



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

Inhalt

EZB, das große Ganze und vier gewagte Kapitalmarktthesen	3
Marktüberblick	
Covered Bonds	7
SSA/Public Issuers	10
Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2026	13
SSA-Ausblick 2026: Mehr Schulden, weniger Spielraum?	20
Charts & Figures	
Covered Bonds	28
SSA/Public Issuers	34
EZB-Tracker	37
Cross Asset	38
Ausgaben im Überblick	39
Publikationen im Überblick	40
Ansprechpartner in der NORD/LB	41

Flooranalysten:

Head of Desk

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

Covered Bonds/Banks

Lukas Kühne
lukas.kuehne@nordlb.de

Alexander Grenner
alexander.grenner@nordlb.de

SSA/Public Issuers

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

Tobias Cordes, CIIA
tobias.cordes@nordlb.de

Outlook 2026

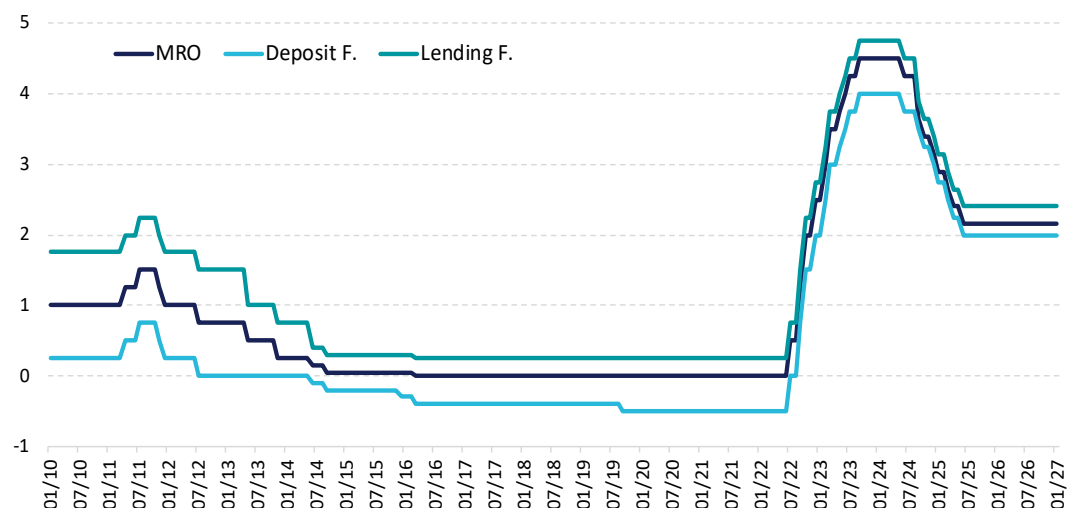
EZB, das große Ganze und vier gewagte Kapitalmarktthesen

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

EZB: Wirklich eine (lange) Zinspause oder Endstation erreicht, ohne es zu merken?

Auch im Jahr 2026 dürften die Segmente Covered Bonds und SSA von dem geldpolitischen Kurs der EZB und den Diskussionen über eine mögliche TPI-Aktivierung getrieben werden. Von einer Ankündigung der Notenbank, die Zinsen erneut zu senken, sind wir derzeit weit entfernt. Dies birgt natürlich auch ein gewisses Enttäuschungspotenzial, sollte sich die EZB das gesamte Jahr eher in Schweigen hüllen. Zumindest erwarten wir somit tendenziell keine technisch getriebene (graduelle) Spreadausweitung am Rentenmarkt, sodass eine Sentiment-getriebene Ausweitung im Jahresverlauf situativ möglich(er) erscheint. Dies könnte etwa der Fall sein, wenn Politiker nicht nachvollziehbare Entscheidungen treffen oder das Transmission Protection Instrument (TPI) wider Erwarten doch eingesetzt wird. Den Kriterien zur Aktivierung folgend, darf dies derzeit unter keinen Umständen für Frankreich geschehen, wie wir bereits [umfänglich dargelegt](#) haben. In der heutigen Ausgabe widmen wir uns den bei uns im Fokus stehenden Covered Bonds, europäischen Supranationals und Agencies sowie deutschen Ländern. Aber auch andere Regionen innerhalb des europäischen Währungsraums mit deutlich geringerem Angebot an Anleihen (z.B. belgische, kanadische oder französische Regionen) sind vom derzeitigen Marktumfeld betroffen. Die EZB-Ratsmitglieder sowie das dem Rat vorstehende Direktorium haben klare Aussagen bisher vermieden. Am 18. Dezember tritt das Gremium erneut zusammen. Erst danach wissen wir, wie wir in das neue Jahr starten. Derzeit ist unser Basisszenario, dass es in keiner Sitzung im kommenden Jahr zu einer Zinsanpassung kommen wird. Lange waren wir davon ausgegangen, dass der nächste Zinsschritt nach unten gehen würde. Derzeit mehren sich allerdings die Zeichen, dass der nächste Schritt – wenngleich erst 2027 vollzogen – auch nach oben gerichtet sein könnte. Nichtsdestoweniger lässt sich die EZB hier nicht in die Karten blicken – und ein vorzeitiger Schritt will gut vorbereitet sein.

EZB-Leitzinssätze (in %; inkl. von uns erwarteter Zinspause)



Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Vier steile Thesen zum weniger frohen Fest

Nachdem wir uns intensiv mit den möglichen Entwicklungen im kommenden Jahr auseinandergesetzt und potenzielle Szenarien diskutiert haben, hat uns ein Brainstorming zu folgenden vier (teils steilen) Thesen verleitet – diese sind mehr oder weniger realistisch und/oder besorgniserregend:

1. Negativer Ausblick für Deutschland 2026/27 von einer großen Ratingagentur
2. AfD erzielt absolute Mehrheit in Sachsen-Anhalt
3. Trotz aller Friedensbemühungen: Fortgesetzter Ukraine-Krieg, aber ohne US-Beteiligung
4. Die Fed startet ein neues QE-Programm für das lange Zinsende

Negativer Ausblick für Deutschland 2026/27 von einer großen Ratingagentur

Seit Ende Oktober 2024 ist der Ausblick seitens S&P für Nordrhein-Westfalen negativ. Ende März 2025 wurde Baden-Württemberg von S&P nicht mehr mit positiv, sondern mit stabil versehen. NRW hat ohnehin die interessanteste Range bei den vier bekannten Ratingagenturen: AAA (wie jeder bei Fitch), Aa1 (Moody's), AA (S&P) sowie AAA (Scope). Warum wir das erwähnen? In Investorengesprächen zeigt sich immer wieder die Besorgnis, was Deutschland wohl exakt mit den beschlossenen Sondervermögen anfangen wird, die mit nie dagewesener Schuldenaufnahme einhergehen. Daher wäre es denkbar, dass Deutschlands Toprating 2026/27 mit einem negativen Ausblick von einer großen Ratingagentur belegt wird. Unter welchen – einzelnen oder kombinierten – Umständen könnte dieser Schritt eintreten?

- Weitere fiskalische Verschlechterung (strukturelles Defizit)
- Politisch kein breiter Konsens für Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen
- Sondervermögen mutieren zu reinen Schuldeninstrumenten
- Industrie international unattraktiv (Energiepreise, Regulatorik, Standortkosten)
- Rückfall in die Rezession 2026, während USA und Südeuropa wachsen
- Produktivität stagniert, Investitionsquote bleibt zu niedrig
- Kapitalmarktstress / höhere Zinskosten
- Staatsschuldenquote steigt Richtung 70–75% — noch nicht tragisch, aber genug, um einen „negativen Trend“ zu markieren
- Erneut vorgezogene Wahlen 2026/27? Minderheitsregierung?
- Harsche EU-Konflikte?

Ein negativer Ratingausblick hätte natürlich Implikationen für den Kapitalmarkt: In erster Linie denken wir hier bei SSA an Länder: Spreadausweitung vor allem bei struktur- und haushaltsschwächeren Ländern. Die Ratingagenturen würden natürlich auch bei Ländern „negative Outlooks“ prüfen. Ebenso wäre dies denkbar für die nationalen und regionalen Förderbanken, welche etwas an relativer Stärke verlieren würden. Auf Covered Bonds hätte diese Entwicklung kaum bis keinen direkten Ratingdruck; aber: Softening von Bunds, zugleich ein Weakening von Pfandbrief-Refi-Konditionen und die Spreads könnten 5-10bp rauslaufen. Zum Beispiel könnten niederländische Staatsanleihen 2026/27 als „sichere Alternative zum Bund“ gelten.

AfD erzielt absolute Mehrheit in Sachsen-Anhalt

Ein anderes Szenario ohne Denkverbote ergibt sich auf der politischen Seite: Die AfD könnte 42-44% bei den Landtagswahlen in Sachsen-Anhalt erzielen. Je mehr Parteien an der 5%-Hürde scheitern, desto weniger Stimmen reichen für eine absolute Mehrheit, weshalb die 50% gar nicht erzielt werden müssten. Ulrich Siegmund, Spitzenkandidat der AfD am 06. September, hat ehrgeizige Ziele: „Wir möchten dieses Land grundsätzlich vom Kopf auf die Füße stellen“, sagte der 34-jährige Oppositionsführer. Unter welchen Umständen könnte das passieren?

- Atomisierung der Parteienlandschaft
- Wahlbeteiligung niedrig → AfD mobilisiert überdurchschnittlich
- Produktionsrückgänge (Chemie, Solar, Halbleiter) oder Standortschließungen
- Arbeitslosigkeit steigt messbar im Osten
- Migration erneut als dominantes Thema im Wahljahr 2026
- Zerstrittener Bund, keine Entscheidungskraft, weitere Haushaltslücken
- Strukturelle Vernachlässigung spürbar → Protestwahl erstarkt

Auch dies hätte natürlich Implikationen für den Kapitalmarkt: Nicht nur die Länderfinanzierung unter dem Ticker SACHAN könnte einen „politischen Risikoaufschlag“ bekommen, sondern ganz Ostdeutschland. Investoren meiden historisch subnationale Emittenten, wenn extreme politische Unsicherheit droht (siehe Frankreich). EU-Mittel für Regionen könnten politisch infrage gestellt werden und auch fiskalische Risiken steigen. Dieses Szenario hätte keine unmittelbaren Auswirkungen auf Covered Bonds, jedoch langfristig auf die Immobilienwerte im Osten Deutschlands, die ebenfalls unter politischer Unsicherheit leiden könnten.

Trotz aller Friedensbemühungen: Fortgesetzter Ukraine-Krieg, aber ohne US-Beteiligung

Die Drohung „America First“ aus den USA nimmt immer konkretere Züge an. Dies wäre gleichbedeutend mit dem Rückzug der US-Militärhilfe. Zudem könnte der Kongress weitere Ausgaben blockieren. These: Europa kann diese Lücke nicht vollständig schließen. Zum Beispiel würden Deutschland und Frankreich zu wenig Munition liefern. Zeitgleich könnte die Ukraine die Frontlinien stabilisieren, aber keine Geländegewinne erzielen. Die EU stockt SAFE und andere Fonds nur langsam und nicht ausreichend auf. 2026/27 kommt es zu einem sog. „gefrorenem Konflikt“: Die Frontlinien verlaufen ähnlich wie 2024/25 — keine großen Offensiven. Russland wechselt in den „Kriegserhaltungsmodus“. Zeitgleich fokussieren sich die USA verstärkt auf China. Europa muss „seine“ Sicherheitslast alleine tragen. Was wären hier die Implikationen für den Kapitalmarkt?

- Verteidigungs- und Wiederaufbaufonds in Europa steigen weiter
- Höherer EU-Emissionsbedarf
- EU-Bonds werden zum „Quasi-Safe Asset“, Spread zu Bunds enger
- EU-Mitglieder mit bereits hohem Verteidigungsbudget (u.a. Polen, Finnland) müssen mehr Schulden aufnehmen
- Spreads könnten insbesondere am langen Ende moderat steigen

Erneut keine direkten Auswirkungen auf Covered Bonds. Aber: Staatliche Verteidigungsausgaben würden dringend benötigte Wohnungsbauförderung verdrängen. Die Energiepreise würden volatil bleiben.

Die Fed startet ein neues QE-Programm für das lange Zinsende

Unter welchen Umständen wäre ein neuerliches QE-Programm am langen Ende denkbar? Zum Beispiel in einem wirtschaftlichen Abschwung, kombiniert mit einer Arbeitslosenquote von 5,5-6% und einem stark abflauenden Konsum. Aber auch ausgelöst durch politischen Druck wäre es derzeit denkbar: Republikaner drängen auf eine expansive Geldpolitik, um die Konjunktur zu retten. Die Fiskalpolitik kann wegen Kongressblockaden nicht liefern. Würde die Kerninflation unter 2,2% fallen, könnte die Fed sogar ohne Gesichtsverlust aktiv werden. Was wären hier die Implikationen für den Kapitalmarkt? Massive Rallye in globalen Kernmärkten, auch europäische SSA profitieren, z.B. Spread-Kompression bei Staaten, Regionen und Supras. Pfandbriefe könnten relativ teurer werden, da Investoren Duration suchen, globale Zinskurven flachen ab.

Fazit und Ausblick

Holy Sh... Schöne Bescherung, oder? Zumindest regt die heutige Einleitung zum Nachdenken über 2026 an. Fassen wir kurz zusammen und verdauen das Angedeutete:

1. Ein negativer Ausblick für Deutschland von einer der drei großen Ratingagenturen erfordert stagnierendes Wachstum, ungelöste Haushaltsprobleme und politische Instabilität – ASW-Spreads würden im SSA-Segment spürbar reagieren.
2. Eine absolute AfD-Mehrheit in Sachsen-Anhalt am 06. September 2026 wäre nur möglich, wenn mehrere etablierte Parteien gleichzeitig an der 5%-Hürde scheitern würden und die Region ökonomisch frustriert wäre – ist sie aber nicht. Investoren würden alle ostdeutschen Länderrisiken höher bepreisen (Ansteckungseffekte). Weitere Wahlen finden 2026 in Baden-Württemberg (08. März), Rheinland-Pfalz (22. März), Berlin und Mecklenburg-Vorpommern (beide am 20. September) statt.
3. Ein Ukraine-Krieg ohne US-Beteiligung verschöbe die militärische und finanzielle Verantwortung noch mehr auf Europa – mehr EU-Emissionen, verstärkte Risikoaufschläge für osteuropäische Mitgliedsstaaten und ein teureres langfristiges Ende der Zinskurve wären hier die Folgen.
4. Ein neues QE der Fed setzt ggf. einen systemischen Finanzmarktstress oder eine deutliche Rezession voraus – global würden SSA profitieren.

Covered Bonds Marktüberblick

Autoren: Alexander Grenner // Lukas Kühne // Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Primärmarkt: Keine Neuemissionen zum Start in den Dezember

Es wird zunehmend ruhig am Primärmarkt, so konnten wir in den vergangenen fünf Handelstagen keine einzige Neuemission beobachten. Dies wollen wir zum Anlass nehmen, um einmal die Möglichkeit von Covered Bond-Emissionen im Dezember näher zu beleuchten. Traditionell zählt der Dezember zu den emissionsschwächsten Monaten eines jeden (Covered Bond-)Jahres. So konnten wir in den vergangenen zwei Jahren keine einzige Neuemission in der Vorweihnachtszeit beobachten. In den Jahren davor gingen aber auch noch spät im Jahr vereinzelt Emittenten auf die Investoren am Primärmarkt zu. So wurden im Jahr 2021 sogar noch frische Bonds im Volumen von EUR 3,3 Mrd. im Dezember platziert. Dabei ist immer zu beachten, dass das Jahr 2021 noch von den Auswirkungen der Coronapandemie überschattet wurde, was sich auch spürbar auf das klassische Emissionsmuster am Covered Bond-Markt auswirkte. Während in 2024 mit der im November einsetzenden Unsicherheit bezüglich des Relative Values von Covered Bonds, ausgehend von einer deutlichen Korrektur des Bunds-Swap-Spreads, das Jahresende sich schon früh abzeichnete, blieb der Primärmarkt in diesem Jahr bis weit in den November hinein durchaus noch sehr konstruktiv. Dies kam insbesondere durch das weiterhin hohe Investoreninteresse an Neuemissionen zum Ausdruck. So lag die durchschnittliche Bid-to-cover-Ratio für die neun im November platzierten Covered Bonds bei 3,3x und damit nochmal höher als der Durchschnittswert für das bisherige Gesamtjahr (2,8x). Folglich nutzten auch einige Banken das attraktive Emissionsfenster, um bereits Prefunding zu betreiben. Die Neuemissionsprämien für die im November platzierten Deals notierten mit 0,3bp im Durchschnitt auf einem sehr niedrigen Niveau. Dies scheint vor dem Hintergrund der hohen Fälligkeiten im EUR-Benchmarksegment mit EUR 156 Mrd. für das Jahr 2026 und dem durchaus dynamisch zu erwartenden Jahresstart eine interessantes Fundingfenster darzustellen. Entsprechend wollen wir noch nicht final den Abgang auf die Primärmarktaktivitäten in 2025 wagen, aber die Wahrscheinlichkeit für weitere Neuemissionen schätzen wir am aktuellen Rand als nicht sehr hoch ein. Dem nahenden Ende des Jahres entsprechend werfen wir im [heutigen Fokusartikel](#) unserer Wochenpublikation bereits einen Blick auf das Covered Bond-Jahr 2026. Dieser enthält neben unserer Emissionsprognose auch weiterreichende Überlegungen, die im kommenden Jahr am Covered Bond-Markt relevant werden sollten.

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

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

Sekundärmarkt: Nachfrageüberhang führt zu Spreadperformance bei Neuemissionen

Auch am Sekundärmarkt wurde es vor dem Hintergrund des nicht mehr weit entfernten Jahresendes und ausbleibender Neuemissionen in den vergangenen Handelstagen ebenfalls zunehmend ruhiger. Dabei ist ein deutlicher Nachfrageüberhang zu konstatieren, der insbesondere die in den vergangenen Wochen platzierten Primärmarktdeals weiter performen lässt. Dabei lag der Fokus geographisch eher auf Bonds aus Jurisdiktionen, die einen gewissen Pick-up gegenüber Pfandbriefen oder vergleichbaren Covered Bonds bieten.

In eigener Sache: NORD/LB Issuer Guide Covered Bonds 2025 veröffentlicht

Am vergangenen Donnerstag haben wir die nunmehr 13. Ausgabe des jährlich erscheinenden [NORD/LB Issuer Guide Covered Bonds](#) veröffentlicht. Die Publikation liefert unserer Leserschaft wie gewohnt einen umfangreichen Überblick über den Covered Bond-Markt. Der Fokus des Issuer Guides liegt dabei erneut auf den Emittenten von Covered Bonds sowie den entsprechenden Deckungsstöcken. Im Jahr 2025 umfasst die Studie Informationen von insgesamt 188 Instituten, die jeweils über ausstehende EUR-Benchmark- und/oder Subbenchmarkemissionen verfügen. Im Zuge der Auswertung wurden die Daten von 224 Cover Pools aus 27 Jurisdiktionen zusammengetragen.

Moody's hebt Rating italienischer Covered Bond-Programme an

In Folge des Upgrades des Sovereign-Ratings Italiens (wir [berichteten](#)) hat die Ratingagentur Moody's am 25. November nun auch die Ratings von 16 italienischen Covered Bond-Programmen angehoben. Die bestmögliche Ratingeinstufung, die Covered Bonds aus der Jurisdiktion nun erhalten können, liegt bei Aa2, nachdem sie zuvor bei Aa3 gelegen hatte (einhergehend mit dem Upgrade des local-currency bond country ceiling). Alle aufgewerteten Programme verfügen über eine Übersicherungsquote (Overcollateralisation) entsprechend ihrer neuen Ratingeinstufung. Unter den heraufgestuften Programmen befinden sich auch die Covered Bonds der acht von Moody's gerateten Emittenten im EUR-Benchmarksegment, namentlich der Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Sella, Banco BPM, BPER Banca, Credit Agricole Italia, Credito Emiliano, Iccrea Banca, Intesa Sanpaolo sowie UniCredit. Genaueres zu den Ratings sowie zu weiteren Kennzahlen der italienischen Emittenten in diesem Marktsegment finden Sie auch in unserem kürzlich veröffentlichten [NORD/LB Issuer Guide Covered Bonds 2025](#). Aus Italien haben wir im laufenden Jahr EUR 5,1 Mrd. an Neuemissionsvolumen verzeichnen können, was bei Fälligkeiten von EUR 9,5 Mrd. einen negativen Net Supply von EUR -4,4 Mrd. ergibt. In unserer Prognose für 2026 rechnen wir mit Neuemissionen i.H.v. EUR 8 Mrd. seitens der italienischen Institute. Weitere Details zum Primärmarkt in 2026 können sie unserem [Fokusartikel](#) entnehmen.

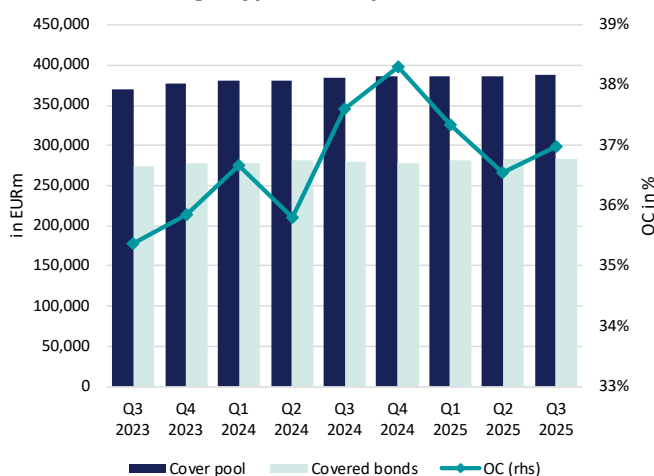
Scope veröffentlicht Italian Bank Outlook 2026

Die Ratingexperten von Scope erwarten in ihrem kürzlich veröffentlichten Italian Bank Outlook 2026 trotz eines herausfordernden makroökonomischen Umfelds insgesamt eine stabile Entwicklung italienischer Banken, welche durch weiterhin solide Fundamentaldaten unterstützt werden, sollte. Auch wenn die Profitabilität unter dem Rekordniveau von 2024 bleiben sollte, erwarten die Ratingexperten für die sechs betrachteten italienischen Banken eine durchschnittliche Rendite der risikogewichteten Aktiva von 2,7%-2,8%. Treiber des Profitabilitätswachstums seien ein Ende des Margendrucks im Zinsgeschäft, ein moderates Kreditwachstum und anhaltend steigende Gebührenerträge bei einer gleichzeitig stabilen Kostenbasis. Trotz einer Normalisierung der Ausfallraten aufgrund eines schwächelnden Corporate-Sektors und einer Erhöhung der Risikovorsorge in Richtung 40 Basispunkte bis Ende 2027 rechnet Scope aufgrund eines proaktiven Risikomanagements der Banken nicht mit einer Verschlechterung der Assetqualität. Die Kapitalisierung sei nach wie vor auf einem komfortablen Niveau und biete einen Puffer gegen wirtschaftliche und marktbedingte Schocks. Gleichzeitig betont die Agentur jedoch, dass einige Banken damit beginnen, überschüssige Puffer für M&A-Aktivitäten zu nutzen, was auf eine Überschreitung des Höchststandes bei der Kapitalisierung hindeute. Im italienischen Haushaltsentwurf für 2026 enthaltene geplante Abgaben und steuerliche Maßnahmen könnten zu strukturellen Problemen für den Bankensektor werden und mittelfristig das Investorenvertrauen belasten, sollten sich kurzfristig aber nicht negativ auswirken.

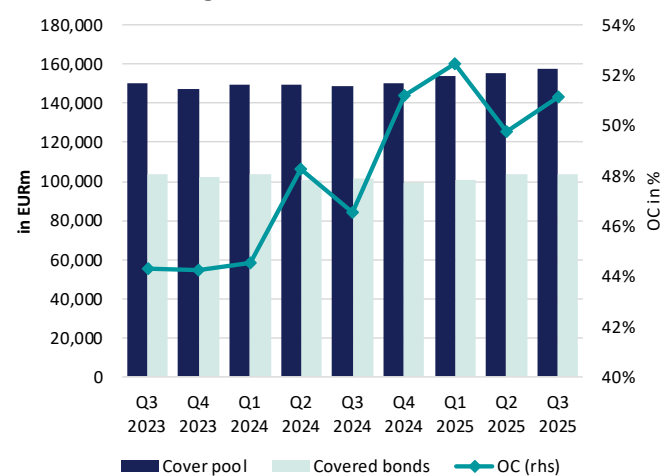
Transparenzangaben gemäß §28 PfandBG: Ein Blick auf den deutschen Pfandbriefmarkt

Auch im aktuellen Emissionsjahr zählen die deutschen Pfandbriefbanken sowohl im Hinblick auf das EUR-Benchmarksegment als auch in Bezug auf das EUR-Subbenchmarksegment zu den bedeutenden Treibern am Primärmarkt. Nach unserer Auffassung ermöglicht ein tieferer Einblick in die Zusammensetzung der Deckungsstöcke deutscher Pfandbriefemittenten auch ein wenig mehr Klarheit über das CRE-Exposure und dessen Ausprägungen unter den betrachteten Programmen. Hierbei liegt das Hauptaugenmerk sowohl auf der Art der Deckung (wohnwirtschaftlich vs. gewerblich) als auch auf der geographischen Verteilung der Immobilien. In diesem Kontext stellen die jeweils quartalsweise durch den Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) veröffentlichten Reports im Rahmen der [Transparenzmeldungen](#) des §28 PfandBG regelmäßig eine wichtige Inputvariable dar. Auf Basis dieser Daten werden haben wir unlängst unser NORD/LB Covered Bond Special „[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2025](#)“ veröffentlicht. Hier werden die Deckungsstockdaten zu 37 Hypothekendarpfandbriefprogrammen, 21 Programmen für Öffentliche Pfandbriefe und zwei Schiffspfandbriefprogrammen dargestellt, wobei wir die Angaben zur Deckungsmasse der Deutschen Bank, deren Deckungsstockdaten nicht auf der Website des vdp gemeldet werden, erneut manuell hinzugefügt haben. Gleichzeitig werfen wir mit der Veröffentlichung „[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2025 Sparkassen](#)“ auch einen genaueren Blick auf die Pfandbriefprogramme deutscher Sparkassen, welche aus 43 Hypothekendarprogrammen und 12 Programmen mit öffentlicher Deckung bestehen. Anhand der aktuellen Zahlen der Hypothekendarpfandbriefe für Q3/2025 ist das gesamte Deckungsstockvolumen der vdp-Mitgliedsinstitute von EUR 387,1 Mrd. im Vorquartal auf nun EUR 388,9 Mrd. gestiegen. Auch die Gesamthöhe der ausstehenden Hypothekendarpfandbriefe stieg von EUR 283,5 Mrd. auf EUR 283,9 Mrd. im aktuellen Quartal. Eine vergleichbare Entwicklung konstatieren wir bei den öffentlich besicherten Pfandbriefen: Hier stieg das ausstehende Volumen nun schon das dritte Quartal in Folge auf aktuell EUR 104,1 Mrd. Beim Deckungsstockvolumen der Öffentlichen Pfandbriefe ist diese Tendenz sogar noch klarer, das Gesamtvolumen stieg hier von EUR 155,1 Mrd. im Vorquartal auf nun EUR 157,3 Mrd.

Marktentwicklung: Hypothekendarpfandbriefe



Marktentwicklung: Öffentliche Pfandbriefe



Quelle: vdp, Deutsche Bank, NORD/LB Floor Research

SSA/Public Issuers

Marktüberblick

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

KfW stellt Green Bond Impact Report für 2023 vor

Am 27. November hat die KfW (Ticker: KFW) ihren [Green Bond Impact Report](#) für das Jahr 2023 veröffentlicht, der Informationen zu allen grünen Anleiheemissionen (inklusive Taps) des Berichtsjahres enthält und damit den Berichtszyklus für 2023 abschließt. Zudem bietet der Bericht einen umfassenden Überblick über das zum damaligen Zeitpunkt geltende Green Bond Framework (2022), die Verwendung der Nettoerlöse sowie die ökologischen und sozialen Auswirkungen der im Rahmen der KfW-Förderprogramme finanzierten Projekte. Für die mit den Green Bonds im Jahr 2023 geförderten Projekte werde pro investierter EUR 1 Mio. mit jährlichen CO₂-Äquivalenteinsparungen von rund 195 Tonnen gerechnet. Auf Grundlage der über grüne Anleihen eingesammelten Nettoerlöse, die sich 2023 auf insgesamt EUR 12,9 Mrd. beliefen, seien somit in Summe jährliche CO₂-Äquivalenteinsparungen von rund 2,5 Mio. Tonnen zu erwarten. Die Emission von Green Bonds ist inzwischen fester Bestandteil der Fundingstrategie der KfW: Laut eigener Aussage habe Deutschlands größte Förderbank seit 2014 Green Bonds mit einem Volumen von insgesamt fast EUR 97 Mrd. platziert und gehöre damit zu den größten Emittenten von Bonds dieses Formats weltweit. Im Jahr 2023 hat die KfW insgesamt 22 Green Bonds in neun verschiedenen Währungen begeben – damit machten diese 14,3% des gesamten Fundings der KfW im entsprechenden Jahr aus (2023: EUR 90,2 Mrd.) aus. „Die KfW steht fest zu den Klimazielen und fördert umweltfreundliche Technologien, die den Weg zu einer klimaneutralen Zukunft ebnen, sowie den Schutz der Biodiversität. Nachhaltige Finanzierungen, insbesondere grüne Anleihen, sind dabei zentrale Instrumente, um Kapital gezielt in diese Richtung zu lenken“, sagte Tim Armbruster, Treasurer der KfW.

Bremer Senat beschließt Haushaltsentwürfe 2026/27 – Land nutzt Strukturkomponente

Nachdem der Bremer Senat im Oktober den [Nachtragshaushalt](#) für das Jahr 2025 beschloss, folgte nun auch die Beschlussfassung der Haushaltsentwürfe 2026/27 für das Land Bremen (Ticker: BREMEN) sowie die Stadtgemeinde. Dabei bleibt die finanzielle Lage in Bremen herausfordernd – nicht zuletzt aufgrund der schwachen Entwicklung der Steuereinnahmen bei gleichzeitig wachsenden Sozialausgaben. Für 2026 rechnet der Sub-Sovereign mit Ausgaben i.H.v. EUR 6,3 Mrd., was einem Anstieg gegenüber 2025 um +4,5% Y/Y entspricht. Dabei entfallen mehr als EUR 1 Mrd. auf Sozialleistungen. Im Jahr 2027 sollen sich die gesamten Ausgaben auf insgesamt EUR 4,4 Mrd. belaufen. Auf der Einnahmenseite erwartet Bremen für das Jahr 2026 einen Rückgang um -0,6% Y/Y auf EUR 6 Mrd., während die Einnahmen im darauffolgenden Jahr auf EUR 6,2 Mrd. zulegen sollen. Zwar liegen die Steuereinnahmen inklusive Bundesergänzungszuweisungen mit EUR 4,5 Mrd. im Jahr 2026 und EUR 4,7 Mrd. in 2027 über denen im laufenden Jahr (EUR 4,3 Mrd.), allerdings fallen diese geringer aus als in der letzten Finanzplanung angenommen. Um die Lücke von EUR 272,8 Mio. bzw. EUR 144,8 Mio. zwischen Einnahmen und Ausgaben für einen ausgeglichenen Landeshaushalt 2026/27 zu schließen, seien Entnahmen aus Rücklagen ebenso notwendig wie eine Netto-Neuverschuldung. Diese soll sich 2026 auf EUR 238,8 Mio. und im darauffolgenden Jahr auf EUR 140,7 Mio. belaufen. Ungeachtet der herausfordernden finanziellen Lage werde Bremen damit sowohl die Schuldenbremse als auch die Regelungen der Sanierungshilfenvereinbarung einhalten.

EAA stellt Zwischenbericht zum 30. September vor

Die deutsche Agency Erste Abwicklungsanstalt (EAA, Ticker: ERSTAA) hat ihren offiziellen Zwischenbericht für die ersten neun Monate des laufenden Jahres publiziert, wobei die wirtschaftliche Lage der EAA erneut maßgeblich durch ihren Abwicklungsauftrag geprägt war. Die wesentliche Steuerungsgröße des Abwicklungsvehikels ist dabei der Rückgang des Nominalvolumens seines Portfolios. Während sich das Bankbuch-Nominalvolumen in den ersten drei Quartalen um -11,8% auf EUR 5,0 Mrd. verringerte, ging das Nominalvolumen des Handelsbestands im gleichen Zeitraum um -4,2% auf nunmehr EUR 43,1 Mrd. zurück. Das Ergebnis nach Steuern belief sich im Berichtszeitraum auf EUR -0,4 Mio. und war insbesondere vom allgemeinen Verwaltungsaufwand i.H.v. EUR 38,4 Mio. sowie dem Provisionsergebnis, welches mit EUR -15,0 Mio. nahezu auf dem Niveau des Vorjahres lag, geprägt. Das Zinsergebnis belief sich indes auf EUR 41,3 Mio. und lag damit – im Wesentlichen bedingt durch den fortschreitenden Portfolioabbau – in absoluten Zahlen EUR 4,0 Mio. unterhalb des Ergebnisses aus Q1-Q3/2024. Auch das Nettoergebnis des Handelsbestands ging gegenüber dem Vorjahr zurück und summierte sich auf EUR 1,6 Mio. (-78,4% Y/Y), während der Saldo aus sonstigen Aufwendungen und Erträgen deutlich von EUR 3,7 auf EUR 10,7 Mio. stieg. Die Bilanzsumme der EAA sank allen voran aufgrund des Abbaus des Bankbuchs gegenüber dem Jahresultimo 2024 um EUR -1,8 Mrd. und betrug per Ende September EUR 11,2 Mrd. Das Geschäftsvolumen, welches auch außerbilanzielle Komponenten berücksichtigt, reduzierte sich indes um -14,5% auf EUR 11,8 Mrd. (Ende 2024: EUR 13,9 Mrd.).

NRW.BANK legt Zwischenbericht vor – Fördervolumen steigt in allen Förderbereichen

Auch das deutsche regionale Förderinstitut NRW.BANK (Ticker: NRWBK) hat Zahlen für das III. Quartal präsentiert und darin Einblick in die Entwicklung des Fördergeschäftes gegeben. Demnach wurden in den ersten neun Monaten des laufenden Jahres Fördermittel mit einem Volumen von insgesamt EUR 10,9 Mrd. zugesagt und damit deutlich mehr als noch im Vorjahr (Q1-Q3/2024: EUR 7,1 Mrd.). Der Nachfrageanstieg sei dabei über alle drei Förderfelder hinweg zu verzeichnen. Ursächlich für dieses Wachstum sei – neben der sich im Jahresverlauf verbessernden Stimmung der Unternehmen in Nordrhein-Westfalen – auch die Investitionsbereitschaft vieler Kommunen, die sich verstärkt der Modernisierung und Erneuerung ihrer Infrastruktur widmen. Demzufolge verzeichnete das Förderfeld Infrastruktur/Wohnen mit +85% Y/Y auch das höchste Wachstum. Die Fördervolumina beliefen sich im Betrachtungszeitraum auf EUR 5,3 Mrd. Davon entfielen allein EUR 2,2 Mrd. auf das Förderprogramm „NRW.BANK.Infrastruktur“, welches im Juli 2024 zur Finanzierung von Projekten in den Bereichen Erneuerbare Energien, Klimaschutz, Breitbandversorgung und Bildung aufgesetzt wurde. Auch das Volumen im Förderfeld Wirtschaft legte deutlich zu und wuchs gegenüber Q1-Q3/2024 um +26% auf EUR 2,4 Mrd. Die Zusagen im Förderfeld Wohnraum beliefen sich in den ersten drei Quartalen des Jahres 2025 auf EUR 3,2 Mrd. (+36% Y/Y), wobei insbesondere das „NRW.BANK.Wohneigentum“ zum Wachstum beitrug. Die Neuzusagen in der Eigentumsförderung wuchsen auf EUR 430,4 Mio. – ein Anstieg um +64% gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Entsprechend zufrieden zeigte sich Gabriela Pantring, designierte Vorsitzende des Vorstands der NRW.BANK: „Unsere aktuellen Quartalszahlen zeigen deutlich, dass wir mit unserer Förderung wichtige Impulse für die Transformation von Wirtschaft und Gesellschaft setzen. Mit passgenauen Programmen tragen wir dazu bei, dass die Unternehmen und die Kommunen in Nordrhein-Westfalen in Zukunftsfähigkeit investieren. Es ist unverkennbar, dass der notwendige Wandel in diesem Jahr an zusätzlichem Schwung gewonnen hat.“

Moody's stuft Italien hoch – und damit auch CDP sowie 16 weitere italienische Agencies

Nachdem Moody's am 21. November das Rating Italiens erstmals seit 23 Jahren (!) vor dem Hintergrund der spürbaren Erfolge der wirtschafts- und fiskalpolitischen Reformen sowie der politischen Stabilität von Baa3 auf Baa2 (Ausblick: stabil) an hob, folgte am 25. November schließlich die (erwartbare) Anpassung der Ratings und Ausblicke von 17 staatsnahen Emittenten. In diesem Zuge wurde auch das Rating des sich in unserer Coverage befindlichen italienischen Förderinstituts [Cassa Depositi e Prestiti](#) (CDP, Ticker: CDEP) an das des italienischen Staates angepasst. Moody's begründete diesen Schritt mit dem öffentlichen Mandat, welches die CDP ausübt, und der daraus resultierenden engen Verbindung zur italienischen Politik bzw. zum Staat. Zum Hintergrund: Der italienische Staat ist – vertreten durch das Ministerium für Wirtschaft und Finanzen – Mehrheitsanteileigner des Kreditinstituts, welches zur Förderung der italienischen Wirtschaft gegründet wurde. Für einen Großteil der Verbindlichkeiten der CDP (Postspareinlagen) besteht indes eine staatliche Garantie.

Primärmarkt

Mit Beginn der Adventszeit tritt traditionell auch das Emissionsgeschehen am SSA-Primärmarkt auf die Bremse und es kehrt zunehmend Ruhe und Besinnlichkeit ein. Zudem haben viele Emittenten in unserer Coverage ihre Fundingziele für das laufende Jahr bereits (weitgehend) erreicht und kehren dem SSA-Primärmarkt daher vermehrt den Rücken. Mit Ausnahme einer EU-Auktion haben wir in der betrachteten Handelswoche keine weiteren Transaktionen auf unserem Notizzettel: Im Zuge ihrer sechsten und letzten Bondauktion in H2/2025 stockte die Europäische Union (Ticker: EU) erneut wie inzwischen üblich drei ihrer Anleihen auf. Dabei wurde das Volumen des 2028er-Zerobonds um EUR 1,7 Mrd., der 2032er-Anleihe (Kupon: 2,75%) um EUR 1,9 Mrd. und der 2041er-Anleihe (Kupon: 0,45%) um EUR 901 Mio. erhöht. Die Bid-to-Cover-Ratios lagen bei 1,29x und 1,15x sowie 1,51x. Damit dürften die Fundingaktivitäten der Staatengemeinschaft für dieses Jahr abgeschlossen sein. Das neue Jahr wirft jedoch bereits seine Schatten voraus: Neben der bereits in der [Vorwoche](#) erwähnten Einladung zum „Global Investor Broadcast“ der KfW, in der das deutsche Förderinstitut seinen Fundingbedarf für 2026 kommunizieren wird, dürfte aller Voraussicht nach auch die EU noch im Dezember zu einem „Global Investor Call“ einladen und den Fundingbedarf für H1/2026 präsentieren. Während wir bei der KfW von einem Refinanzierungsziel i.H.v. EUR 70-75 Mrd. ausgehen, dürfte sich das Fundingziel der Staatengemeinschaft für das Gesamtjahr 2026 unserer Einschätzung nach auf insgesamt EUR 160-170 Mrd. belaufen. Und auch wir vom Floor Research der NORD/LB richten unseren Blick in die Zukunft und präsentieren Ihnen in unserer heutigen Ausgabe unseren [Ausblick auf das Jahr 2026](#). Dieser befasst sich u.a. mit dem von uns erwarteten Emissionsvolumen deutscher Länder, wichtiger E-Supras und großer (inter)nationaler Agencies. Zudem haben wir uns mit dem geldpolitischen Kurs der EZB beschäftigt sowie mit einigen (zugegebenermaßen steilen) [Thesen](#) aus dem Fenster gelehnt, um zum Nachdenken anzuregen.

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

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

Covered Bonds

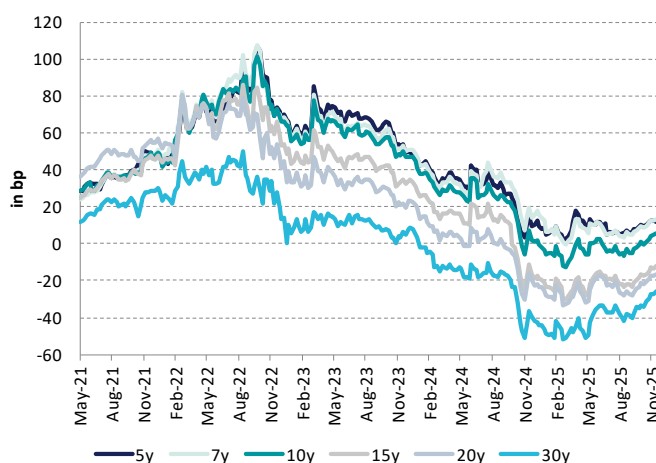
Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2026

Autoren: Lukas Kühne // Dr. Norman Rudschuck, CIIA

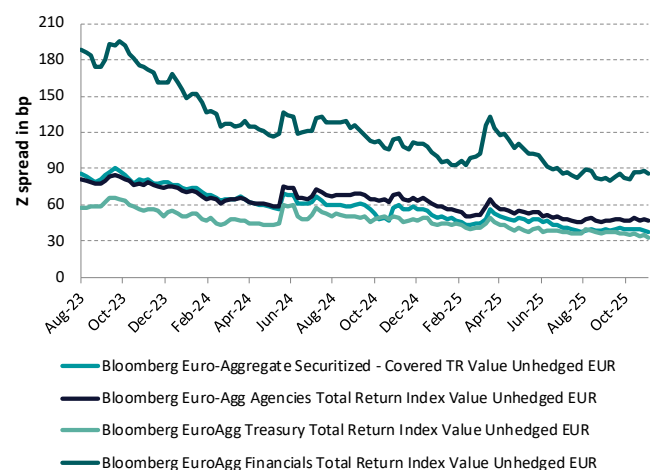
Der Covered Bond-Markt im Jahr 2026 – Nachfrage sollte nicht abreißen

Das Covered Bond-Jahr 2025 neigt sich dem Ende entgegen. Damit rückt zunehmend die Frage in den Mittelpunkt, was die relevanten Aspekte im Jahr 2026 sein werden. Nachdem das Ende des Jahres 2024 maßgeblich von den Entwicklungen im Bund-Swap-Spread dominiert wurde und Covered Bonds infolgedessen in der Relative Value-Betrachtung zunehmend unattraktiv gegenüber anderen Assetklassen (SSA und Sovereigns) wirkten, ist das Marktumfeld aktuell mehr als konstruktiv. Entsprechend erwarten wir auch mit Blick auf das Spreadgefüge zwischen den einzelnen Assetklassen keine signifikanten Verschiebungen. Vielmehr wurden auch die unlängst am Primärmarkt platzierten EUR-Benchmarktransaktionen gut vom Markt aufgenommen und konnten größtenteils auch am Sekundärmarkt weiter performen. Spreadzugeständnisse, die auf eine geringe Investorennachfrage schließen lassen könnten, waren bei den letzten Primärmarkttransaktionen nicht zu beobachten. Insbesondere mit Blick auf den Jahresstart kann die relative Attraktivität von Covered Bonds unserer Ansicht nach als positives Signal angesehen werden, dass die Nachfrage nach gedeckter Ware auch im Januar nicht abreißen sollte. Wir rechnen mit einem sehr aktiven Start des Primärmarktes ins Covered Bond-Jahr 2026, der aufgrund der kalendrischen Besonderheiten wahrscheinlich nicht schon am ersten Werktag (Freitag, 02. Januar) erfolgen sollte. Neben dem Jahresstart wollen wir auf den nachfolgenden Seiten einen Überblick über die weiteren relevanten Themen für den Covered Bond-Markt im Jahr 2026 geben. Zu diesen zählen unsere Emissions- und Spreadprognose sowie weiterreichende Überlegungen zu den von den Emittenten bevorzugten Laufzeitbändern oder der Entwicklung der Relative Values von Covered Bonds. Als zentral erachten wir dabei die Frage, wie sich der Spread von Bonds zu Anleihen aus dem SSA/Public Issuers-Universum entwickeln wird, da diese oftmals als Anker für die gedeckten Anleihen fungieren.

Bund-Swap-Spreads



Z-Spread: Covereds vs. SSA vs. Financials

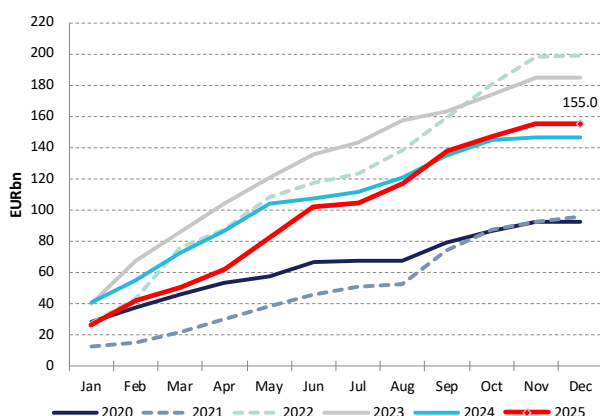


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

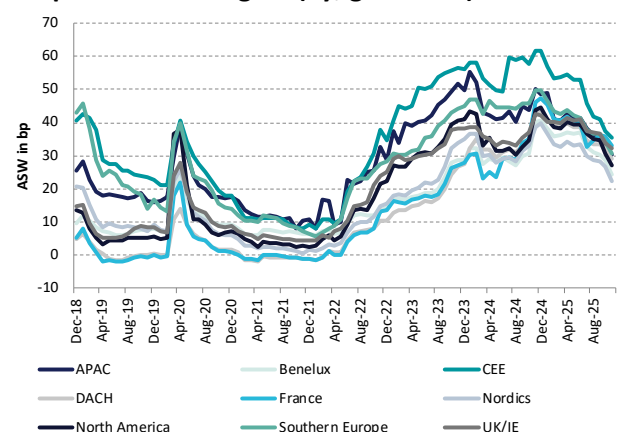
Ein kurzer Rückblick auf das Primärmarktjahr 2025

Das Emissionsjahr 2025 dürfte sich mit einem Bruttovolumen in Höhe von EUR 155,0 Mrd. etwas stärker präsentieren als im Vorjahr (EUR 146,5 Mrd.), aber deutlich hinter den Rekordjahren 2023 (EUR 184,7 Mrd.) und 2022 (EUR 198,6 Mrd.) zurückbleiben. Gleiches gilt aber nicht im Hinblick auf das rechnerische Nettoneuangebot, welches nach unserer Auffassung regelmäßig die markttechnische Grundlage für die Spreadentwicklung darstellt. Im Jahr 2025 stehen hier derzeit EUR 19,5 Mrd. zu Buche, nachdem das EUR-Benchmarksegment im Vorjahr um EUR 29,5 Mrd. zulegte. Dies ist insbesondere auf höhere Fälligkeiten im Vergleich (EUR +18,5 Mrd.) zum Vorjahr zurückzuführen. Die markttechnische Betrachtung stellt jedoch nicht den einzigen Einflussfaktor auf die Spreadentwicklung dar. So ist die relative Attraktivität von Covered Bonds gegenüber anderen Assetklassen ein weiterer relevanter Inputfaktor. Anleihen aus dem SSA/Public Issuers-Universum fungieren traditionell als wesentliche Referenz für die Spreadbewegungen im Covered Bond-Markt. Druck auf die Spreads in dieser Assetklasse führen i.d.R. auch zu Widening-Tendenzen am Markt für gedeckte Anleihen.

EUR BMK: Emissionsverlauf



ASW Spreads nach Region (5y; generisch)



Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Die Spreads im EUR-Benchmarksegment in 2025: Kompression auf breiter Front

Nachdem der Jahresstart in 2025 anfangs noch von Unsicherheit hinsichtlich der Preisvorstellungen von Emittenten und Investoren im Hinblick auf neu platzierten Deals geprägt wurde, fand der Markt nach den ersten erfolgreichen Primärmarkttransaktionen einen für beide Seiten als attraktiv empfundenen „Sweetspot“. Dieser kam in niedrigen Neuemissionsprämien und hohen Bid-to-cover-Ratios zum Ausdruck. Die konstant hohe Nachfrage nach gedeckter Ware resultierte in niedrigeren Spreads am Covered Bond-Markt. Positiv für die Spreadentwicklung war zweifelsohne auch die unter Relative Value-Gesichtspunkten höhere Attraktivität von Covered Bonds gegenüber Senior Bonds. Dieser generelle Trend ist mit Blick auf die Entwicklung in den unterschiedlichen Jurisdiktionen aber differenzierter zu betrachten. So fiel die Spreadperformance in Frankreich aufgrund der gestiegenen politischen Unsicherheit sowie des hohen Haushaltsdefizits deutlich schwächer aus als im Großteil der anderen EUR-Benchmarkjurisdiktionen. So handeln französische Covered Bonds – vor allem am langen Ende – am aktuellen Rand innerhalb von französischen Staatsanleihen (OATs). Wie wir allerdings weiter unten ausführen, dürften sich die Emittenten aus Frankreich davon mit Blick auf ihr Fundingverhalten in 2026 nicht über Gebühr abschrecken lassen. Tatsächlich sehen wir noch ein hohes Gewicht anderer (fundamentaler) Faktoren, die das Emissionsvolumen hochhalten werden.

Primärmarkt 2026: Geringes Marktwachstum in Aussicht

Bevor wir auf die erwarteten Spreadentwicklungen eingehen, möchten wir zunächst unsere Nettoneuangebotsprognose vorstellen. In 2026 rechnen wir mit einem leicht wachsenden EUR-Benchmarksegment. So sollten Fälligkeiten i.H.v. EUR 156,2 Mrd. neu platzierten Deals i.H.v. EUR 166 Mrd. (ohne Taps und Floater) gegenüberstehen. Das Nettoneuangebot würde damit rund EUR 10 Mrd. umfassen und somit unter dem Vorjahresniveau (2025 ytd: EUR 19,5 Mrd.) liegen. In 2026 sind auf Basis unseres Bottom-up-Ansatzes die „Wachstumskandidaten“ u.a. Frankreich (Net Supply: EUR 5,3 Mrd.), Deutschland (EUR 5,2 Mrd.), Singapur (EUR 2,3 Mrd.) und Großbritannien (EUR 1,9 Mrd.). Das geringere Wachstum am Immobilienmarkt in Kombination mit einer hohen Flexibilität bei der Wahl der Fundingmöglichkeiten, insbesondere mit Blick auf die Assetklasse (Senior oder Covereds) und die Wahl der Währung, dürfte nach unserem Dafürhalten das kanadische EUR-Benchmarksegment im kommenden Jahr schrumpfen lassen (Net Supply: EUR -6,2 Mrd.). Nichtsdestoweniger sollte sich das Emissionsvolumen aus Kanada immer noch auf beachtliche EUR 17,0 Mrd. summieren. Ebenfalls mit einem negativen Netto-Neuemissionsvolumen rechnen wir aus Österreich (EUR -4,0 Mrd.), Spanien (EUR -2,5 Mrd.) und Finnland (EUR -1,4 Mrd.). Ursächlich für diese Entwicklung zeigen sich unserer Ansicht nach u.a. das hohe Einlagenvolumen sowie das teilweise schwache Immobilienneugeschäft.

NORD/LB-Prognose 2026: Emissionen und Fälligkeiten nach Jurisdiktionen

Jurisdiction	Issues 2025ytd as at 02 December 2025 (EURbn)	Outstanding volume as at 02 December 2025 (EURbn)	Maturities 2026 (EURbn)	Issues 2026e (EURbn)	Net supply 2026e (EURbn)
AT	4.00	60.60	9.50	5.50	-4.00
AU	9.85	35.00	5.75	7.00	1.25
BE	2.75	23.70	3.75	3.00	-0.75
CA	9.50	81.45	23.20	17.00	-6.20
CH	2.25	6.00	0.00	1.00	1.00
CZ	1.25	3.75	1.00	1.50	0.50
DE	30.50	222.52	29.80	35.00	5.20
DK	1.75	7.25	1.25	1.25	0.00
EE	0.50	1.00	0.00	0.50	0.50
ES	3.25	50.96	7.50	5.00	-2.50
FI	6.50	40.50	6.85	5.50	-1.35
FR	32.00	273.62	23.68	29.00	5.32
GB	6.20	27.11	3.60	5.50	1.90
GR	0.00	0.00	0.00	0.50	0.50
HU	1.00	1.00	0.00	1.00	1.00
IE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IS	0.00	0.50	0.50	0.50	0.00
IT	5.10	49.05	7.60	8.00	0.40
JP	0.50	5.10	1.75	2.00	0.25
KR	2.20	10.75	3.60	4.00	0.40
LU	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00
NL	10.00	88.47	7.50	8.50	1.00
NO	10.25	52.75	8.00	8.50	0.50
NZ	2.00	8.70	1.25	1.50	0.25
PL	0.50	0.50	0.00	0.50	0.50
PT	2.00	7.35	0.85	2.00	1.15
SE	4.50	29.58	4.50	4.50	0.00
SG	3.60	9.50	1.75	4.00	2.25
SK	3.00	11.20	3.00	3.75	0.75
TK	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Σ	154.95	1,108.40	156.18	166.00	9.82

Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Neuangebot in 2026: Grundüberlegungen zu den 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. 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 fundamentalseitige Betrachtung sehen wir einen positiven Impuls auf den Bedarf an Covered Bonds-Funding aus einer dezent dynamischeren Kreditvergabe und einer eher zurückhaltenden Entwicklung bei den Einlagen. Interessant wird zu beobachten sein, ob die Emittenten eine Priorisierung vornehmen hinsichtlich der Wahl zwischen ungedecktem und gedecktem Funding. Im vergangenen Jahr hat sich das Spreadniveau zwischen Covered Bonds und Seniors zunehmend angenähert und verharzt aktuell auf einem im historischen Vergleich relativ tighten Level. Dieses für Emittenten günstige Emissionsfenster für ungedeckte Ware könnten die Banken nutzen, um gerade zum Jahresstart eher die Emission von Senior Bonds zu priorisieren. Dies sollte auch der im Vergleich geringeren Volatilität von Covered Bonds gegenüber Anleihen aus dem Senior-Universum geschuldet sein. Nichtsdestoweniger sollte der Covered Bond, auch aufgrund seines absolut betrachteten günstigeren Spreadniveaus, als Fundingvehikel nicht an Bedeutung verlieren. Einen weiteren Emissionstreiber stellt die Dynamik an den Immobilienmärkten in den von uns betrachteten Jurisdiktionen dar. Nachdem der EZB-Zinssenkungszyklus Mitte 2025 wahrscheinlich ein Ende gefunden hat und weiterhin auf dem aktuellen Stand verharzt, dürfte dies in Kombination mit einer anhaltend hohen Nachfrage nach Wohnraum auch die Kreditnachfrage antreiben. In diesem Kontext hat der vdp unlängst darauf hingewiesen, dass in Deutschland der Großteil des Kreditwachstums für wohnwirtschaftliche Immobilienfinanzierungen in 2025 nicht auf neue Immobilienprojekte zurückzuführen sei, sondern für den Bestand verwendet würde. Entsprechend zeigt sich, dass sich diese Dynamik nicht gleichmäßig über alle Jurisdiktionen hinweg verteilt, sondern auch von den jeweiligen politischen Rahmenwerken abhängig ist. Im Teilmarkt der Finanzierung von Gewerbeimmobilien rechnen wir insgesamt mit einer anhaltenden Stabilisierung.

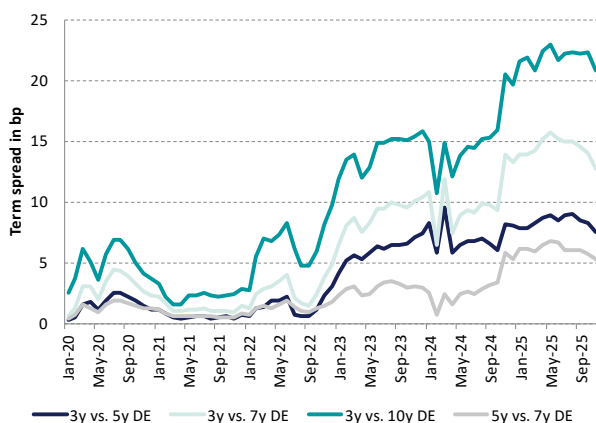
Prognoserisiken: Wahl der Währung kann das EUR-Benchmarkangebot reduzieren

Auch in 2026 steht die von uns erwartete Primärmarktaktivität unter einem gewissen Prognoserisiko. Für die Jurisdiktionen außerhalb des Euroraums – also insbesondere Kanada, APAC, die Nordics sowie UK – ergibt sich dieses z.B. aus der Wahl der Emissionswährung. In unserem Basisszenario bleibt der Euro eine sehr bedeutende Fundingwährung für das Gros der Emittenten. 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 Spanien angesehen werden, das traditionell zu den Staaten mit dem höchsten Neuemissionsvolumen am Covered Bond-Markt zählte. Infolge einer starken Marktkonsolidierung im spanischen Bankensektor in den vergangenen Jahren, in Verbindung mit hohen Einlagen, hat sich der Bedarf nach gedecktem Funding deutlich reduziert. Entsprechend prognostizieren wir auch für 2026 einen schrumpfenden Covered Bond-Markt in Spanien, nachdem wir auch schon für 2025 einen negativen Net Supply von EUR 13 Mrd. (ytd) konstatieren. Die größten Unsicherheitsfaktoren für 2026 stellen aus heutiger Sicht die politische und haushälterische Entwicklung in einigen europäischen Staaten sowie die Entwicklung der Einlagenbasis auf den Bankbilanzen.

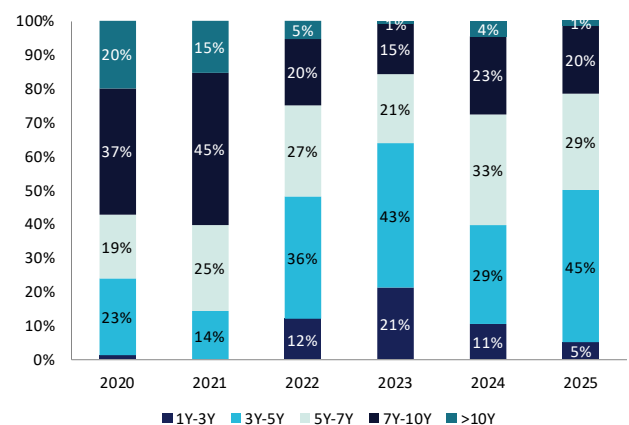
Die Laufzeitfrage: Kommt das lange Ende zurück?

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 2025 kann festgehalten werden, dass die längeren Laufzeitbänder („7Y-10Y“ bzw. „>10Y“; vgl. Chart unten) von den Emittenten weiterhin unterdurchschnittlich bespielt wurden. So reichen die zusammengefassten Anteile dieser beiden Laufzeitsegmente nicht an die in der Vergangenheit zu beobachtenden Niveaus heran. In 2026 würden wir weiterhin eher von vereinzelten Deals mit Laufzeiten ab sieben Jahren ausgehen. Gerade zum Jahresauftakt könnte dieser Anteil aufgrund der ausgeprägten Nachfrage hingegen etwas höher ausfallen. 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) sehen wir wenig Anlass. Am aktuellen Rand ist unserer Ansicht nach insbesondere die Dynamik bei der Vergabe von Neukrediten nicht stark genug, um diesen langfristigen Fundingbedarf hervorzurufen. Darüber hinaus bleibt unseres Erachtens der Laufzeitaufschlag als ein Hindernis bestehen, welcher aufgrund der unzureichenden Emissionsdynamik nach unten verzerrt sein dürfte.

EUR BMK: Laufzeitaufschlag am Beispiel Pfandbriefe



EUR BMK: Emissionsanteil nach Laufzeitbändern



Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Investorenbasis bilden bei der bevorzugten Laufzeit keine homogene Masse

Dass sich an der Laufzeitfrage gewissermaßen die Geister scheiden, zeigt auch der Blick auf die Investorenseite. Aus zahlreichen Kundengesprächen bzw. durch die Anfragen auf der Handelsseite wissen wir, dass der Sweetspot eher im Bereich von fünf bis sieben Jahren liegt. Dies ist nach unserem Eindruck auch durch die Steilheit der Spreadkurve begründbar. Für die Anlageseite erscheint demnach der zusätzliche Spread eines Deals aus dem „10Y“-Segment gegenüber Bonds mit Laufzeiten von fünf oder sieben Jahren als nicht hinreichend, um für die höhere Duration bzw. die damit verbundenen Risiken zu kompensieren. Die Investorenbasis ist dabei aber nicht so homogen, wie es auf den ersten Blick erscheint. Zwar mag der Sweetspot deutlich unterhalb der Schwelle von zehn Jahren liegen, jedoch gibt es Investoren, die genau diese längere Duration suchen. Für diese können auch lang laufende Covered Bonds weiterhin ein attraktives Investment darstellen.

Die NORD/LB-Spreadmeinung: Keine signifikanten Verschiebungen zu erwarten

Für den Jahresstart rechnen wir mit einer dezenten Ausweitung der Spreads für EUR-Benchmarks. Getrieben wird diese Entwicklung – wie auch in den Vorjahren – insbesondere durch ein saisonal bedingtes hohes Emissionsaufkommen. Vor dem Hintergrund des weiterhin attraktiven Spreadniveaus im Senior-Segment sollte die Neuemissionsflut unserer Einschätzung nach aber geringer ausfallen als im Rekordjanuar 2024 mit EUR 40,9 Mrd. Im weiteren Jahresverlauf sollten sich die Spreads am Covered Bond-Markt wieder leicht einengen, bis auf das gegenwärtige Niveau, ggf. sogar etwas tiefer. Als eine wesentliche Bestimmungsvariable für die Spreadentwicklung im Jahr 2026 ist neben den drei sonst im Rahmen unserer Spreadmeinung diskutierten Einflussfaktoren (I. Markttechnik, II. Fundamentaldaten und III. Sentiment) der Relative Value-Aspekt hervorzuheben. Das Covered Bond-Segment befindet sich hier durchaus in einer Scharnierfunktion zwischen den unterschiedlichen Assetklassen. Während die Spreads für einige „Ratesinvestoren“ 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 Investorenmehrheit als eine wichtige Variable auch für 2026 an. Schließlich muss davon ausgegangen werden, dass die Spreaddifferenzen zwischen den unterschiedlichen Assetklassen weitestgehend konstant bleiben sollten. Auch im kommenden Jahr wird außerdem das Emissionsaufkommen in den „angrenzenden“ Assetklassen in seiner Einflussnahme auf die Covered Bond-Spreads im Fokus der Marktteilnehmer stehen. Umso bedeutender ist nunmehr das konkrete EUR-Funding der gewichtigen Emittenten aus dem öffentlichen Sektor. Das Stichwort „Zeitenwende“ bzw. die Bemühungen der europäischen Staaten, ihre militärische Ausstattung zu verbessern und ihre Verteidigungsfähigkeit zu steigern, sollten in erhöhten Fundingaktivitäten aus diesem Sektor zum Ausdruck kommen. Zur gleichen Schlussfolgerung gelangen wir mit Blick auf das deutsche Sondervermögen für Infrastruktur sowie die gelockerte Schuldenbremse für die deutschen Bundesländer. Die Emissionen dieser Emittenten dienen regelmäßig als Ankerpunkt für die Covered Bond-Spreads. Sollte ein höheres Neuangebot in diesem Segment in einem Anstieg der Spreadlevels zum Ausdruck kommen, würde dies zweifelsohne auch Druck auf die Spreads von gedeckten Anleihen ausüben. Die relevanten Aspekte des Jahres 2026 im Segment SSA/Public Issuers können Sie dem anschließenden [Fokusartikel](#) entnehmen.

NORD/LB Spread Forecast

Current levels					as of 30/06/2026(e)					Expected spread change				
in bp	3y	5y	7y	10y	in bp	3y	5y	7y	10y	in bp	3y	5y	7y	10y
AT	21.0	29.8	36.7	42.5	AT	21.0	29.0	36.0	43.0	AT	0.0	-0.8	-0.7	0.5
AU	14.3	24.8	31.9	39.2	AU	14.0	24.0	31.0	40.0	AU	-0.3	-0.8	-0.9	0.8
BE	18.3	26.9	39.0	47.1	BE	18.0	27.0	38.0	48.0	BE	-0.3	0.1	-1.0	0.9
CA	18.4	27.7	35.8	40.3	CA	18.0	27.0	35.0	41.0	CA	-0.4	-0.7	-0.8	0.7
CZ	32.2	35.4			CZ	32.0	35.0			CZ	-0.2	-0.4		
DE	11.9	19.4	24.7	32.5	DE	12.0	19.0	24.0	33.0	DE	0.1	-0.4	-0.7	0.5
DK	15.1	25.2	36.4		DK	15.0	25.0	36.0		DK	-0.1	-0.2	-0.4	
EE	27.3	30.0			EE	27.0	30.0			EE	-0.3	0.0		
ES_Single	17.0	25.6	32.7	46.0	ES_Single	17.0	25.0	32.0	46.0	ES_Single	0.0	-0.6	-0.7	0.0
FI	14.7	22.4	26.7	28.4	FI	15.0	22.0	26.0	29.0	FI	0.3	-0.4	-0.7	0.6
FR	19.9	33.1	44.4	53.6	FR	20.0	33.0	44.0	54.0	FR	0.1	-0.1	-0.4	0.4
GB	21.5	32.1	39.8	43.5	GB	22.0	32.0	39.0	44.0	GB	0.5	-0.1	-0.8	0.5
IS	16.0	22.6	34.6	45.9	IS	16.0	22.0	34.0	46.0	IS	0.0	-0.6	-0.6	0.1
IT	22.6	34.6	45.9	57.4	IT	23.0	34.0	45.0	58.0	IT	0.4	-0.6	-0.9	0.6
JP	34.2	35.4			JP	34.0	35.0			JP	-0.2	-0.4		
KR	27.9	31.6			KR	28.0	31.0			KR	0.1	-0.6		
LU	22.9				LU	23.0				LU	0.1			
NL	14.4	21.3	26.0	33.6	NL	14.0	21.0	25.0	34.0	NL	-0.4	-0.3	-1.0	0.4
NO	10.8	20.0	27.6	31.7	NO	11.0	20.0	27.0	32.0	NO	0.2	0.0	-0.6	0.3
NZ	22.0	34.5	39.3		NZ	22.0	34.0	39.0		NZ	0.0	-0.5	-0.3	
PL	35.7	35.7			PL	36.0	35.0			PL	0.3	-0.7		
PT	20.2	26.4	28.4		PT	20.0	26.0	28.0		PT	-0.2	-0.4	-0.4	
SE	10.9	20.7	26.7	28.1	SE	11.0	20.0	26.0	29.0	SE	0.1	-0.7	-0.7	0.9
SG	20.5	23.8			SG	21.0	23.0			SG	0.5	-0.8		

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Prognoserisiko für die Spreadentwicklung in 2026: Wieder Frankreich?

Ausgehend von den Bestimmungsfaktoren der Spreadentwicklung leiten sich die Abweichungsrisiken für unsere Punktprognose in den Jurisdiktions- und Laufzeitkombinationen ab. Gerade die „Grande Nation“ sollte vor dem Hintergrund der Möglichkeit einer jederzeit wieder aufflammenden politischen Instabilität (Stichwort: Mehrheit in der Nationalversammlung) und dem weiterhin hohen Haushaltsdefizit nicht aus dem Fokus der Marktteilnehmer weichen. Diese ungelösten Probleme resultierten in einem Anstieg der OATs und setzten auch die Spreads von französischen Covered Bonds unter Druck. Vermutlich wird diese „Hängepartie“ in Frankreich ein ungelöstes Problem bis zur nächsten Präsidentschaftswahl (planmäßig 2027) bleiben. Entsprechend sehen wir mit Blick auf die Spreads von französischen Covered Bonds wenig Potenzial für ein deutliches Spreadtightening; die Downsideszenarien überwiegen an dieser Stelle unserer Ansicht nach. Im Kontext der fundamentalseitigen Betrachtung sehen wir kein signifikantes Störpotenzial für unsere 2026er-Prognose. Allgemeine Marktverwerfungen sind vor dem Hintergrund eines weiterhin angespannten geopolitischen Umfelds zwar nie auszuschließen, aber finden keinen Eingang in unsere Prognose. Der Bankensektor sollte sich mit Blick auf die Kapitalisierung, die Liquiditätsausstattung sowie den Ratingausblick stabil präsentieren.

ESG im Jahr 2026: Solides Emissionsvolumen erwartet

Am Teilmarkt der nachhaltigen Emissionen dürfte sich das Jahr 2026 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 rund 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 nur sehr wenige emittierende Banken für ihre grünen gedeckten Anleihen den EU Green Bond Standard wählen dürften. Am aktuellen Rand verfügt noch kein Emittent über einen ausstehenden EUR-Benchmark in diesem Format, während wir 2025 erste ungedeckte EU Green Bonds im Benchmarkformat am Markt begrüßen konnten.

Fazit

Der Start in das neue Jahr erfolgt für das Covered Bond-Segment, soweit bisher abzusehen, in einem durchaus positiven Marktumfeld. Dies zeigten nicht zuletzt die noch spät im November erfolgreich platzierten EUR-Benchmarkemissionen, die trotz des nahenden Jahresendes ein beachtliches Investoreninteresse auf sich vereinen konnten. Nichtsdestoweniger dürften die ersten Deals begrenzte Spreadzugeständnisse aufweisen, um ein mögliches Exekutionsrisiko weitestgehend zu reduzieren. Mögliche Sättigungstendenzen im Zusammenhang mit einem hohen Emissionsvolumen dürften sich im Laufe des ersten Halbjahres auflösen, sodass das Spreadniveau unserer Ansicht nach weitestgehend stabil bleiben sollte. Das Emissionsvolumen im EUR-Benchmarksegment sollte in 2026 weiter leicht ansteigen, während das Nettoneuemissionsvolumen deutlich geringer ausfallen sollte als in den vorherigen Jahren. Insgesamt prognostizieren wir für 2026 frische Bonds im Volumen von EUR 166 Mrd. Davon sollte das Gros der Neuemissionen geographisch aus Deutschland und Frankreich stammen. Mit schrumpfenden Märkten rechnen wir aufgrund u.a. eines hohen Einlagenniveaus, eines geringeren Wachstums der Immobilienmärkte sowie der Refinanzierung über andere Fundingtools, insbesondere in Kanada, Österreich und Spanien.

SSA/Public Issuer

SSA-Ausblick 2026: Mehr Schulden, weniger Spielraum?

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

Wenn das Angebot steigt und die Geduld sinkt: Öffentliche Emittenten im Jahr 2026

Das sich langsam, aber sicher dem Ende neigende SSA-Jahr 2025 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 dürften – 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 kommenden Jahr dürfte das SSA-Segment weiterhin primär von der fiskalischen Entwicklung beeinflusst werden. Maßgebliche Einflussfaktoren sind neben dem milliardenschweren „Rambo-Zambo“-Schuldenpaket der Bundesregierung auch die anhaltenden Debatten rund um den Haushalt und die Staatsverschuldung in Frankreich. Insbesondere die „Grande Nation“ bleibt das Sorgenkind am Markt. So liegt die Umlaufrendite für deren Staatsanleihen (5y, 10y) am aktuellen Rand über dem Niveau für Anleihen des italienischen Staates, der ebenfalls nicht gerade als Paradebeispiel für nachhaltige Haushaltsführung bekannt sein dürfte. Die Sorgen um die Haushaltssituation und die Staatsschulden werden wohl auch im kommenden Jahr die Kapitalmärkte beschäftigen und bedeuten perspektivisch insbesondere für französische Agencies – deren Ratings oftmals dem des Staates gleichgesetzt werden – höhere Refinanzierungskosten. Hinsichtlich der politischen Lage in Deutschland steht die Regierung vor einer Zerreißprobe. In vielen zentralen Politikfeldern wie in der Steuer- oder Sozialpolitik sind sich CDU und SPD weiterhin (größtenteils) uneins. Zudem bleibt die Frage, ob das neue Sondervermögen für Infrastruktur und Klimaschutz wirklich zu einer nachhaltigen Erholung der Wirtschaft beiträgt oder sich als zahnlöser Tiger erweist. Auf die u.E. zentralen Konstruktionsfehler des Sondervermögens werden wir im weiteren Verlauf erneut kurz eingehen. Sicher ist, dass die Verschuldung in Deutschland weiter anwachsen wird, insbesondere auch vor dem Hintergrund der reformierten Schuldenbremse – auf Bundes- sowie auf Länderebene. Aggregiert über alle 16 Sub-Sovereigns dürfte sich der Nettoneuverschuldungsspielraum dadurch rechnerisch um knapp EUR 15 Mrd. erhöhen. Darüber hinaus stehen in einigen Ländern richtungsweisende Wahlen an, mit denen sich die Machtverhältnisse im politischen Spektrum weiter (deutlich) nach rechts verschieben könnten. Neben den Herausforderungen hierzulande darf auch das geopolitische Bild nicht aus den Augen geraten: Der Krieg in der Ukraine hält weiterhin an und alle bisherigen Friedensbemühungen waren nicht gerade erfolgreich. Die Spannungen im Nahen Osten konnten indes abgebaut werden, dennoch sind auch hier weitere Konflikte nicht auszuschließen. Die USA haben ebenfalls ein gravierendes Schuldenproblem, was bereits in 2025 neuerliche Downgrades zur Folge hatte. Wir gehen grundsätzlich nicht davon aus, dass dem Bund (Deutschland) im nächsten Jahr etwas Vergleichbares widerfahren wird. Für deutsche Länder mit strapazierter Haushalts- und Finanzlage sind etwaige Veränderungen im Rating oder Ausblick allerdings nicht auszuschließen. Insofern bleiben die Risiken hinsichtlich Spreadausweitungen im SSA-Segment hoch, auch wenn wir in unserem Basisszenario davon ausgehen, dass die Bewegung tendenziell eher seitwärts verlaufen dürfte.

Der (Net) Supply dürfte ein weiteres Wachstum verzeichnen

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 209 EUR-Benchmarkemissionen (der von uns analysierten SSAs) in einer Größenordnung von rund EUR 313 Mrd. gekommen. Dies war der zweitstärkste Wert jemals in unserer SSA-Coverage und wird nur von der Emissionsaktivität im Pandemiejahr 2021 übertrumpft (EUR 326,3 Mrd.). Für das kommende Jahr sehen wir indes keine Anzeichen dafür, dass das Neuemissionsvolumen nachlassen dürfte. Zu groß ist der Handlungsdruck bzw. Nachholbedarf in den Bereichen Infrastruktur, Sicherheit und Verteidigung oder Demographie, der einen anhaltenden Finanzierungsbedarf und Belastungen für die öffentlichen Haushalte nach sich zieht – von der deutschen Kommune bis hin zu den Supranationals. Dies wird das Fundingvolumen auch in 2026 (und darüber hinaus) weiterhin maßgeblich beeinflussen. Für das kommende Jahr gehen wir folglich, mit einer gewissen Unsicherheit behaftet, von EUR-Benchmarkemissionen i.H.v. EUR 310-320 Mrd. aus. Dieser Wert würde sich zum wiederholten Male über dem Vorkrisenvolumen bewegen und sich folglich auf sehr hohem Niveau stabilisieren.

Fokus: Deutsche Länder

Die Reform der Schuldenbremse auf Länderebene im Frühjahr 2025 eröffnete den Sub-Sovereigns einen bisher unerlaubten Nettoneuverschuldungsspielraum von 0,35% ihrer nominalen Wirtschaftsleistung, was derzeit einem Betrag i.H.v. knapp EUR 15 Mrd. entspricht. Dies machte sich bereits in diesem Jahr bemerkbar: Die Länder emittierten aggregiert EUR-Benchmarks im Umfang von EUR 51,7 Mrd. – nur im Jahr 2020 waren es mehr (EUR 66,3 Mrd.). Entsprechend hoch waren auch die Kreditermächtigungen in diesem Jahr, welche die Sub-Sovereigns in ihren Budgetplanungen ausweisen, aber nicht vollumfänglich ausschöpfen müssen. In dieser Kategorie gehen wir für die 16 Länder im kommenden Jahr von (Brutto-)Kreditermächtigungen i.H.v. erneut über EUR 100 Mrd. aus. Dieser Wert würde gegenüber den Vorjahren einen deutlichen Anstieg bedeuten und den Fokus der Sub-Sovereigns auf fiskalische Schlagkraft untermauern.

Kreditermächtigungen deutscher Länder: 2025 vs. 2026e (in EUR Mrd.)

	2025	2026e
Baden-Württemberg	30,10	27
Bayern	1,17	1
Berlin	7,23	9
Brandenburg	2,80	3
Bremen	1,84	2
Hamburg	5,93	6
Hessen	8,20	9
Mecklenburg-Vorpommern	1,00	1
Niedersachsen	8,65	10
Nordrhein-Westfalen	15,34	18
Rheinland-Pfalz	7,20	8
Saarland	2,40	2
Sachsen	1,00	1
Sachsen-Anhalt	3,20	4
Schleswig-Holstein	4,87	4
Thüringen	1,08	2
Summe	102,01	104

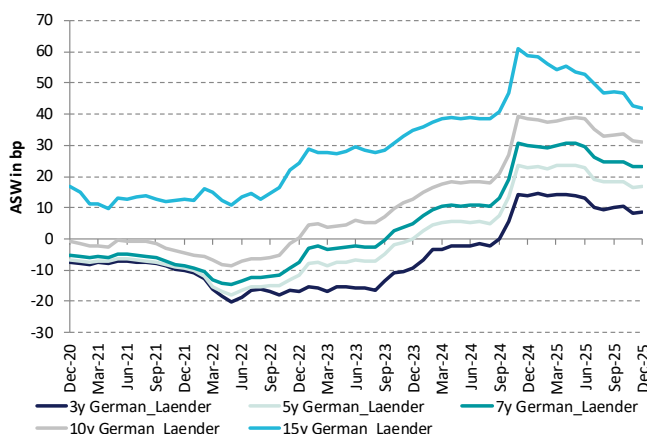
e = estimate

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

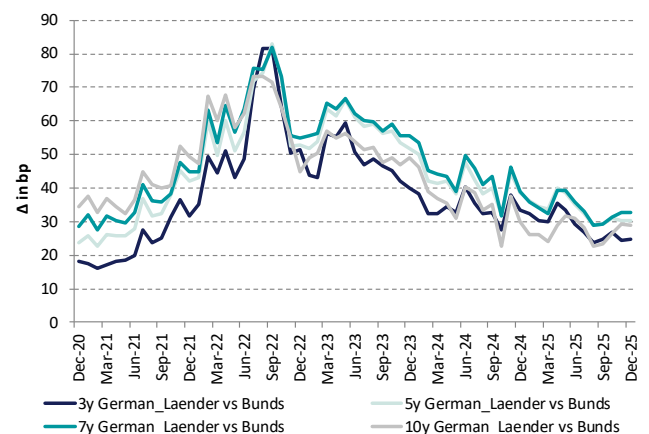
Deutsche Länder mit höherem Funding in 2026 erwartet

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 ausgebaut. Zuvor war allerdings seit Jahren ein Rückgang der Fundingvolumina festzustellen. Für 2026 rechnen wir brutto mit der Platzierung neuer Anleihen im Umfang von EUR 75-80 Mrd. Demgegenüber stehen im kommenden Jahr Fälligkeiten i.H.v. knapp EUR 42 Mrd. zu Buche, wodurch sich ein positiver Net Supply von EUR 33-38 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. Apropos LANDER: Wir sehen am aktuellen Rand Anhaltspunkte dafür, dass das Konstrukt zunehmend kritisch von den noch teilnehmenden Ländern hinterfragt und die Zweckmäßigkeit des Vehikels vermehrt in Frage gestellt werden dürfte. Des Weiteren sollte im Rahmen der Fundingpläne der Länder nicht außer Acht gelassen werden, dass die Sub-Sovereigns über die nächsten 12 Jahre hinweg insgesamt EUR 100 Mrd. aus dem Sondervermögen Infrastruktur und Klimaschutz erhalten. Allerdings offenbart sich zunehmend, dass diese finanziellen Ressourcen nicht für zusätzliche Investitionen genutzt werden, sondern andere Ausgaben in den Kernhaushalten ersetzen. Diese Praxis halten wir vor dem Hintergrund der Haushaltstransparenz und gravierenden realen Infrastrukturdefiziten definitiv für den falschen Weg. Somit dürften die Sparbemühungen der Länder in den letzten Jahren (punktuell) vorerst vom Tisch sein. Hinsichtlich der Spreadbewegungen im kommenden Jahr gehen wir davon aus, dass das Repricing, welches wir in 2024 und H1/2025 beobachten konnten, weitgehend abgeschlossen ist. Die Erwartungen der Marktteilnehmer in Zeiten höherer Verschuldung und ausgeprägter Haushaltsdefizite gepaart mit politischer Uneinigkeit dürften bereits zu einem großen Teil eingepreist sein. Risiken für eine erneute Repricing-Welle bestehen allerdings nach wie vor: Die Länderfinanzen werden u.a. durch Pensionsansprüche sowie die kommunale Haushaltssituation vor zunehmende Herausforderungen gestellt. Werden diese strukturellen Probleme nicht nachhaltig gelöst, dürften die finanziellen Belastungen in Zukunft stetig wachsen und eine steigende Notwendigkeit zur Schuldenaufnahme bedeuten. Auch die Ratings könnten unter Druck geraten, was sich negativ auf die Fundingkonditionen auswirken dürfte.

Spreadbewegungen deutscher Länder



Spreads deutsche Länder vs. Bunds



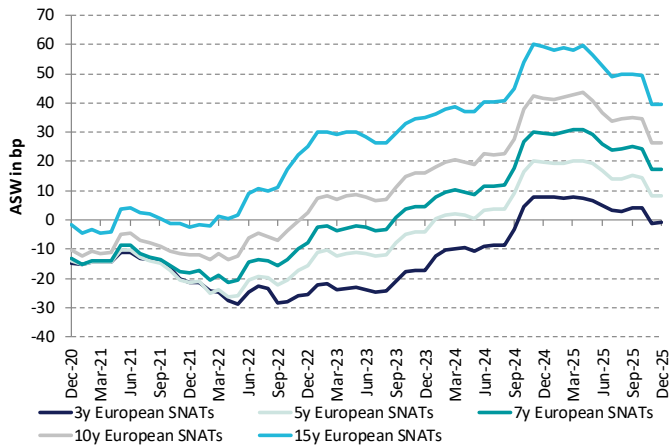
EIB und EU zwischen Verteidigung und Klimaschutz

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 regelmäßiger Akteur am Primärmarkt wird selbstverständlich auch 2026 die EIB sein. Hier erwarten wir im Vergleich zu 2025 ein leicht höheres Fundingziel i.H.v. EUR 65-70 Mrd. – erneut aufgeteilt auf eine Vielzahl unterschiedlichster Währungen. Zudem dürfte die EIB ihre ESG-Aktivitäten mit einem frischen European Green Bond weiter ausbauen. Demgegenüber stehen im nächsten Jahr Fälligkeiten i.H.v. rund EUR 41 Mrd. Auf europäischer Ebene wird das Bild insgesamt von einigen großen Adressen bestimmt: So lässt sich etwa die Ausweitung der EUR-Benchmarkemissionen in der jüngeren Vergangenheit maßgeblich auf den spürbar gestiegenen Fundingbedarf der EU im Rahmen ihres NGEU-Programms zurückführen, welches Ende 2026 auslaufen wird. Darüber hinaus hat die Staatengemeinschaft mit dem Security Action for Europe (SAFE)-Programm ein neues EUR 150 Mrd. schweres Instrument ins Leben gerufen, um die Sicherheits- und Verteidigungsfähigkeit in Europa finanziell zu unterstützen. SAFE soll dabei vollumfänglich über die gemeinsame Schuldenaufnahme am Kapitalmarkt finanziert werden. Im Rahmen von NGEU hat die EU mittlerweile einen signifikanten Bestand an von den Mitgliedsstaaten noch nicht abgerufenen finanziellen Ressourcen aufgebaut, der nunmehr spürbare Zinskosten verursacht und den Bedarf für zusätzliches frisches Kapital tendenziell verringert. Allerdings sind wir der Ansicht, dass sich vor dem Hintergrund der notwendigen Finanzierung des SAFE-Programms das Fundingziel auf einem leicht höheren Niveau als im Vorjahr bewegen dürfte. Für das Gesamtjahr 2026 gehen wir von einem Fundingziel der Staatengemeinschaft i.H.v. EUR 160-170 Mrd. aus, was einen positiven Net Supply von rund EUR 123 Mrd. bedeuten würde. EU-Bills ergänzen diese Werte stets und sind folglich nicht inkludiert. Über NGEU Green Bonds dürfte die EU frische Mittel im Umfang von EUR 50 Mrd. einsammeln. In den kommenden Tagen wird die Staatengemeinschaft den Fundingplan für H1/2026 veröffentlichen und darüber hinaus zum „Global Investor Call“ einladen. Spannend wird weiterhin zu beobachten sein, ob der Markt im nächsten Jahr reif ist für eine Inkludierung von EU-Anleihen in Govie-Indizes, nachdem 2025 mit Intercontinental Exchange (ICE) ein weiterer Indexanbieter eine entsprechende Berücksichtigung zum damaligen Zeitpunkt ausgeschlossen hatte.

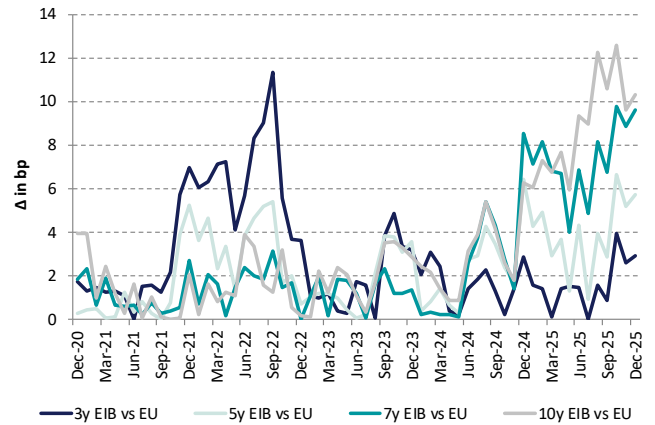
ESM und EFSF mit abnehmendem Nettoangebot

Für den ESM rechnen wir für das kommende Jahr mit einem negativen Net Supply von EUR -5,3 Mrd., während EUR 7 Mrd. an neuer Ware auf den Markt drängen (Fälligkeiten: EUR 12,3 Mrd.). Für die EFSF erwarten wir einen Rückgang der Neuemission auf nun EUR 18 Mrd. nach EUR 21,5 Mrd. in diesem Jahr. Demgegenüber stehen 2026 Fälligkeiten i.H.v. EUR 21 Mrd., woraus sich unterm Strich ein Net Supply von EUR -3 Mrd. 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. Die Topratings der E-Supras könnten perspektivisch weiter unter Druck geraten, sollte z.B. Frankreich weitere Downgrades von den großen Agenturen erleiden. So wird die EFSF von Fitch und S&P mittlerweile nur noch mit „A+“ bewertet. Zudem steht uns vor dem Hintergrund der notwendigen Investitionen in den europäischen Verteidigungssektor die Gründung eines neuen Supranationals ins Haus: Mit der [Defence, Security, and Resilience \(DSR\) Bank](#) dürfte voraussichtlich ab 2027 ein neuer Marktteilnehmer die Finanzierung nationaler Sicherheits- und Verteidigungsprojekte über Anleiheemissionen übernehmen. Wir prognostizieren hier (jährliche) Fundingvolumina von EUR 100 Mrd.

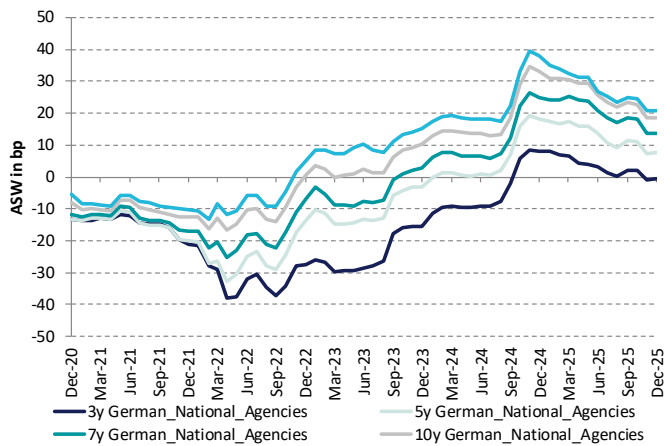
Spreadbewegungen europäischer Supranationals



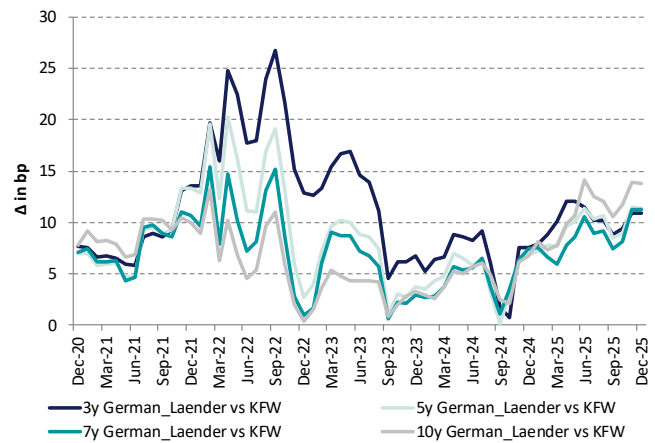
Spreaddifferenzen: EIB vs. EU



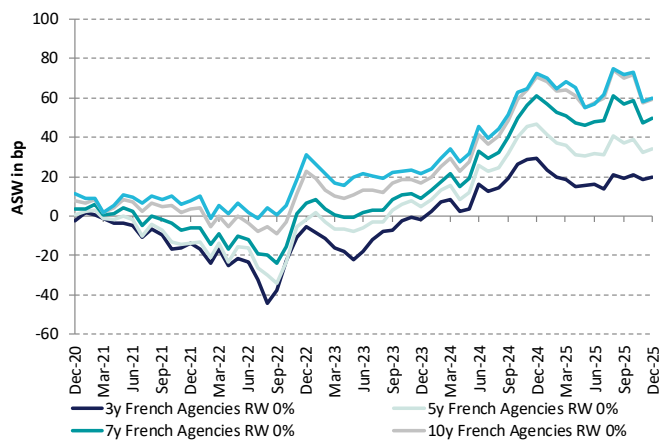
Spreadbewegungen deutscher nationaler Agencies



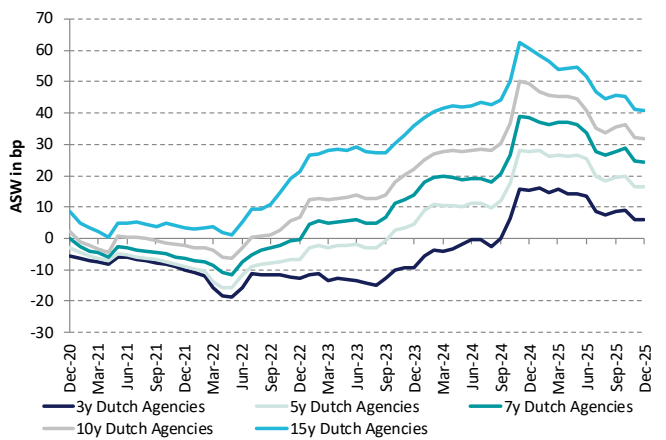
Spreaddifferenzen: Deutsche Länder vs. KfW



Spreadbewegungen französischer Agencies (0%)



Spreadbewegungen niederländischer Agencies



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research; Daten vom 02. Dezember 2025

Deutsche Agencies insgesamt mit (leicht) positivem Net Supply

Für den [deutschen Agency-Markt](#) rechnen wir insgesamt mit einem (leicht) positiven Net Supply, wobei die Fördervolumina aufgrund des Fiskalpakets der Bundesregierung und der Erholung der Wirtschaft tendenziell ansteigen dürften. Der dominanteste Marktteilnehmer, die KfW, wird im Rahmen des anstehenden Global Investor Broadcasts am 09. Dezember ihr Fundingziel für 2026 bekanntgeben. Wir prognostizieren hier einen Refinanzierungsbedarf von EUR 70-75 Mrd., traditionell aufgeteilt auf eine Vielzahl an Währungen. Demgegenüber stehen 2026 Fälligkeiten i.H.v. rund EUR 69 Mrd. Der Net Supply wäre dementsprechend positiv. Als zweite nationale Agency gehen wir für die Landwirtschaftliche Rentenbank von einem stabilen Refinanzierungsbedarf aus. Die Fälligkeiten belaufen sich hier für 2026 auf EUR 8,7 Mrd., sodass die Rentenbank unserer Ansicht nach abermals mit einem Ziel i.H.v. EUR 9-11 Mrd. aufwarten dürfte. 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 erneut dem diesjährigen Ziel entspräche. Die Fälligkeiten belaufen sich hier auf EUR 7,8 Mrd., sodass unter dem Strich ein positiver Net Supply stehen würde. Vor dem Hintergrund des Fiskalpakets der Bundesregierung dürfte in erster Linie die KfW von den positiven Auswirkungen über einen Anstieg des Fördervolumens profitieren. Auf die Förderinstitute der Länder hingegen dürfte der Effekt nach unserer Einschätzung eher überschaubar bleiben, da die Mittel aus dem Sondervermögen aufgrund der Konstruktionsfehler voraussichtlich für andere bzw. konsumtive Ausgaben genutzt werden als für Investitionen. Auch bei den bekannten Agency-Adressen sehen wir tendenziell eine Seitwärtsbewegung bei den Spreads, wobei auch hier das Potenzial für ein erneutes „Widening“ der Spreads nach wie vor vorhanden ist.

Im Sog der Schulden: 2026 als Stresstest für französische Emittenten

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, welche in den darauffolgenden Jahren allerdings wieder punktuell nach unten justiert wurden. Nach unserem Dafürhalten ist und bleibt Frankreich das Sorgenkind in der Eurozone. Die ausufernden Staatsschulden in Kombination mit einer Verschärfung der defizitären Haushaltslage sowie einer politischen Instabilität, die jegliche nachhaltige Reformen nahezu unmöglich macht, geben indes wenig Anlass zu Optimismus. Rating-Downgrades führten in den vergangenen Monaten bereits zu weitreichenden regulatorischen Erdbeben hinsichtlich Risikogewicht sowie LCR-Fähigkeit einzelner Agencies und diese Entwicklung könnte sich auch in 2026 fortsetzen, sofern die Risikoexperten von Moody's ebenfalls ausreichend Gründe für eine Herabstufung der Kreditwürdigkeit sehen. Ende Oktober 2025 wurde hier lediglich der Ausblick gesenkt, sodass ein Downgrade der nächste logische Schritt wäre. Konkret davon betroffen wären die Société de Financement Local (SFIL) sowie die Société des Grands Projets (SGP). Im Falle eines Moody's-Downgrades würden beide eine Erhöhung des Risikogewichts auf 50% erfahren (aktuell: 20%). Des Weiteren würde die SGP dadurch ihre LCR-Fähigkeit verlieren (aktuell: Level 2A). Wir gehen davon aus, dass französischen Agencies im kommenden Jahr ihre Fundingaktivitäten ausweiten werden. So hat bspw. die Unédic bereits bekanntgegeben, ihre mittel- und langfristige Refinanzierung in 2026 auf EUR 10 Mrd. zu erhöhen und damit mehr Mittel einzusammeln als in den vorangegangenen vier Jahren zusammen. Auch hinsichtlich anderer großer Player wie CADES (Prognose: EUR 10 Mrd.), Bpifrance (EUR 8,4 Mrd.) oder AFD (EUR 9 Mrd.) gehen wir zumindest nicht davon aus, dass sich die Fundingziele gegenüber 2025 verringern dürften. Insofern wird der Druck auf die öffentlichen Haushalte in Frankreich weiter zunehmen und damit auch die Refinanzierungskonditionen belasten.

Niederländer und Nordics bleiben weiterhin aktiv

Weitere bedeutende Emittenten im europäischen SSA-Segment stellen [niederländische Förderbanken](#) dar. So wird das Fundingziel der BNG für 2026 voraussichtlich erneut bei EUR 15-20 Mrd. liegen. Zudem sind deren [Sustainability bzw. Social Housing Bonds](#) bereits sehr etabliert. In Zukunft könnten sich hier auch Green Bonds dazugesellen, nachdem die Agency zuletzt ein Pilotprojekt zur Vergabe von grünen Krediten an niederländische Wohnungsbaugesellschaften gestartet und damit einen großen Schritt in Richtung Emission entsprechender Wertpapiere getan hat (vgl. [Wochenpublikation vom 19. November](#)). Auch die NWB ist ein regelmäßiger Emittent von ESG-Anleihen: Sie begibt jedes Jahr in mehreren Währungen EUR-Äquivalente i.H.v. EUR 11-13 Mrd., wobei der Anteil hauseigener [Water Bonds](#) sowie [SDG Housing Bonds](#) (bis 2019: Affordable Housing) bei rund einem Drittel liegt. Beide Niederländer diversifizieren stark über Währungen hinweg – stärker praktizieren dies nur noch die [Nordics](#). Im Kontext der skandinavischen Agencies ist wichtig zu erwähnen, dass die dänische KommuneKredit bereits seit Ende März 2025 nicht mehr selbst am Kapitalmarkt aktiv ist, und die Refinanzierung stattdessen vom dänischen Staat übernommen wurde. Diese Vereinbarung zwischen dem Kommunalfinanzierer und dem Staat führt indes zu keiner Änderung an den bestehenden Bedingungen oder den Sicherheiten für bereits emittierte Anleihen (vgl. [Wochenpublikation vom 02. April](#)).

Kanadier mit opportunistischem EUR-Funding

Jenseits des Atlantiks sind EUR-Benchmarkemissionen der [kanadischen Provinzen](#) stets schwer prognostizierbar. Alle Emittenten bevorzugen primär ihre Heimatwährung, nutzen den Euro folglich nur opportunistisch. Wir gehen nicht davon aus, dass sich das starke Jahr 2025 mit EUR 11 Mrd. in dieser Größenordnung wiederholen wird, sondern rechnen für 2026 mit EUR-Benchmarkemissionen i.H.v. circa EUR 7-9 Mrd. Seit diesem Jahr haben wir darüber hinaus die am EUR-Markt aktiven [kanadischen Pensionsfonds](#) in unsere SSA-Coverage inkludiert. Hier gehen wir von EUR-Benchmarks i.H.v. EUR 5-6 Mrd. aus.

European Defence Bonds

Wie bereits auf den vorherigen Seiten erörtert, wird den Themen Sicherheit und Verteidigung in diesen Zeiten eine besondere Aufmerksamkeit zuteil. Um Anleihen zu identifizieren, deren Erlösverwendung primär „mit den europäischen Prioritäten bei Verteidigung, Sicherheit und strategischer Autonomie“ übereinstimmt, hat die Wertpapierbörse Euronext mit dem [„European Defence Bond“ \(EDB\)](#) ein entsprechendes Label geschaffen. Emittenten erklären dabei, dass mindestens 85% der Erlöse in die Finanzierung von Verteidigung, Sicherheit oder qualifizierten Dual-Use Projekten fließen. Bis zu 15% dürfen für andere Aktivitäten verwendet werden, sofern sie nicht den strategischen Zielen der EU zuwiderlaufen. Im Gegensatz zu anderen neuen Anleihelabeln – wie dem European Green Bond Standard (siehe folgende Seite) – ist für die Anleihen keine Zertifizierung durch einen externen Prüfer vorgesehen. Eine umfangreiche Kontrolle durch die Börse findet nicht statt, sondern beschränkt sich ausschließlich auf die Feststellung der formalen Richtigkeit sowie Vollständigkeit der Selbsterklärung. EDBs kommen nach unserem Dafürhalten nicht für ESG-Investoren in Frage, auch wenn die ICMA im Rahmen ihres zuletzt im Juni 2025 aktualisierten [Guidance Handbooks](#) die Kompatibilität zwischen Verteidigung und ESG nicht kategorisch ausschließt: „Das Ziel der Verteidigung wurde in keiner der unter den Principles festgelegten zulässigen Projektkategorien vorgesehen, obwohl die Bewertung der Nachhaltigkeitsmerkmale nicht grundsätzlich mit Investitionen in Verteidigungsprojekte oder -unternehmen unvereinbar ist.“ Im SSA-Segment zeigte sich bisher nur die Bpifrance mit einem EDB am Markt aktiv (vgl. [Wochenpublikation vom 19. November](#)).

ESG: Weitere Wachstumsimpulse durch European Green Bonds?

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 bestand kumuliert aus fast EUR 100 Mrd. an [Social Bonds](#), lief allerdings zum 31. Dezember 2022 aus. Bis Ende 2026 wird sich die EU darüber hinaus im Rahmen von [NGEU](#) zum größten grünen Emittenten weltweit mit einem geplanten Volumen i.H.v. EUR 250 Mrd. aufschwingen. Für das nächste Jahr gehen wir in dieser Hinsicht wie bereits skizziert von Neuemissionen i.H.v. EUR 50 Mrd. aus. Auch die französischen Emittenten [Unédic](#), [CADES](#), [AFD](#) und die [SGP](#) sind mit großen Volumina und diversen ESG-Formaten unterwegs. Darüber hinaus wird auch 2026 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. Auch die Emissionen von [European Green Bonds](#) dürften zukünftig anwachsen. Seit knapp einem Jahr können Emittenten damit ihre Anleihen kennzeichnen, deren Erlösverwendung den hohen Nachhaltigkeitsstandards der EU-Taxonomie entspricht. Wir prognostizieren für das kommende Jahr, dass die [IDFMOB](#) und die [EIB](#) erneut in diesem Format aktiv werden dürften. Aus dem Sub-Sovereign-Segment startete die Region [Madrid](#) einen erfolgreichen Testballon, der als Vorbild für weitere subnationale Gebietskörperschaften dienen kann. Die hohen Anforderungen und die Verfügbarkeit von entsprechenden Projekten dürften sich allerdings nach wie vor als Hürde für die Mehrheit der SSA-Emittenten herausstellen. Für 2026 rechnen wir mit Neuemissionen von EuGBs um Umfang von EUR 9-12 Mrd. Mit zunehmender Etablierung und anhaltenden Bemühungen der EU-Kommission, die Regelungen praxisorientierter zu gestalten, dürften auch die Emissionsbedingungen freundlicher werden.

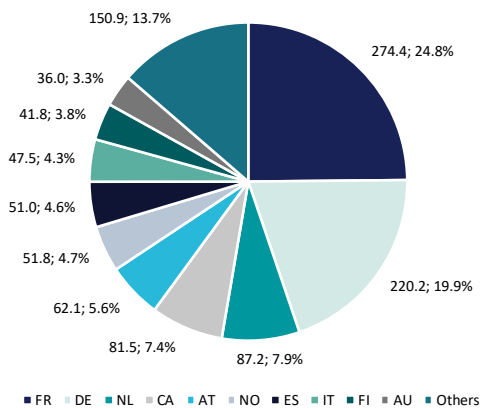
Fazit und Ausblick

Im kommenden Jahr dürfte das SSA-Segment weiterhin maßgeblich von der fiskalischen Entwicklung beeinflusst werden. Insbesondere die Sorgen um die Haushaltssituation und die Staatsschulden dürften die Kapitalmärkte daher wohl auch 2026 beschäftigen. Diese beschränken sich dabei nicht allein auf Frankreich, sondern auch auf andere europäische Staaten. In diesem Zusammenhang dürfte auch Deutschland perspektivisch zunehmend in den Fokus rücken, sollte das Sondervermögen nicht für die erhofften und so wichtigen wirtschaftlichen Impulse sorgen. Darüber hinaus wird das Jahr 2026 weiter im Zeichen geopolitischer Krisen stehen. Der Krieg in der Ukraine hält nach wie vor an und alle bisherigen Friedensbemühungen waren (noch) nicht von Erfolg gekrönt. Für das kommende Jahr sehen wir indes keine Anzeichen dafür, dass das Neuemissionsvolumen im Vergleich zu 2025 nachlassen dürfte. Zu groß ist der Handlungsdruck angesichts der demografischen Entwicklung sowie in weiteren wichtigen Bereichen wie u.a. der Infrastruktur, Sicherheit und Verteidigung sowie dem Klimaschutz, der einen anhaltenden Finanzierungsbedarf bzw. Belastungen für die öffentlichen Haushalte nach sich zieht – von der deutschen Kommune bis hin zu den Supranationals. Gespannt sind wir auf die Saisonmuster, v.a. wie stark der Januar sein wird. Mit Blick auf die Spreads gehen wir tendenziell eher von einer Seitwärtsbewegung aus. Nichtsdestoweniger bleiben die Herausforderungen groß – und Spreadausweitungen im SSA-Segment sind daher nicht auszuschließen.

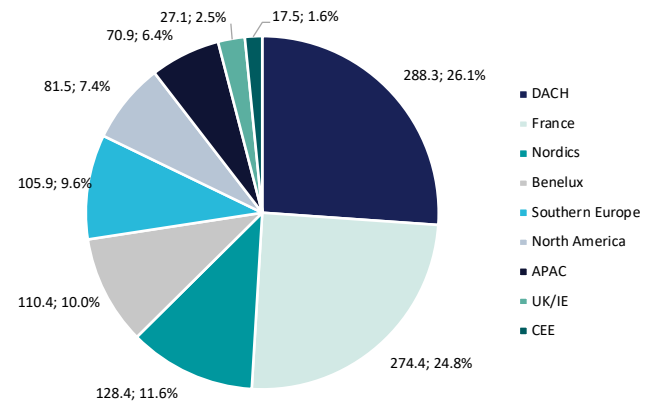
Charts & Figures

Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



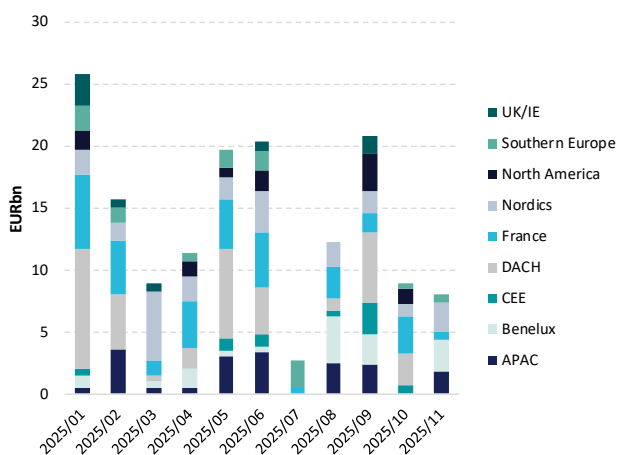
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



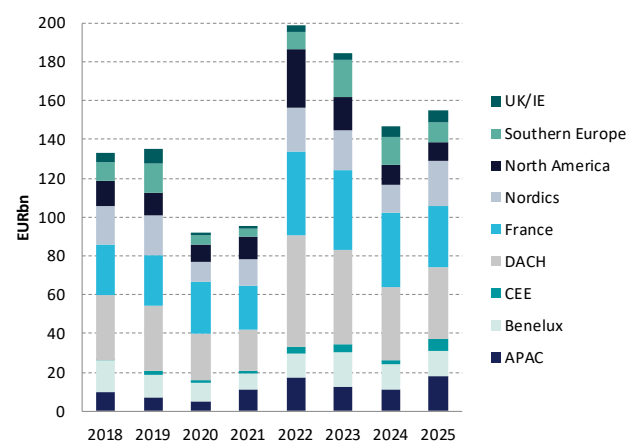
Top 10-Jurisdiktionen

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	274.4	267	37	0.97	9.0	4.3	1.72
2	DE	220.2	310	49	0.66	7.7	3.6	1.77
3	NL	87.2	85	4	0.96	10.3	5.2	1.58
4	CA	81.5	60	1	1.34	5.5	2.2	1.70
5	AT	62.1	103	5	0.60	7.9	3.5	1.68
6	NO	51.8	61	10	0.85	7.1	3.2	1.43
7	ES	51.0	44	4	1.05	10.1	3.2	2.29
8	IT	47.5	61	6	0.75	8.1	3.7	2.18
9	FI	41.8	50	4	0.82	6.6	3.0	1.94
10	AU	36.0	35	0	1.03	7.2	3.4	1.96

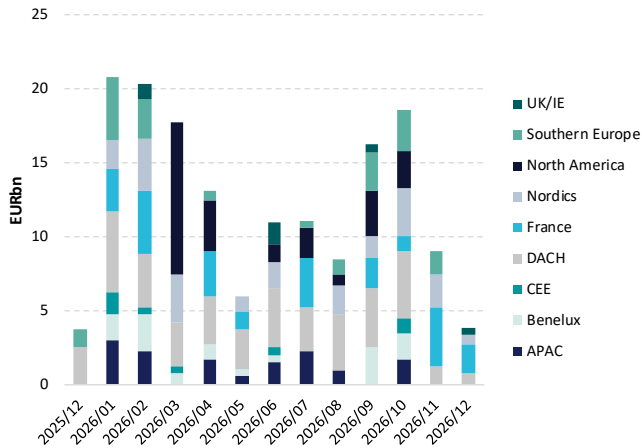
EUR-Benchmark-Emissionen je Monat



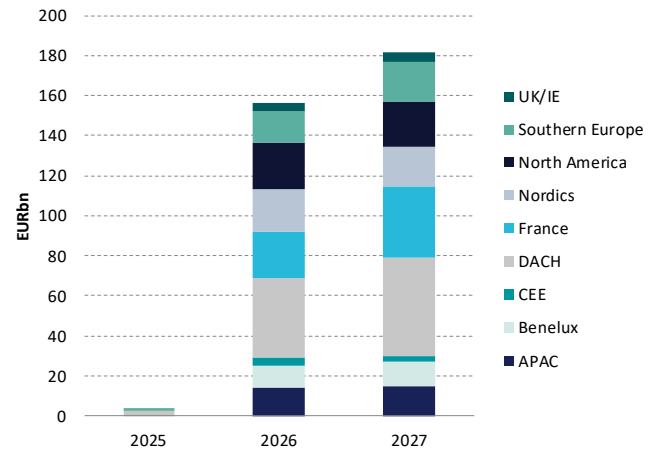
EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr



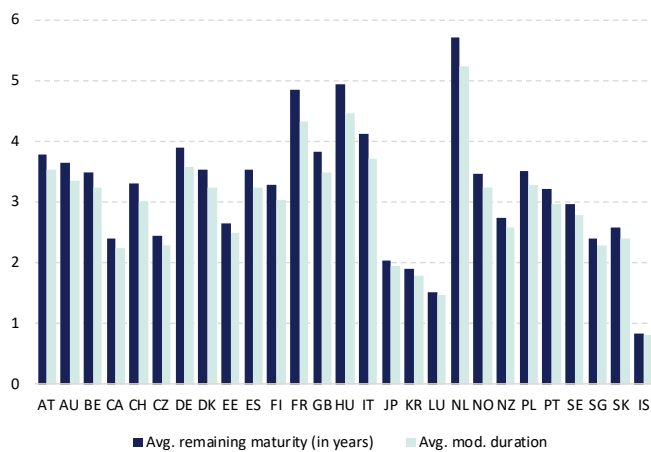
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



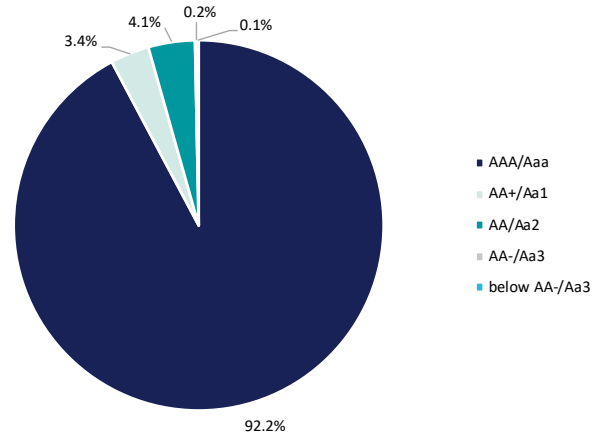
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



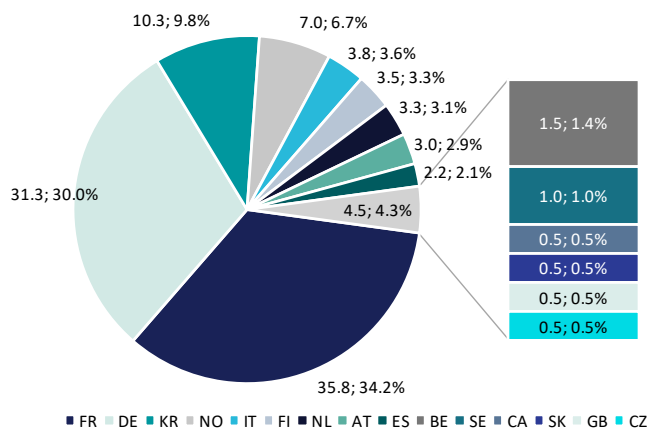
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



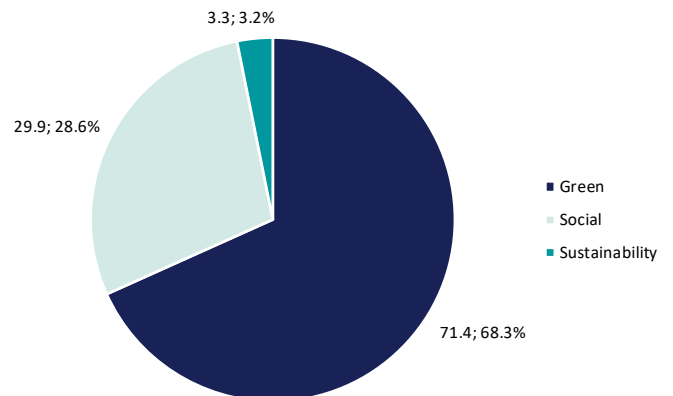
Ratingverteilung (volumengewichtet)



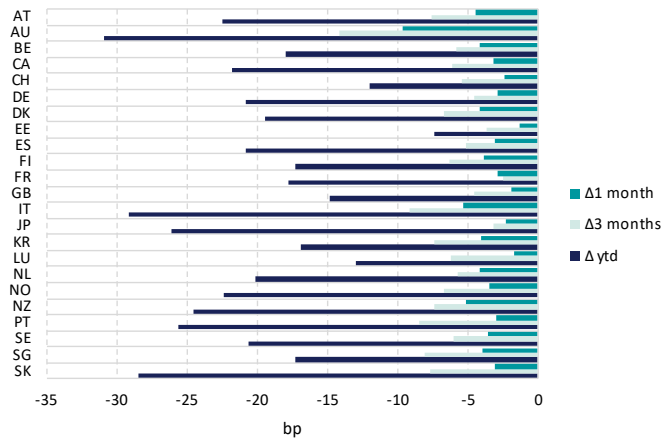
EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Land (in EURbn)



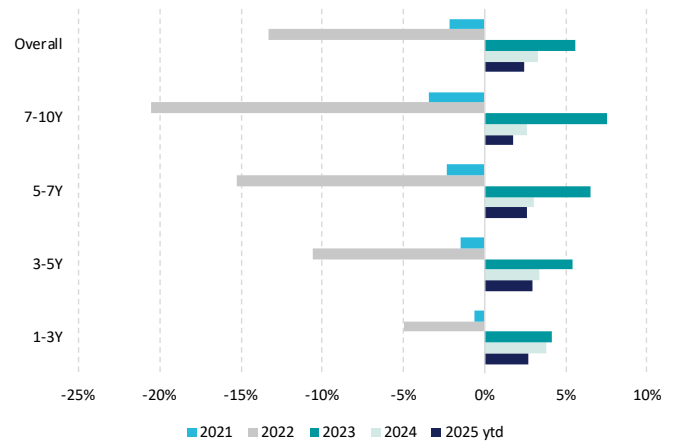
EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)



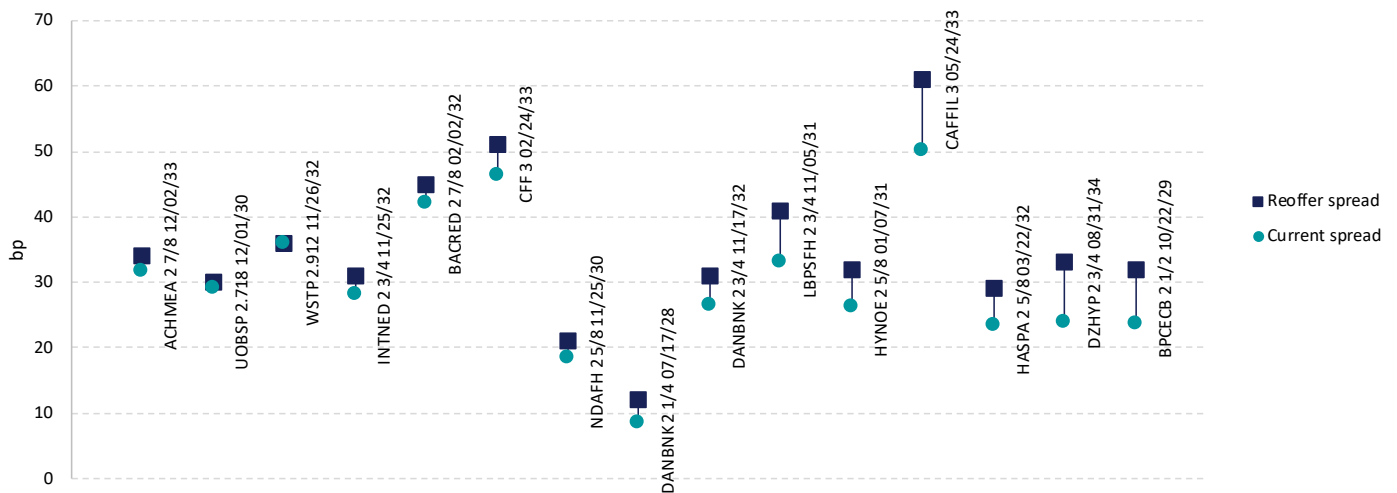
Spreadveränderung nach Land



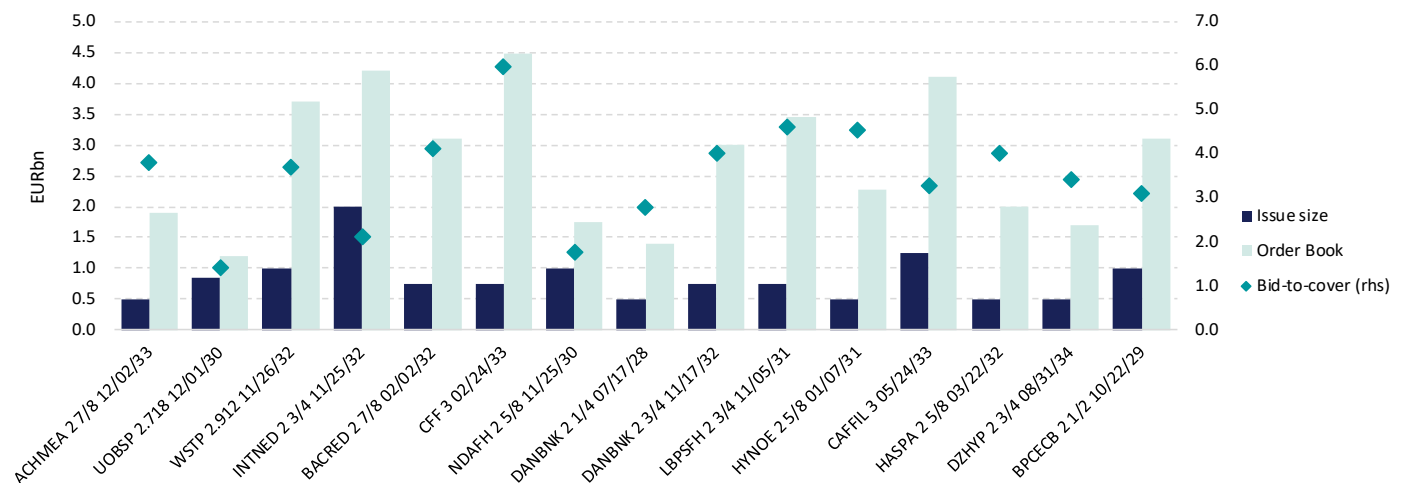
Covered Bond Performance (Total Return)

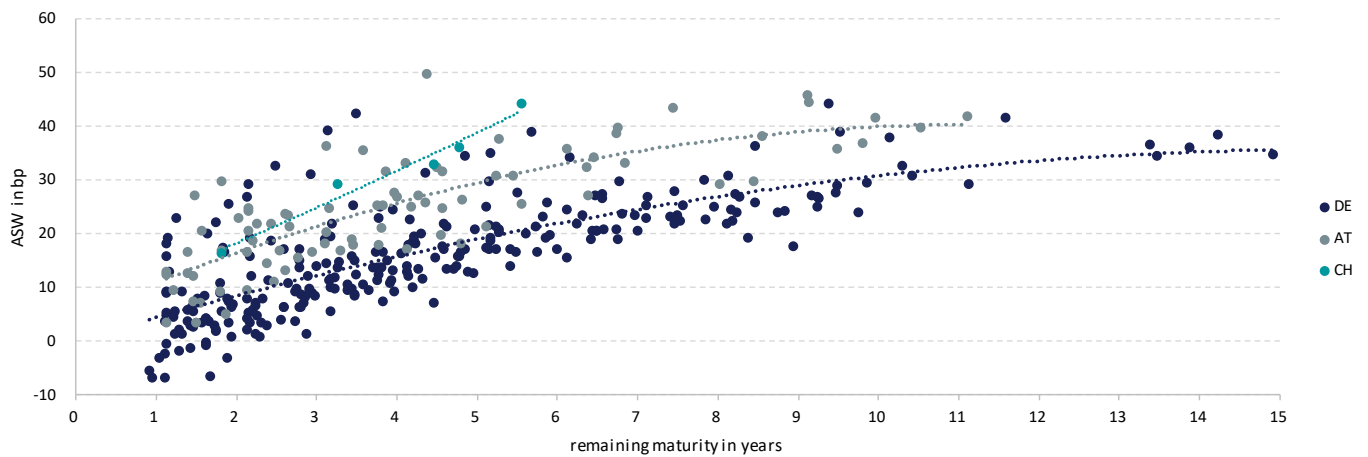
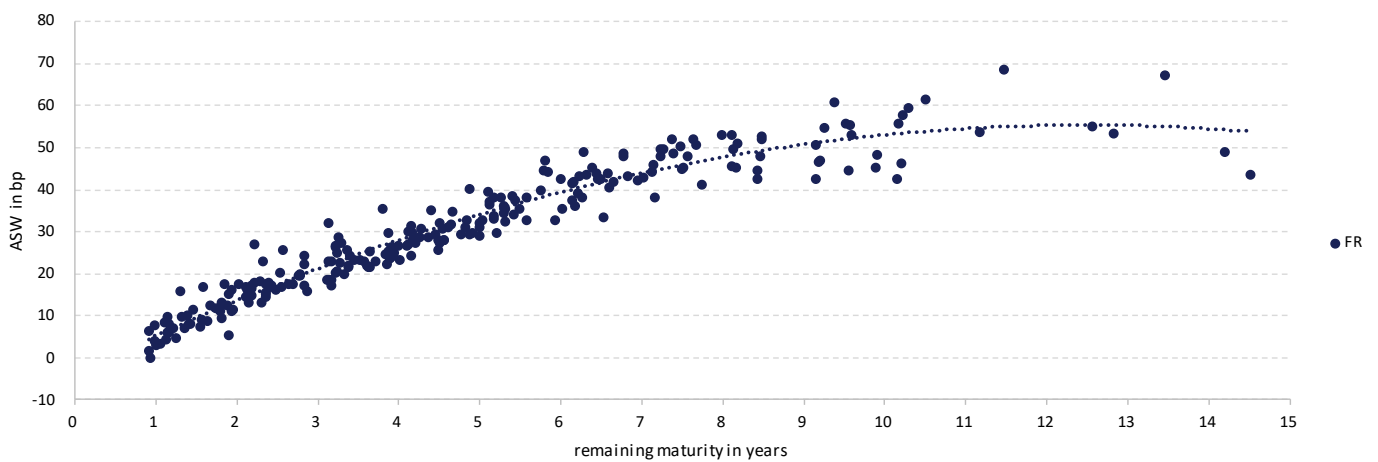
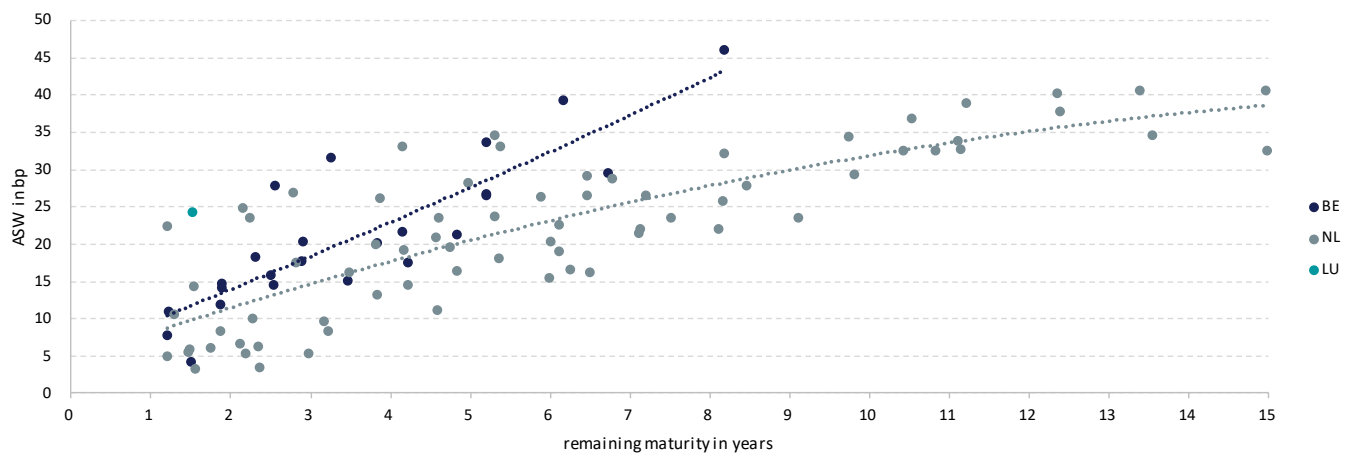


Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

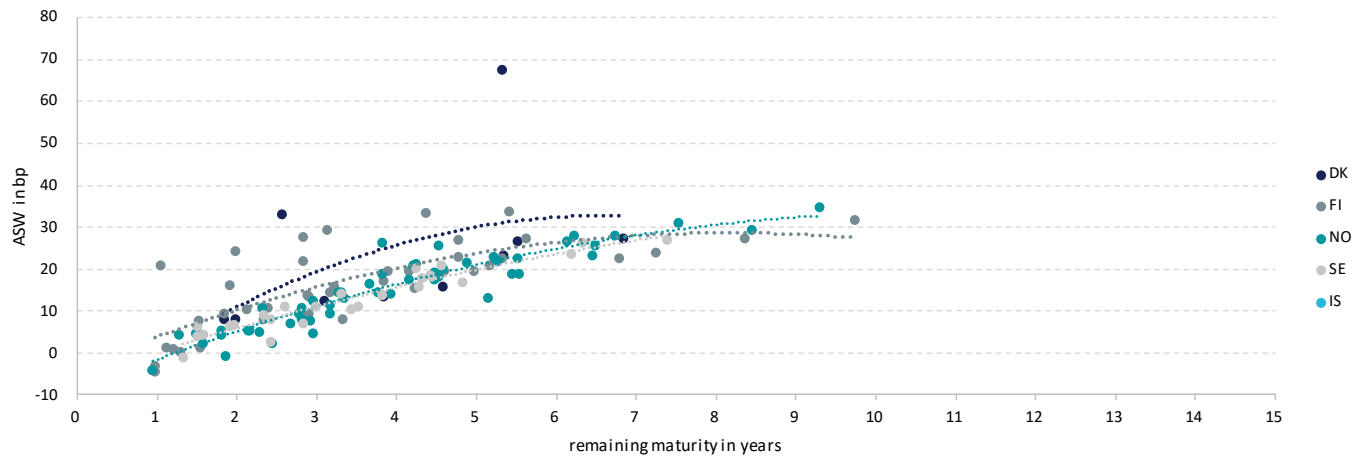


Orderbücher der letzten 15 Emissionen

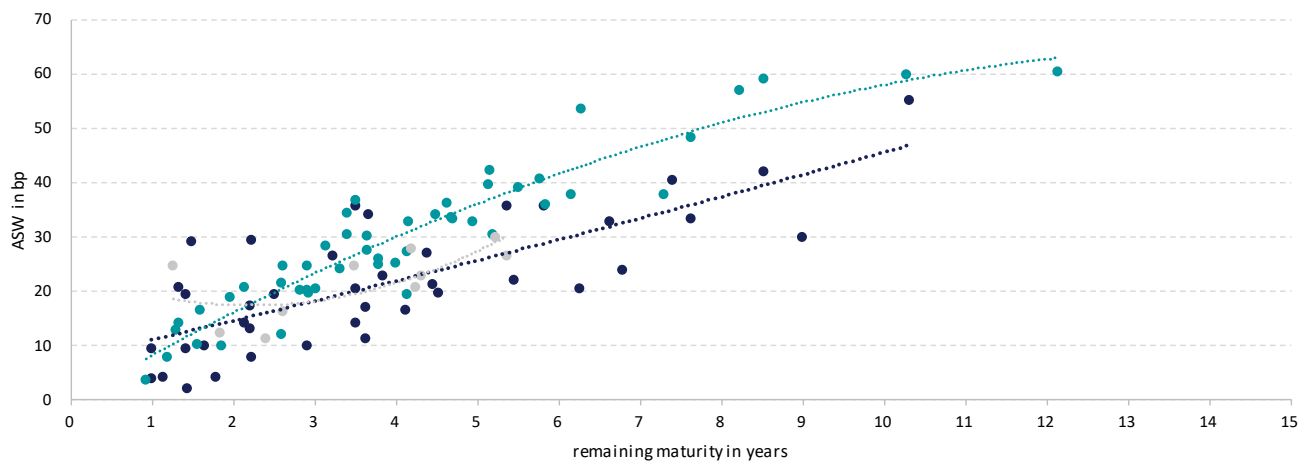


Spreadübersicht¹DACH   France Benelux   

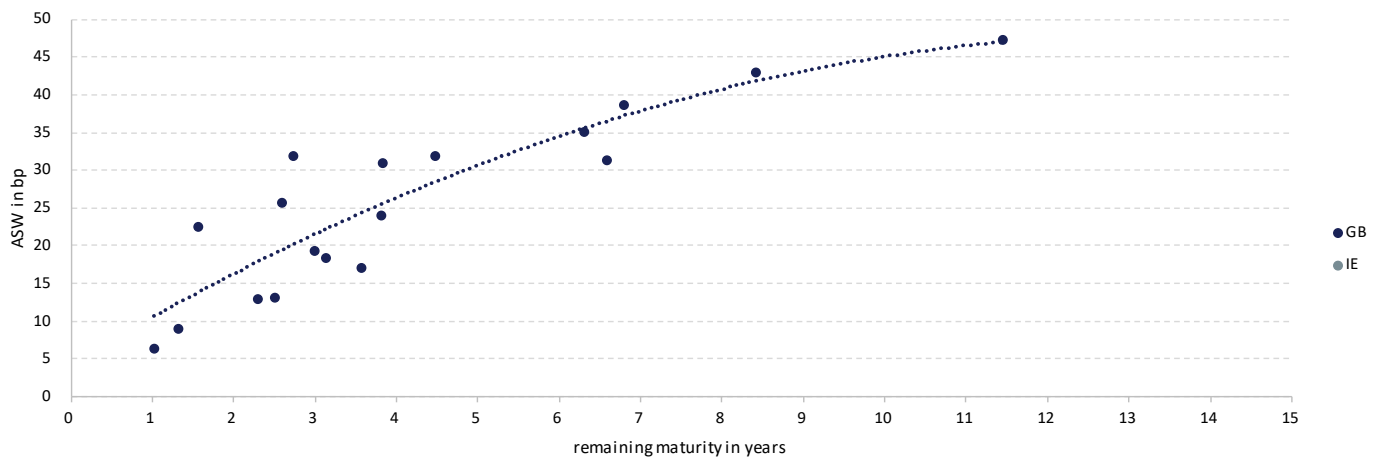
Nordics



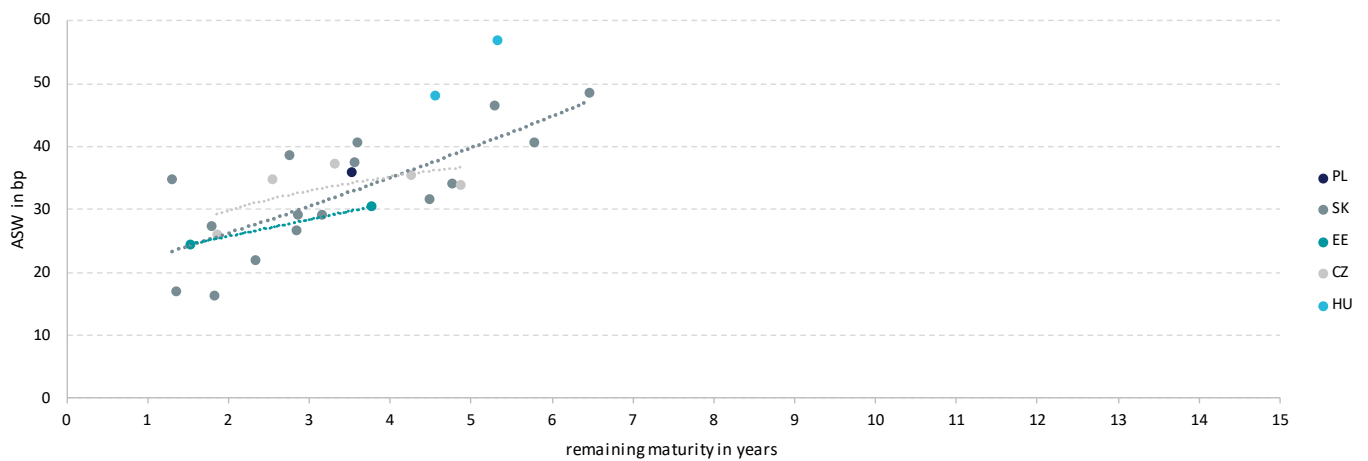
Southern Europe



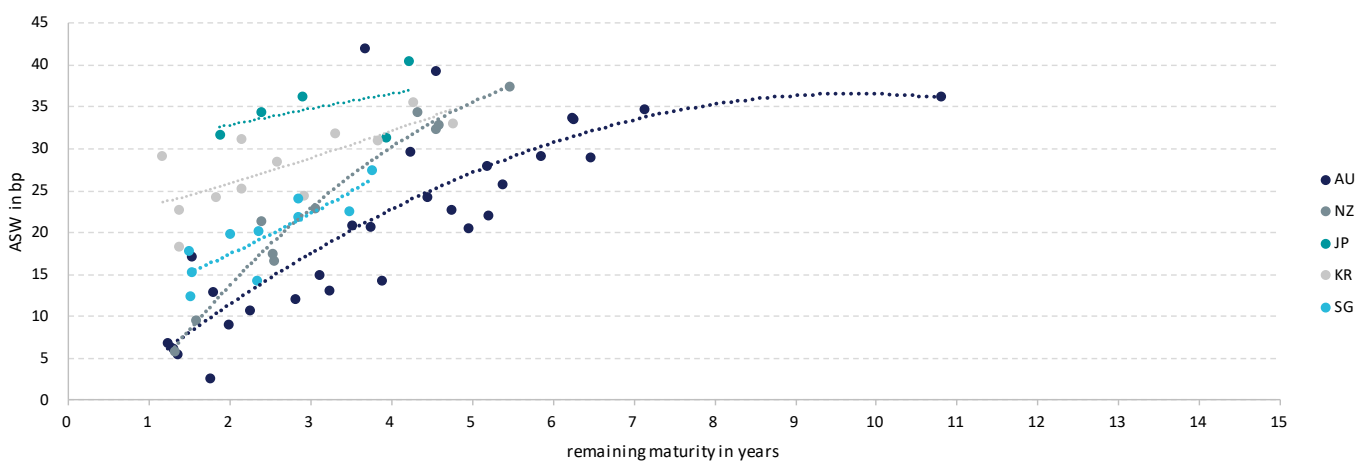
UK/IE



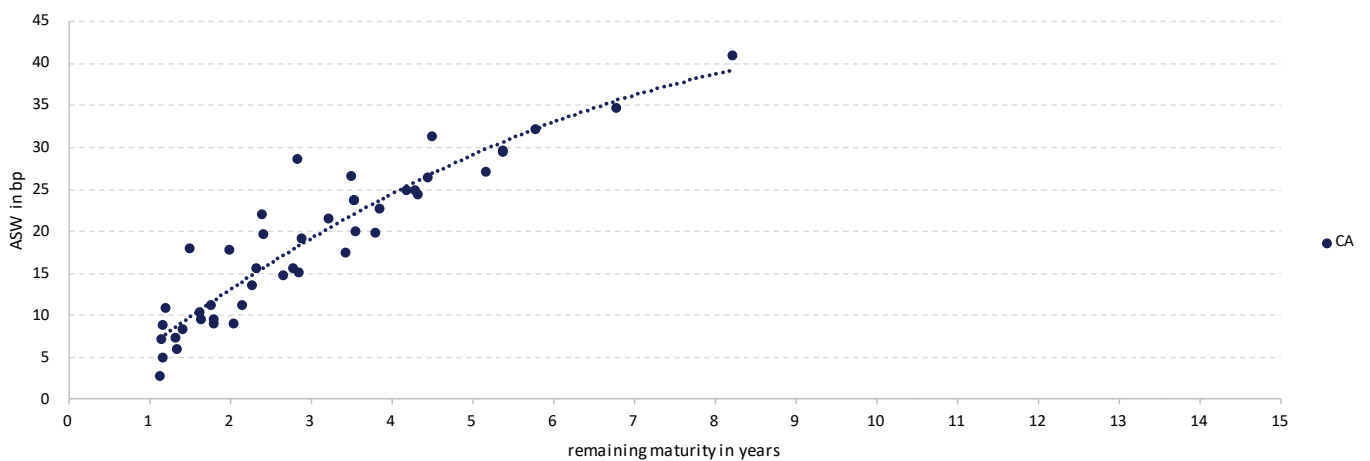
CEE



APAC



North America

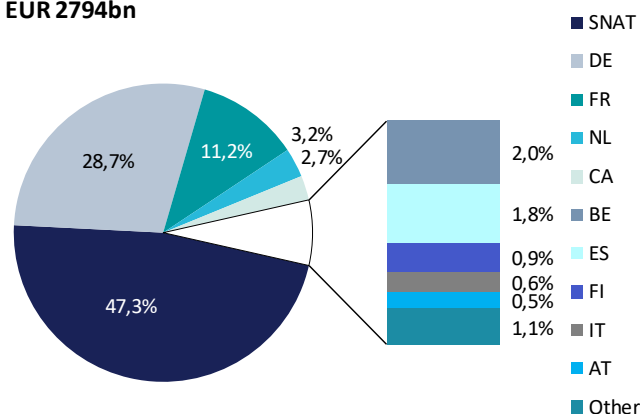


Charts & Figures

SSA/Public Issuers

Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

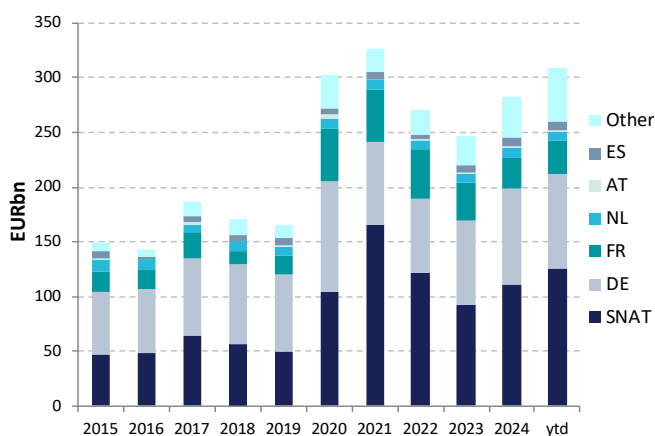
EUR 2794bn



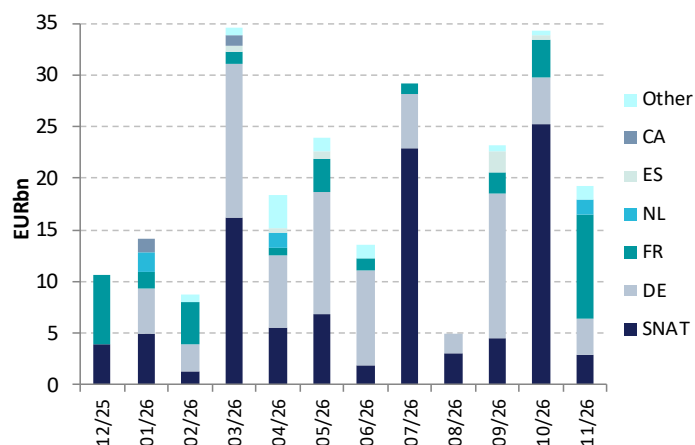
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (EURbn)	No. of bonds	ØVol. (EURbn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.320,7	263	5,0	7,6
DE	801,8	610	1,3	5,8
FR	311,7	205	1,5	5,2
NL	88,2	69	1,3	5,9
CA	74,4	67	1,1	6,1
BE	56,3	52	1,1	9,4
ES	51,4	75	0,7	4,8
FI	26,2	27	1,0	3,9
IT	17,3	22	0,8	4,2
AT	14,5	21	0,7	5,2

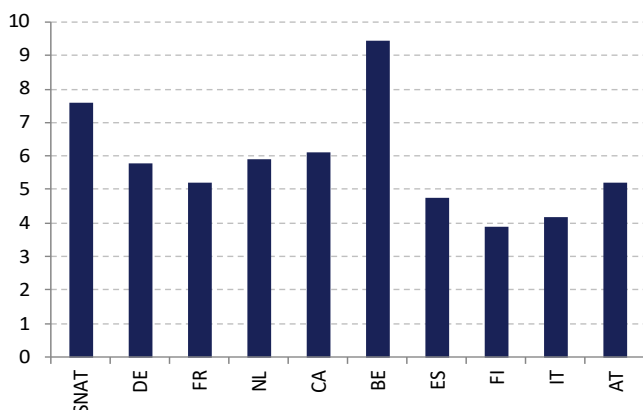
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



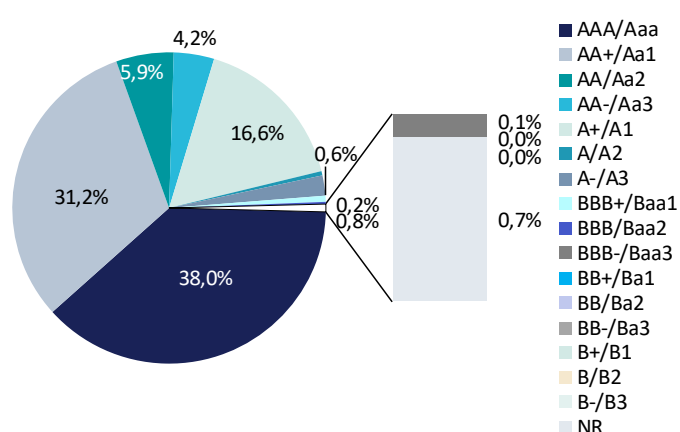
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



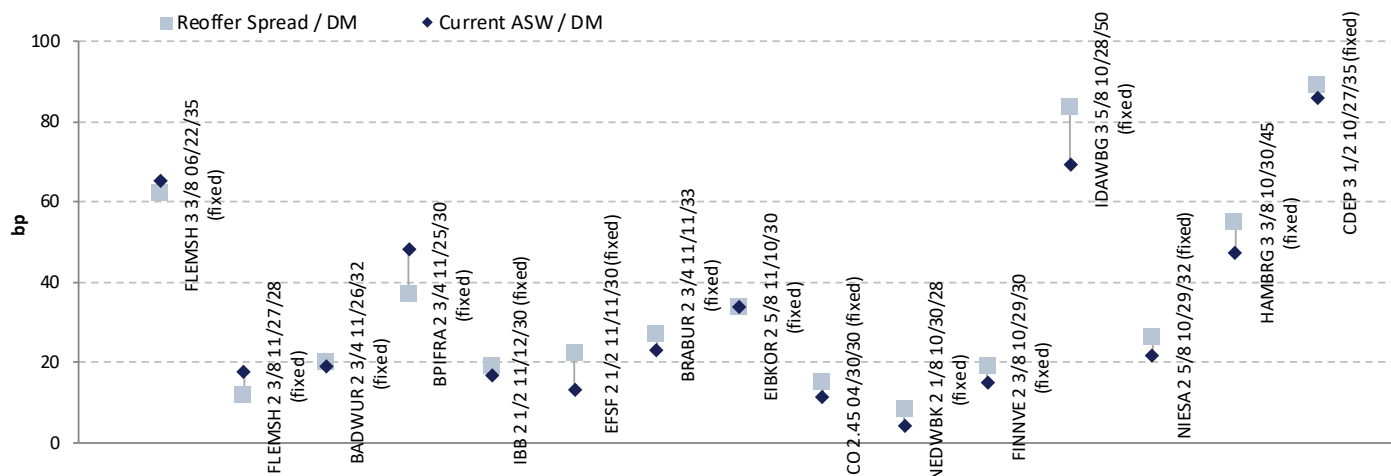
Vol. gew. Modified Duration nach Land



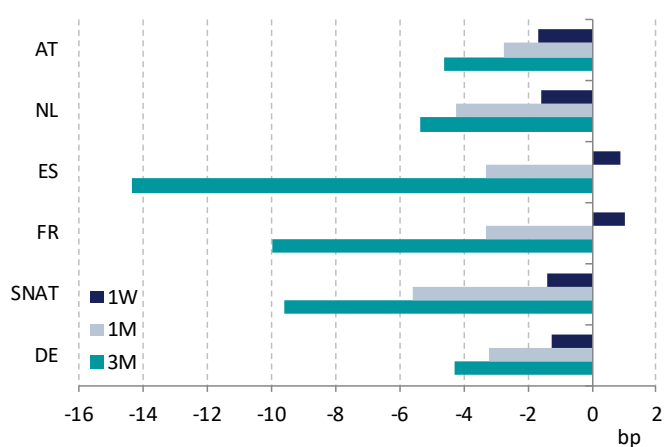
Ratingverteilung (volumengewichtet)



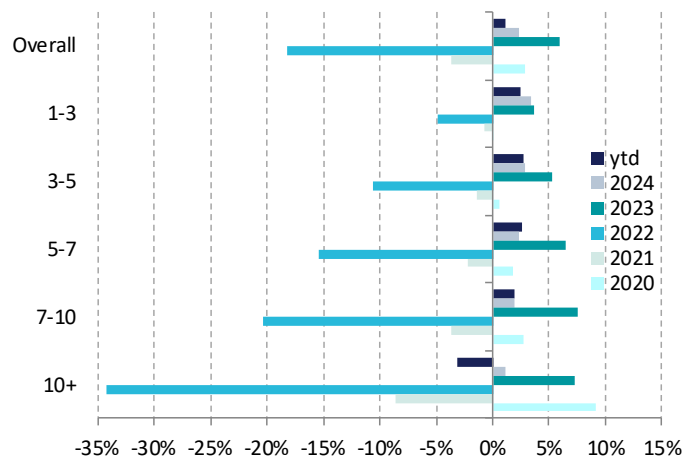
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



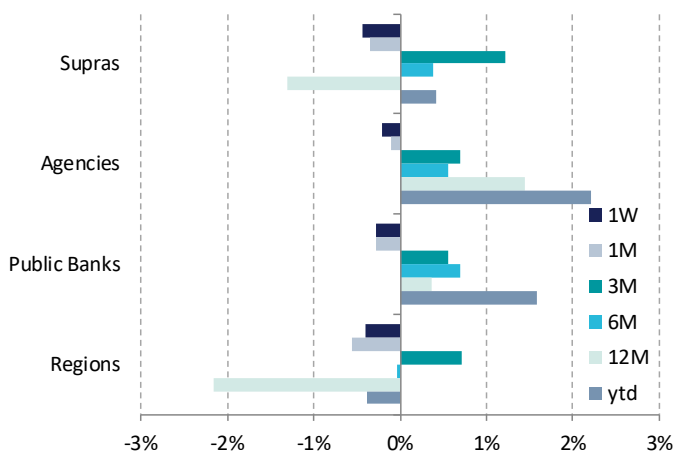
Spreadentwicklung nach Land



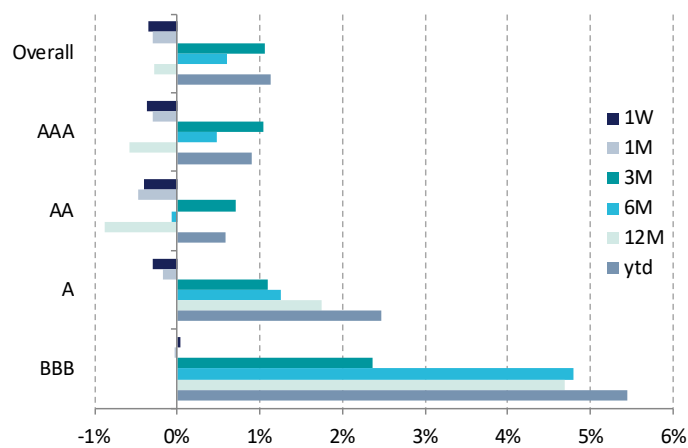
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



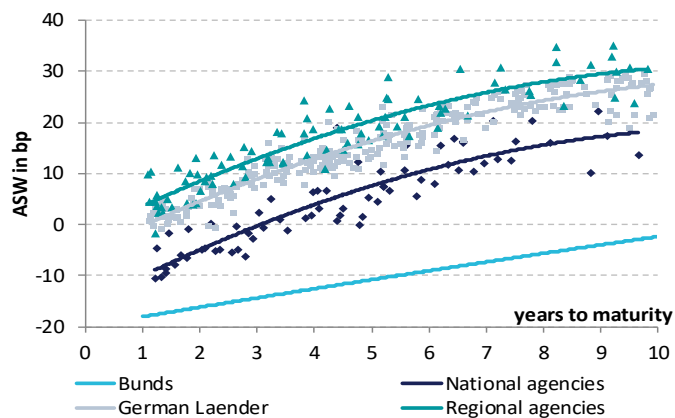
SSA-Performance nach Regionen (Total Return)



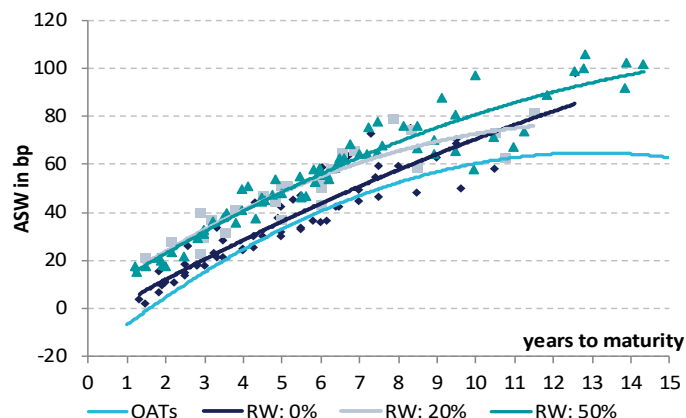
SSA-Performance nach Rating (Total Return)



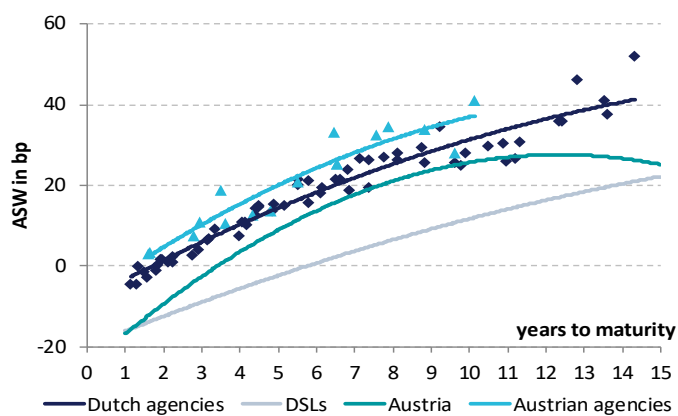
Germany (nach Segmenten)



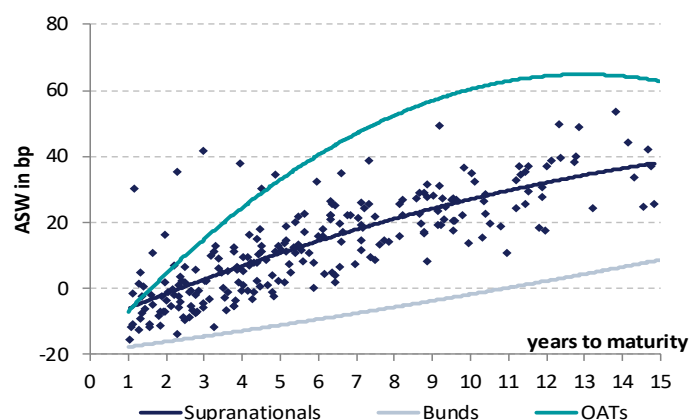
France (nach Risikogewichten)



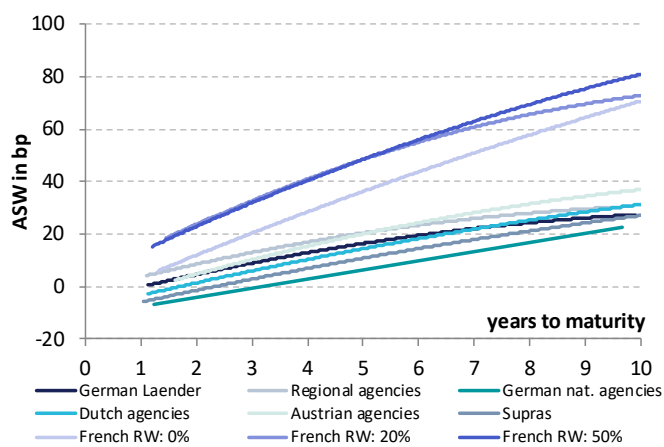
Netherlands & Austria



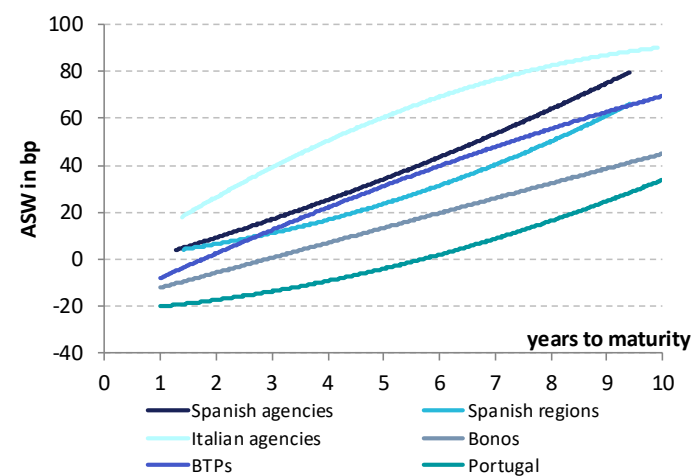
Supranationals



Core



Periphery



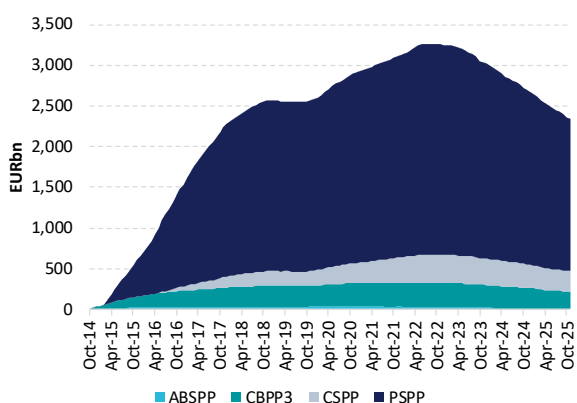
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures

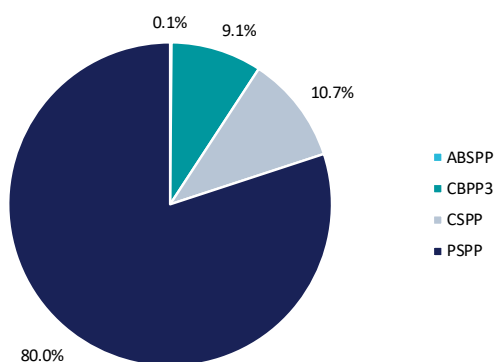
EZB-Tracker

Asset Purchase Programme (APP) und Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

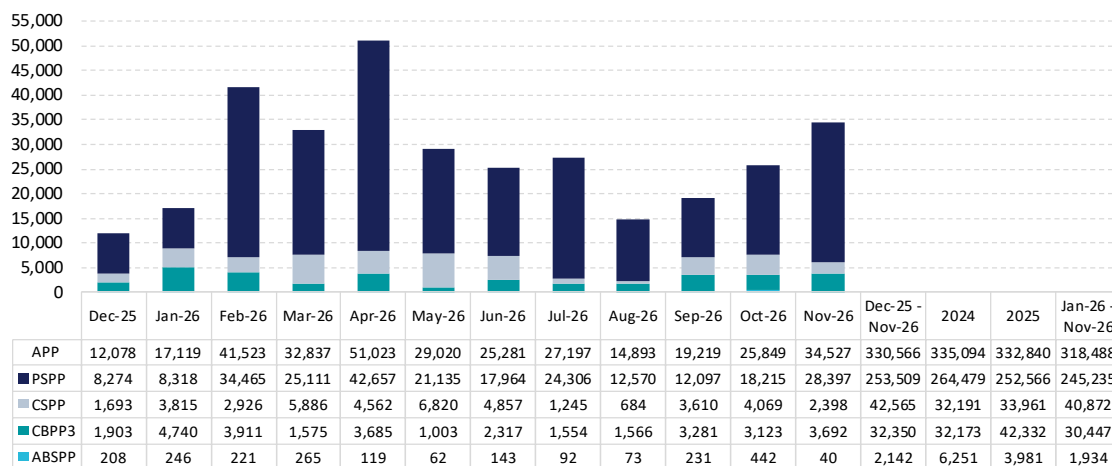
APP: Portfolioentwicklung



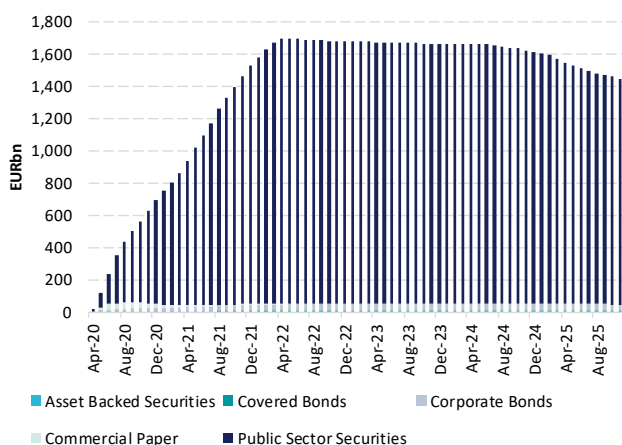
APP: Portfoliostruktur



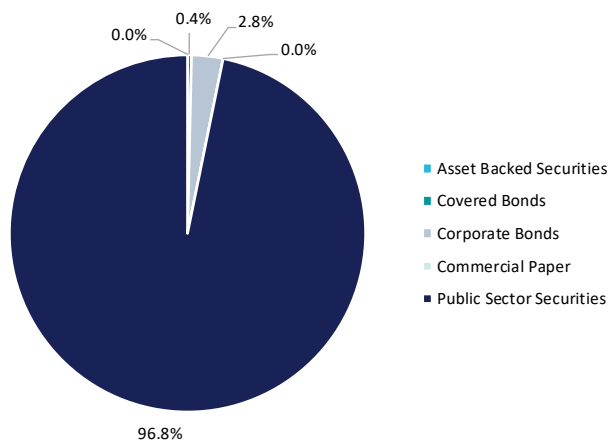
APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



PEPP: Portfolioentwicklung



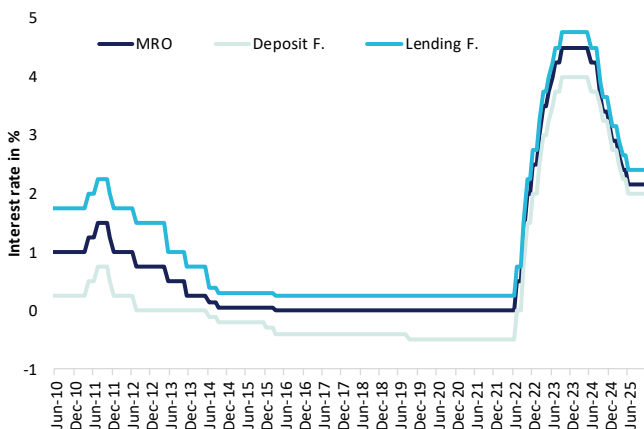
PEPP: Portfoliostruktur



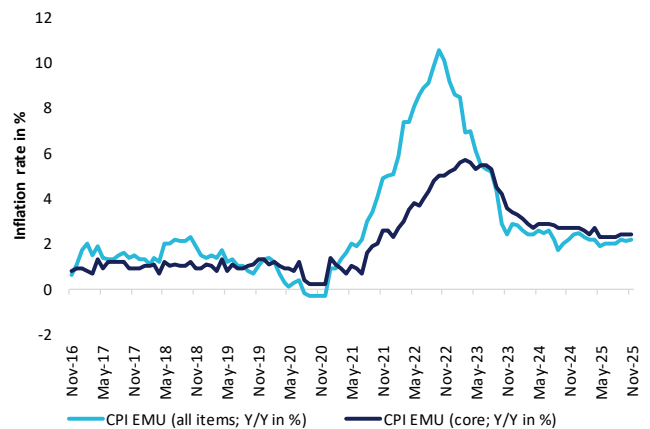
Charts & Figures

Cross Asset

EZB-Leitzinssätze



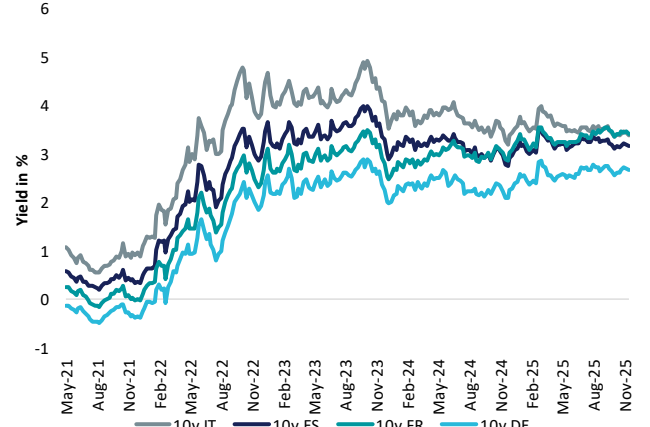
Inflationsentwicklung im Euroraum



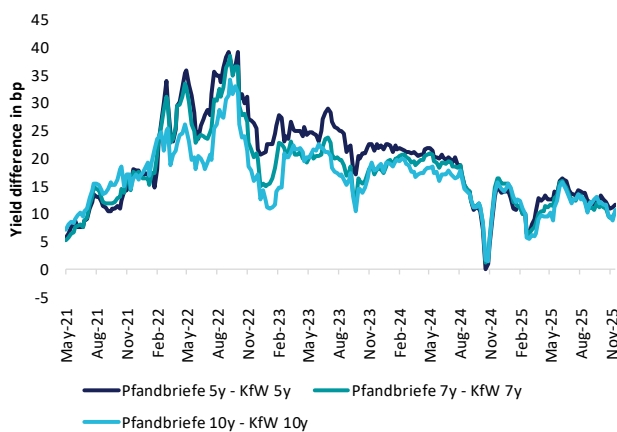
Bund-Swap-Spread



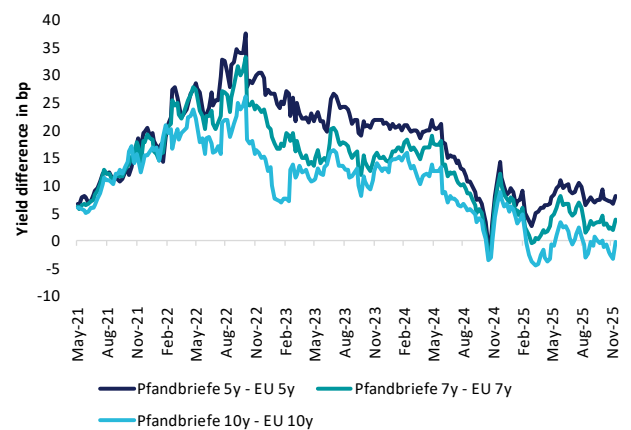
Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



Pfandbriefe vs. KfW



Pfandbriefe vs. EU



Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
40/2025 ♦ 26. November	▪ Cross Asset // Call for evidence: EU-Taxonomie auf dem Prüfstand
39/2025 ♦ 19. November	▪ Ein Covered Bond-Blick auf die Nordics ▪ Teaser: Issuer Guide – Französische Agencies 2025
38/2025 ♦ 12. November	▪ Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (vdp-Index) ▪ Funding kanadischer Provinzen im Überblick
37/2025 ♦ 05. November	▪ Covereds: Sparkassen als Primärmarktemittenten ▪ Region Auvergne-Rhône-Alpes – REGRHO im Fokus
36/2025 ♦ 29. Oktober	▪ Covereds: Ein Blick auf das EUR-Subbenchmarksegment ▪ Kanadische Pensionsfonds am SSA-Markt
35/2025 ♦ 22. Oktober	▪ Covereds: ESG-Benchmarksegment am Scheideweg? ▪ Teaser: Issuer Guide – Europäische Supranationals 2025
34/2025 ♦ 15. Oktober	▪ Griechenland: Covered Bond-Jurisdiktion im Aufwind? ▪ Agencies und Abwicklungsinstrumente nach BRRD
33/2025 ♦ 08. Oktober	▪ Solvency II und Covered Bonds ▪ NGEU: Green Bond Dashboard
32/2025 ♦ 01. Oktober	▪ Teaser: EBA-Bericht zur Überprüfung des EU-Covered Bond-Rahmenwerks ▪ Update deutsche Kommunalanleihen: DEUSTD und NRWGK
31/2025 ♦ 24. September	▪ Der Ratingansatz von Morningstar DBRS ▪ Teaser: Beyond Bundesländer – Großraum Paris (IDF/VDP)
30/2025 ♦ 03. September	▪ Ein Blick auf den deutschen Bankenmarkt ▪ Die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für Supranationals & Agencies
29/2025 ♦ 27. August	▪ Der Ratingansatz von Standard & Poor's ▪ Pensionslawine und Kommunalschulden – Länder unter Druck
28/2025 ♦ 20. August	▪ Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2025 ▪ Teaser: Issuer Guide – Spanische Agencies 2025
27/2025 ♦ 13. August	▪ Covereds – Relative Value-Betrachtung: Eine Standortbestimmung ▪ SSA-Rückblick: EUR-ESG-Benchmarks im H1/2025
26/2025 ♦ 06. August	▪ Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt: Ein Update ▪ Teaser: Issuer Guide – Deutsche Agencies 2025
25/2025 ♦ 09. Juli	▪ Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick ▪ Megaemittent EU im Fokus
24/2025 ♦ 02. Juli	▪ Covereds: Halbjahresrückblick und Ausblick für das II. Halbjahr 2025 ▪ SSA-Halbjahresrückblick 2025 und Ausblick
23/2025 ♦ 25. Juni	▪ Der Ratingansatz von Scope ▪ Die Klassifizierung von Supranationals und Agencies nach Solvency II
22/2025 ♦ 18. Juni	▪ Der Covered Bond-Markt im Vereinigten Königreich ▪ Stabilitätsrat zur 31. Sitzung zusammengetreten

NORD/LB:
[Floor Research](#)

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

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

Bloomberg:
Weekly: [DS NDB <GO>](#)

Anhang

Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

[Issuer Guide – Covered Bonds 2025](#)

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

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2025](#) (Quartalsupdate)

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2025 Sparkassen](#) (Quartalsupdate)

[Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten](#)

[EBA-Bericht zur Überprüfung des EU-Covered Bond-Rahmenwerks](#)

SSA/Public Issuers:

[Issuer Guide – Deutsche Länder 2025](#)

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

[Issuer Guide – Down Under 2024](#)

[Issuer Guide – Europäische Supranationals 2025](#)

[Issuer Guide – Außereuropäische Supranationals \(MDBs\) 2025](#)

[Issuer Guide – Deutsche Agencies 2025](#)

[Issuer Guide – Französische Agencies 2025](#)

[Issuer Guide – Skandinavische Agencies \(Nordics\) 2025](#)

[Issuer Guide – Niederländische Agencies 2025](#)

[Issuer Guide – Österreichische Agencies 2025](#)

[Beyond Bundesländer: Belgien](#)

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

[Beyond Bundesländer: Spanische Regionen](#)

Fixed Income Specials:

[ESG-Update 2025](#)

[EZB-Ratssitzung: Die Stille des Herbstes](#)

Anhang

Ansprechpartner in der NORD/LB

Floor Research



Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Head of Desk

+49 152 090 24094

norman.rudschuck@nordlb.de



Lukas Kühne

Covered Bonds/Banks

+49 176 152 90932

lukas.kuehne@nordlb.de



Alexander Grenner

Covered Bonds/Banks

+49 157 851 65070

alexander.grenner@nordlb.de



Lukas-Finn Frese

SSA/Public Issuers

+49 176 152 89759

lukas-finn.frese@nordlb.de



Tobias Cordes, CIIA

SSA/Public Issuers

+49 162 760 6673

tobias.cordes@nordlb.de

Sales

Institutional Sales	+49 511 9818-9440
Sales Sparkassen & Regionalbanken	+49 511 9818-9400
Institutional Sales MM/FX	+49 511 361-9460
Fixed Income Relationship Management Europe	+352 452211-515
Retail & Structured Products	+49 511 361-9420

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	rm-vs@nordlb.de
Öffentliche Kunden	rm-oek@nordlb.de

Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Australien:

DIE NORD/LB IST KEINE NACH DEM BANKING ACT 1959 OF AUSTRALIA AUTORISIERTE BANK ODER DEPOSIT TAKING INSTITUTION. SIE WIRD NICHT VON DER AUSTRALIAN PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY 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. L544-1 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 Warendermingeschäfte 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: 03. Dezember 2025 (08:51 Uhr)