausschauen und einen Ausblick auf die kommenden zwölf Monate geben, in denen einige richtungsweisende Entscheidungen getroffen werden müssen – sowohl in wirtschaftlicher als auch geldpolitischer sowie (geo-)politischer Hinsicht. Diese haben unmittelbaren Einfluss auf die Rahmenbedingungen, unter denen die Emittenten in unserer relevanten SSA-Abgrenzung (also ohne Staaten) operieren. Im Jahr 2025 dürfte das SSA-Segment hauptsächlich von der fiskalischen Entwicklung beeinflusst werden. Aktuelle Schwerpunkte sind in diesem Kontext einerseits die bereits seit Monaten andauernde Debatte um den Haushalt und die Staatsverschuldung in Frankreich, als auch die neu hinzugekommene Unsicherheit bezüglich der politischen und wirtschaftlichen Lage in Deutschland. Beide Krisenherde führten in diesem Jahr zu Verwerfungen an den Kapitalmärkten. So lag die Umlaufrendite für zehnjährige französische Staatsanleihen Ende November erstmalig auf dem Niveau für Anleihen des griechischen Staates, welcher besonders schwer unter der europäischen Staatsschuldenkrise zu leiden hatte und erst im vergangenen Jahr den Status als „Investment Grade“ wiedererlangen konnte. Die Sorgen um die Haushaltssituation und die Staatsschulden werden wohl auch im kommenden Jahr die Kapitalmärkte beschäftigen und bedeuten in der kurzen Perspektive insbesondere für französische Agencies – deren Ratings oftmals dem des Staates gleichgesetzt werden – höhere Refinanzierungskosten. Hinsichtlich der derzeitigen Lage in Deutschland hätten wir im kommenden Jahr zwar ohnehin Bundestagswahlen bekommen, allerdings im September anstatt wie nun bereits im Februar. Anlass des endgültigen Scheiterns der Ampelkoalition war unter anderem die Frage nach einer Aussetzung der Schuldenbremse, wenngleich es im Hintergrund bereits seit geraumer Zeit in vielerlei Hinsicht Sand im Regierungsgetriebe gab. Eben jene Schuldenbremse wird auch im kommenden Jahr abermals in den Fokus rücken, insbesondere wenn es um Forderungen nach einer möglichen (sinnvollen!) Reform dieser gehen könnte. Nun muss aber zunächst erstmal gewählt werden, wenngleich eine zügige und konfliktfreie Koalitionsbildung im Nachgang sich durchaus schwierig gestalten könnte. An den Kapitalmärkten führte die politische Unsicherheit hierzulande zu einem deutlichen Abschmelzen des Bund-Swap-Spreads, welcher sogar zeitweise in negatives Terrain rutschte. Für deutsche Emittenten aus dem SSA-Segment, wie die KfW oder die deutschen Länder, bedeutete dies eine neue Dynamik des Repricing, wobei auch alte Muster und Gesetzmäßigkeiten aufbrachen und Länderanleihen stellenweise teurer waren als die der KfW. Auch hier sehen wir für 2025 somit weitere Spielräume für Spreadausweitungen in der ersten Jahreshälfte. Als dritter Krisenherd darf selbstverständlich auch die Ukraine nicht aus dem Blickfeld verschwinden. Hier gibt die erneute Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten Anlass zur Sorge hinsichtlich der Finanzhilfen. Falls die USA ihre finanzielle Unterstützung drastisch reduzieren sollte, müssten die europäischen Staaten und Supranationals ihre Hilfen aufstocken und diese Mittel entsprechend refinanzieren, was bspw. zu mehr Emissionen der EU oder EIB führen könnte.

### Der (Net) Supply muss weiterhin sehr differenziert betrachtet werden

Mittlerweile (sprich: zu unserem Redaktionsschluss) haben die meisten Emittenten ihre Refinanzierung für das laufende Jahr abgeschlossen oder befinden sich auf der Funding-Zielgeraden. Insgesamt ist es seit Jahresbeginn zu 198 EUR-Benchmarkemissionen (der von uns analysierten SSAs) in einer Größenordnung von rund EUR 282 Mrd. gekommen. Dies war der drittstärkste Wert jemals im SSA-Segment. Insbesondere im Vergleich zu den Werten vor der COVID-19-Pandemie – EUR 190 Mrd. in 2017 oder EUR 166 Mrd. in 2019 – ist dies ein sehr hoher Wert, wenngleich niedriger als in zwei der drei Jahren während der Pandemie (2020: EUR 303 Mrd.; 2021: EUR 325 Mrd.; 2022: EUR 270 Mrd.). Immerhin kamen deutsche Länder auch 2024 ohne zusätzliche Kreditermächtigungen aus. Zudem setzten die ersten Gewöhnungseffekte ein, obwohl nicht nur die EZB erneut mit immensen Summen agierte und hantierte, sondern auch die EU als relativ neuer „Megaemittent“ bis dato entschieden handelte und bis 2026 noch sehr viel vorhat. Dies wird das Fundingvolumen auch in 2025 (und darüber hinaus) weiterhin maßgeblich beeinflussen. Für das kommende Jahr gehen wir folglich, mit einer gewissen Unsicherheit behaftet, von EUR-Benchmarkemissionen von erneut über EUR 275 Mrd. aus. Dieser Wert würde sich zum wiederholten Male über dem Vorkrisenvolumen bewegen und sich folglich auf sehr hohem Niveau stabilisieren, wenngleich die Treiber jedes Jahr andere sind.

### Fokus: Deutsche Länder

Nachdem in 2022 zuweilen noch ein überproportional hohes Angebot auf eine riesige Nachfrage traf, normalisierte sich die Situation in 2023 und 2024 zusehends: Einzig aus Bayern kam im ablaufenden Jahr keine einzige Anleihe im Benchmarkformat, was jedoch auch zu den niedrigen Kreditermächtigungen des Freistaates passt. Die Spreads und die Laufzeiten werden auch 2025 das Thema bleiben. Für die 16 Länder rechnen wir für das kommende Jahr mit (Brutto-)Kreditermächtigungen i.H.v. rund EUR 87 Mrd. Dieser Wert würde gegenüber dem Vorjahr erneut einen Rückgang bedeuten und den Fokus der Sub-Sovereigns auf einen perspektivischen Abbau des (absoluten) Schuldenberges untermauern. Wir gehen indes davon aus, dass alle Länder 2025 die Schuldenbremse einhalten werden und sehen somit auch wenig Spielräume für Nachtragshaushalte.

### Kreditermächtigungen deutscher Länder: 2024 vs. 2025e (in EUR Mrd.)

	2024	2025e
Baden-Württemberg	32,36	35
Bayern	1,94	1
Berlin	8,43	5
Brandenburg	3,11	1
Bremen	3,82	1
Hamburg	2,30	3
Hessen	5,91	6
Mecklenburg-Vorpommern	2,00	1
Niedersachsen	7,06	7
Nordrhein-Westfalen	10,10	13
Rheinland-Pfalz	4,30	5
Saarland		1
Sachsen	0,24	1
Sachsen-Anhalt	2,10	2
Schleswig-Holstein	6,94	4
Thüringen	1,00	1
<b>Summe</b>	<b>91,61</b>	<b>87</b>

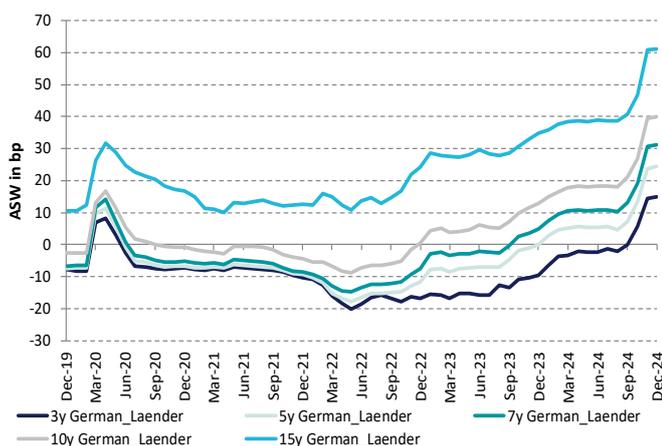
e = estimate

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

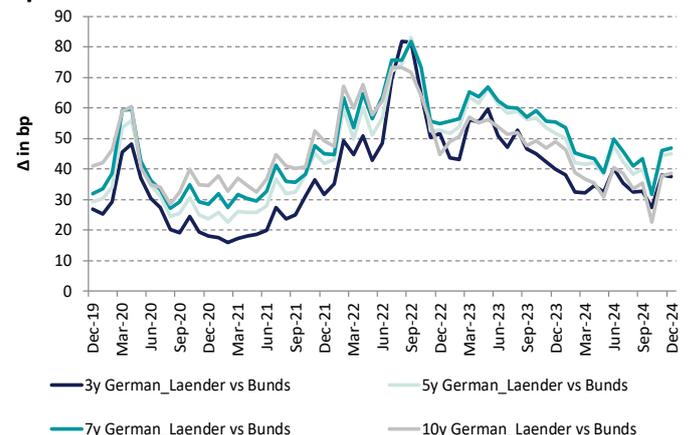
### Deutsche Länder mit niedrigerem Funding in 2025 erwartet – wenn die Schuldenbremse nicht signifikant überarbeitet wird

Im Segment der Regional Bonds stellen die Anleihen [deutscher Länder](#) unverändert den mit Abstand bedeutendsten Sub-Sovereign-Markt dar – vor allem in 2020, aber auch in 2021 haben hier die 16 Länder ihren Vorsprung und somit ihre Bedeutung erneut ausgebaut. Zuvor war allerdings seit Jahren ein Rückgang der Fundingvolumina festzustellen. Für 2025 rechnen wir brutto mit der Platzierung neuer Anleihen im Umfang von EUR 50-55 Mrd. (Annahme: EUR 52,5 Mrd.), sofern die Schuldenbremse nicht fit für die Zukunft gemacht wird und dementsprechend mehr Investitionen zulassen kann. Demgegenüber stehen im Jahr 2025 Fälligkeiten i.H.v. knapp EUR 51 Mrd., wodurch sich ein leicht positiver Net Supply von rund EUR 1,5 Mrd. ergeben würde. In beiden Fällen handelt es sich nicht nur um EUR-Benchmarkanleihen, sondern auch um Fremdwährungen sowie Schuldscheindarlehen. Der Relevanz deutscher Länderanleihen in diesem wichtigen Segment tut jegliches Volumen keinen Abbruch. Darüber hinaus rechnen wir mit Länderjumbos mittels des Vehikels der Gemeinschaft deutscher Länder (Ticker: LANDER) i.H.v. insgesamt EUR 2,0-2,5 Mrd. Es wird dabei interessant sein zu beobachten, ob eine neu gewählte Bundesregierung im nächsten Jahr zu einer investiven Reform der Schuldenbremse bereit ist und in welcher Form dies auf die 16 Länder durchschlägt. Die Wachstumsaussichten geben hierzulande nach wie vor wenig Anlass für Optimismus. Folglich stehen auch die Erwartungen an die Steuereinnahmen auf Länderebene momentan unter keinem guten Stern, was bei vermutlich leicht steigenden Ausgaben den Fokus zur Refinanzierung zusätzlich auf den Kapitalmarkt verlagern sollte. Sparmaßnahmen in den Haushaltsplänen der Länder dämpfen diesen Effekt voraussichtlich etwas. Hinsichtlich der Spreadbewegungen im kommenden Jahr gehen wir davon aus, dass sich das Mitte November stark beschleunigte Repricing, ausgelöst durch ein drastisches Abschmelzen des Bund-Swap-Spreads im Zuge des Auseinanderbrechens der Ampelkoalition, in geringfügigem Maße weiter fortsetzen wird. Als zusätzlicher Treiber kommt 2025 das endgültige Auslaufen des PEPP hinzu, womit nun auch das letzte aktive Ankaufprogramm der EZB vom Netz genommen wird. Deutsche Länderanleihen sind die mit Abstand meistnachgefragten SSA-Anleihen seitens des Eurosystems. Zum Stand 02. Dezember wurden seit 2015 insgesamt 631 unterschiedliche deutsche Anleihen im Rahmen des PSPP bzw. PEPP erworben. Unterm Strich sehen wir aufgrund der hierzulande anhaltenden politischen Unsicherheit und zukünftig ausbleibender Nachfrage seitens des Eurosystems Spielräume für zusätzliche Spreadausweitungen in H1/2025.

#### Spreadbewegungen deutscher Länder



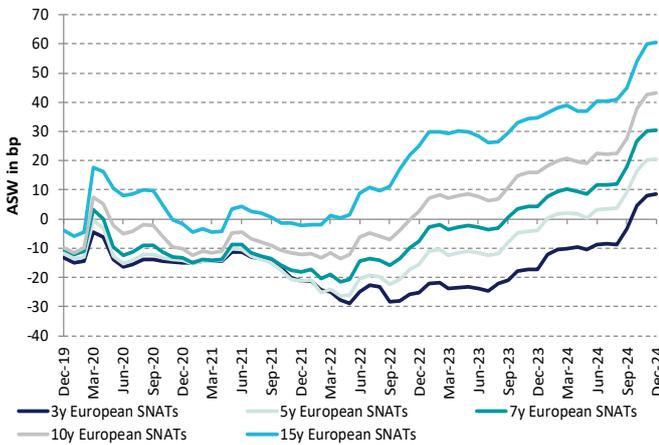
#### Spreads deutsche Länder vs. Bunds



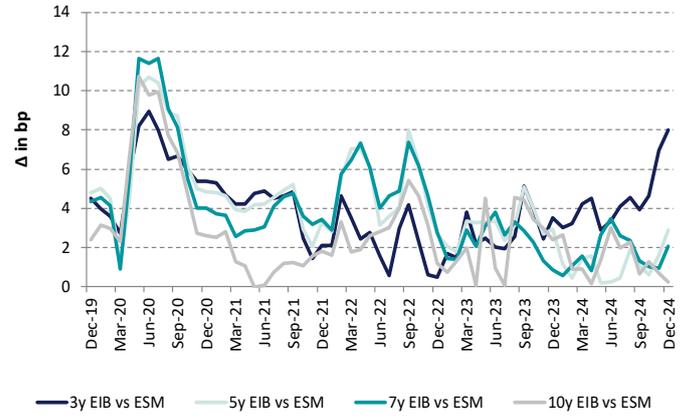
**Supranationals zwischen (geo-)politischen Entscheidungen und grüner Transformation**

Die (wenigen) [E-Supranationals](#) stellen nach wie vor eine wichtige Kategorie im SSA-Universum dar und sind nun bereits seit 2021 in unserer Abgrenzung größer als alle deutschen EUR-Benchmarkemittenten zusammen. Ein im Regelfall (noch) sehr gutes Rating, die hohe Liquidität sowie regulatorische Vorzüge sprechen auch weiterhin für die Anleihen aus diesem Segment. Ein regelmäßiger Akteur am Primärmarkt wird selbstverständlich auch 2025 die EIB sein. Hier erwarten wir ein leicht höheres Fundingziel i.H.v. EUR 65-70 Mrd. – erneut aufgeteilt auf eine Vielzahl unterschiedlichster Währungen. Demgegenüber stehen im nächsten Jahr Fälligkeiten i.H.v. rund EUR 62 Mrd. Auf europäischer Ebene wird das Bild insgesamt von einigen großen Adressen bestimmt: So lässt sich etwa die Ausweitung der EUR-Benchmarkemissionen in diesem Jahr zu einem großen Teil auf den spürbar gestiegenen Fundingbedarf der EU im Rahmen ihres NGEU-Programms, genauer der Aufbau- und Resilienzfazilität (RRF), zurückführen, welcher auch im kommenden Jahr zunehmen wird. Darüber hinaus sehen wir nochmals zusätzliche Finanzhilfen für die Ukraine als sehr wahrscheinlich an, da im Nachgang der (erneuten) Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten die Unterstützung der USA deutlich abnehmen könnte, sofern er den Krieg nicht wie angekündigt telefonisch beendet. Dieses Vakuum müsste die EU sodann füllen und entsprechende Mittel selbst refinanzieren. Wir rechnen damit, dass die EU-Kommission in den kommenden Tagen den Fundingplan für H1/2025 veröffentlichen und darüber hinaus zum „Global Investor Call“ einladen wird. Für das Gesamtjahr 2025 gehen wir von einem Fundingziel der Staatengemeinschaft i.H.v. EUR 155-165 Mrd. aus, was abermals eine Steigerung gegenüber dem Vorjahr gleichkäme. EU-Bills ergänzen diese Werte stets und sind folglich nicht inkludiert. Im Rahmen ihrer eigentlichen Tätigkeit hatte die EU bis 2020 oft einen neutralen Net Supply. Unter den Fälligkeiten in 2025 i.H.v. EUR 28,6 Mrd. befinden sich auch erstmalig SURE und NGEU-Bonds. Wir gehen davon aus, dass zumindest letztere verlängert werden. Spannend wird weiterhin zu beobachten sein, ob der Markt im nächsten Jahr reif ist für eine Inkludierung von EU-Anleihen in Govie-Indizes, nachdem es zuletzt im Juni dieses Jahres nicht für eine entsprechende Berücksichtigung seitens des Indexanbieters MSCI aufgrund gespaltener Investorenmeinungen gereicht hatte, was im Nachgang zu Spreadausweitungen entlang der Kurve führte. Für den ESM rechnen wir für das kommende Jahr mit einem negativen Net Supply von EUR 5 Mrd., während EUR 7 Mrd. an neuer Ware auf den Markt drängen (Fälligkeiten: EUR 12 Mrd.). Für die EFSF erwarten wir abermals einen Anstieg der Neuemission auf nun EUR 21,5 Mrd. nach EUR 20 Mrd. im Jahr 2024. In der Vergangenheit handelte es sich hier stets um eine (deutliche) Reduktion der Neuemissionen (nach z.B. EUR 19,5 Mrd. in 2022, EUR 28,0 Mrd. in 2018 und sogar noch EUR 49,0 Mrd. in 2017). Demgegenüber stehen 2025 erneut Fälligkeiten i.H.v. ebenfalls EUR 21,5 Mrd., woraus sich unterm Strich ein Net Supply von Null ergibt. Hier vermuten wir auch keinerlei etwaige Planänderungen. Zudem rechnen wir damit, dass der ESM erneut mit einer USD-Anleihe im kommenden Jahr am Markt in Erscheinung treten und auch das Digital Bond-Segment weiter ausbauen wird. Sollte z.B. Frankreich ein weiteres Downgrade von einer der drei großen Agenturen erleiden, könnten auch die Topratings der vier großen E-Namen unter Druck geraten. Im Fokus behalten wir 2025 auch, wie die sich gerade in Erneuerung bzw. im Umbau befindliche Kapitalmarktstruktur der EIB und die (unternehmens-)politische Neuausrichtung auf das gesamte ESG-Segment und insbesondere die Assetklasse „Green Bonds“ auswirken wird – Stichwort EU Green Bond Standard. Einen Ausblick auf das ESG-Segment geben wir auf der letzten Seite dieses Artikels.

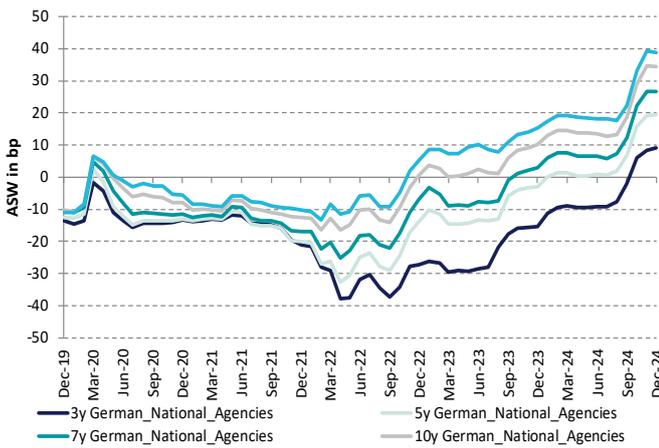
### Spreadbewegungen europäischer Supranationals



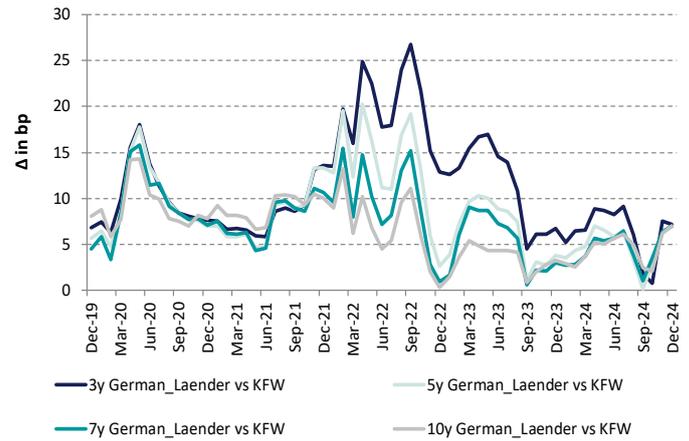
### Spreaddifferenzen: EIB vs. ESM



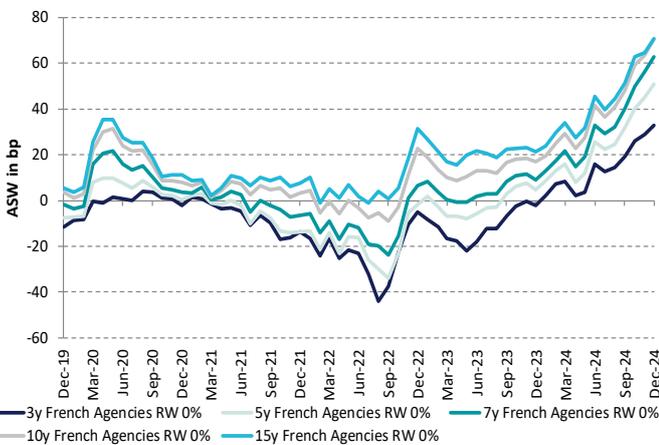
### Spreadbewegungen deutscher nationaler Agencies



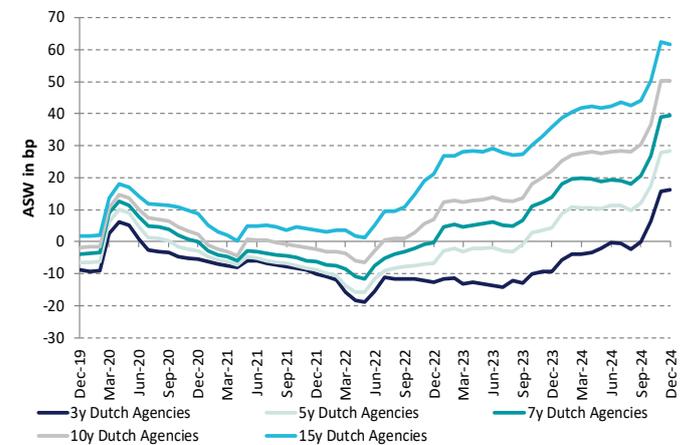
### Spreaddifferenzen: Deutsche Länder vs. KfW



### Spreadbewegungen französischer Agencies (0%)



### Spreadbewegungen niederländischer Agencies



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research; Daten vom 03. Dezember 2024

**Deutsche Agencies insgesamt mit stabilem Net Supply**

Für den [deutschen Agency-Markt](#) rechnen wir insgesamt mit einem stabilen oder sogar positiven Net Supply, wobei sich die Fördervolumina abermals normalisieren und auf einem Niveau wie vor Ausbruch der COVID-19-Pandemie bewegen dürften. Einen entsprechenden Trend konnten wir bereits im laufenden Jahr beobachten. Der dominanteste Marktteilnehmer, die KfW, wird im Rahmen des anstehenden Global Investor Broadcasts am 10. Dezember für 2025 ihr Fundingziel bekanntgeben. Wir prognostizieren hier einen Refinanzierungsbedarf von mindestens EUR 80 Mrd., traditionell aufgeteilt auf eine Vielzahl an Währungen. Mittelfristig ist nach unserem Dafürhalten davon auszugehen, dass sich das Fundingvolumen der KfW in einem Korridor um diesen Wert einpendeln dürfte. Bereits in diesem Jahr sah sich die Förderbank zu einer Korrektur ihres ursprünglich ausgegebenen Ziels nach unten gezwungen. Demgegenüber steht 2025 ein Fälligkeitsvolumen i.H.v. rund EUR 75 Mrd. Der Net Supply wäre dementsprechend positiv (Minimum EUR 5 Mrd.). Als zweite nationale Agency gehen wir für die Landwirtschaftliche Rentenbank ebenfalls von einem stabilen Refinanzierungsbedarf aus. Die Fälligkeiten belaufen sich hier für 2025 auf EUR 10,8 Mrd., sodass die Rentenbank unserer Ansicht nach mit einem Ziel i.H.v. EUR 9-11 Mrd. aufwarten wird. Hinsichtlich der regionalen Förderinstitute gehen wir für die NRW.BANK davon aus, dass frische Mittel i.H.v. EUR 11-13 Mrd. beschafft werden, was abermals dem diesjährigen Ziel entspräche. Die Fälligkeiten belaufen sich hier auf EUR 9,9 Mrd., sodass unterm Strich ein leicht positiver Net Supply stehen dürfte. Auch bei den bekannten Agency-Adressen sehen wir zu Beginn des Jahres Spielräume für weiterhin erhöhte Spreadniveaus, wobei frühestens ab Q2/2025 eine Gegenbewegung einsetzen könnte.

**Franzosen dominieren heterogenen Agency-Markt vor Niederländern und Nordics, Überseeregionen bleiben weiterhin aktiv**

Hinter dem deutschen Agency-Markt ist der französische der zweitgrößte Teilmarkt in Europa. Pandemiebedingt gab es auch hier zum Teil deutliche Anpassungen der Fundingziele nach oben, insbesondere die Unédic startete im Jahr 2020 einst mit EUR 3 Mrd. und landete alsdann bei circa EUR 20 Mrd. In den darauffolgenden Jahren wurde wieder deutlich nach unten feinjustiert, sodass 2022 bis einschließlich 2024 ein jährliches Ziel von EUR 1 Mrd. zu Buche stand. Gleiches prognostizieren wir auch für das kommende Jahr. Player wie die CADES oder Bpifrance (Prognose: EUR 20 Mrd. respektive EUR 10 Mrd.) werden jedoch in diesem Segment weiter erhebliche Fundingvolumina am Primärmarkt platzieren und auch im ESG-Format unterwegs sein. Französische Agencies werden auch im nächsten Jahr weiterhin unter dem Eindruck (haushalts-)politischer Unsicherheiten der „Grande Nation“ und den damit einhergehenden möglichen Ratingänderungen und Spreadbewegungen stehen. Weitere bedeutende Emittenten im europäischen SSA-Segment stellen [niederländische Förderbanken](#) dar. So wird das Funding der BNG für 2025 voraussichtlich bei EUR 15-17 Mrd. liegen. Zudem sind deren [Sustainability bzw. Social Housing Bonds](#) bereits sehr etabliert. Ähnliches gilt für die NWB: Sie begibt jedes Jahr in mehreren Währungen EUR-Äquivalente in Höhe von EUR 10 Mrd. Hier tauchen ESG-Kriterien in Form von [Water Bonds](#) sowie [SDG Housing-Bonds](#) (bis 2019: Affordable Housing) auf. Beide Niederländer diversifizieren zudem stark über Währungen – stärker diversifizieren nur noch die [Nordics](#). Schwer prognostizierbar sind EUR-Benchmarks der [kanadischen Provinzen](#). Alle Emittenten bevorzugen primär ihre Heimatwährung, nutzen den Euro nur opportunistisch. Wir gehen nicht davon aus, dass sich das starke Jahr 2024 mit EUR 10,3 Mrd. wiederholen wird, sondern rechnen für 2025 mit EUR-Benchmarkemissionen i.H.v. circa EUR 5-7 Mrd.

**ESG nicht nur ein rein grünes Segment: Green, Social, Sustainability**

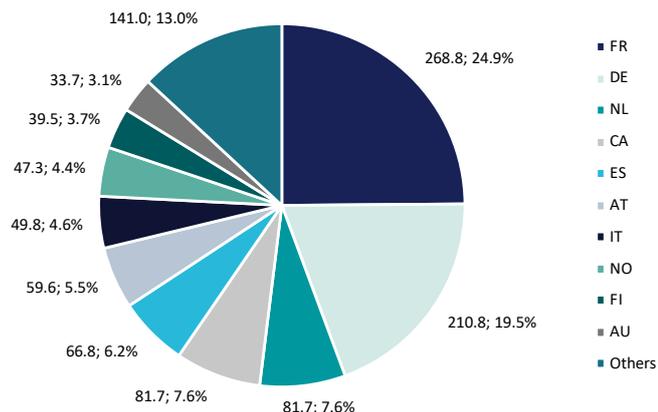
Das Volumen emittierter Green Bonds nahm seit der ersten entsprechenden Emission durch die [EIB](#) in 2007 im Zeitverlauf stark zu. Einen zusätzlichen Schub erhielt das ESG-Segment auch von der sozialen EU-Emissionsseite. Allein das SURE-Programm der EU besteht kumuliert aus fast EUR 100 Mrd. Social Bonds, lief allerdings zum 31. Dezember 2022 aus. Die ersten Fälligkeiten gibt es wie oben beschrieben sodann im nächsten Jahr. Von 2021 bis Ende 2026 wird sich die EU darüber hinaus im Rahmen von [NGEU](#) zum größten grünen Emittenten mit einem geplanten Volumen i.H.v. EUR 250 Mrd. weltweit aufschwingen. Für 2025 gehen wir in dieser Hinsicht von Neuemissionen i.H.v. EUR 50 Mrd. aus. Auch die französischen Emittenten [Unédic](#), [CADES](#), [AFD](#) und die nun frankreichweit agierende umbenannte [Société des Grands Projets](#) sind mit großen Volumina und diversen ESG-Formaten unterwegs. Darüber hinaus wird auch 2025 der grüne Transformationsprozess der EIB weiter seinen Lauf nehmen. Die Vorreiterrolle des Erfinders der Green Bonds bleibt damit unbestritten. Aber auch die [KfW](#) oder das Land [Nordrhein-Westfalen](#) haben längst eine grüne respektive nachhaltige und zugleich äußerst liquide Kurve aufgebaut, die auch im nächsten Jahr mit frischer Ware unterstützt werden wird. Möglicherweise überrascht uns auch ein weiteres deutsches Land mit einem entsprechenden Framework und einer ersten Neuemission. Hier sehen wir noch deutliches Wachstumspotenzial. Aus dem Ländersegment rechnen wir mit frischem Nachschub im ESG-Segment i.H.v. mindestens EUR 3 Mrd. Ferner wird es interessant sein zu beobachten, welche Veränderungen das ESG-Segment aufgrund der bereits ab dem 21. Dezember möglichen Anwendung des EU Green Bond Standards im nächsten Jahr durchleben wird. Wir gehen grundsätzlich davon aus, dass sich lediglich eine sehr überschaubare Anzahl von Emittenten aus dem SSA-Segment für die Platzierung von entsprechenden grünen Anleihen entscheiden wird. Hier sehen wir insbesondere die großen E-Supras in der Verantwortung, Pionierarbeit zu leisten und mit Neuemissionen das Label voranzutreiben. Speziell die hohen Reporting-Anforderungen sehen wir für kleinere Emittenten als eher kritisch.

**Fazit und Ausblick**

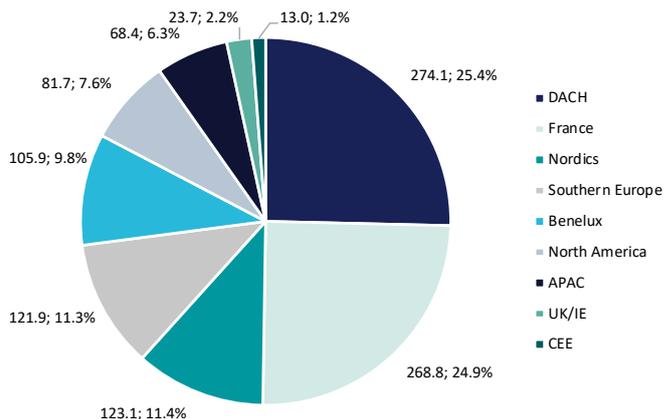
Wir erwarten, dass das SSA-Segment im Jahr 2025 weiter im Zeichen aktueller geopolitischer Krisen, ökonomischer und haushaltspolitischer Herausforderungen, weiterer Zinssenkungen sowie dem endgültigen Ende von Reinvestitionen in den Ankaufprogrammen der EZB stehen wird. Einen detaillierten Ausblick auf die künftigen geldpolitischen Maßnahmen in der Eurozone geben wir zeitnah im Rahmen einer gesonderten Preview. Für das kommende Jahr rechnen wir in unserem Basisszenario mindestens in Q1/2025 zunächst mit der Möglichkeit einer anhaltenden Ausweitung der Spreads im SSA-Segment. Gespannt sind wir zudem auf die Saisonmuster, etwa wie stark der Januar sein wird und zu welchen Spreads sodann nach dem starken Repricing der vergangenen Wochen gepreist wird. So könnte sich mit Blick auf die Fälligkeitsstruktur der Fokus eher auf die Monate März und April richten und der Start ins neue Jahr hinsichtlich Neuemissionen somit etwas langsamer vonstattengehen. Schwierig zu prognostizieren sind nach wie vor der Ausgang der Debatten rund um die französische Haushalts- und Staatsschuldensituation sowie die politische Lage in Deutschland im Kontext der Neuwahlen Ende Februar mit anschließend möglicherweise langwierigen Koalitionsverhandlungen. Auch die Lage in der Ukraine könnte sich nach der Amtseinführung von US-Präsident Donald Trump in die eine oder andere Richtung entwickeln. Es bestehen somit noch deutliche Unsicherheitsfaktoren, die jedoch realistisch bis zur Mitte des Jahres ausgeräumt werden könnten. Insofern rechnen wir frühestens ab Q2/2025 mit einer weniger volatilen Marktsituation, welches sich entsprechend positiv auf die Spreadbewegungen auswirken könnte.

# Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



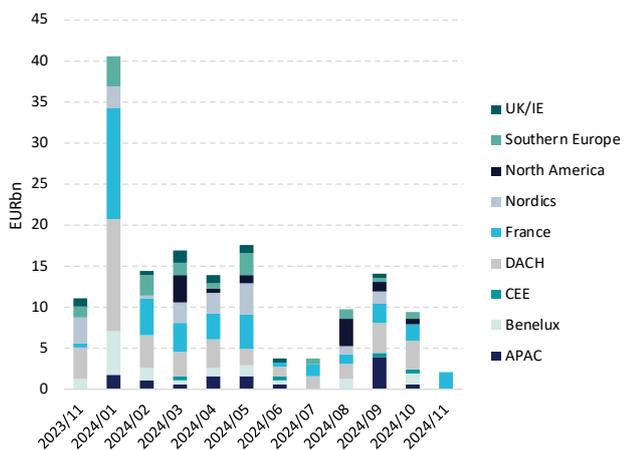
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



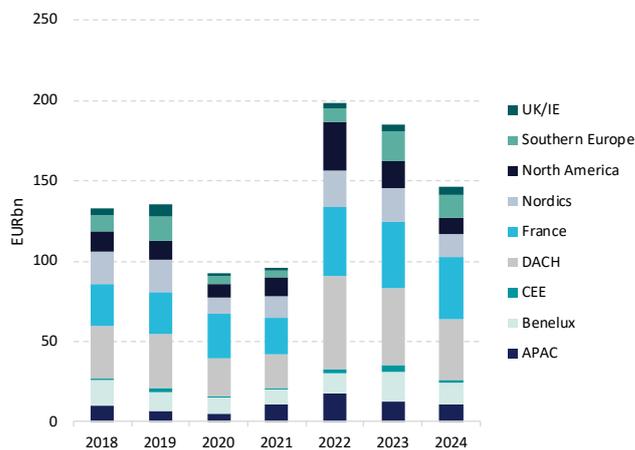
## Top-10 Jurisdiktionen

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	268.8	258	29	0.98	9.2	4.7	1.49
2	DE	210.8	299	46	0.65	7.8	3.8	1.52
3	NL	81.7	82	3	0.93	10.5	5.9	1.40
4	CA	81.7	60	1	1.34	5.6	2.6	1.43
5	ES	66.8	53	5	1.14	11.1	3.1	2.19
6	AT	59.6	100	5	0.59	8.0	4.0	1.56
7	IT	49.8	64	5	0.76	8.5	3.9	2.01
8	NO	47.3	58	12	0.81	7.2	3.4	1.11
9	FI	39.5	45	4	0.86	6.7	3.4	1.77
10	AU	33.7	32	0	1.05	7.2	3.3	1.79

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

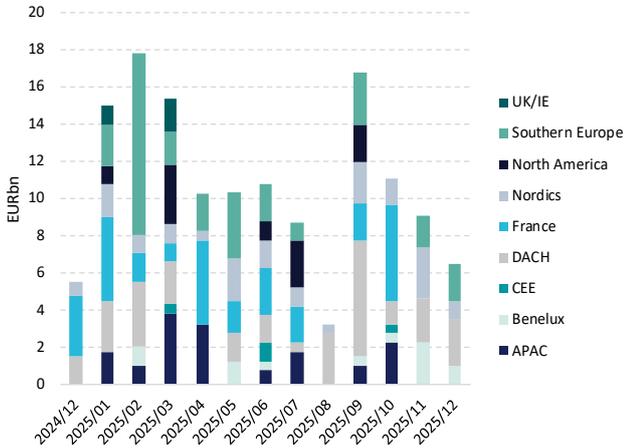


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

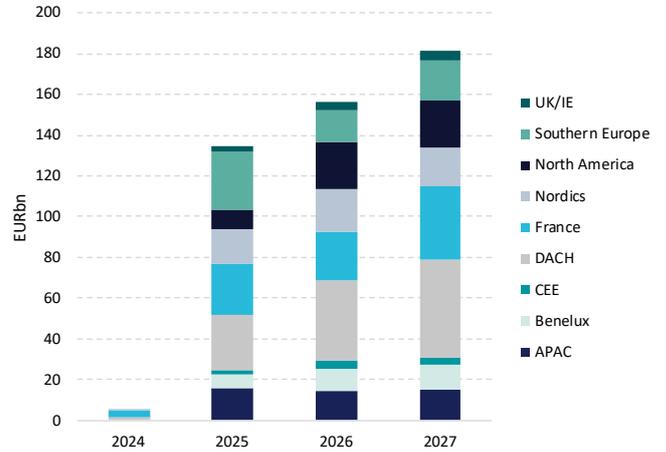


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

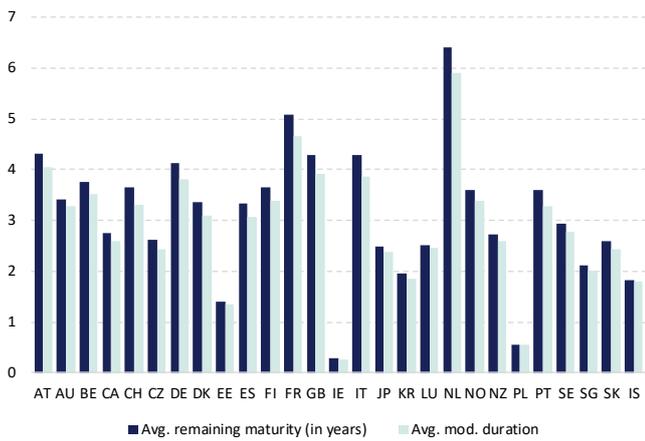
**EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat**



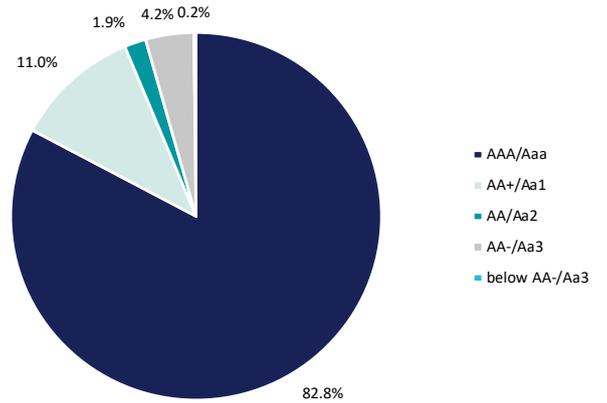
**EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr**



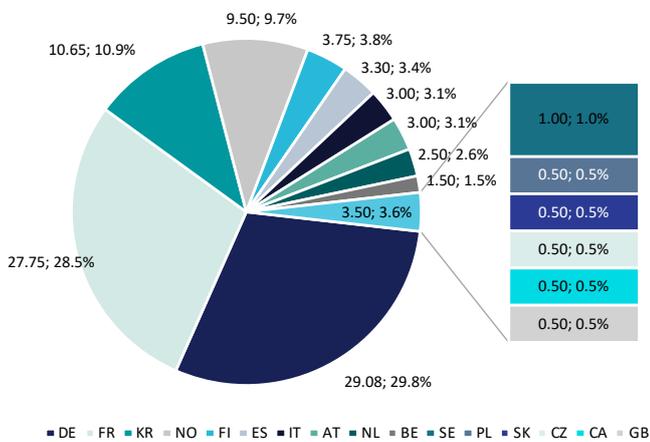
**Modified Duration und Restlaufzeit nach Land**



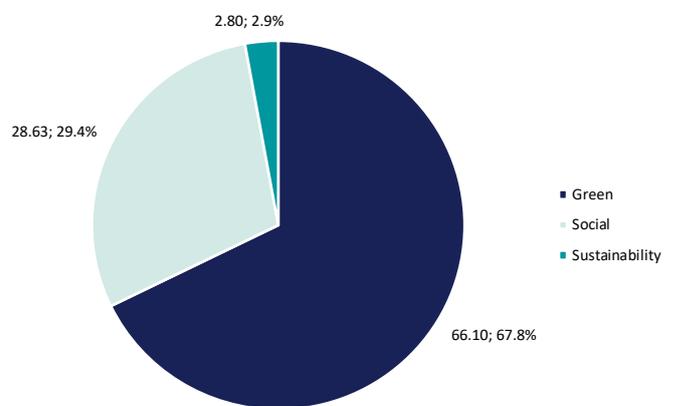
**Ratingverteilung (volumengewichtet)**



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

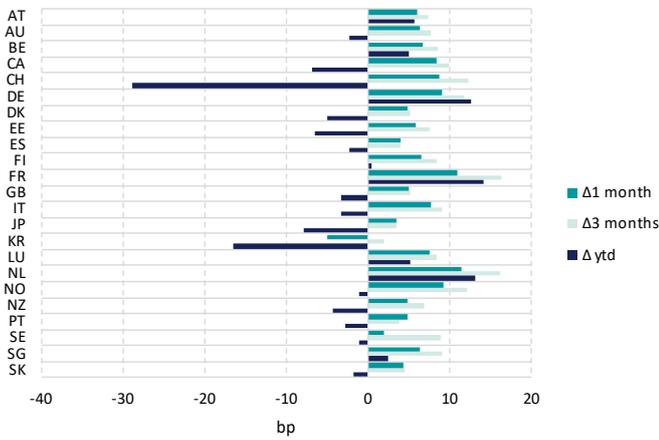


**EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)**

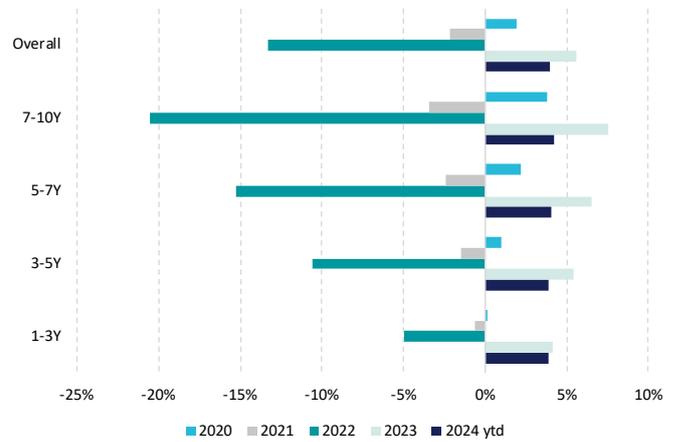


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

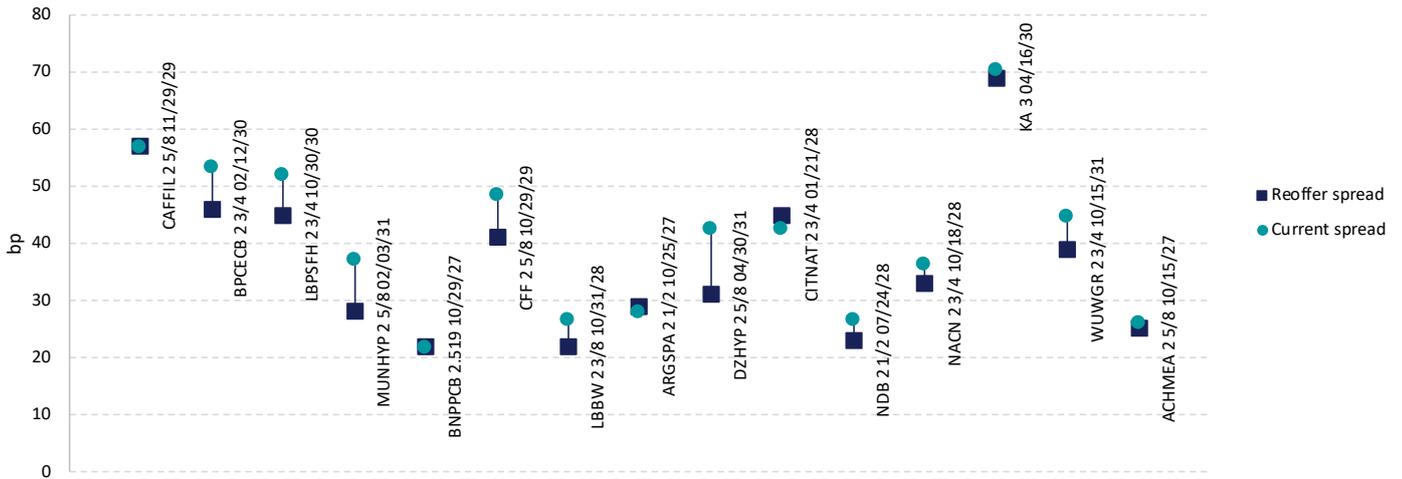
**Spreadveränderung nach Land**



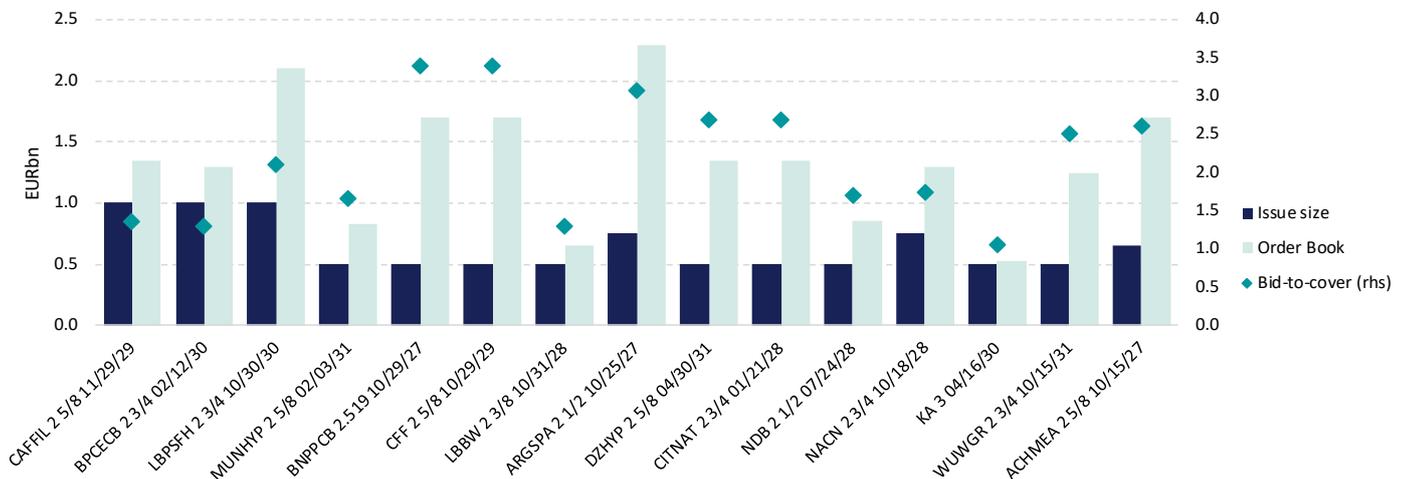
**Covered Bond Performance (Total Return)**



**Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen**



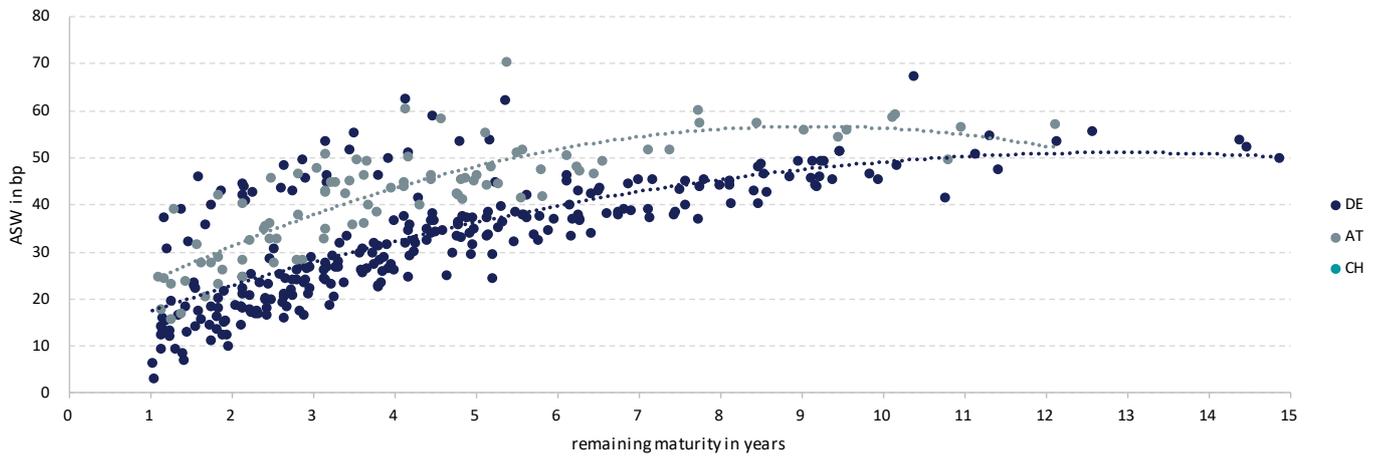
**Orderbücher der letzten 15 Emissionen**



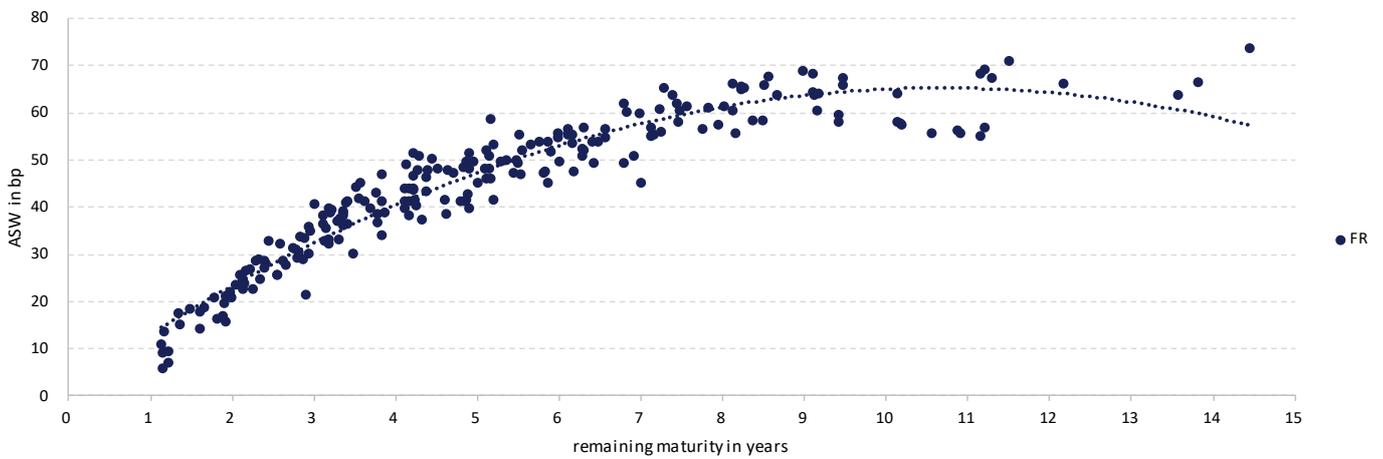
Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

**Spreadübersicht<sup>1</sup>**

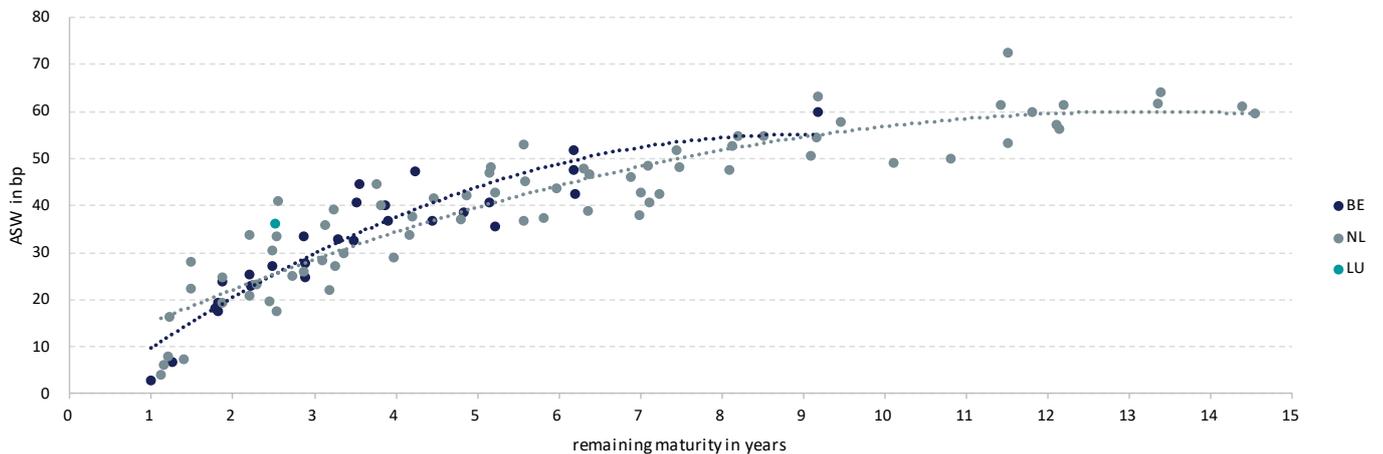
**DACH** 



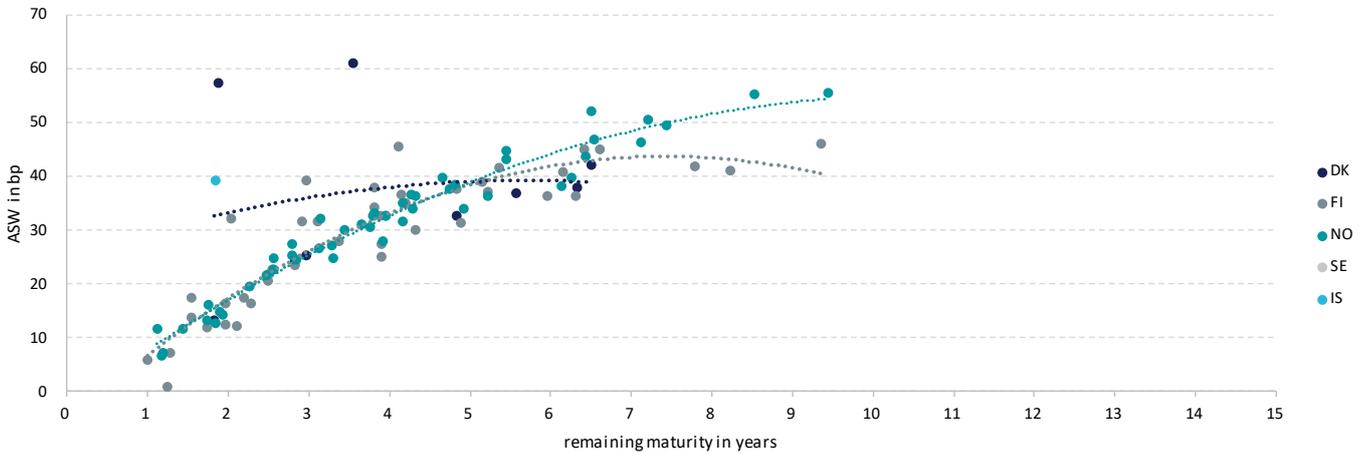
**France** 



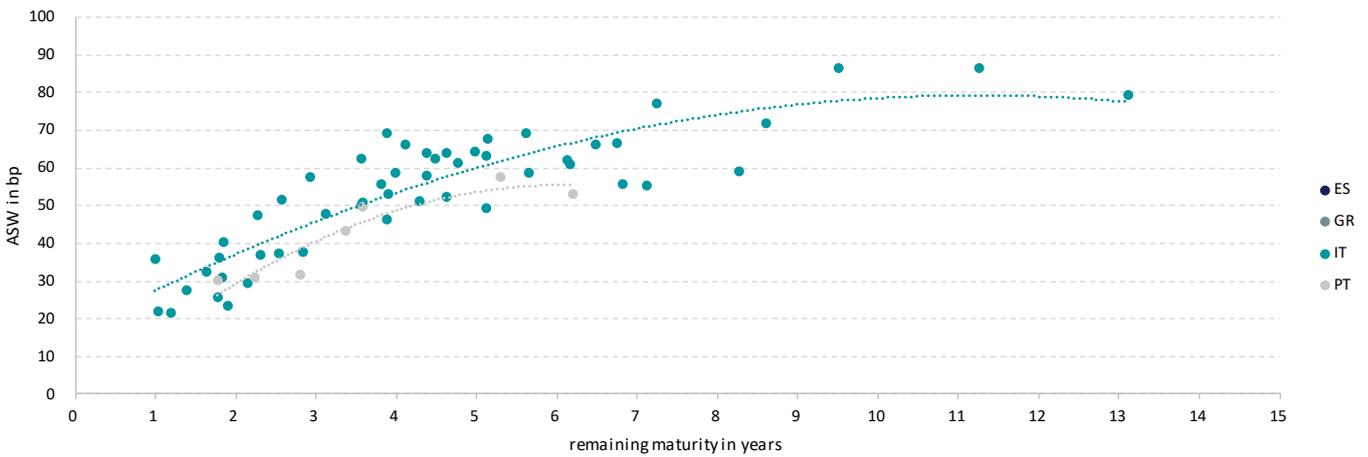
**Benelux** 



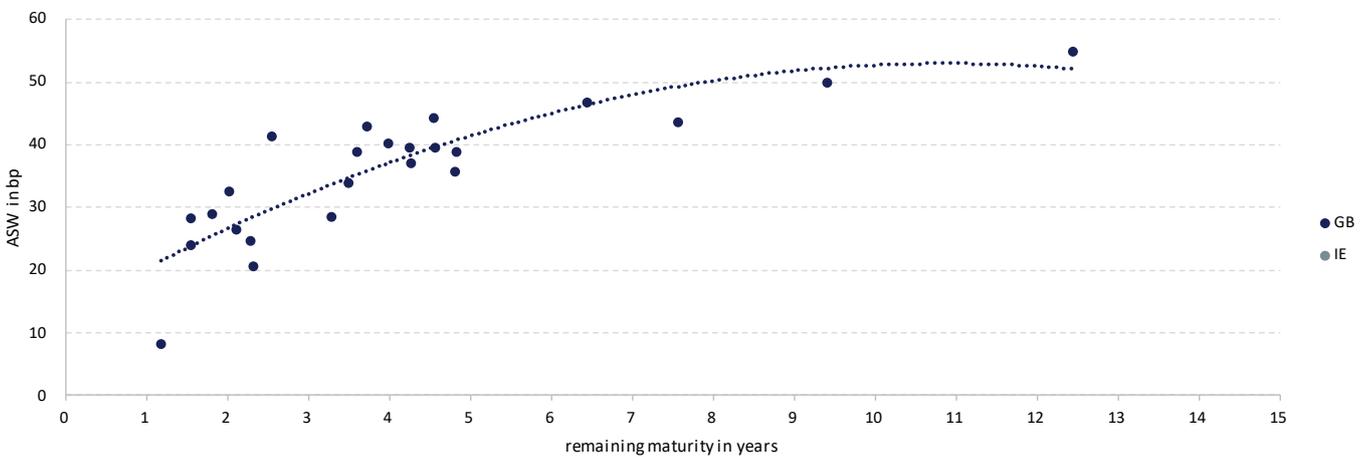
**Nordics** 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪 🇮🇸



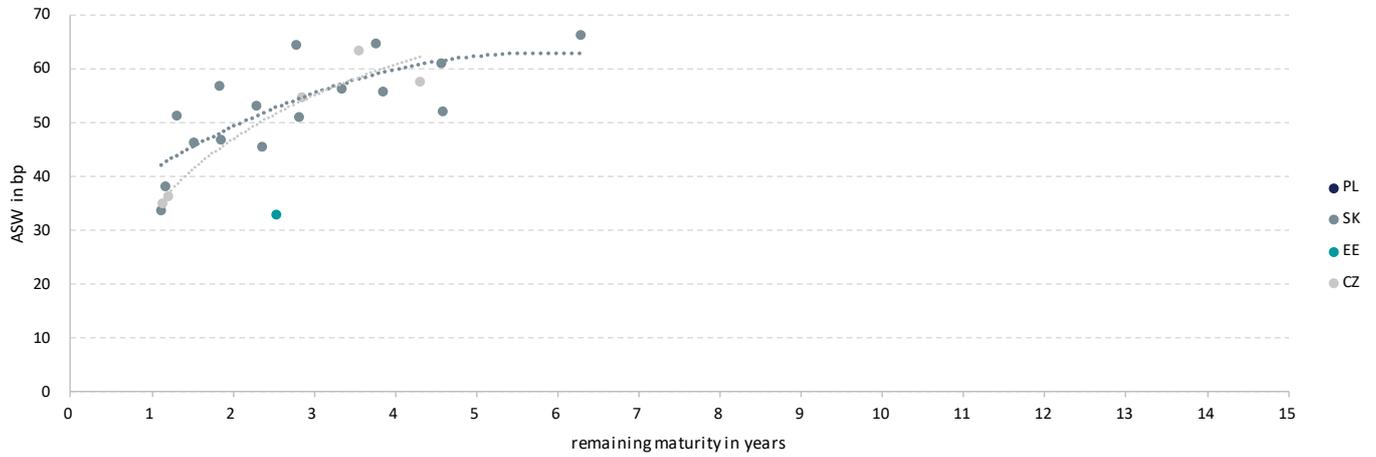
**Southern Europe** 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



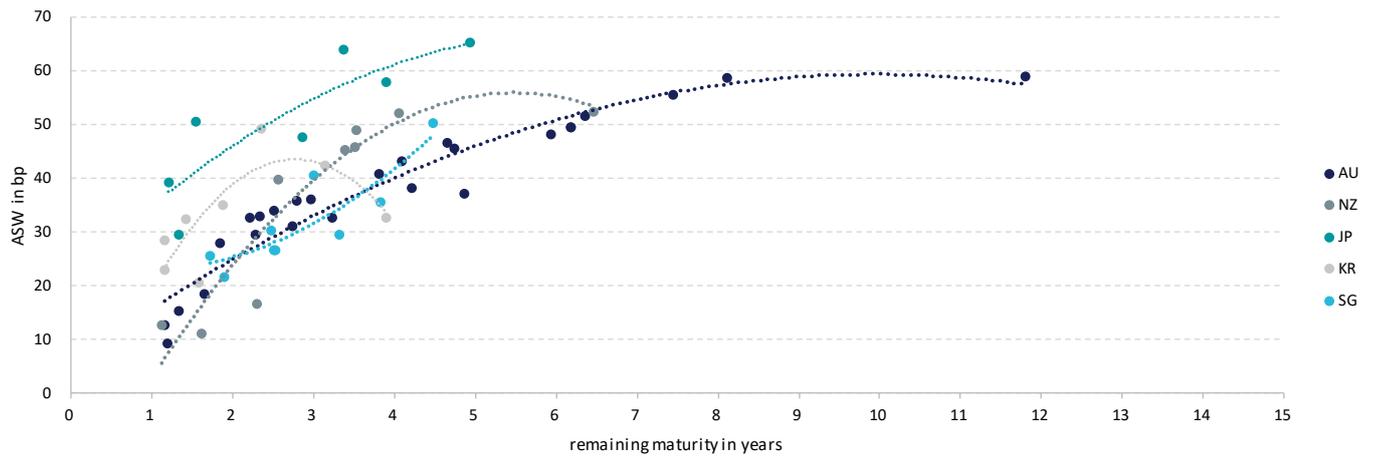
**UK/IE** 🇬🇧 🇮🇪



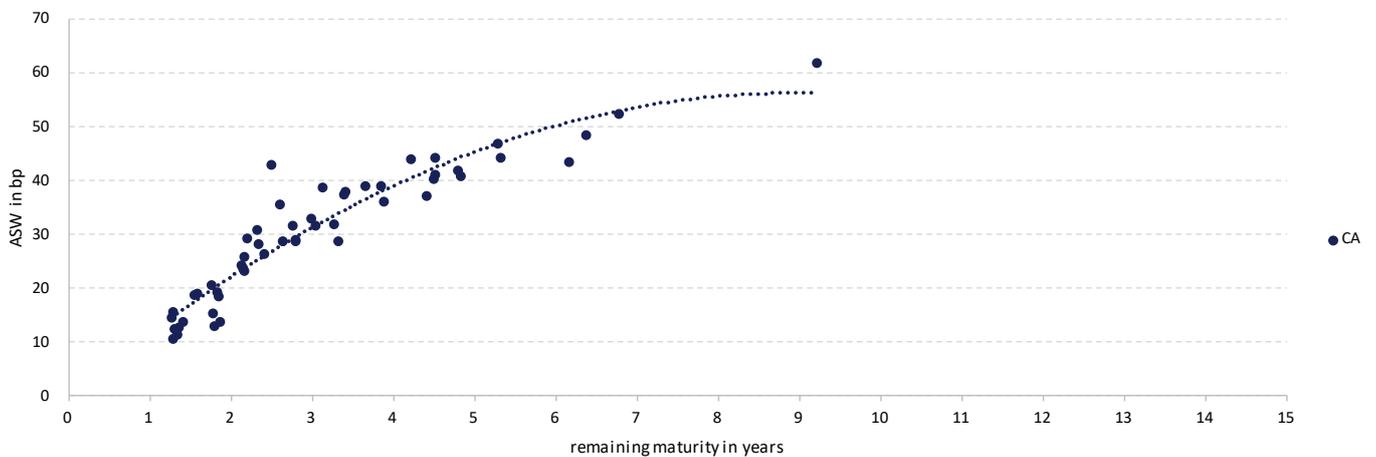
**CEE** 



**APAC** 



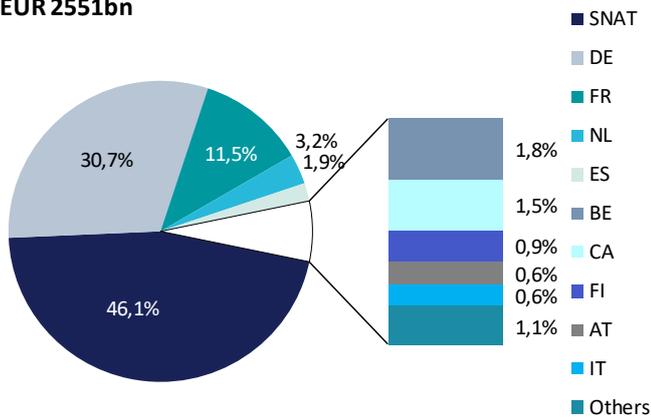
**North America** 



# Charts & Figures SSA/Public Issuers

## Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

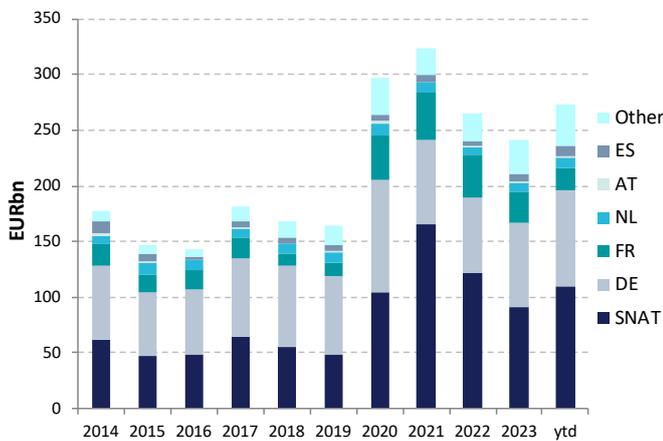
EUR 2551bn



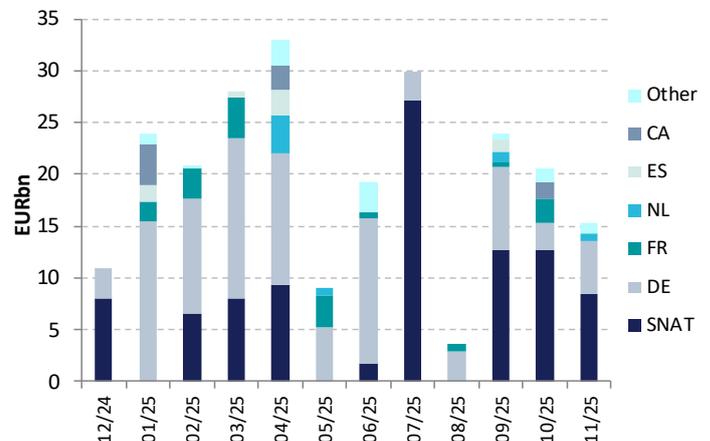
## Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (EURbn)	No. of bonds	ØVol. (EURbn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.175,4	243	4,8	7,9
DE	784,5	590	1,3	6,1
FR	294,2	198	1,5	5,8
NL	82,3	67	1,2	6,4
ES	49,4	69	0,7	4,8
BE	45,0	46	1,0	10,1
CA	37,3	28	1,3	4,7
FI	23,3	25	0,9	4,5
AT	16,0	21	0,8	4,9
IT	15,6	20	0,8	4,3

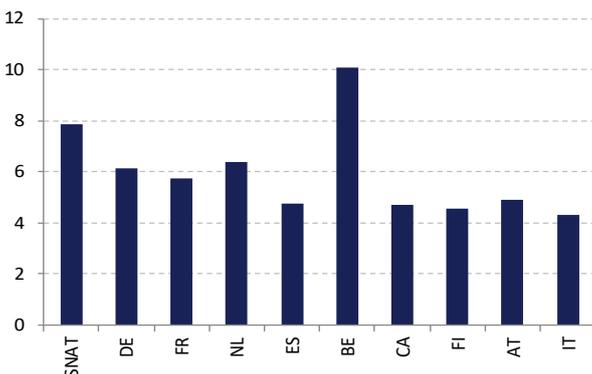
## EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



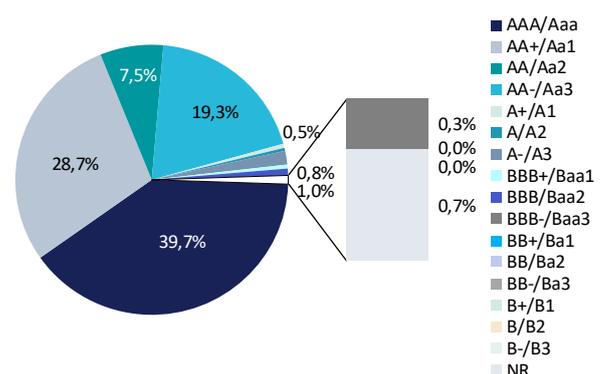
## EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



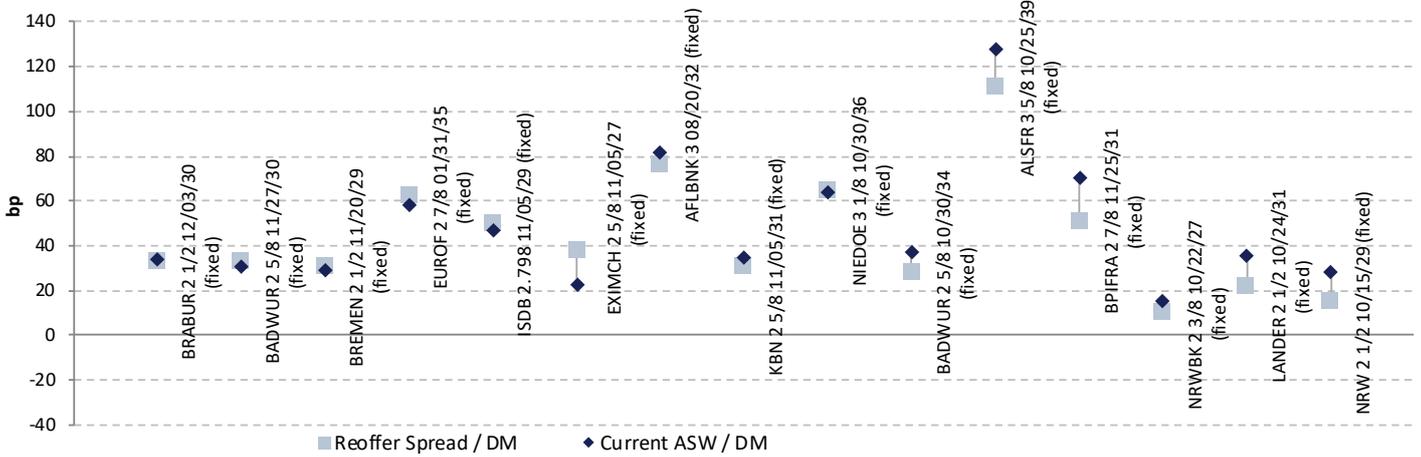
## Vol. gew. Modified Duration nach Land



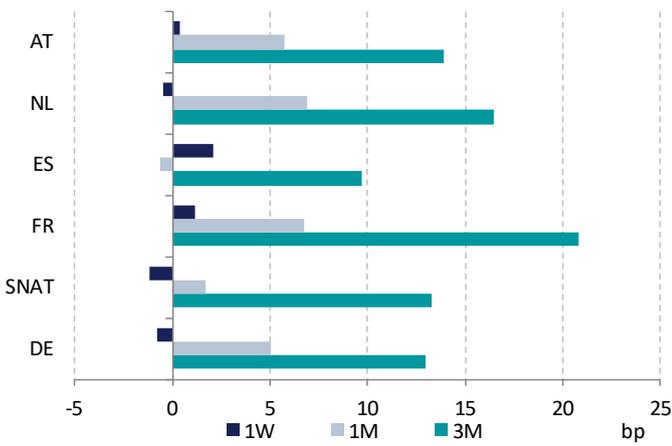
## Ratingverteilung (volumengewichtet)



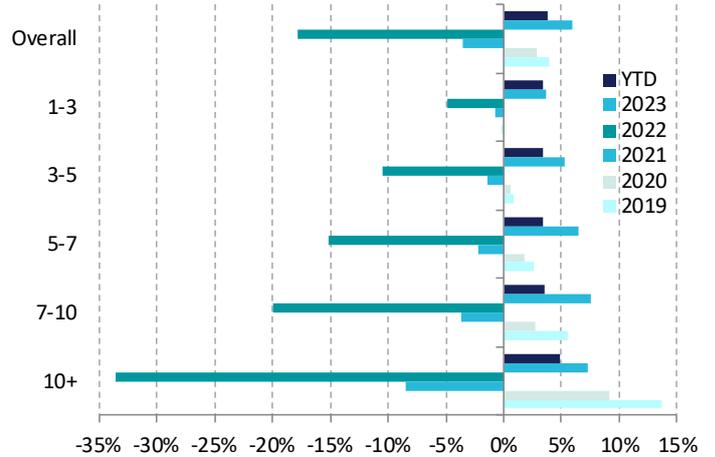
**Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen**



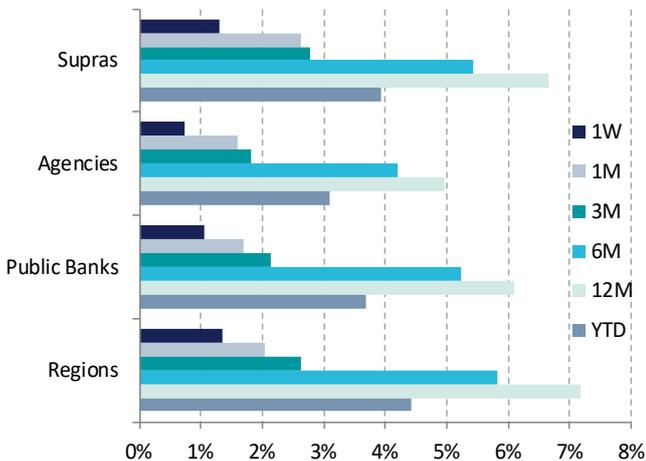
**Spreadentwicklung nach Land**



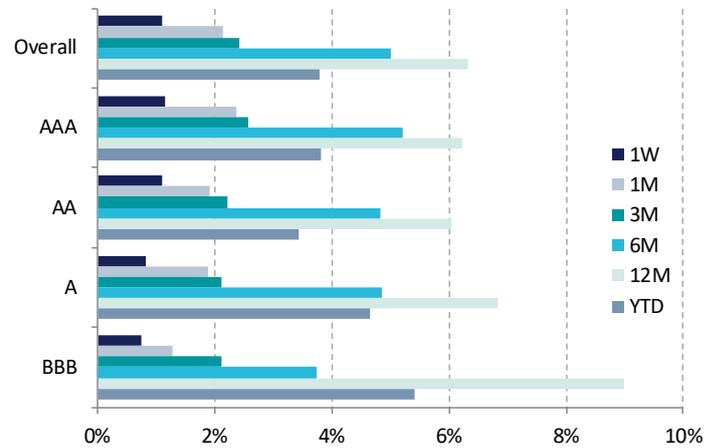
**SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich**



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

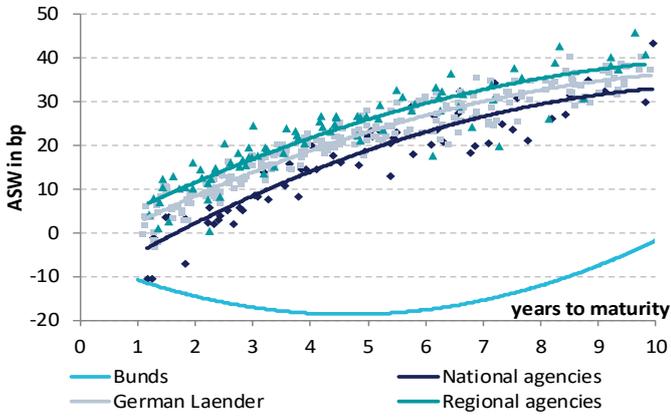


**SSA-Performance nach Rating (Total Return)**

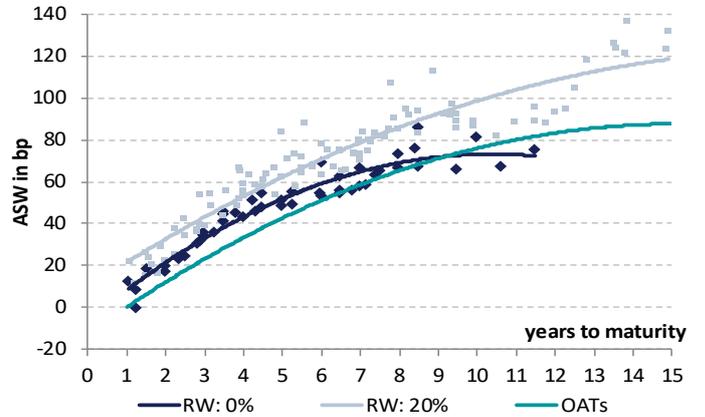


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

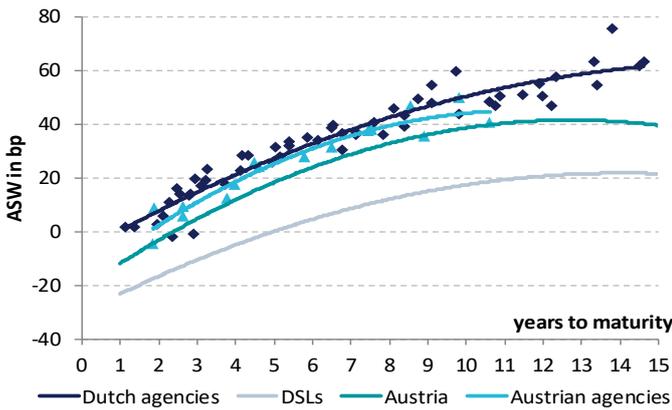
**Germany (nach Segmenten)**



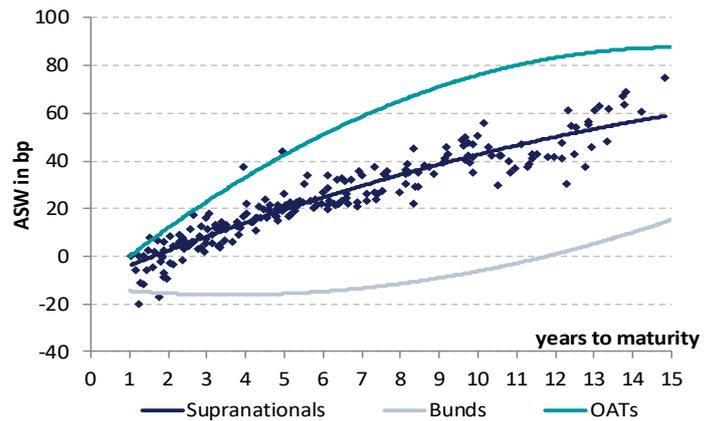
**France (nach Risikogewichten)**



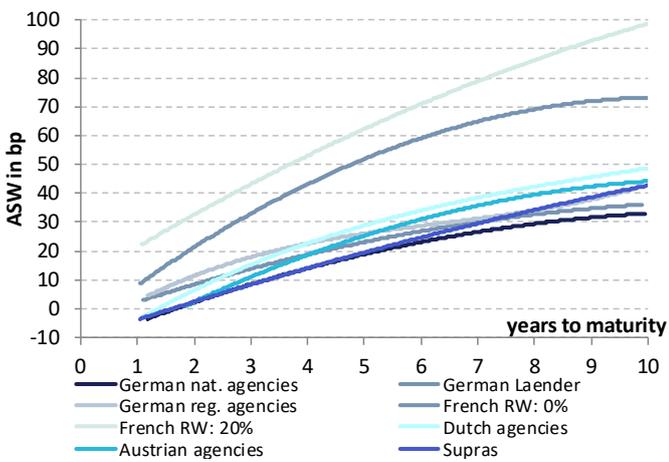
**Netherlands & Austria**



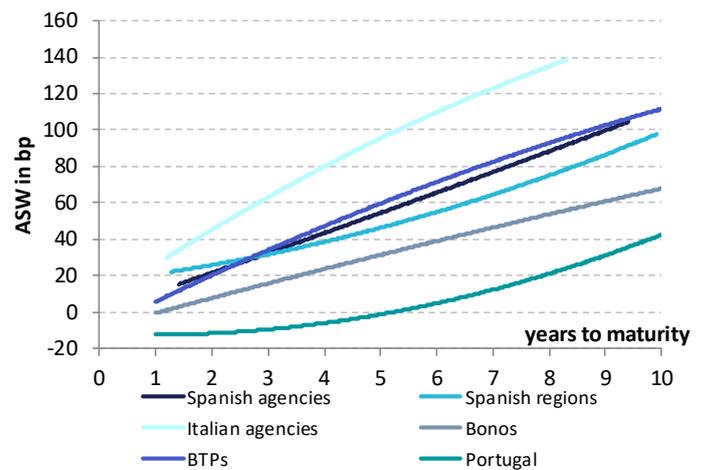
**Supranationals**



**Core**



**Periphery**



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

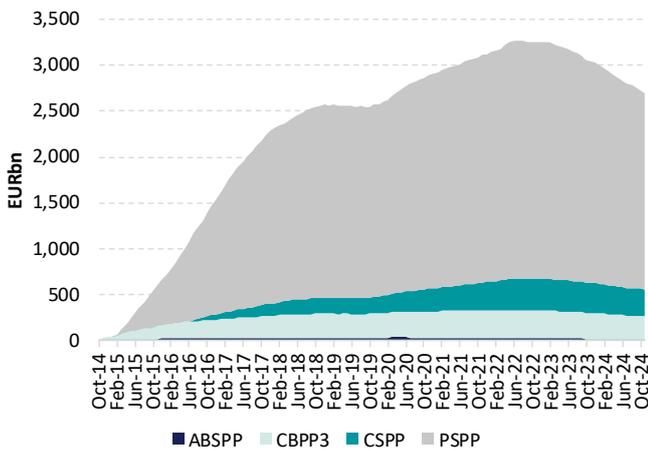
# EZB-Tracker

## Asset Purchase Programme (APP)

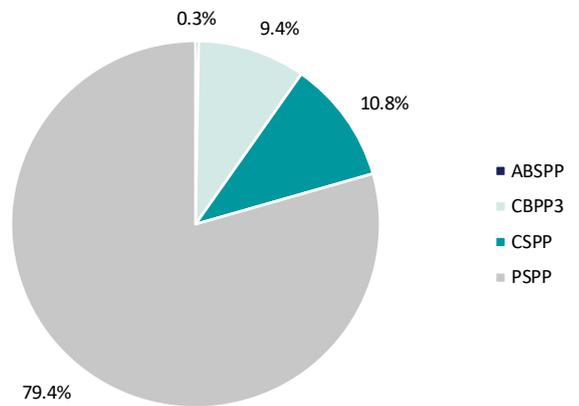
### Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
<b>Oct-24</b>	7,607	258,032	294,507	2,165,737	2,725,883
<b>Nov-24</b>	7,425	254,896	292,299	2,143,646	2,698,266
<b>Δ</b>	-182	-3,136	-2,208	-22,091	-27,617

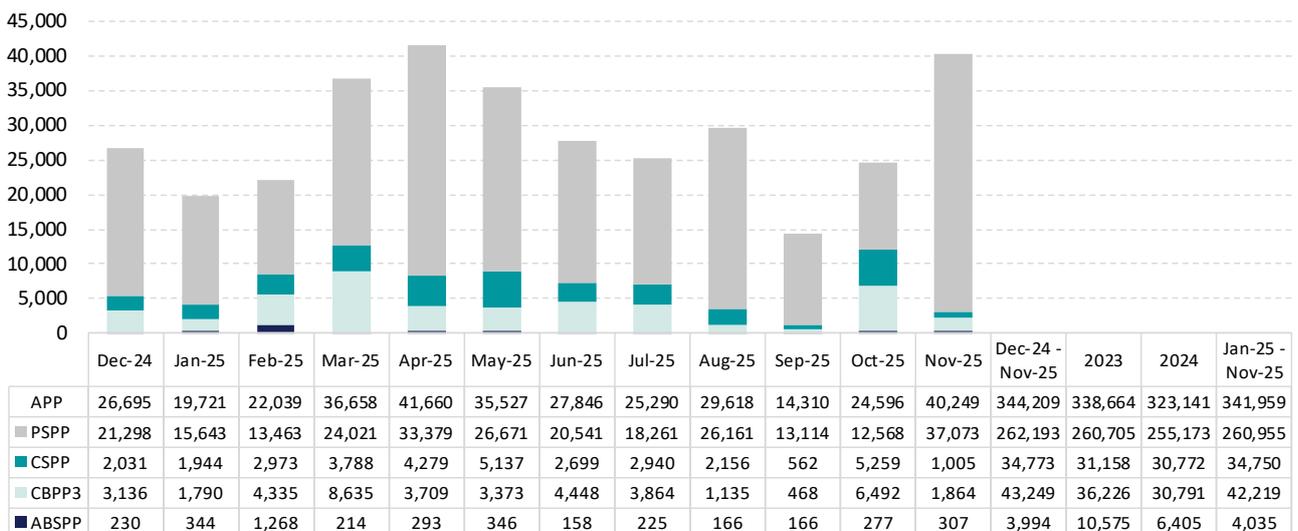
### Portfolioentwicklung



### Portfoliostruktur



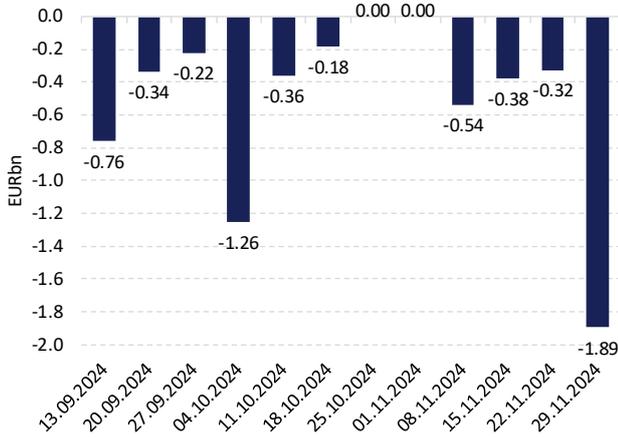
### Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



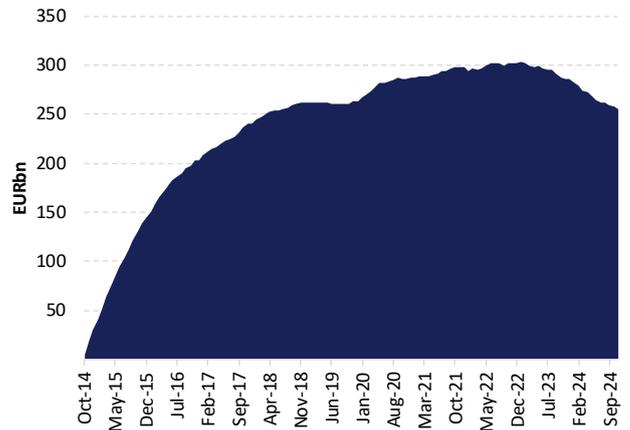
Quelle: EZB, NORD/LB Floor Research

### Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)

Wöchentliches Ankaufvolumen

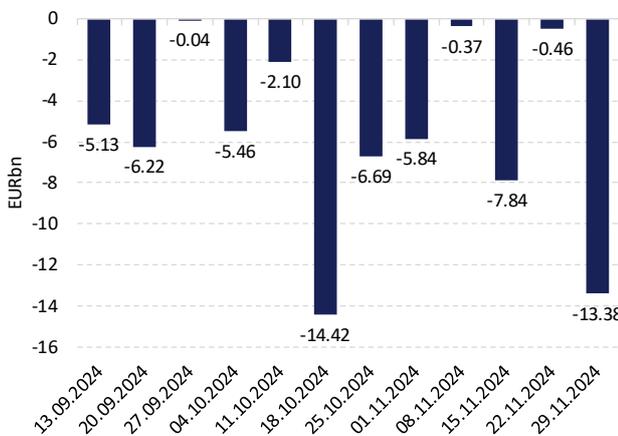


Entwicklung des CBPP3-Volumens

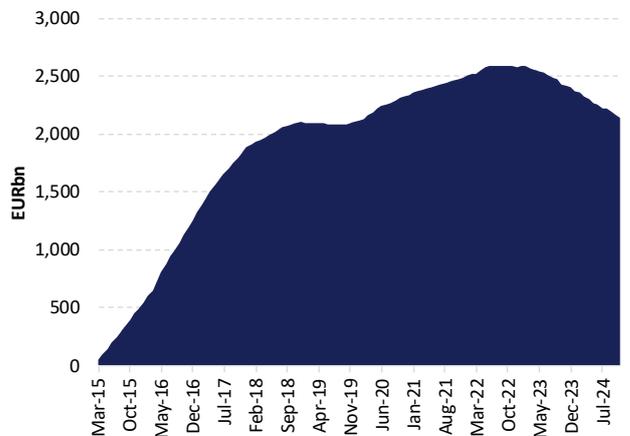


### Public Sector Purchase Programme (PSPP)

Wöchentliches Ankaufvolumen

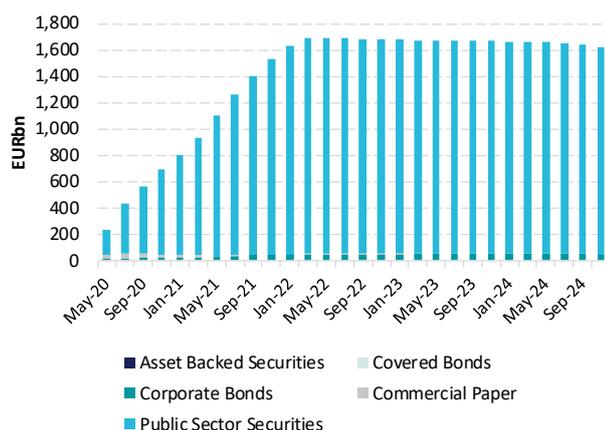


Entwicklung des PSPP-Volumens

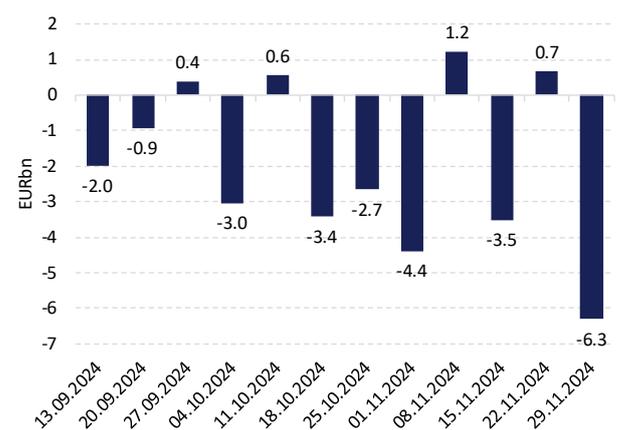


### Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

Portfolioentwicklung



Wöchentliches Ankaufvolumen



# Anhang

## Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
<a href="#">39/2024</a> ♦ <a href="#">27. November</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Covereds: Was tut sich abseits des EUR-Benchmarksegments</li> <li>Teaser: Issuer Guide – Down Under 2024</li> </ul>
<a href="#">38/2024</a> ♦ <a href="#">20. November</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2024</li> <li>Die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für Supranationals &amp; Agencies</li> </ul>
<a href="#">37/2024</a> ♦ <a href="#">13. November</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (vdp-Index)</li> <li>Region Auvergne-Rhône-Alpes – REGRHO im Fokus</li> </ul>
<a href="#">36/2024</a> ♦ <a href="#">6. November</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG-Covered Bonds: Benchmarksegment auf Wachstumskurs</li> <li>Aktuelle LCR-Klassifizierung unserer SSA-Coverage</li> </ul>
<a href="#">35/2024</a> ♦ <a href="#">30. Oktober</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fälligkeiten als zukünftige Treiber des Primärmarkts?</li> <li>Deutschsprachige Gemeinschaft Belgiens – DGBE im Fokus</li> </ul>
<a href="#">34/2024</a> ♦ <a href="#">23. Oktober</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Relative Value-Betrachtung von Covered Bonds</li> <li>Aktuelle Risikogewichtung von Supranationals &amp; Agencies</li> </ul>
<a href="#">33/2024</a> ♦ <a href="#">16. Oktober</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick</li> <li>Teaser: Issuer Guide – Europäische Supranationals 2024</li> </ul>
<a href="#">32/2024</a> ♦ <a href="#">09. Oktober</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ein Covered Bond-Blick auf die „CEE-Region“</li> <li>NGEU: Green Bond Dashboard</li> </ul>
<a href="#">31/2024</a> ♦ <a href="#">02. Oktober</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ein Rückblick auf das III. Quartal im Covered Bond-Segment</li> <li>Teaser: Beyond Bundesländer – Spanische Regionen</li> </ul>
<a href="#">30/2024</a> ♦ <a href="#">25. September</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Das EUR-Benchmarksegment nach der Sommerpause</li> <li>Update deutsche Kommunalanleihen: DEUSTD und NRWGK</li> </ul>
<a href="#">29/2024</a> ♦ <a href="#">18. September</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ECBC veröffentlicht Jahresstatistik für 2023</li> <li>Sukuk-Anleihen – ein Update zu koranfesten Investments</li> </ul>
<a href="#">28/2024</a> ♦ <a href="#">11. September</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Banca Sella erweitert EUR-Subbenchmarksegment</li> <li>Teaser: Beyond Bundesländer – Autonome Regionen Portugals</li> </ul>
<a href="#">27/2024</a> ♦ <a href="#">04. September</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Neuer Pfandbriefemittent Lloyds Bank GmbH</li> <li>Agencies und Abwicklungsinstrumente nach BRRD</li> </ul>
<a href="#">26/2024</a> ♦ <a href="#">21. August</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Notenbankfähigkeit von Covered Bonds</li> <li>Teaser: Issuer Guide – Deutsche Agencies 2024</li> </ul>
<a href="#">25/2024</a> ♦ <a href="#">14. August</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (vdp-Index)</li> <li>Die Klassifizierung von Supranationals und Agencies nach Solvency II</li> </ul>
<a href="#">24/2024</a> ♦ <a href="#">07. August</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2024</li> <li>Teaser: Issuer Guide – Spanische Agencies 2024</li> </ul>
<a href="#">23/2024</a> ♦ <a href="#">10. Juli</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt: Ein Update</li> <li>SSA-Rückblick: EUR-ESG-Benchmarks im H1/2024</li> </ul>

## Anhang Publikationen im Überblick

### Covered Bonds:

[Issuer Guide – Covered Bonds 2024](#)

[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 Q3/2024](#) (Quartalsupdate)

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2024 Sparkassen](#) (Quartalsupdate)

### SSA/Public Issuers:

[Issuer Guide – Deutsche Länder 2024](#)

[Issuer Guide – Deutsche Agencies 2024](#)

[Issuer Guide – Kanadische Provinzen & Territorien 2024](#)

[Issuer Guide – Europäische Supranationals 2024](#)

[Issuer Guide – Französische Agencies 2023](#)

[Issuer Guide – Skandinavische Agencies \(Nordics\) 2024](#)

[Issuer Guide – Niederländische Agencies 2024](#)

[Issuer Guide – Außereuropäische Supranationals \(MDBs\) 2024](#)

[Beyond Bundesländer: Belgien](#)

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

[Beyond Bundesländer: Spanische Regionen](#)

### Fixed Income Specials:

[ESG-Update 2024](#)

[EZB-Ratssitzung: Vom Zinssenkungserbst, der keiner sein sollte?](#)

# 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)



**Dr. Norman Rudschuck, CIIA**

SSA/Public Issuers

+49 152 090 24094

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



**Lukas Kühne**

Covered Bonds/Banks

+49 176 152 90932

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



**Lukas-Finn Frese**

SSA/Public Issuers

+49 176 152 89759

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



**Alexander Grenner**

Covered Bonds/Banks

+49 157 851 65070

[alexander.grenner@nordlb.de](mailto:alexander.grenner@nordlb.de)



**Tobias Cordes**

SSA/Public Issuers

+49 162 760 6673

[tobias.cordes@nordlb.de](mailto:tobias.cordes@nordlb.de)

### Sales

Institutional Sales	+49 511 9818-9440
Sales Sparkassen & Regionalbanken	+49 511 9818-9400
Institutional 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

Liquidity Management/Repos	+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 9818-9660
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 oder Geschäften, die im Zusammenhang mit dem Gegenstand dieser Information stehen könnten, ist der jeweiligen (Finanzierungs-) Dokumentation zu entnehmen. Soweit es sich bei den in dieser Information dargestellten Finanzinstrumenten um prospektpflichtige eigene Emissionen der NORD/LB handelt, sind allein verbindlich die für das konkrete Finanzinstrument geltenden Anleihebedingungen sowie der jeweilig veröffentlichte Prospekt der NORD/LB, die insgesamt unter [www.nordlb.de](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 Wertpapiere 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:** 4. Dezember 2024 (08:45 Uhr)