NORD/LB

Zum wahren Nutzen.

Unser nächstes Weekly erscheint am 09. September

Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

26. August 2026 // Ausgabe #25

Marketingmitteilung (ergänzende Hinweise s. Disclaimer)

Finanzgruppe

In eigener Sache
Negativer Ratingausblick Deutschlands möglich?

Autor: Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Mögliche Verschlechterung des Ratingausblicks und Implikationen für deutsche Länder

Deutschland wird von den maßgeblichen Ratingagenturen weiterhin mit AAA bzw. Aaa und stabilem Ausblick bewertet. Eine mögliche Änderung des Ausblicks auf „negativ" wäre daher zunächst eine zukunftsgerichtete Warnung, dass sich die Risiken für das Spitzenrating erhöht haben. Sie wäre weder eine Herabstufung noch Ausdruck einer kurzfristig eingeschränkten Zahlungsfähigkeit. Auslöser der derzeitigen Diskussion ist weniger die höhere Kreditaufnahme an sich als die Frage nach deren fiskalischer Qualität. Das Sondervermögen Infrastruktur und Klimaneutralität sowie die gelockerten Schuldenregeln sind mit der Erwartung verbunden, zusätzliche Investitionen und höheres Potenzialwachstum zu ermöglichen. Werden jedoch bereits geplante Investitionen in das Sondervermögen verschoben und die frei werdenden Mittel des Kernhaushalts für konsumtive Ausgaben verwendet, steigen Defizite und Schulden ohne eine entsprechende Verbesserung der Wachstumsperspektiven. Ratingseitig relevant wären zudem eine dauerhaft steigende Schuldenquote, anhaltend hohe gesamtstaatliche Defizite, zunehmende Zinsausgaben und eine geringere Transparenz durch die stärkere Nutzung von Sondervermögen. Fitch und S&P sehen insbesondere dann Druck auf das Ratingprofil, wenn die Verschuldung ohne glaubwürdigen Stabilisierungspfad steigt oder der Fiskalimpuls das mittelfristige Wachstum nicht hinreichend verbessert. Zudem wird erwartet, dass sich die Zinslast Prognosen zufolge von EUR 30,2 Mrd. (2026) über EUR 41,8 Mrd. (2027) auf bis zu EUR 81 Mrd. (2030) in nur vier Jahren mehr als verdoppeln dürfte. Von sprunghaften Spreadanstiegen oder Ähnlichem sind wir noch ein gutes Stück entfernt, dies zeigen auch die Beispiele zur Refinanzierung aus Frankreich und den USA – hier sind derzeit mit USD 40.000 Mrd. ganz andere Dimensionen im Fokus. Um dem vorzubeugen, ist es aus deutscher Sicht höchste Zeit, die Mittel tatsächlich für Investitionen zu nutzen und gleichzeitig an anderer Stelle Konsolidierungsmaßnahmen zu ergreifen.

Verbindung zum NORD/LB Issuer Guide – Deutsche Länder 2026

Ein negativer Ausblick für den Bund hätte für die Länder zunächst vor allem Signalwirkung. Er könnte die Ratingagenturen veranlassen, die Verbindung zwischen Bundesbonität, bundesstaatlichem Finanzausgleich und Bundestreue erneut zu überprüfen. Eine automatische Herabstufung der Länder wäre damit ausdrücklich nicht verbunden. Entscheidend wäre vielmehr, ob eine Agentur den negativen Bundestrend auch auf den jeweiligen Länder-Ratingausblick überträgt oder die landesspezifischen Kreditprofile zunächst als ausreichend widerstandsfähig beurteilt. Für die Länder wirkt der institutionelle Verbund zugleich als Schutz- und Übertragungskanal. Der Finanzausgleich, die vertikale Unterstützung durch den Bund, die Bundestreue und der Stabilitätsrat begrenzen idiosynkratische Risiken einzelner Länder. Gleichzeitig erhöhen diese Mechanismen die Ratingkorrelation mit dem Bund. Besonders aufmerksam würden die Agenturen auf Länder mit hoher Verschuldung, schwacher Zinsdeckung oder hoher Abhängigkeit von Ausgleichszahlungen blicken. Fundamental stärkere Länder besitzen demgegenüber mehr stand-alone-seitigen Puffer. Die Ratingmethodik kann diese Unterschiede jedoch teilweise überlagern. Mehr dazu lesen Sie in unserem kürzlich erschienen Issuer Guide – Deutsche Länder 2026. Vielen Dank an Lukas Frese, Tobias Cordes und Luc Depping für die sehr gute Zusammenarbeit!

Inhalt

Marktüberblick

Covered Bonds **4**

SSA/Public Issuers **7**

Solvency II und Covered Bonds **11**

Die Zeit drängt bei der Recovery and Resilience Facility (RRF) **17**

Charts & Figures

Covered Bonds **22**

SSA/Public Issuers **28**

EZB-Tracker **31**

Cross Asset **32**

Ausgaben im Überblick **33**

Publikationen im Überblick **34**

Ansprechpartner in der NORD/LB **35**

Flooranalysten:

Dr. Norman Rudschuck, CIIA
Head of Desk
norman.rudschuck@nordlb.de

Lukas Kühne
Covered Bonds/Banks
lukas.kuehne@nordlb.de

Lukas-Finn Frese
SSA/Public Issuers
lukas-finn.frese@nordlb.de

Elias Degener
Covered Bonds/Banks
elias.degener@nordlb.de

Tobias Cordes, CIIA
SSA/Public Issuers
tobias.cordes@nordlb.de

Covered Bonds Marktüberblick

Autoren: Elias Degener // Lukas Kühne

Primärmarkt: Starke Emissionsdynamik wird durch hohe Nachfrage gestützt

Den Neustart am Covered Bond-Markt nach der Sommerpause als aktiv zu bezeichnen wäre eine deutliche Untertreibung. Mit 15 Emissionen aus neun Jurisdiktionen setzte der Primärmarkt in den letzten fünf Handelstagen ein deutliches Ausrufzeichen. Getragen von einer hohen Nachfrage kann das Gros der Emittenten am aktuellen Rand ihre Neuemissionen auf oder sogar innerhalb ihrer Kurve preisen. Entsprechend notiert die durchschnittliche Nettoneuemissionsprämie der 15 Deals mit 0,4bp auf einem sehr niedrigen Niveau. Neben einer längeren Emissionspause am Primärmarkt führen wir die hohe Nachfrage am aktuellen Rand auch auf das attraktive Zinsniveau zurück. Gerade für Investoren, die sich weniger auf den Spread – sondern vielmehr auf die absolute Rendite fokussieren – dürften die aktuellen Levels durchaus interessant sein. Die flachere Zinsstrukturkurve führt unserer Ansicht nach zu einem verstärkten Fokus der Marktteilnehmer auf die kurzen bzw. mittleren Laufzeitbänder. Entsprechend wurden in den vergangenen fünf Handelstagen lediglich drei Bonds mit einer Laufzeit ≥6y emittiert, während die übrigen zwölf Emissionen Laufzeiten zwischen 3,0y und 5,1y aufwiesen. Aufgrund der Masse an Transaktionen wollen wir an dieser Stelle nur auf zwei ausgewählte Deals eingehen, während ein detaillierterer Überblick unserer Übersichtstabelle entnommen werden kann. Hervorzuheben ist zweifelsohne der erste European Green Bond-Emission der norwegischen SpareBank 1 Boligkreditt, welchen die Bank am vergangenen Mittwoch (19. August) erfolgreich platzieren konnte. Im Verlauf der Vermarktungsphase konnte der Spread um sieben Basispunkte auf ms +23bp reduziert und Bonds im Volumen von EUR 1,0 Mrd. emittiert werden. Eine noch stärkere Spradeinengung in der Vermarktungsphase wies die slowakische Všeobecná úverová banka (vgl. Issuer View; Ticker: VUBSK) auf, die den Spread ihrer Neuemission (5,1y) um neun Basispunkte auf ms +33bp reduzieren konnte. Wie bereits im April 2026 entschied sich die Bank für ihren zweiten Primärmarktdeal in diesem Jahr für ein Emissionsvolumen von EUR 750 Mio.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
ANZ New Zealand	NZ	25.08.	XS3486705224	3.0y	0.75bn	ms +15bp	AAA / Aaa / -	-
ING-DiBa	DE	25.08.	DE000A2YNWH6	5.0y	1.00bn	ms +16bp	- / Aaa / -	-
LF Hypotek	SE	24.08.	XS3486690285	5.1y	0.50bn	ms +16bp	- / Aaa / AAA	-
Korea Housing Finance	KR	24.08.	XS3465646365	3.0y	0.80bn	ms +17bp	- / Aaa / AAA	X
Commerzbank	DE	24.08.	DE000CZ46C35	5.0y	1.00bn	ms +17bp	- / Aaa / -	-
VUBSK	SK	24.08.	SK4000030201	5.1y	0.75bn	ms +33bp	- / Aa1 / -	-
Bayerische Landesbank	DE	24.08.	DE000BYL0RA8	4.0y	0.75bn	ms +10bp	- / Aaa / -	-
SEB	SE	20.08.	XS3482637496	3.0y	1.00bn	ms +8bp	- / Aaa / -	-
Arkea Public Sector SCF	FR	20.08.	FR001401AMG9	8.0y	0.50bn	ms +44bp	- / Aaa / -	-
RLB Steiermark	AT	20.08.	AT0000A3WQC0	5.0y	0.50bn	ms +19bp	- / Aaa / -	-
SpareBank 1	NO	19.08.	XS3482718734	7.0y	1.00bn	ms +23bp	- / Aaa / -	-
Jyske Realkredit	DK	19.08.	DK0009420655	5.1y	0.50bn	ms +17bp	- / - / AAA	-
Tatra Banka	SK	19.08.	SK4000030193	3.0y	0.60bn	ms +21bp	- / Aaa / -	-
CA Home Loan SFH	FR	19.08.	FR001401AM80	10.0y	1.00bn	ms +52bp	AAA / Aaa / AAA	X
CA Home Loan SFH	FR	19.08.	FR001401AM72	3.0y	1.00bn	ms +14bp	AAA / Aaa / AAA	-

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

Sekundärmarkt: Neuemissionen können weiter leicht performen

Trotz des hohen Neuangebots an Primärmarktware und eines Pricings nahe oder innerhalb der Kurve kann das Gros der in den vergangenen Handelstagen platzierten EUR-Benchmarks auch sekundär weiter performen. Treiber dürfte hier die hohe Nachfrage sein, die insbesondere für die Primärmarktdeals in der vergangenen Woche zu einem deutlichen Anstieg der Bid-to-cover-Ratios führte. Der Fokus der Marktteilnehmer am Sekundärmarkt scheint dabei verstärkt auf Laufzeiten um die 5y zu liegen, während länger laufende gedeckte Anleihen weniger im Zentrum der Handelsaktivitäten stehen.

EUR-Subbenchmarks erfolgreich am Markt platziert

In einer Handelswoche voll mit frischer Primärmarktware kam auch das EUR-Subbenchmarksegment nicht zu kurz und konnten zwei weiteren Deal verbuchen. Die österreichische Raiffeisen Landesbank Vorarlberg mit Revisionsverband eGen (Ticker: RFVORA) machte am Montag (24. August) den Anfang und begab ihren insgesamt sechsten Covered Bond im EUR-Subbenchmarkformat. Mit einem Emissionsvolumen in Höhe von EUR 300 Mio. mit einer Laufzeit von fünf Jahren bediente das Institut das mittlere Laufzeitband. Der Deal stieß dabei auf ein ausgeprägtes Investoreninteresse, sodass der Spread im Verlauf der Vermarktungsphase gegenüber der Guidance (ms +27bp area) um sechs Basispunkte auf ms +21bp reduziert werden konnte. Am Tag darauf folgte mit dem Raiffeisenverband Salzburg eGen (vgl. Issuer View; Ticker: RFVBSA) ein weiterer österreichischer Emittent, welcher sich wie zuvor auch die RFVORA für eine Laufzeit von 5,5y entschied. Schon mit der Mandatierung am Vortag limitierte die Bank das Emissionsvolumen auf EUR 250 Mio. Der Deal der RFVBSA stieß auf ein hohes Investoreninteresse, sodass der Spread im Verlauf der Vermarktungsphase um vier Basispunkte auf ms +25bp reduziert werden konnte. Insgesamt summiert sich das diesjährige Emissionsvolumen im EUR-Sub-benchmarksegment aus Österreich somit auf nun EUR 1,1 Mrd. und notiert damit leicht oberhalb des Niveaus aus dem Vorjahreszeitraum (EUR 1,0 Mrd.).

Moody's: Deutscher Bankensektor weist weiterhin ein starkes Makroprofil auf

Moody's hat kürzlich seine Einschätzung des deutschen Bankensektors aktualisiert und bestätigt dem Markt weiterhin ein „Strong+"-Makroprofil. Dieses dient als wesentlicher Input für die Ermittlung der Baseline Credit Assessments für die gerateten Banken. Ausschlaggebend für Moody's Einschätzung der makroökonomischen Lage am deutschen Bankenmarkt ist laut den Ratingexperten die weiterhin ausgezeichnete Kreditqualität Deutschlands (Aaa), die hohe wirtschaftliche Diversifikation, robuste Institutionen sowie die stabile Refinanzierungsbasis des Bankensektors. Insgesamt resultiert daraus ein im internationalen Vergleich sehr starkes Umfeld für deutsche Banken. Im Rahmen der Methodik untersucht Moody's zusätzlich die Bereiche Kreditbedingungen, Refinanzierungsbedingungen und Branchenstruktur. Die Kreditbedingungen werden mittlerweile als neutral bewertet, nachdem sich die Risiken aus der privaten Verschuldung und den gewerblichen Immobilienfinanzierungen verringert haben. Auch die Refinanzierungsbedingungen führen zu keiner Anpassung. Moody's hebt insbesondere die hohe Bedeutung granularer Kundeneinlagen sowie den Zugang deutscher Institute zu vielfältigen Kapitalmarktrefinanzierungsquellen einschließlich des Pfandbriefmarktes hervor. Trotz gestiegener Zinsen und verbesserter Profitabilität liegt die Ertragskraft deutscher Banken nach Einschätzung der Risikoexperten weiterhin unter dem Niveau vieler europäischer Vergleichsmärkte. Verantwortlich hierfür sind insbesondere das margenarme, stark hypothekenbasierte Privatkundengeschäft, die traditionell hohe Kostenbasis sowie die weiterhin notwendigen Investitionen in Digitalisierung und Effizienzmaßnahmen.

S&P: Bedeutung von Covered Bonds nimmt für südkoreanische Banken zu

Die Ratingexperten von S&P attestieren in einem jüngst veröffentlichten Bericht dem südkoreanischen Covered Bond-Markt eine wachsende Bedeutung. Insbesondere seit der Einführung des Covered Bonds Act im Jahr 2014 steigt die Relevanz der Assetklasse innerhalb der Refinanzierungsstrategien der Marktteilnehmer kontinuierlich an, so die Ratingexperten. Neben dem inländischen Markt für in South Korean Won (KRW) denominierte Emissionen nutzen koreanische Banken Covered Bonds verstärkt auch zur Diversifizierung ihrer Refinanzierung und für den Zugang zu europäischen Investoren. Das Volumen der vier wesentlichen Emittenten belief sich Mitte 2026 auf rund KRW 20 Bio. (Äquivalent: EUR 11,3 Mrd.), während das jährliche Emissionsvolumen im Jahr 2025 mit KRW 4,9 Bio. seinen bisherigen Höchststand erreichte. Zudem könnte die von der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) vorgeschlagene Einführung eines Drittstaatenäquivalenzregimes die Attraktivität koreanischer Covered Bonds für europäische Investoren perspektivisch erhöhen und dadurch die Fundingkosten koreanischer Emittenten reduzieren, so S&P weiter. Die Ratingagentur beleuchtet darüber hinaus auch den koreanischen Markt für Wohnimmobilien. Insbesondere die private Verschuldung, gemessen am BIP, konnte von Ende 2021 bis Ende 2025 von 101% auf rund 91% reduziert werden. Langfristig strebt die koreanische Finanzaufsicht einen Wert von 80% an, der bis 2030 erreicht werden soll. S&P führt weiterhin aus, dass die Regierung vor diesem Hintergrund strengere Vorgaben bei Beleihungsausläufen und Schuldendienstquoten sowie zusätzliche Maßnahmen zur Eindämmung des Kreditwachstums auf den Weg bringen müsse. Trotz dieser Herausforderungen bewertet S&P die Qualität der koreanischen Hypothekendarlehen, die die Grundlage der Deckungsstöcke der Emittenten bilden, weiterhin als robust. Die Ausfallraten bleiben niedrig und die Agentur erwartet unverändert stabile Kreditkennzahlen, für die von ihr bewerteten, koreanischen Covered Bond-Programme. Entsprechend verfügen alle von S&P bewerteten koreanischen Covered Bonds weiterhin über ein AAA-Rating mit stabilem Ausblick.

vdp: Pfandbriefbanken steigern Neugeschäft im I. Halbjahr 2026 um +8,5%

Die im Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) zusammengeschlossenen Pfandbriefinstitute haben im I. Halbjahr 2026 Immobiliendarlehen in Höhe von EUR 80,4 Mrd. zugesagt. Laut einer am Montag (24. August) veröffentlichten Pressemitteilung entspricht der Zuwachs im Vergleich zum Vorjahreszeitraum +8,5%. Damit setzt sich die Erholung des Neugeschäfts fort, auch wenn die Finanzierungsvolumina weiterhin deutlich unter den Niveaus vor der Zinswende liegen. Mit EUR 50,1 Mrd. entfielen rund 62% des Neugeschäfts auf Wohnimmobilienfinanzierungen, die um +5,3% zulegten. Besonders gefragt waren Finanzierungen für Mehrfamilienhäuser. Noch dynamischer entwickelte sich das Gewerbeimmobiliensegment. Das Neugeschäft stieg um +14,3% auf EUR 30,3 Mrd. Wesentlicher Treiber waren hierbei Finanzierungen von Handelsimmobilien, die gegenüber dem Vorjahr um mehr als +40% zunahmen. Die Bestandsentwicklung zeichnet jedoch ein differenzierteres Bild. Während der Wohnimmobilienbestand um +1,3% wuchs, ging der Bestand gewerblicher Immobilienfinanzierungen um -3,5% zurück. Das Neugeschäft reicht dort weiterhin nicht aus, um Tilgungen vollständig zu kompensieren. Für das II. Halbjahr dieses Jahres erwartet der vdp lediglich moderate Zuwächse. Geopolitische Unsicherheiten, die schwache Konjunktur und die anhaltenden Herausforderungen auf dem Wohnungsmarkt dürften einer stärkeren Belebung des Immobilienfinanzierungsgeschäfts entgegenstehen. Aus Investorensicht bestätigt dies das Bild einer stabilen, aber nach wie vor fragilen Erholung des deutschen Immobilienfinanzierungsmarktes.

SSA/Public Issuers Marktüberblick

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

Der öffentliche Schuldenstand in Deutschland nimmt weiter zu

Das Statistische Bundesamt (Destatis) hat Ende Juli die endgültigen Daten zum öffentlichen Gesamthaushalt 2025 veröffentlicht. Daraus geht hervor, dass der öffentliche Schuldenstand im vergangenen Jahr um EUR +151,4 Mrd. (+6,0% Y/Y) auf insgesamt EUR 2.662,2 Mrd. gestiegen ist. Davon entfallen EUR 1.804,4 Mrd. (+6,2% Y/Y) auf den Bund, EUR 624,9 Mrd. (+2,9% Y/Y) auf die Länder und die restlichen EUR 197 Mrd. (+15,4% Y/Y) auf die Gemeinden und Gemeindeverbände. Gemessen am relativen Wachstum verzeichneten die Kommunen damit den größten Anstieg der Verschuldung. Absolut fiel der Schuldenzuwachs mit EUR +26,2 Mrd. jedoch deutlich geringer aus als beim Bund (EUR +107,7 Mrd.) und lag nur knapp über dem Zuwachs der Länderschulden (EUR +17,5 Mrd.). In der Pro-Kopf-Betrachtung beläuft sich der Schuldenstand auf nunmehr EUR 31.887 (+6,1%). Der stärkste prozentuale Anstieg der kommunalen Pro-Kopf-Verschuldung erfolgte in Baden-Württemberg um +28,6% Y/Y, gefolgt von Niedersachsen (+20,9% Y/Y) und Sachsen (+19,4% Y/Y), während einzig die Kommunen in Thüringen ihre Schulden pro Einwohner reduzieren konnten (-3,0% Y/Y). Auf Länderebene ergibt sich ein ähnliches Bild: Während Sachsen mit +17,1% Y/Y den größten Anstieg der Pro-Kopf-Verschuldung verzeichnete, konnten mit Rheinland-Pfalz (-2,1% Y/Y), Berlin und NRW (beide -1,0% Y/Y) lediglich drei Länder die Schulden je Einwohner senken.

Rentenbank weitet Fördergeschäft deutlich aus

Die Landwirtschaftliche Rentenbank (Ticker: RENTEN) hat am 07. August ihre Geschäftszahlen für das I. Halbjahr 2026 präsentiert. Aus der Pressemitteilung geht hervor, dass die Nachfrage nach Förderkrediten über fast alle Segmente hinweg verglichen mit dem Vorjahreszeitraum weiterhin deutlich gestiegen ist. Besonders die Nachfrage nach Programmkrediten erhöhte sich stark. Das Fördergeschäft der Agency wuchs um +51,4% auf EUR 4,2 Mrd. (H1/2025: EUR 2,8 Mrd.). Zudem stieg das Neugeschäft der „Agrarnahen Unternehmen“ um +32,5% auf EUR 586,5 Mio. Auch das Neugeschäft in der Kundengruppe „Primärproduktion“ legte um +11,3% auf EUR 1,1 Mrd. zu (H1/2025: EUR 989,5 Mio.). Der kräftigste Anstieg wurde jedoch im Segment „Erneuerbare Energien“ verzeichnet. Vor allem durch die Förderung von Windkraftanlagen konnte das Neugeschäft mehr als verdoppelt werden und belief sich auf EUR 1,6 Mrd. (H1/2025: EUR 636 Mio.). Insgesamt erhöhte sich das Neugeschäft der Rentenbank somit auf EUR 5,8 Mrd. (H1/2025: EUR 5,3 Mrd.). Des Weiteren unterstützt die Landwirtschaftliche Rentenbank gemeinsam mit dem Bundesministerium für Landwirtschaft, Ernährung und Heimat (BMLEH) gezielt agrarnahe Start-ups. Neben der Bereitstellung von Nachrangdarlehen und Innovationsgutscheinen investiert die Förderbank mit einem Budget von EUR 230 Mio. in Venture-Capital-Fonds. Ergänzend unterstützt die Bank gemeinsam mit dem BMLEH und der Frankfurter Innovationsplattform „TechQuartier“ im Rahmen des Gründerprogramms „Growth Alliance“ Start-ups mit spezialisierten Programmen und weiteren Partnerschaften bei ihrem Entwicklungsprozess, von der Ideenfindung bis hin zur Entwicklung und Skalierung ihrer Geschäftsmodelle. Refinanzierungsseitig hat die Agency im I. Halbjahr 2026 bereits EUR 8,0 Mrd. an den internationalen Kapitalmärkten aufgenommen, was etwa 75% des für das Gesamtjahr 2026 geplanten Emissionsvolumens von EUR 11,0 Mrd. ausmacht.

KBN: Positive Ergebnisentwicklung und solide Kapitalausstattung in H1/2026

Kommunalbanken (Ticker: KBN) zeigte in Q2/2026 insbesondere aufgrund positiver Beiträge aus Sicherungsgeschäften sowie höherer Zinserträge eine starke Ergebnisentwicklung. Die Zinserträge stiegen gegenüber dem Vorjahresquartal auf NOK 615 Mio. (Äquivalent: EUR 52,1 Mio.; Q2/2025: NOK 568 Mio.) und beliefen sich in H1/2026 auf kumuliert NOK 1.208 Mio. (+7,8% Y/Y). Auch das Periodenergebnis verbesserte sich in H1/2026 auf NOK 867 Mio. (H1/2025: NOK 815 Mio.). Insbesondere in Q2/2026 legte der Gewinn im Vergleich zu Q2/2025 um +36,5% auf NOK 516 Mio. zu. Das Gesamtergebnis sank hingegen in H1/2026 auf NOK 552 Mio. (H1/2025: NOK 919 Mio.). Maßgeblich hierfür war ein nicht realisierter Verlust aus Veränderungen des eigenen Kreditrisikos i.H.v. NOK 420 Mio., nachdem in H1/2025 noch ein nicht realisierter Gewinn von NOK 139 Mio. ausgewiesen wurde. Das Kreditvolumen belief sich zum Ende Q2/2026 auf NOK 377 Mrd. (NOK +2 Mrd. Y/Y), während das aggregierte Finanzierungsgeschäft NOK 390 Mrd. (NOK +8 Mrd. Y/Y) erreichte. Rund 21% des Kreditportfolios entfielen dabei auf die grüne Kreditvergabe und unterstrichen damit die wachsende Bedeutung nachhaltiger Finanzierungen. Refinanzierungsseitig hat die KBN in H1/2026 bereits rund NOK 74 Mrd. (H1/2025: NOK 103 Mrd.) aufgenommen. Der größte Anteil entfiel auf den USD (64%), gefolgt vom GBP (15%), während sich das verbleibende Volumen u.a. auf AUD, SEK und EUR verteilte. Eine EUR-Benchmarkanleihe befand sich allerdings nicht unter den Neuemissionen.

Saarland treibt Reform des Kommunalen Finanzausgleichs voran

Die Landesregierung des Saarlands (Ticker: SAARLD) treibt ihre Reform des Kommunalen Finanzausgleichs (KFA) weiter voran und hat vor kurzem ihre fünf Punkte umfassende Agenda vorgelegt. Zur Erinnerung: Die Vorbereitung der Reform hat bereits im Jahr 2022 begonnen, als die Landesregierung in Zusammenarbeit mit kommunalen Spitzenverbänden den neuen Begutachtungsprozess startete. Anders als in früheren Reformansätzen sollen dabei sowohl die Verteilung der Mittel zwischen den Kommunen als auch die Finanzbeziehungen zwischen Land und Kommunen auf den Prüfstand gestellt werden. Auch wenn der Begutachtungsprozess noch andauert und die Fertigstellung bis zum Ende der laufenden Legislaturperiode geplant ist, deuten die bisherigen Zwischenergebnisse bereits auf erhebliche Investitionsbedarfe auf kommunaler Ebene hin. Da dieser Umstand nicht nur saarländische, sondern auch zahlreiche andere Kommunen bundesweit betrifft, wird sich die Landesregierung künftig auf Bundesebene für weitere Entlastungen – insbesondere bei den Sozialkosten – einsetzen und sich beim „Zukunftspakt Kommunalfinanzen“ einbringen, um an der Erstellung eines Lösungskonzepts zur Verbesserung der kommunalen Haushaltslage mitzuwirken. Mit Blick auf die saarländischen Kommunen sieht die Agenda zudem vor, die Einsparungen, die für die Kommunen aus der seitens des Bundes geplanten finanziellen Entlastung u.a. durch Aufgabenreduzierung entstehen, unmittelbar an diese weiterzugeben. Gleichzeitig sollen die Zuständigkeiten sowie die bestehende Aufgabenverteilung systematisch überprüft und auf Einsparpotenziale analysiert werden, um die daraus ggf. resultierenden Finanzierungsspielräume zur Stabilisierung des KFA zu nutzen. Zusätzlich zu den Mitteln aus dem LuKIFG (Gesetz zur Finanzierung von Infrastrukturinvestitionen von Ländern und Kommunen), die zwar eine wichtige Unterstützung darstellen, aber nicht ausreichend seien, um den Investitionsstau auf kommunaler Ebene aufzulösen, will das Land spätestens ab 2028 weitere pauschale Investitionsmittel i.H.v. EUR 27 Mio. jährlich zur Verfügung stellen. Bis die Hilfen also bei den Kommunen ankommen bzw. die skizzierten Maßnahmen ihre Wirkung entfalten, wird es dauern – schließlich muss zunächst das finale Gutachten abgewartet werden, welches als Grundlage der KFA-Reform dienen soll. Zudem steht auch die umfassende politische Bewertung noch aus.

Rheinland-Pfalz: Ministerrat billigt Sondervermögen für den Rheinland-Pfalz-Plan
Der Ministerrat in Rheinland-Pfalz (Ticker: RHIPAL) hat den Entwurf für die Verordnung zur Durchführung des Landesgesetzes zur Einrichtung des Sondervermögens „Rheinland-Pfalz-Plan für Bildung, Klima und Infrastruktur“ (RLP-Plan) im Grundsatz gebilligt und damit die Weichen gestellt, um das Sondervermögen Infrastruktur und Klimaschutz des Bundes auch auf Ebene des Sub-Sovereigns umzusetzen. Der RLP-Plan soll dabei einen Umfang von insgesamt rund EUR 5,5 Mrd. haben und vor allem für Investitionen in Bildung, Klima, Energie, Digitalisierung, Verkehr, Gesundheit und Bevölkerungsschutz genutzt werden. Etwa EUR 3,5 Mrd. sollen davon direkt an die Kommunen gehen, wobei EUR 2,9 Mrd. aus Bundesmitteln stammen und weitere EUR 600 Mio. zusätzlich vom Land bereitgestellt werden. Mithilfe der nun gebilligten Verordnung sollen insbesondere die gesetzlichen Vorgaben konkretisiert werden, um den rheinland-pfälzischen Kommunen die notwendige Planungssicherheit für die Umsetzung des kommunalen Anteils des Sondervermögens zu geben. Über die konkrete Verwendung der Regionalbudgets wird vor Ort in kommunaler Eigenverantwortung entschieden. Der Rheinland-Pfalz-Plan ist auf einen Förderzeitraum von zwölf Jahren angelegt.

ESM veröffentlicht erstmalig Bericht zur Stabilität des Euroraums
Der European Stability Mechanism (Ticker: ESM) hat in seinem erstmals veröffentlichten Bericht zur Stabilität des Euroraums („Euro Area Stability Watch 2026“) eine Einordnung und Bewertung der Herausforderungen und Risiken im Euroraum vorgenommen. Im Fokus stehen geopolitische Spannungen, vor allem im Nahen und Mittleren Osten, eine erhöhte Volatilität an den Finanzmärkten sowie steigende öffentliche Schuldenquoten infolge höherer Verteidigungs- und Investitionsausgaben der Mitgliedsstaaten. Im Basisszenario erwartet der ESM für die Jahre 2026/27 ein durchschnittliches Wirtschaftswachstum von +1,1% Y/Y bei einer Inflation i.H.v. von 2,7% Y/Y. In einem adversen Szenario mit anhaltenden geopolitischen Spannungen und einer abrupten Neubewertung von US-Vermögenswerten verbunden mit Spillover-Effekten auf die europäischen Märkte würde das durchschnittliche Wachstum hingegen auf lediglich +0,1% sinken, während die Inflation auf 3,6% Y/Y ansteigt. In diesem Szenario könnte die Eurozone in eine Rezession geraten, wobei Investitionen und Exporte deutlich unter Druck kämen und das reale BIP langfristig rund 2% unter dem Basisszenario verbleiben würden. Des Weiteren könnte die durchschnittliche öffentliche Schuldenquote im Euroraum um etwa +20%-Punkte steigen. Die notwendigen fiskalischen Anpassungen würden die Mitgliedsstaaten erheblich belasten und eine konsequente Umsetzung des EU-Fiskalrahmens erfordern. Gleichzeitig verweist der ESM auf die gestiegenen Verteidigungsausgaben im Euroraum: Vor dem Hintergrund der auf 3,5% des BIP angehobenen NATO-Zielvorgabe für Verteidigungsausgaben ergeben sich für den Euroraum bis 2035 zusätzliche jährliche Ausgaben von rund EUR 45 Mrd. Zwar erhöhen diese Ausgaben ebenfalls den fiskalischen Druck, könnten jedoch ebenfalls für positive Wachstums- und Produktivitätseffekte sorgen. Nach Berechnungen des ESM lassen sich bei investitions- und innovationsorientierten Verteidigungsausgaben bis zu 53 Cent je zusätzlichem Euro über Wachstum und höhere Staatseinnahmen refinanzieren. Ohne diese Effekte würde der Rückfluss auf 25 Cent sinken. Insgesamt unterstreicht der Bericht die Widerstandsfähigkeit des Euroraums in den Krisen der vergangenen Jahre. Der ESM weist zugleich darauf hin, dass diese Resilienz nicht als selbstverständlich anzusehen ist. So haben u.a. die fiskalischen Spielräume der Mitgliedsstaaten sowie die Finanzierungspuffer für zukünftige Krisen abgenommen. Angesichts der angesprochenen Aspekte sind die Mitgliedsstaaten daher gefordert, bestehende Herausforderungen anzugehen, um die Glaubwürdigkeit des europäischen Fiskalrahmens zu bewahren.

Primärmarkt

Nachdem wir in der Vorwoche von drei Emissionen allein aus Deutschland berichtet haben, waren in der betrachteten Handelswoche nun auch Emittenten aus anderen Jurisdiktionen am SSA-Primärmarkt aktiv. Aber zunächst der Reihe nach: Den Auftakt unmittelbar nach Redaktionsschluss unserer letzten Ausgabe machte zunächst das Land Nordrhein-Westfalen (Ticker: NRW), welches EUR 1,5 Mrd. (7y) zu ms +16bp einsammelte. Dabei füllte sich das Orderbuch am Ende der Vermarktungsphase auf EUR 6,5 Mrd., sodass zwei Basispunkte enger gegenüber der Guidance gepreist werden konnte. Aus Deutschland stillte außerdem das Land Berlin (Ticker: BERGER) seinen Kapitalbedarf mit der Neuemission einer EUR-Benchmark im Umfang von EUR 1,25 Mrd. und einer Laufzeit von zehn Jahren. Das Pricing erfolgte dabei zu final ms +24bp (Guidance: ms +25bp area, Orderbuch: EUR 2,6 Mrd.). Auch aus unserem Nachbarland Frankreich wagten sich in der betrachteten Handelswoche gleich zwei Emittenten aus der Deckung, sorgten allerdings für Nachschub im ESG-Segment: Dabei entschied sich der französische Infrastrukturbetreiber Île-de-France Mobilités (IDFM, Ticker: IDFMOB) bei seiner Transaktion für die Emission einer grünen Anleihe in Gestalt eines European Green Bonds (EUR 1 Mrd., 10y). Die Bid-to-cover-Ratio betrug 3,3x, sodass der Deal zu OAT +12p über die Bühne ging (entsprach circa ms +92bp; Guidance: OAT +15bp area). Demgegenüber deckte die Agence France Locale (AFL, Ticker: AFLBNK) ihren Finanzierungsbedarf am vergangenen Freitag durch die Platzierung von EUR 500 Mio. in Gestalt eines Sustainability Bonds mit langen acht Jahren Laufzeit. Das finale Orderbuch summierte sich zum Ende der Vermarktungsphase auf EUR 3,5 Mrd. und ermöglichte schließlich eine Reduzierung des Spreads um vier Basispunkte, sodass zu OAT +16bp, was zu dem Zeitpunkt etwa ms +85bp entsprach, geprintet wurde. Darüber hinaus machte am gestrigen Dienstag außerdem die zur Weltbank-Gruppe gehörende International Bank for Reconstruction and Development (Ticker: IBRD) Nägel mit Köpfen und ging mit einem Sustainability Bond (10y) auf die Investoren zu. Eingesammelt wurden EUR 3 Mrd. zu ms +23bp (Guidance: ms +25bp area, Orderbuch: EUR 6,4 Mrd.). Mit Blick auf die kommende Woche steht am Montag die zweite Anleiheauktion der EU in H2/2026 an. Aufgrund der erfolgten Neumandatierungen rechnen wir in Kürze zudem mit folgenden Transaktionen: Der kanadische Pensionsfonds Caisse de Dépôt et Placement du Québec (Ticker: CADEPO) plant die Emission einer EUR-Benchmark mit siebenjähriger Laufzeit. Darüber hinaus beabsichtigt die französische UNEDIC die Platzierung eines Social Bonds (2y) im EUR-Benchmarkformat, während das Saarland (Ticker: SAARLD) die Emission eines Floaters im Umfang von EUR 500 Mio. (8y, WNG) plant.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
IDFMOB	FR	25.08.	FR001401AO54	10.4y	1.00bn	ms +92bp	A+ / - / -	X
IBRD	SNAT	25.08.	XS3486811766	10.0y	3.00bn	ms +23bp	- / Aaa / AAA	X
BERGER	DE	25.08.	DE000A5H3DJ1	10.0y	1.25bn	ms +24bp	AAA / Aa1 / -	-
AFLBNK	FR	21.08.	FR001401AN14	8.6y	0.50bn	ms +85bp	A+ / - / A+	X
NRW	DE	19.08.	DE000NRW0QR6	7.0y	1.50bn	ms +16bp	AAA / Aa1 / AA	-

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

Covered Bonds
Solvency II und Covered Bonds

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

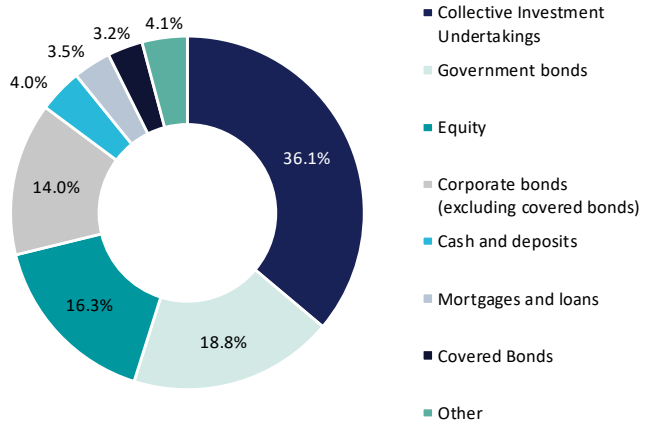
Relevanz von Versicherungen als Covered Bond-Investoren

Versicherungsunternehmen stellen traditionell eine der wichtigsten Investorengruppen für Covered Bonds dar. Entsprechend wollen wir im Fokusartikel unserer Wochenpublikation zuerst kurz die Relevanz von Covered Bonds für die europäische Versicherungswirtschaft einordnen, bevor wir uns der regulatorischen Behandlung von gedeckten Anleihen unter Solvency II widmen. Dazu greifen wir u.a. auf die von der European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) quartalsweise zur Verfügung gestellte Datenbasis über das Asset Exposure der europäischen Versicherungsunternehmen zurück.

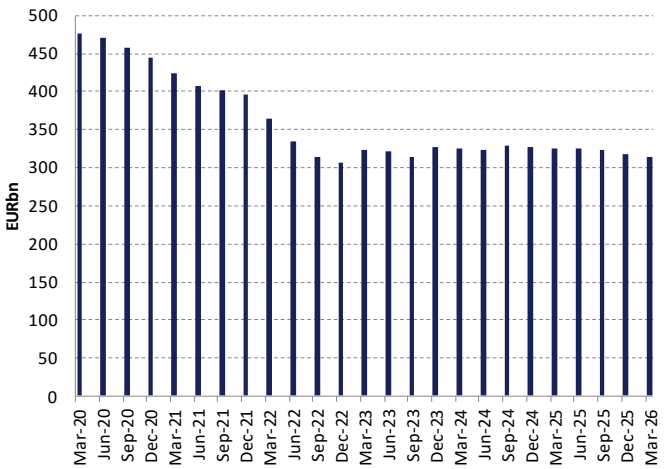
EIOPA-Statistik: Covered Bond-Volumen bei Versicherern stabil

Auf Grundlage der offiziellen EIOPA-Datenbasis lässt sich für das I. Quartal 2026 für Covered Bonds, gemäß der auf den Solvency II-Reportinganforderungen aufsetzenden statistischen Zulieferungen (vgl. EIOPA Insurance Statistic), ein Asset Exposure im Volumen von EUR 314,6 Mrd. ableiten. Dies entspricht einem Anteil von 3,2% des gesamten Anlageexposures der europäischen Versicherer. Insbesondere in den Jahren 2020 bis 2022 ist ein deutlicher Rückgang des Covered Bond-Volumens zu konstatieren. So summierte sich das Covered Bond-Volumen im I. Quartal 2020 noch auf EUR 476,3 Mrd. bzw. 5,5% der Kapitalanlagen. Neben dem Zinsumfeld und der EZB-Geldpolitik ist dieser Rückgang u.a. auch auf Änderungen am Solvency II-Rahmenwerk zurückzuführen. Seit dem II. Quartal 2023 scheint die Talsohle aber durchschritten zu sein, alle Marktteilnehmer haben sich offenbar auf die neuen Gegebenheiten eingestellt. Entsprechend ist eine weitestgehende Stabilisierung des gehaltenen Covered Bond-Volumens zu konstatieren. Seit ihrer Einführung befindet sich die Solvency II-Richtlinie in einem stetigen Anpassungsprozess, so wurde diese zuletzt im Januar 2025 abgeändert. Diese Änderungen sollten unserer Ansicht nach aber keinen signifikanten Einfluss auf die Nachfrage von Versicherungsunternehmen nach Covered Bonds haben.

EIOPA: Asset Exposures nach Kategorie



EIOPA Asset Exposures: Covered Bond-Volumen



Quelle: EIOPA, NORD/LB Floor Research

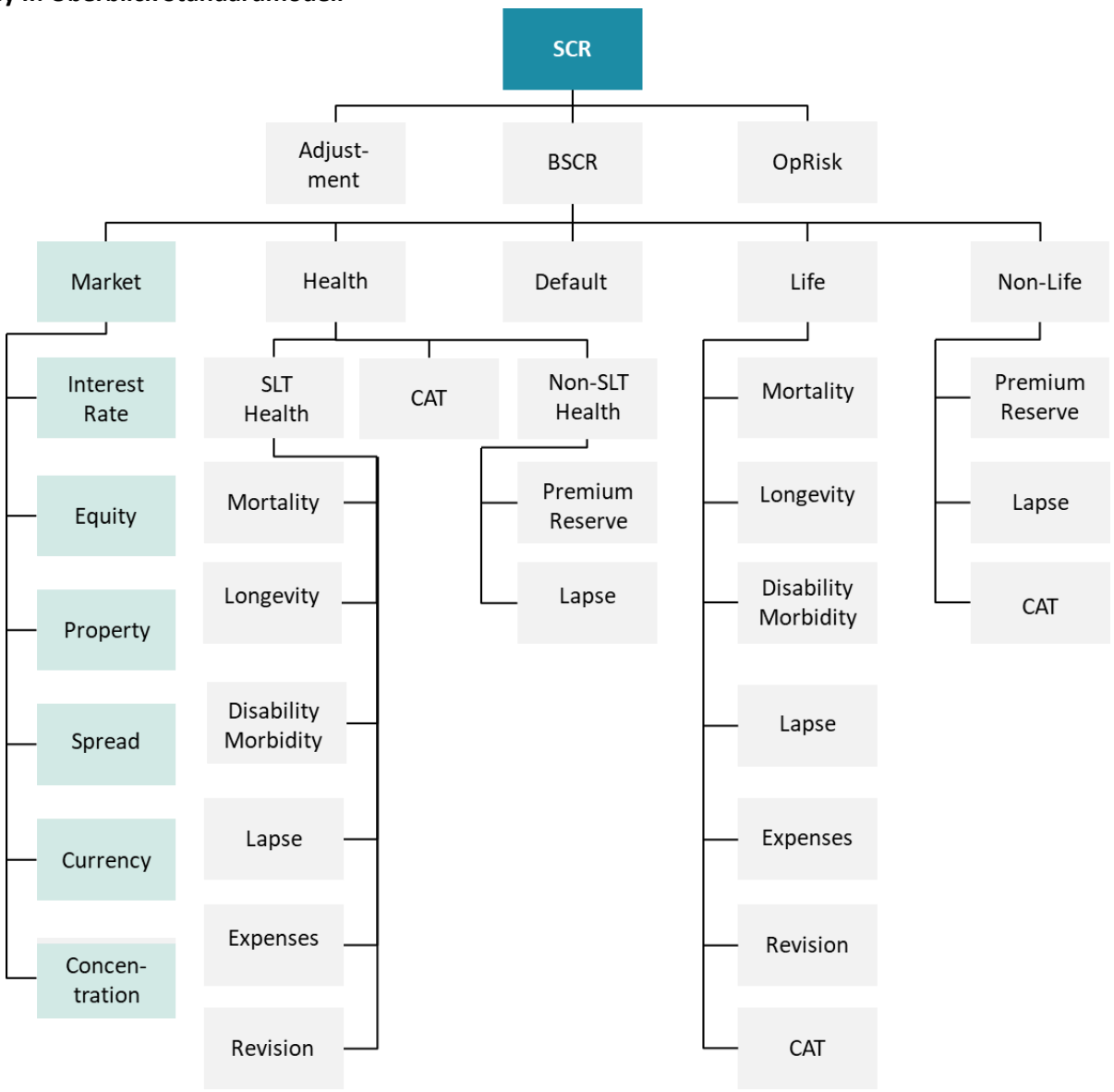
Solvency Capital Requirement (SCR) in Solvency II

Die Relevanz von Covered Bonds als Assetklasse für Versicherungsunternehmen leitet sich auch aus der regulatorischen Bevorzugung dieser ab. Die Kapitalanforderungen sind in der Säule 1 (Quantitative Requirements) von Solvency II geregelt, wobei hier zwei Ebenen von Kapitalanforderungen zu unterscheiden sind. Das Minimum Capital Requirement (MCR) markiert dabei die regulatorische Untergrenze des vorzuhaltenden Solvenzkapitals und wird mit einem Konfidenzniveau von 85% kalibriert. Die zweite Ebene der Kapitalanforderungen, das Solvency Capital Requirement (SCR), repräsentiert hingegen die erforderliche Kapitalausstattung, die sicherstellen soll, dass das Institut mit einer Wahrscheinlichkeit von 99,5% in den kommenden zwölf Monaten seinen Versicherungspflichten nachkommen kann. Die auch für Covered Bonds relevanten Vorgaben für die SCR-Ermittlung basieren auf der EU-Richtlinie 2009/138/EG vom 25. November 2009 bzw. der Delegierten Verordnung (EU) 2015/35. Das EU-Regelwerk wird im Zuge des europaweiten Solvency II-Reviews fortlaufend weiterentwickelt. Nach der Veröffentlichung der Änderungen an der Solvency II-Richtlinie, die am 08. Januar 2025 im EU-Amtsblatt veröffentlicht wurden, haben die Mitgliedsstaaten nun bis zum 29. Januar 2027 Zeit, die Vorgaben in nationales Recht zu überführen. Grundsätzlich bleibt die Systematik zur Ermittlung des Spreadrisikos für Covered Bonds unverändert erhalten. Lediglich beim Anforderungsprofil an einen Covered Bond gemäß Artikel 180 der Delegierten Verordnung (EU) 2015/35 wird in der neuen Fassung auf die Anforderungen der Covered Bond-Richtlinie (EU) 2019/2162 abgestellt. Dies stellt unseres Erachtens eine rein formale und keine qualitative Änderung dar, die nicht zu einem veränderten Anforderungsprofil für gedeckte Anleihen führt. Deutlich umfassender sind dagegen die Anpassungen der Kapitalanforderungen, beispielsweise Änderungen bei der Ermittlung des Volatility Adjustment (VA) zur stärkeren Dämpfung kurzfristiger Spreadvolatilitäten.

Solvency II: Standardmodell und Marktrisikomodell relevant für Covered Bonds

Im Rahmen von Solvency II bzw. in der Delegierten Verordnung (EU) 2015/35 werden drei Ansätze zur Ableitung der Solvency Capital Requirements vorgegeben: i) Vereinfachte Berechnungsansätze, ii) der SCR-Standardansatz sowie iii) interne Modelle. Im Fokus dieses Beitrags steht der SCR-Standardansatz oder auch das so genannte Standardmodell, das auf einem modularen Ansatz basiert (vgl. auch untenstehende Abbildung „Solvency II: Überblick Standardmodell“). So erfolgt die Ableitung der Kapitalanforderungen auf Ebene sog. Risiko- bzw. Sub-Risikomodelle, die sich u.a. aus den Modulen SCR_{Market}, SCR_{Health}, $SCR_{Default}$, SCR_{Life} und $SCR_{Non\text{-}Life}$ zusammensetzen und zur SCR-Ermittlung aggregiert werden. Dabei wird gemäß EIOPA das o.g. Konfidenzniveau (99,5%) jeweils auf Ebene der Risiko- bzw. Sub-Risikomodelle veranschlagt. Um außerdem den in diesem Zuge relevanten Diversifikationseffekten Rechnung zu tragen, finden bei der Ermittlung der Kapitalanforderungen im Standardmodell entsprechende Korrelationsmatrizen Anwendung. In Bezug auf die Betrachtung von Covered Bonds ist insbesondere das SCR-Modul zum Marktrisiko (SCR_{Market}) von Relevanz. Dieses setzt sich aus den Kategorien Aktien-, Konzentrations-, Spread-, Zinsänderungs-, Immobilien- sowie Wechselkursrisiko zusammen. Während Covered Bond-Positionen lediglich indirekt mit Währungs- und Zinsänderungsrisiken verknüpft sind, ist die Bedeutung in Bezug auf das Spread- sowie das Konzentrationsrisiko wesentlich größer. Methodisch wird beim Spread-Risiko, wie auch bei den anderen Risikoarten, zur Ermittlung des SCR ein Stressszenario unterstellt, durch welches Kursrückgänge ausgelöst werden. Im Spreadrisiko ist dieser Risikofaktor eine Funktion der Ratingeinstufung einer anerkannten externen Ratingagentur (External Credit Assessment Institution, ECAI) sowie der modifizierten Duration des Bonds.

Solvency II: Überblick Standardmodell

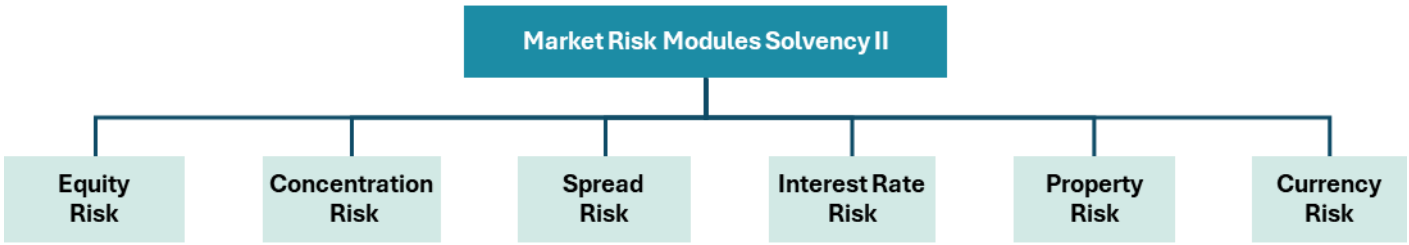


Quelle: EIOPA, NORD/LB Floor Research

Covered Bonds unter Solvency II begünstigt

Aufgrund des hohen Anteils, der im Rahmen der Asset Allocation bei Versicherern auf Bond-Positionen entfällt, kommt insbesondere dem Spreadrisiko eine hohe Bedeutung im Rahmen der SCR-Ermittlung zu. Das Spreadrisiko hängt im Wesentlichen von der Bonitätseinstufung sowie der Duration der Anlage ab. Dabei führen schlechtere Ratings bzw. längere Kapitalbindungsdauern zu höheren Unterlegungspflichten für die Versicherer. Gleichwohl kommt es mit Blick auf Durationen größer fünf Jahre zu geringeren Anstiegen bei der Eigenkapitalbedingung, die u.a. der Bedeutung der fristenkongruenten Anlagestrategien von Lebensversicherern Rechnung tragen sollen. Für Covered Bonds (also derzeit für Schuldverschreibungen im Sinne des Artikels 52 (4) der Richtlinie 2009/65/ EWG) gelten gemäß Solvency II bzw. Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) spezifische Anforderungen bei der Kapitalunterlegung, die zu einer regulatorischen Begünstigung gegenüber anderen Zinstiteln, z.B. Corporate Bonds oder Asset Backed Securities (ABS), führen.

Solvency II: Marktrisikomodule



Quelle: EIOPA, NORD/LB Floor Research

Spreadrisiko im Rahmen der SCR-Ermittlung für Covered Bonds

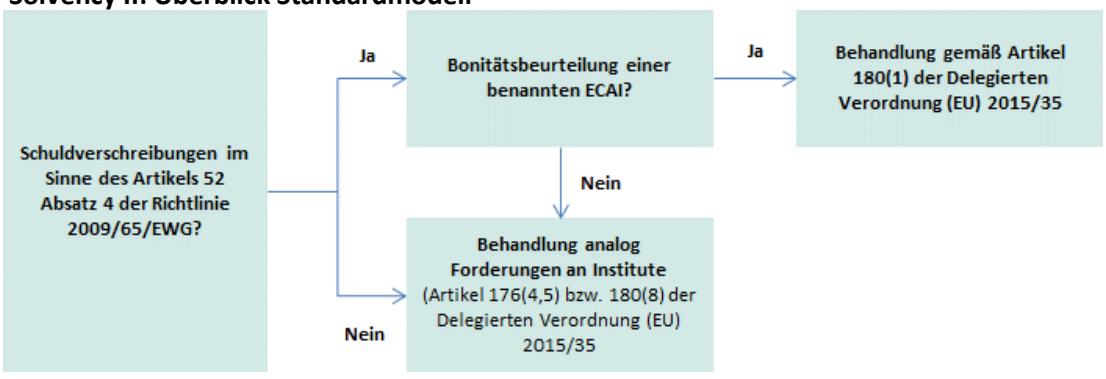
Im Rahmen des Solvency II-Rahmenwerks wird davon ausgegangen, dass Covered Bonds hoher Bonitätseinstufung durch einen diversifizierten Pool von Vermögenswerten gedeckt sind und dass dieser Cover Pool den größten Teil des Werts der Anleihe bei einem Ausfall besichert. Gemäß Artikel 180 (1) der Delegierten Verordnung (EU) 2015/35 gelten für Covered Bonds im Sinne des Artikels 52 (4) der Richtlinie 2009/65/EWG mit Credit Quality Steps (CQS) von 0 oder 1 (siehe Mapping-Tabelle) daher im Standardmodell die nachfolgenden Vorgaben zur Ermittlung des Risikofaktors zur Quantifizierung des SCR für Spreadrisiken. Wie der SCR-Berechnungstabelle zu entnehmen ist, leitet sich gemäß den angegebenen Formeln für Covered Bonds mit den entsprechenden Bonitäten im Vergleich zu Corporate Bonds eine geringere Kapitalbelastung aus dem SCR für Spreadrisiken ab. Für Covered Bonds der CQS 2 oder darunter ist im Rahmen der SCR-Ermittlung kein niedrigerer Risikofaktor anzuwenden, d.h., im Rahmen der Berechnung der Kapitalbelastung stimmen die Formeln für CQS 2-Covered Bonds mit denen für Corporate Bonds anzuwendenden Formeln überein.

Mapping von Ratingeinschätzungen im Rahmen von Solvency II

	CQS 0	CQS 1	CQS 2	CQS 3	CQS 4	CQS 5	CQS 6
Fitch	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC, CC, C, RD, D
Moody's	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa, Ca, C
S&P	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC, CC, C, D
DBRS	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC, CC, C, D
Scope	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC, CC, C, D

Quelle: Verordnung (EU) 2016/1800, NORD/LB Floor Research

Solvency II: Überblick Standardmodell



Quelle: EIOPA, NORD/LB Floor Research

Staatsanleihen von EU-Mitgliedern sowie mit Bonitätsstufe 0 und 1 mit Risikofaktor Null
Die relative Begünstigung der Covered Bonds im Rahmen der SCR-Ermittlung muss jedoch vor dem Hintergrund der Behandlung von Sovereign Bonds relativiert werden. So profitiert die Attraktivität von Schuldverschreibungen der EU-Mitgliedsstaaten (unabhängig vom CQS bzw. Rating) sowie von Staaten mit den Credit Quality Steps 0 und 1 von einem Risikofaktor unter Stress von 0%. Auch wenn der Prozess der Assetallokation nicht allein auf die regulatorische Kapitalbindung reduziert werden darf, würden wir mit Blick auf die regulatorische Eigenkapitalbindung an dieser Stelle durchaus von einer höheren Attraktivität dieser Anleihen gegenüber Covered Bonds sprechen.

Solvency II: SCR-Berechnung für Covered Bonds, Sovereigns, Corporate Bonds und Asset Backed Securities

Assets	CQS	≤5y	5y to ≤10y	10y to ≤15y	15y to ≤20y	>20y
Covered Bonds	CQS 0	0.7%*D	3.5%+0.5%*(D-5)	6.0%+0.5%*(D-10)	8.5%+0.5%*(D-15)	11.0%+0.5%*(D-20)
	CQS 1	0.9%*D	4.5%+0.5%*(D-5)	7.0%+0.5%*(D-10)	9.5%+0.5%*(D-15)	12.0%+0.5%*(D-20)
	CQS 2	1.4%*D	7.0%+0.7%*(D-5)	10.5%+0.5%*(D-10)	13.0%+0.5%*(D-15)	15.5%+0.5%*(D-20)
	CQS 3	2.5%*D	12.5%+1.5%*(D-5)	20.0%+1.0%*(D-10)	25.0%+1.0%*(D-15)	30.0%+0.5%*(D-20)
	CQS 4	4.5%*D	22.5%+2.5%*(D-5)	35.0%+1.8%*(D-10)	44.0%+0.5%*(D-15)	46.6%+0.5%*(D-20)
	Not rated	3.0%*D	15.0%+1.7%*(D-5)	23.5%+1.2%*(D-10)	29.5%+1.2%*(D-15)	35.5%+0.5%*(D-20)
Sovereign EU[1]	not relevant	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Sovereign third country	CQS 0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	CQS 1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	CQS 2	1.1%*D	5.5%+0.6%*(D-5)	8.4%+0.5%*(D-10)	10.9%+0.5%*(D-15)	13.4%+0.5%*(D-20)
	CQS 3	1.4%*D	7.0%+0.7%*(D-5)	10.5%+0.5%*(D-10)	13.0%+0.5%*(D-15)	15.5%+0.5%*(D-20)
	CQS 4	2.5%*D	12.5%+1.5%*(D-5)	20.0%+1.0%*(D-10)	25.0%+1.0%*(D-15)	30.0%+0.5%*(D-20)
Corporate Bonds	CQS 0	0.9%*D	4.5%+0.5%*(D-5)	7.0%+0.5%*(D-10)	9.5%+0.5%*(D-15)	12.0%+0.5%*(D-20)
	CQS 1	1.1%*D	5.5%+0.6%*(D-5)	8.5%+0.5%*(D-10)	11.0%+0.5%*(D-15)	13.5%+0.5%*(D-20)
	CQS 2	1.4%*D	7.0%+0.7%*(D-5)	10.5%+0.5%*(D-10)	13.0%+0.5%*(D-15)	15.5%+0.5%*(D-20)
	CQS 3	2.5%*D	12.5%+1.5%*(D-5)	20.0%+1.0%*(D-10)	25.0%+1.0%*(D-15)	30.0%+0.5%*(D-20)
	CQS 4	4.5%*D	22.5%+2.5%*(D-5)	35.0%+1.8%*(D-10)	44.0%+0.5%*(D-15)	46.6%+0.5%*(D-20)
Senior STS[2]	CQS 0	1.0%*D	5.0%+0.6%*(D-5)	8.0%+0.6%*(D-10)	11.0%+0.6%*(D -15)	14.0%+0.6%*(D-20)
	CQS 1	1.2%*D	6.0%+0.7%*(D-5)	9.5%+0.5%*(D-10)	12.0%+0.5%*(D -15)	14.5%+0.5%*(D-20)
	CQS 2	1.6%*D	8.0%+0.8%*(D-5)	12.0%+0.6%*(D-10)	15.0%+0.6%*(D -15)	18.0%+0.6%*(D-20)
	CQS 3	2.8%*D	14.0%+1.7%*(D-5)	22.5%+1.1%*(D-10)	28.0%+1.1%*(D -15)	33.5%+0.6%*(D-20)
	CQS 4	5.6%*D	28.0%+3.1%*(D-5)	43.5%+2.2%*(D-10)	54.5%+0.6%*(D-15)	57.5%+0.6%*(D-20)

Quelle: EIOPA, NORD/LB Floor Research

D = modified duration

[1] direct central government exposure / guaranteed by EU member central governments; [2] STS = Simple, Transparent and Standardised Securitisation Products

Solvency II: Für das SCR-Konzentrationsrisiko relevante Schwellenwerte

Bond type	ECAI rating	Concentration threshold
Corporate Bonds, sub + hybrid debt, ABS, CDO	AAA – AA	3.0%
	A	3.0%
	BBB	1.5%
	BB or lower	1.5%
Covered Bonds	AAA – AA	15.0%
Exposure to EEA state, European Central Bank (ECB), multilateral development banks (MDB), international organisations (IO)	Not relevant	none

Quelle: EIOPA, NORD/LB Floor Research

Konzentrationsrisiko: Gesonderte Behandlung von Covered Bonds

Eine zu starke Fokussierung auf eine Einzeladresse wird darüber hinaus im Rahmen des SCR-Marktrisiko-Untermoduls zur Marktrisikokonzentration berücksichtigt. Sobald die Forderungshöhe bei Ausfall einer Gegenpartei eine festgelegte Konzentrationsschwelle (oder auch Concentration Risk Threshold) überschreitet, wird die Ermittlung eines entsprechenden SCR für Konzentrationsrisiken notwendig. Das Konzentrationsrisiko ist im Unterkapitel 6 „Market risk concentrations sub-module“ in den Artikeln 182 bis 187 der Delegierten Verordnung (EU) 2015/35 geregelt. Dabei ist die Konzentrationsschwelle als Prozentwert auf die Assets – also im Wesentlichen dem Wert aller von einem Versicherungs- oder Rückversicherungsunternehmen gehaltenen Vermögenswerte – zu interpretieren. Generell gilt dabei, dass die gewichtete durchschnittliche Bonitätseinstufung der Risikoexponierung gegenüber einer Einzeladresse maßgeblich für die Ableitung der Konzentrationsschwelle ist. Für die Bonitätseinstufungen 0, 1 und 2 sind als Schwelle 3% anzusetzen. Für die Einstufungen 3 bis 6 gelten 1,5%. Im Rahmen des Untermoduls zur Marktrisikokonzentration ist für Covered Bonds mit einer Bonitätseinstufung von 0 oder 1 eine erhöhte Konzentrationsschwelle von 15% anzusetzen (vgl. auch Artikel 187 (1) der Delegierten Verordnung (EU) 2015/35). Damit wird für Covered Bonds mit besonders hoher Bonität eine deutlich höhere Schwelle angesetzt als beispielsweise für Corporate Bonds und ABS, wodurch insgesamt ein geringerer SCR zu veranschlagen ist. Gleichwohl muss jedoch auch hier hervorgehoben werden, dass Forderungen gegenüber EU-Staaten oder auch multilateralen Entwicklungsbanken wiederum durch eine grundsätzliche Ausnahme in Bezug auf die SCR-Ermittlung für Konzentrationsrisiken gegenüber Covered Bonds begünstigt sind.

SSA/Public Issuers
Die Zeit drängt bei der Recovery and Resilience Facility (RRF)

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

Einleitung

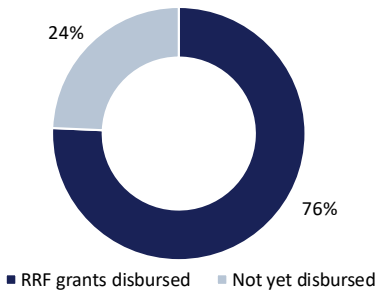
Die Recovery and Resilience Facility (RRF) ist das zentrale Finanzierungsinstrument der EU zur Bewältigung der wirtschaftlichen und sozialen Folgen der COVID-19-Pandemie. Sie ist 2021 in Kraft getreten, bildet das Herzstück des europäischen Aufbauprogramms NGEU (NextGenerationEU) und stellt den Mitgliedsstaaten umfangreiche Investitionsmittel bereit. Der Gesamtumfang der RRF liegt bei rund EUR 575 Mrd., bestehend aus Zuschüssen (EUR 360 Mrd.) und Darlehen (EUR 215 Mrd.). Das Programm ist bekanntermaßen zeitlich begrenzt und läuft Ende 2026 aus; bis dahin müssen die Mittel ausgezahlt sein. Für die Auszahlung maßgeblich ist dabei die Erreichung der vereinbarten Meilensteine und Zielvorgaben bis zum 31. August 2026.

Die RRF als zentrales Instrument der NGEU

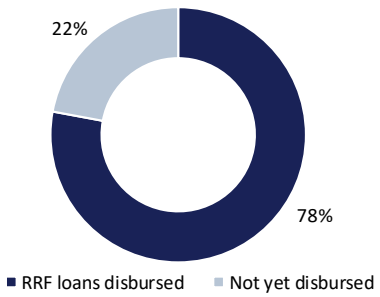
Über die RRF stellt die EU-Kommission den Mitgliedsstaaten finanzielle Mittel für die Umsetzung nationaler Reformen und Investitionen bereit, die im Einklang mit den politischen Prioritäten der EU stehen. Im Fokus stehen insbesondere zwei strategische Ziele: die Erreichung der Klimaneutralität bis 2050 sowie die Beschleunigung des digitalen Wandels innerhalb der EU. Voraussetzung für den Zugang zu RRF-Mitteln ist die Vorlage nationaler Recovery and Resilience Pläne, in denen die Mitgliedsstaaten konkrete Reform- und Investitionsmaßnahmen bis Ende 2026 definieren. Diese Pläne müssen sowohl zur wirtschaftlichen Erholung beitragen als auch die langfristige Resilienz stärken sowie sich an den staatenspezifischen Empfehlungen des Europäischen Semesters orientieren. Grundsätzlich gelten verbindliche Mindestquoten für die Mittelverwendung: Mindestens 37% der geplanten Ausgaben müssen dem Klimaschutz dienen und mindestens 20% dem digitalen Wandel. Die genehmigten nationalen Pläne übertreffen diese Zielwerte in der Regel deutlich, was die starke Ausrichtung der Investitionen auf diese beiden Transformationsbereiche unterstreicht. Die RRF ist in sechs zentrale Politikfelder („Säulen“) strukturiert:

- Ökologischer Wandel
- Digitaler Wandel
- Wirtschaftlicher Zusammenhalt, Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit
- Sozialer und territorialer Zusammenhalt
- Gesundheit und wirtschaftliche soziale sowie institutionelle Resilienz
- Maßnahmen für die nächste Generation

Stand der erfolgten Auszahlungen (Zuschüsse)



Stand der erfolgten Auszahlungen (Kredite)



Quelle: EU, NORD/LB Floor Research

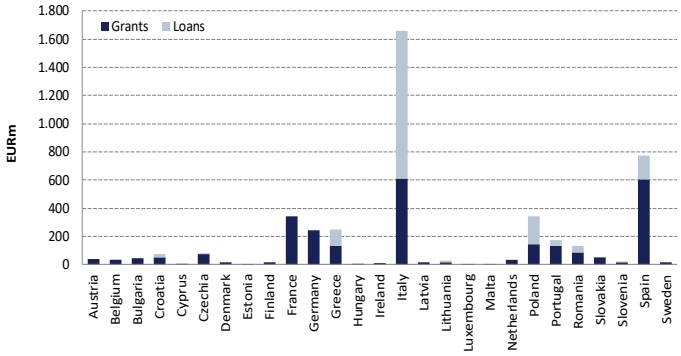
Aktueller Stand der Auszahlungen bei Krediten und Zuschüssen

Die Auszahlungen der RRF erfolgen leistungsbasiert und sind an die Erreichung der in den nationalen Aufbau- und Resilienzplänen definierten Meilensteinen und Zielvorgaben geknüpft. Dadurch soll sichergestellt werden, dass Mittel zielgerichtet und im Einklang mit den strategischen Prioritäten der EU eingesetzt werden. Aktuell wurden insgesamt rund EUR 440 Mrd. und damit etwa 77% des Gesamtvolumens an die Mitgliedsstaaten ausgezahlt, sodass im Hinblick auf die verbleibenden vier Monate noch ein erheblicher Betrag zur Auszahlung ansteht – vorausgesetzt, dass die letzten Etappenziele bis zum 31. August zufriedenstellend erfüllt sind. Ein Großteil der bislang abgerufenen Mittel entfällt bisher mit rund EUR 272,5 Mrd. auf Zuschüsse, während sich die Inanspruchnahme von Darlehen aktuell auf EUR 167,5 Mrd. beläuft. Mit Blick auf die Mittelverwendung zeigt sich, dass ein wesentlicher Anteil auf die Förderung des grünen Wandels sowie die digitale Transformation entfällt. Nach Genehmigung eines nationalen Plans durch die EU-Kommission und den Rat können die Mitgliedsstaaten zunächst eine Vorauszahlung von bis zu 13% der zugewiesenen Mittel erhalten. Weitere Auszahlungen erfolgen – in der Regel bis zu zweimal jährlich – auf Antrag des jeweiligen Mitgliedsstaats, sofern die vereinbarten Fortschritte bei Reformen und Investitionen von der Kommission positiv bewertet werden. Sollten Meilensteine oder Zielvorgaben nicht zufriedenstellend erfüllt werden, kann die EU-Kommission Zahlungen ganz oder teilweise aussetzen bzw. kürzen. In diesem Fall erhalten die Mitgliedsstaaten die Möglichkeit, innerhalb eines begrenzten Zeitraums nachzubessern oder ihre Pläne unter objektiven Gesichtspunkten anzupassen und erneut zur Genehmigung vorzulegen.

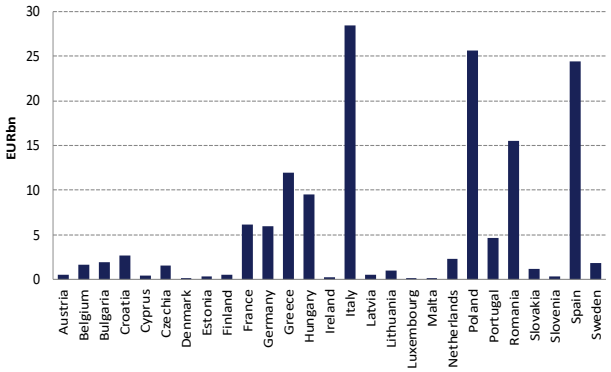
Stand der Auszahlungen nach Mitgliedsstaaten

Mit Blick auf die erfolgten Auszahlungen wird deutlich, dass Italien mit rund EUR 166 Mrd. absolut betrachtet mit großem Abstand die meisten Mittel erhalten hat, während Spanien (EUR 77,6 Mrd.) und Polen (EUR 34,2 Mrd.) auf Rang zwei bzw. drei folgen. Die wenigsten Mittel haben bislang Luxemburg (EUR 90 Mio.), Malta (EUR 234 Mio.) und Zypern (EUR 589 Mio.) erhalten. Auch Ungarn findet sich eher am unteren Ende wieder: Aufgrund damals ausgesprochener Rechtsstaatlichkeitsbedenken wurden bisher lediglich rund EUR 920 Mio. und damit knapp 9% der möglichen Mittel ausgezahlt. Nach der ungarischen Parlamentswahl im April 2026 hat sich die Perspektive für die Freigabe der zurückgehaltenen EU-Mittel hingegen deutlich verbessert. Mit dem Wahlsieg der proeuropäischen Tisztelet és Szabadság Párt (TISZA) unter Péter Magyar und ihrer Zweidrittelmehrheit im Parlament bestehen nun grundsätzlich bessere Voraussetzungen, die von der EU geforderten Reformen umzusetzen. Bei Italien stehen noch etwa EUR 28,4 Mrd. (14,6% des Planvolumens) zur Auszahlung aus, bei Polen EUR 25,7 Mrd. (42,9%) und Spanien EUR 24,4 Mrd. (23,9%).

Auszahlungen nach EU-Staaten nach Kategorie



Noch offene Volumen der EU-Staaten

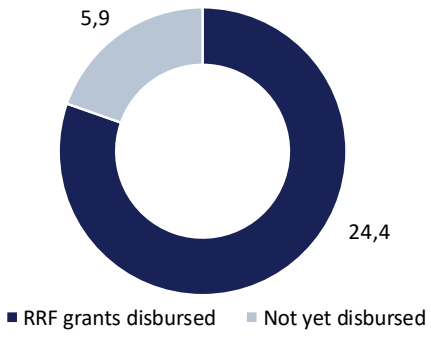


Quelle: EU, NORD/LB Floor Research

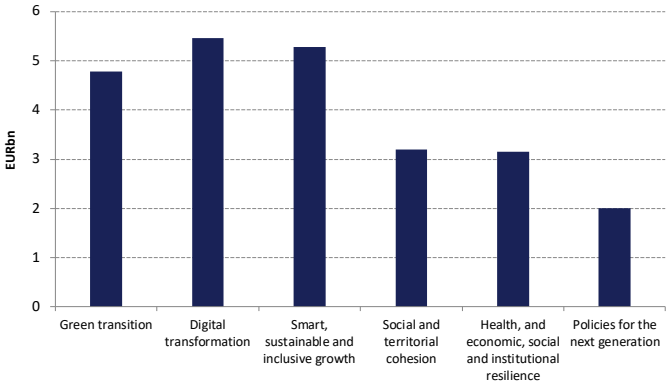
Der deutsche Aufbau- und Resilienzplan

Der von Deutschland vorgelegte Aufbau- und Resilienzplan („Deutscher Aufbau- und Resilienzplan“; DARP) wurde am 13. Juli 2021 durch den EU-Rat genehmigt und seitdem mehrfach angepasst, zuletzt im Januar 2026. Das Gesamtvolumen beläuft sich weiterhin auf rund EUR 30,3 Mrd. in Form nicht rückzahlbarer Zuschüsse; Darlehen wurden nicht beantragt. Die Mittelallokation spiegelt eine deutliche Fokussierung auf Zukunftsinvestitionen wider. Mindestens 49,5% der Mittel entfallen auf Klimaschutzziele, während 47,5% für den digitalen Wandel vorgesehen sind. Damit erfüllt Deutschland die EU-Vorgaben (mind. 37% Klima, 20% Digitales) deutlich. Mit Blick auf die Umsetzung wurden bislang rund EUR 24,4 Mrd. (rund 80%) ausgezahlt, sodass Deutschland bezogen auf die getätigten Auszahlungen nach aktuellem Stand der sechstgrößte Empfänger ist. Die restlichen EUR 5,9 Mrd. sollen bis Ende 2026 nach Umsetzung der vereinbarten Meilensteine und Zielwerte ausgezahlt werden. Dabei werden die Auswirkungen des Programms weiterhin als positiv eingeschätzt: So wird der gesamtwirtschaftliche Effekt für Deutschland auf rund EUR 66 Mrd. beziffert und läge damit mehr als doppelt so hoch wie das Volumen des DARP. Inhaltlich liegt ein Schwerpunkt auf der grünen Transformation und Digitalisierung. Im Bereich Klimaschutz umfasst der Plan u. a. umfangreiche Investitionen in die klimafreundliche Umgestaltung der Industrie, den Ausbau der Wasserstoffwirtschaft, der Wechsel zu elektrisch betriebenen Fahrzeugen sowie die energetische Gebäudesanierung. Parallel dazu werden zentrale Maßnahmen zur Digitalisierung, Förderung von Mikroelektronik und Kommunikationstechnologien sowie Entwicklung europäischer Cloud-Infrastrukturen adressiert. Im Kontext der Finanzierung über NGEU-Green Bonds ist ein signifikanter Teil der Maßnahmen als klimarelevant klassifiziert und damit grundsätzlich refinanzierungsfähig über grüne EU-Anleihen.

Stand der erfolgten Auszahlungen (Zuschüsse)



Auszahlungen nach Politikfeld



Quelle: EU, NORD/LB Floor Research

Wie geht es nun nach dem 31. August 2026 weiter?

Die regulatorischen Vorgaben sehen vor, dass die in den nationalen Aufbau- und Resilienzplänen vorgesehenen Meilensteine und Zielvorgaben bis zum 31. August 2026 erreicht und die Zahlungsanträge bis zum 30. September eingereicht sein müssen, damit die Mittel bis Jahresende ausgezahlt werden können. Heißt in der Konsequenz: Mittel, die bis Ende des Jahres nicht ausgezahlt wurden, werden seitens der EU „decommitted“, d.h. sie verlieren ihre Mittelbindung und Zuschüsse können nicht mehr von den Mitgliedsstaaten abgerufen bzw. Darlehen nicht mehr in Anspruch genommen werden. Wurden zwischenzeitlich Zahlungen ausgesetzt, mussten die notwendigen Korrekturmaßnahmen innerhalb von sechs Monaten nach dem Aussetzungsbeschluss umgesetzt werden, spätestens jedoch ebenfalls bis zum 31. August. Auch im Hinblick auf die grundsätzliche Möglichkeit die Pläne gemäß Art. 21 der EU-Verordnung 2021/241 noch anzupassen, ist die Zeit seit dem 31. Mai 2026 abgelaufen.

Einfluss auf das Funding der EU

Mit dem Auslaufen des RRF als wesentlicher Bestandteil des NGEU-Programms dürfte sich der Fundingbedarf der EU in den kommenden Jahren voraussichtlich reduzieren, allerdings rechnen wir nicht mit einem abrupten Rückgang der Volumina, da neue Finanzierungsprogramme wie z.B. das rund EUR 150 Mrd. umfassende SAFE-Programm („Security Action For Europe“) oder die Ukraine-Finanzhilfen an seine Stelle treten: So hat die EU für den Zeitraum bis Ende 2030 einen kumulierten Fundingbedarf i.H.v. EUR 700 Mrd. kommuniziert, woraus sich für die Jahre 2027-2030 ein durchschnittliches jährliches Neuemissionsvolumen i.H.v. EUR 130 Mrd. ableiten lässt. Wir gehen somit davon aus, dass auch nach Auslaufen von NGEU die Aktivitäten am Primärmarkt weiterhin hoch, die jährlichen Volumina allerdings deutlich geringer sein werden. Dabei könnte der Betrag vor dem Hintergrund der Ukraine-Finanzhilfen im kommenden Jahr allerdings etwas höher ausfallen und im Zeitverlauf schrittweise reduziert werden. Für H2/2026 hat die EU einen Fundingbedarf i.H.v. EUR 80 Mrd. kommuniziert, sodass sich das Emissionsvolumen der Staatengemeinschaft im Gesamtjahr auf etwa EUR 180 Mrd. beläuft. Dabei dürfte das hohe Fundingziel in diesem Jahr auch auf die hohen noch ausstehenden Auszahlungen der RRF zurückzuführen sein.

Kritische Einordnung

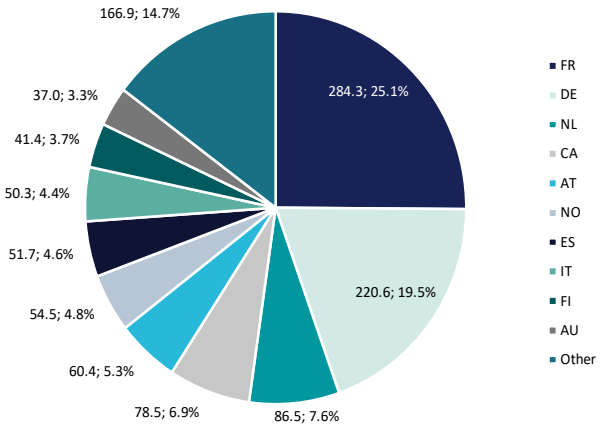
Die Umsetzung der RRF verläuft bislang langsamer als ursprünglich geplant, was maßgeblich auf Bürokratie, Verzögerungen bei den Einreichungen der Zahlungsanträge, begrenzte Umsetzungskapazitäten in den Mitgliedsstaaten sowie komplexe und teilweise nachzuverhandelnde Reformauflagen zurückzuführen ist. Gleichzeitig verzögern die an Meilensteine und Ziele geknüpften Auszahlungen das Abrufen der Mittel, sofern Reformen nicht wie geplant umgesetzt werden oder sich verzögern. Vor dem Hintergrund, dass noch immer erst rund 77% der Mittel ausgezahlt wurden, besteht auf Seiten der Mitgliedsstaaten großer Zeitdruck die im Plan vorgesehenen Meilensteine und Ziele bis zum 31. August zu erreichen, um eine vollständige Auszahlung der Mittel bis Jahresende sicherzustellen. Dass dies vollständig gelingt, darf aus unserer Sicht bezweifelt werden. Zudem warnen diverse Prüfinstanzen bereits davor, dass nicht alle Mittel fristgerecht ausgezahlt werden könnten. Kritisch zu sehen ist außerdem die begrenzte Transparenz des Instruments: Der Europäische Rechnungshof bemängelt beispielsweise, dass Ergebnisse und tatsächliche Kosten vielfach nicht nachvollziehbar sind, da Auszahlungen nicht an nachgewiesene Projektkosten, sondern an die Erreichung von zuvor definierten Meilensteinen und Zielvorgaben gebunden sind. Dadurch bleibe letztlich unklar, ob die ausgezahlten Beträge den tatsächlich angefallenen Kosten entsprechen und ob die Mittel insgesamt effizient eingesetzt werden. Zudem seien die Meilensteine teilweise unterschiedlich ambitioniert sowie zu unkonkret definiert und damit nur eingeschränkt messbar. Darüber hinaus weist der Europäische Rechnungshof darauf hin, dass bereits erhebliche Mittel ausgezahlt werden können, obwohl die zugrundeliegenden Projekte noch nicht vollständig abgeschlossen sind. Da die Mittelvergabe an das Erreichen von Zwischenzielen gekoppelt ist, bestehe aus Sicht des Europäischen Rechnungshofes zudem das Risiko, dass Gelder dauerhaft bei den Mitgliedsstaaten verbleiben, selbst wenn einzelne Maßnahmen im weiteren Verlauf nicht vollständig umgesetzt werden.

Fazit und Ausblick

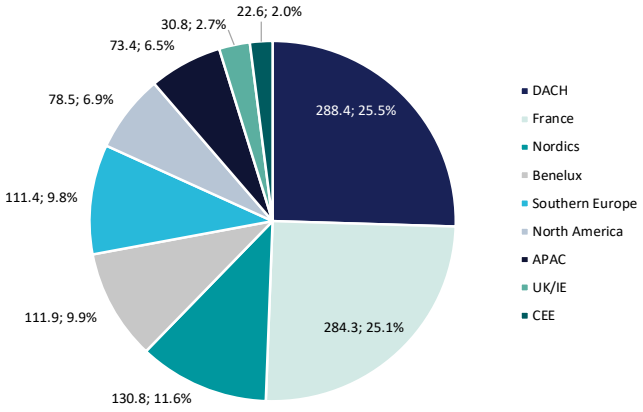
Dass das Recovery and Resilience Facility-Programm mit seinem Gesamtvolumen von rund EUR 575 Mrd. zu den bedeutendsten Maßnahmen in der Geschichte der EU zählt, ist unbestritten. Ähnlich wie in früheren Krisenzeiten steht auch hier die Stabilisierung und Weiterentwicklung der Wirtschaft im Vordergrund – wenn auch unter gänzlich anderen Voraussetzungen als bei historischen Vergleichsbeispielen. Die COVID-19-Pandemie sowie die Energie(preis)krise haben die europäischen Volkswirtschaften strukturell belastet und den Handlungsbedarf deutlich gemacht. Vor diesem Hintergrund verbindet die EU kurzfristige Konjunkturimpulse konsequent mit langfristigen Transformationszielen. Insbesondere die klare Fokussierung auf Klimaschutz und Digitalisierung ist als strategisch sinnvoll zu bewerten und wird von den Mitgliedsstaaten grundsätzlich mitgetragen. Gleichzeitig zeigen die noch nicht ausgezahlten Mittel, dass die Umsetzung komplex und von nationalen Rahmenbedingungen abhängig bleibt. Mit Blick auf die verbleibenden vier Monate bis zum Auslaufen des Programms wird entscheidend sein, ob es den Mitgliedsstaaten gelingt, die vereinbarten Meilensteine und Zielvorgaben fristgerecht zu erreichen, um zumindest einen Großteil der noch ausstehenden Volumina zu erhalten. Der größer werdende Zeitdruck sowie die an Meilensteine geknüpfte Auszahlungssystematik sprechen allerdings dafür, dass eine vollständige Ausschöpfung nicht wahrscheinlich ist.

Charts & Figures
Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



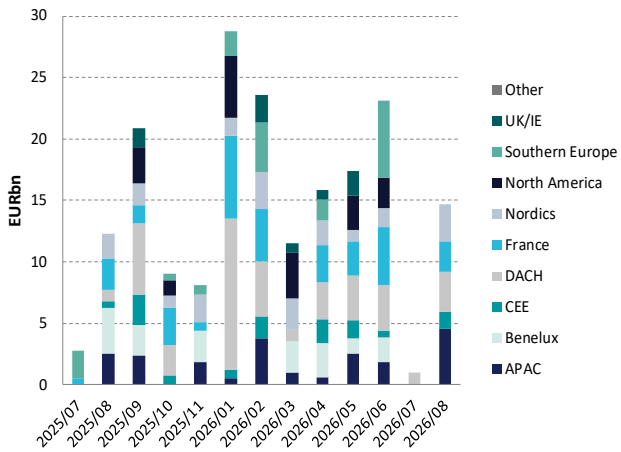
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



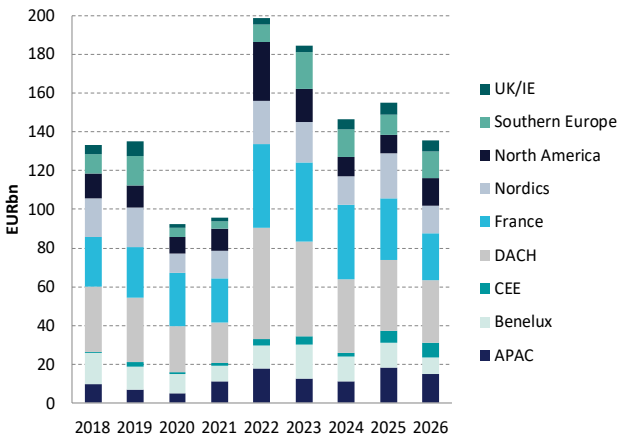
Top 10-Jurisdiktionen

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	284.3	280	42	0.97	9.0	4.1	1.88
2	DE	220.6	304	51	0.68	7.8	3.5	1.92
3	NL	86.5	85	5	0.96	10.1	5.0	1.71
4	CA	78.5	63	1	1.23	5.6	2.3	1.97
5	AT	60.4	100	5	0.60	8.2	3.4	1.73
6	NO	54.5	64	14	0.85	7.0	3.0	1.66
7	ES	51.7	47	4	1.00	9.5	3.1	2.33
8	IT	50.3	63	6	0.75	7.8	3.6	2.35
9	FI	41.4	51	5	0.80	6.5	2.8	2.13
10	AU	37.0	38	0	0.97	7.1	3.4	2.25

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

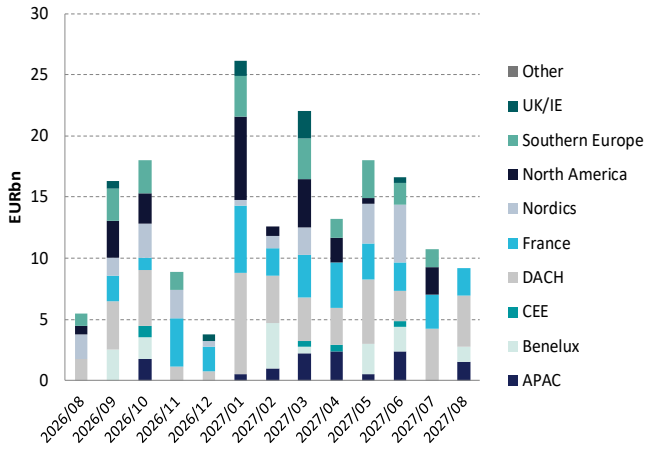


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

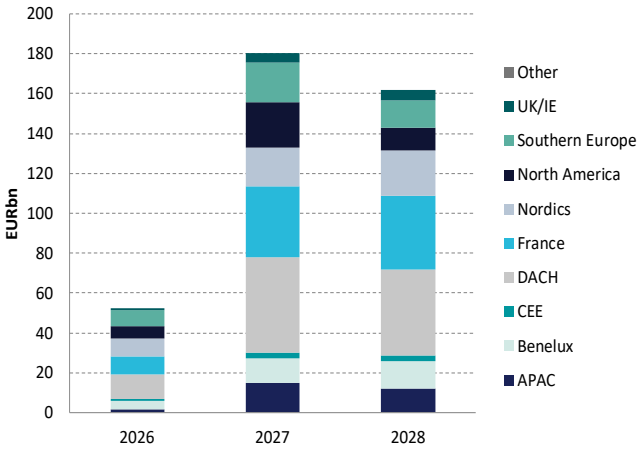


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

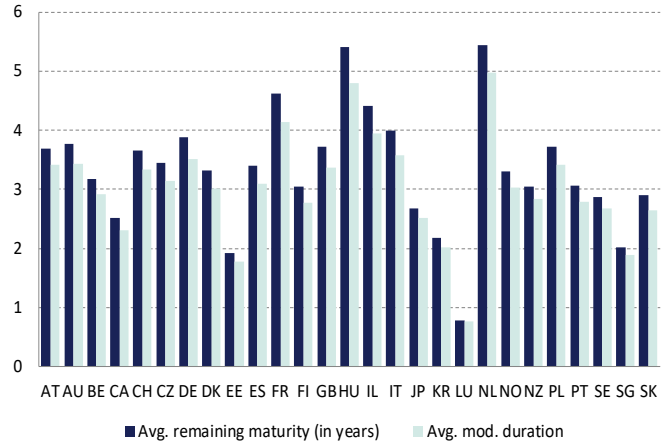
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



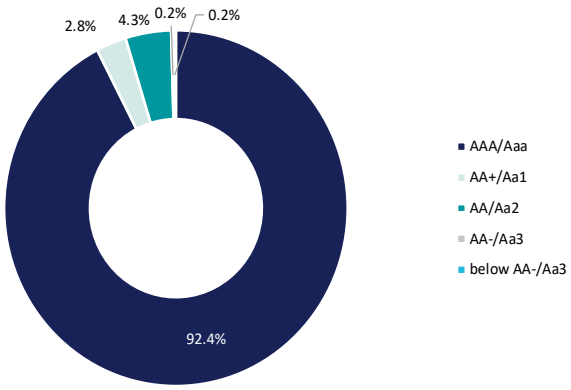
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



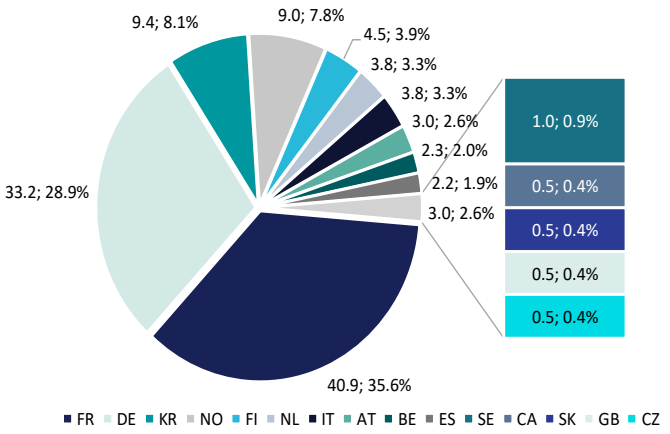
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



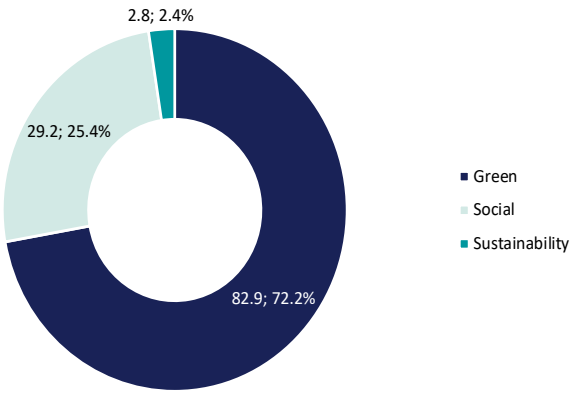
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

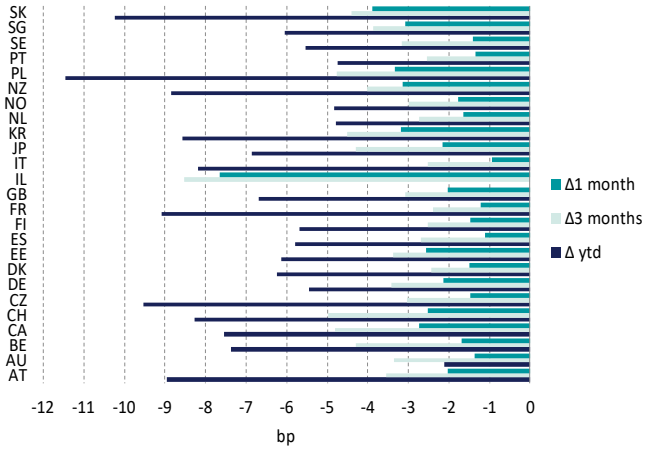


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

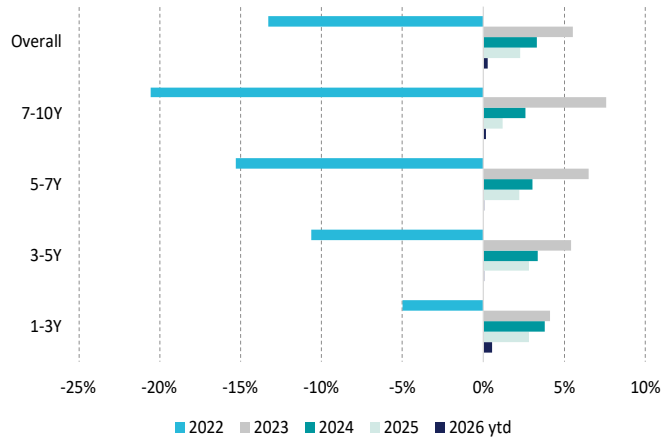


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

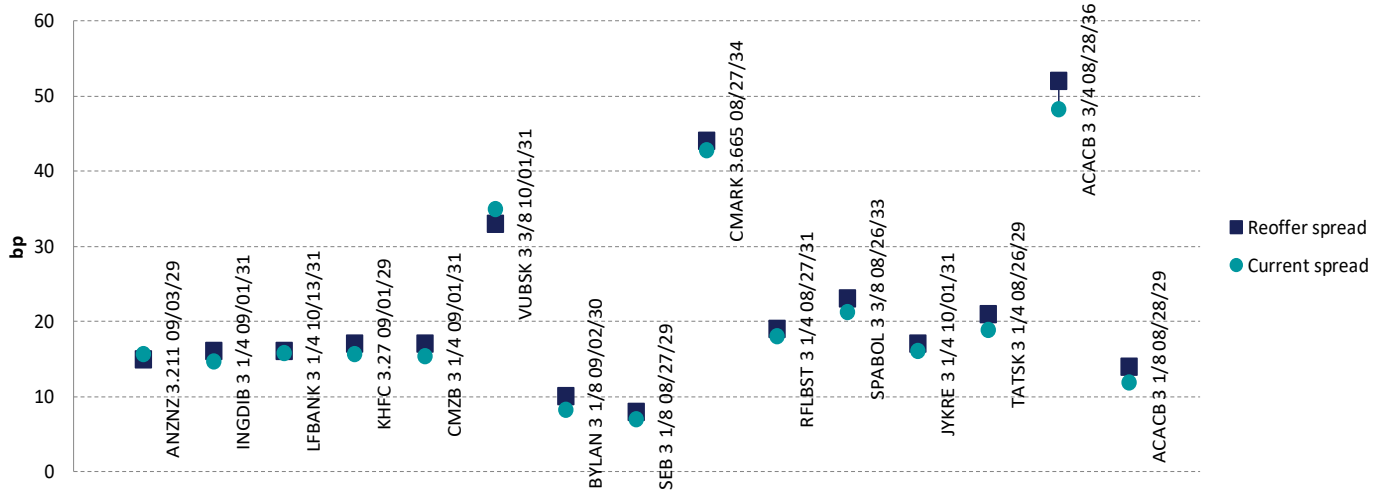
Spreadveränderung nach Land (EUR-Benchmarks)



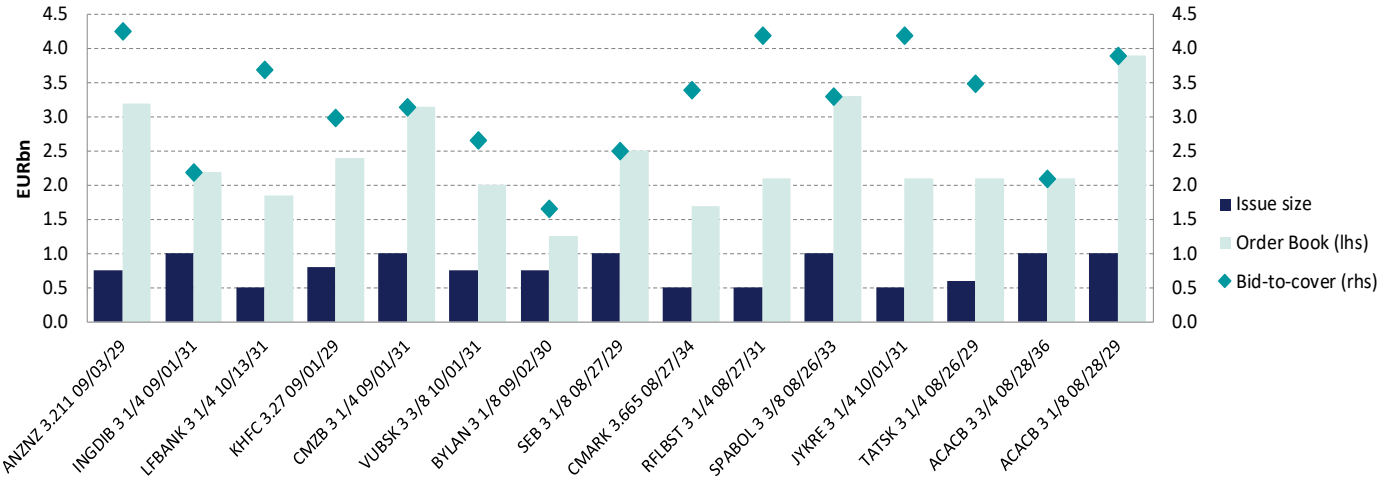
Performance EUR-Benchmarks (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



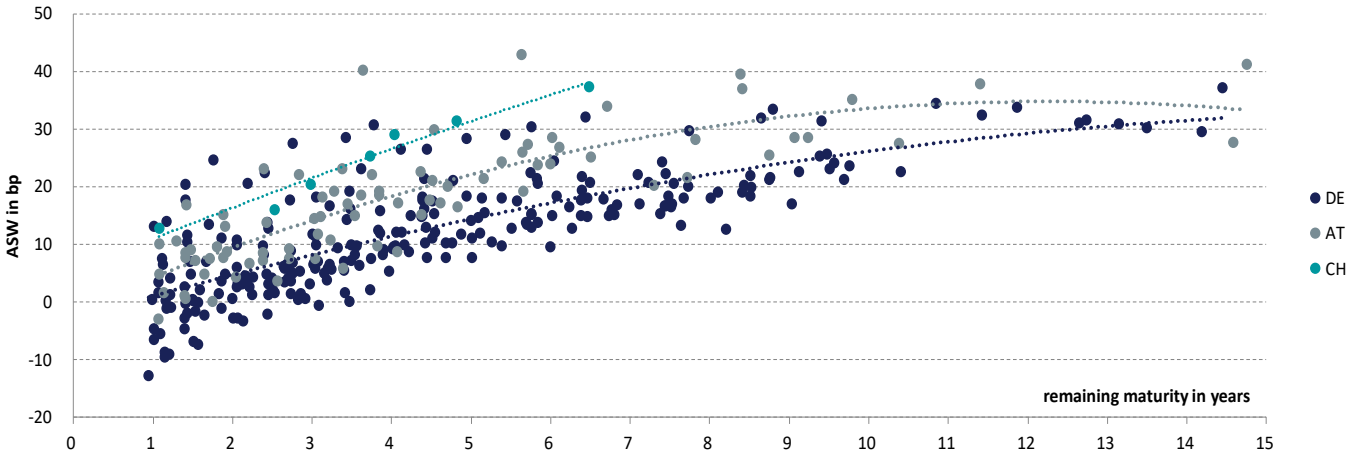
Orderbücher der letzten 15 Emissionen



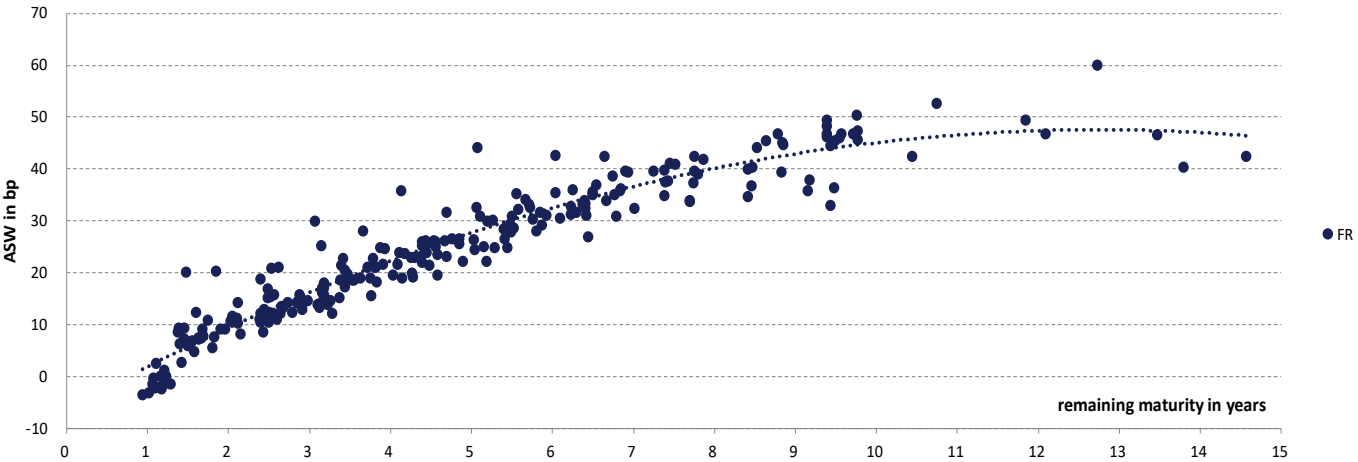
Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Spreadübersicht[1]

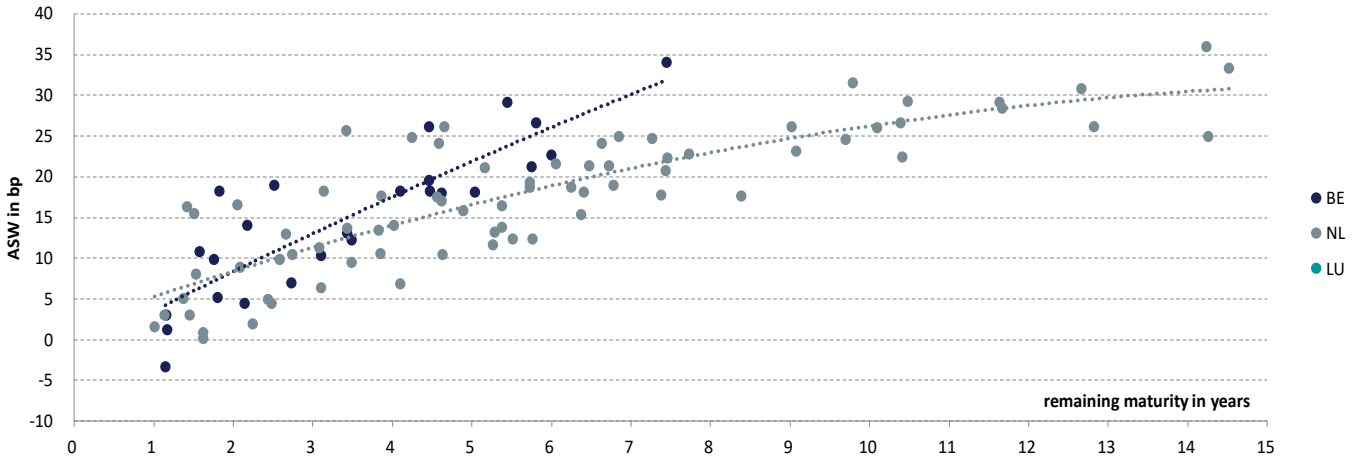
DACH



France

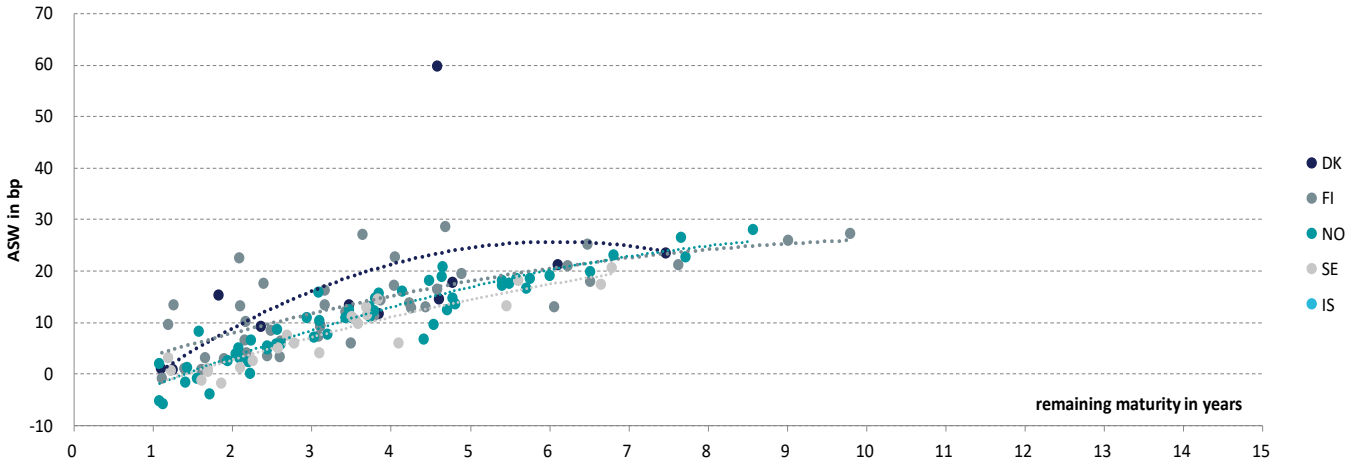


Benelux

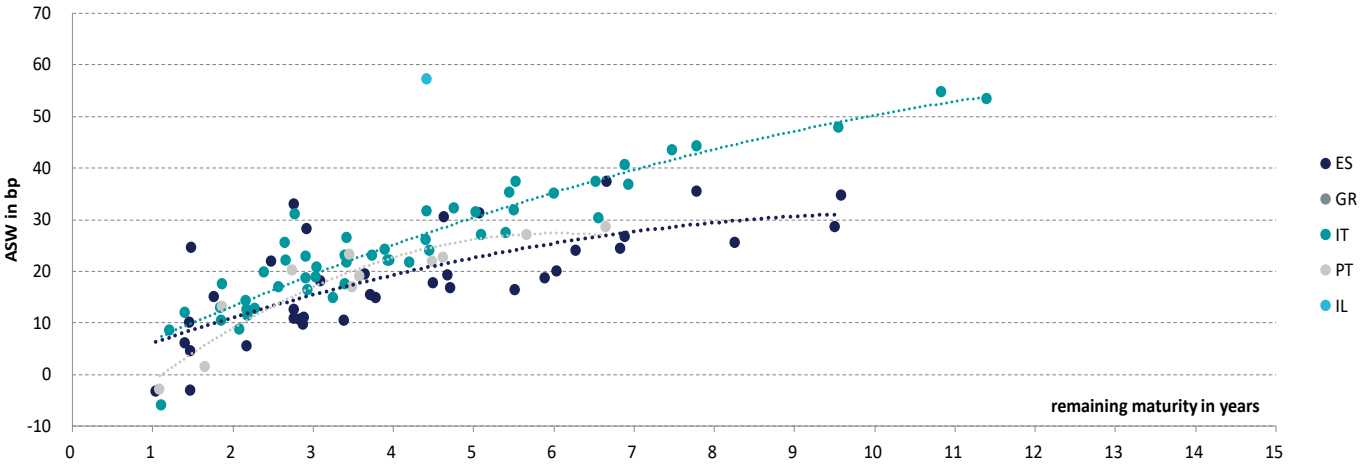


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research [1] Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

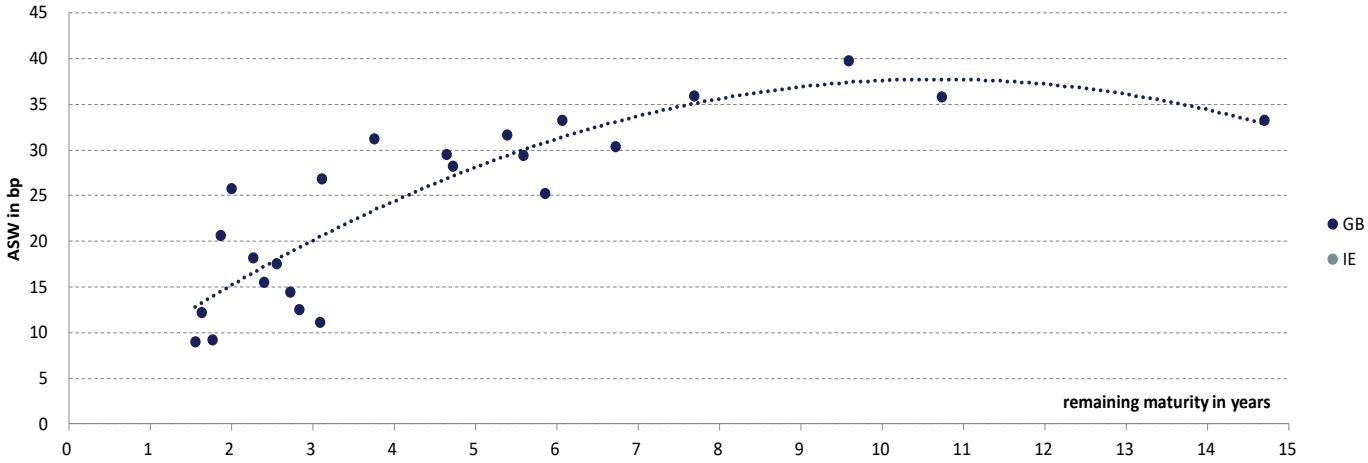
Nordics



Southern Europe

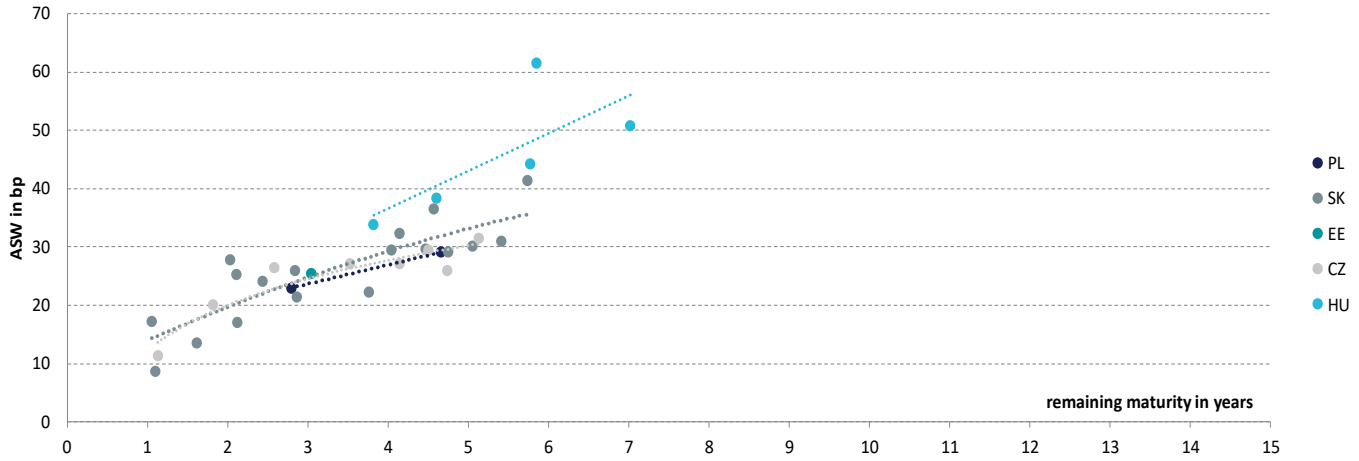


UK/IE

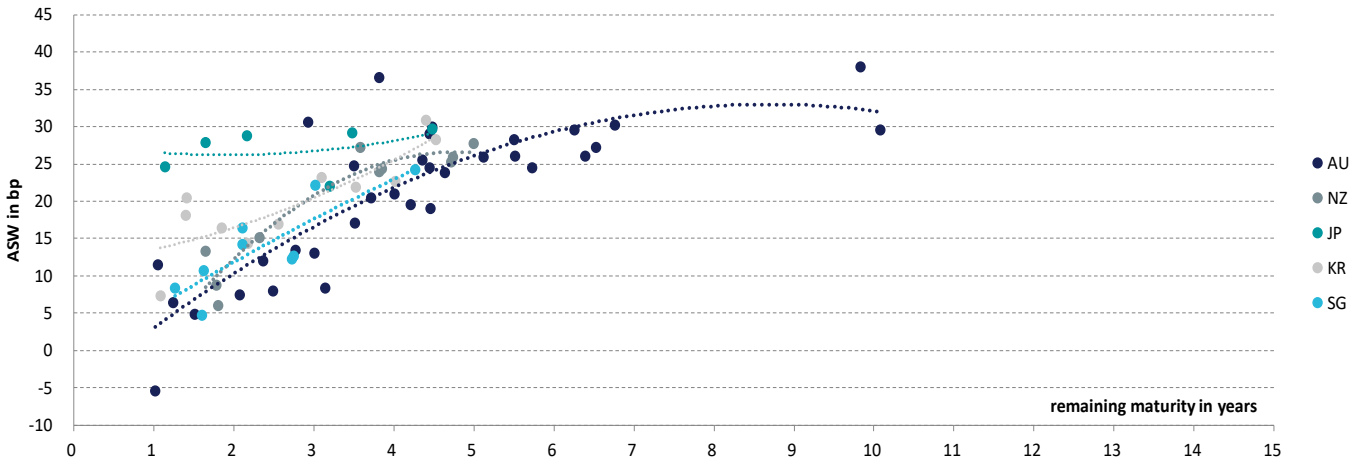


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

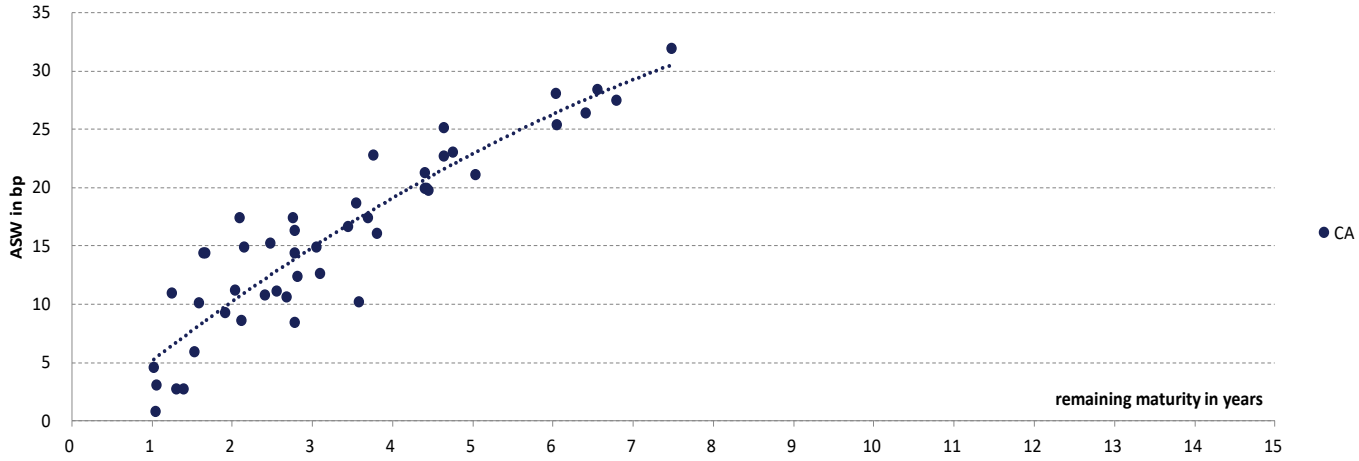
CEE



APAC



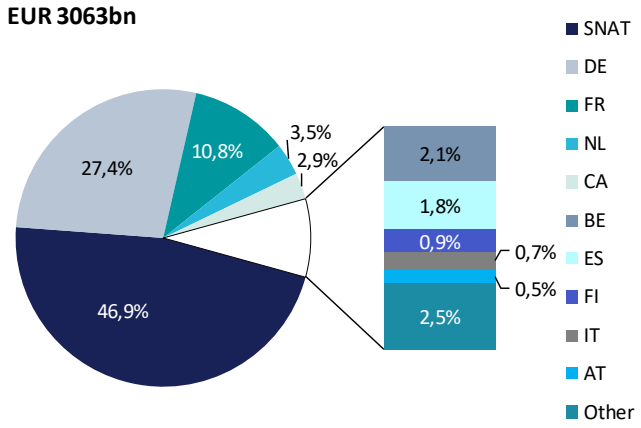
Canada



Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures
SSA/Public Issuers

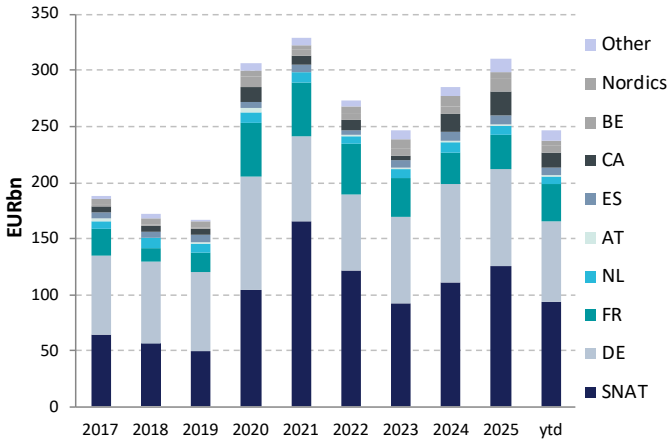
Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen



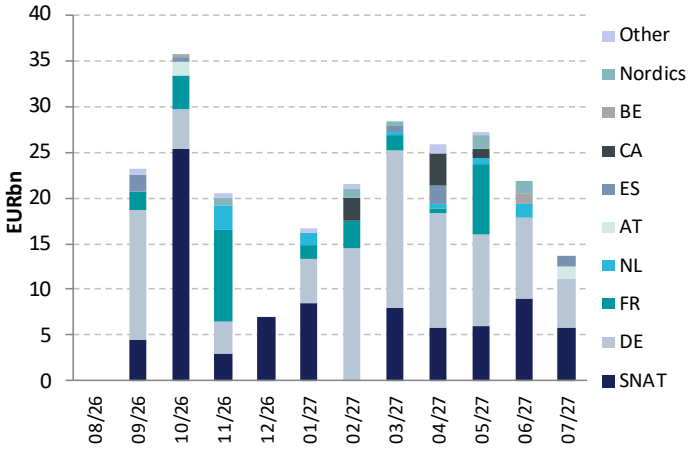
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (EURbn)	No. of bonds	ØVol. (EURbn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.437,0	285	5,0	7,3
DE	840,5	632	1,3	5,6
FR	330,3	216	1,5	5,0
NL	107,4	93	1,2	5,7
CA	87,5	73	1,2	6,1
BE	64,5	57	1,1	8,9
ES	56,2	82	0,7	4,6
FI	26,2	27	1,0	3,5
IT	19,9	27	0,7	4,1
AT	16,0	23	0,7	4,6

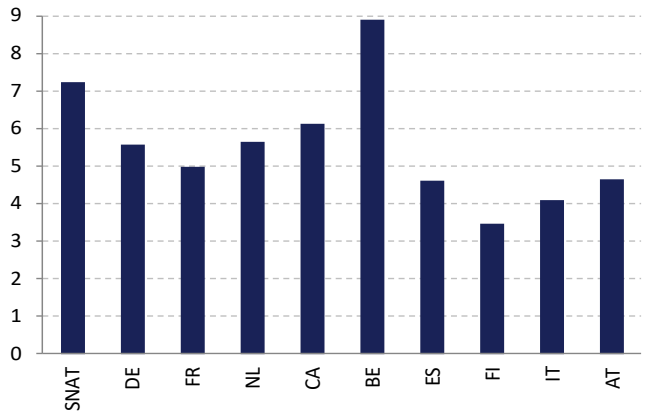
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



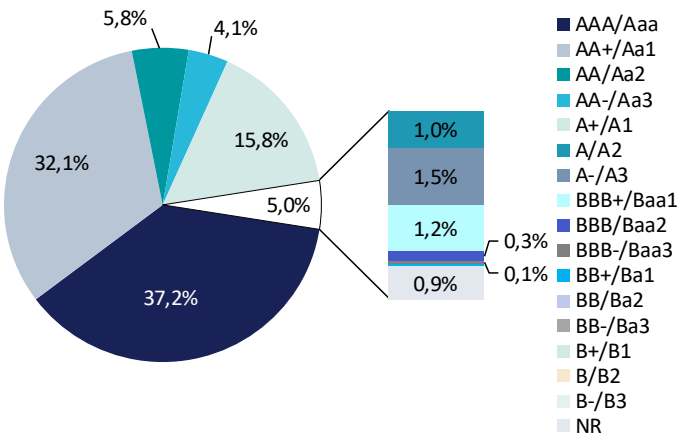
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



Vol. gew. Modified Duration nach Land

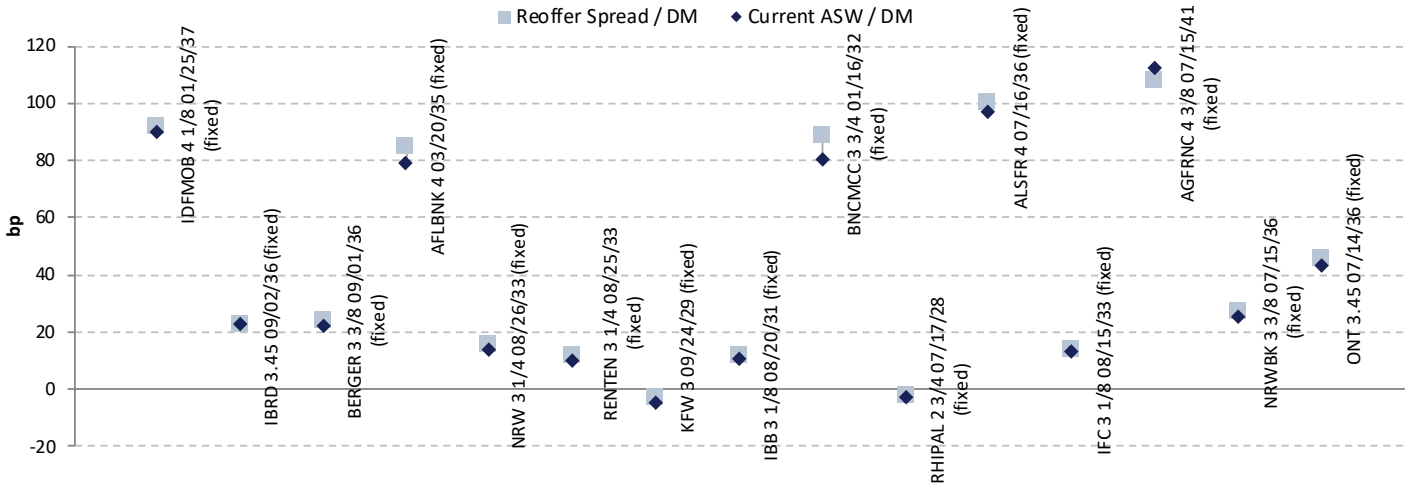


Ratingverteilung (volumengewichtet)

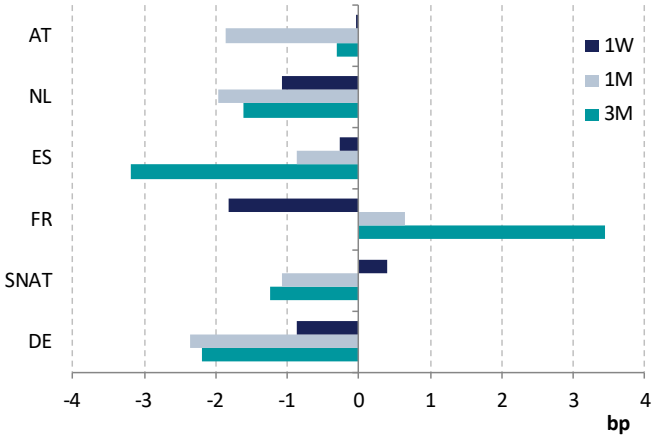


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

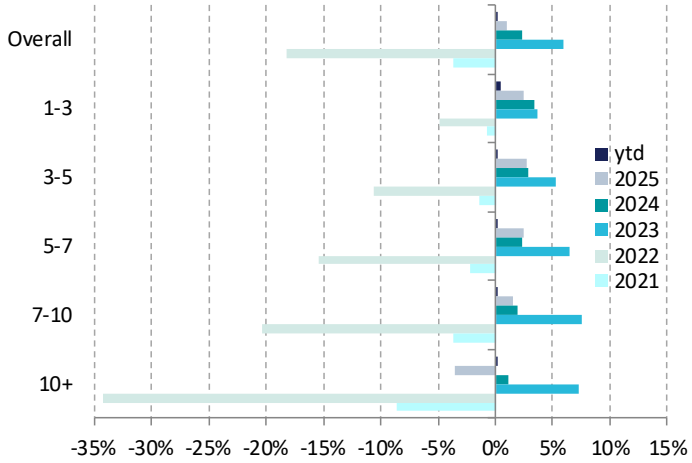
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



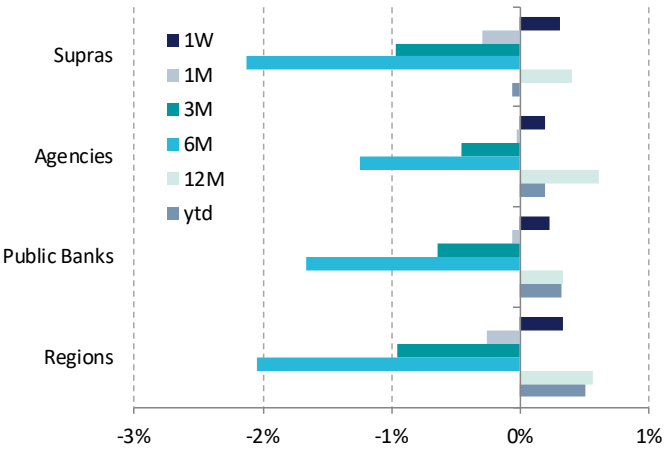
Spreadentwicklung nach Land



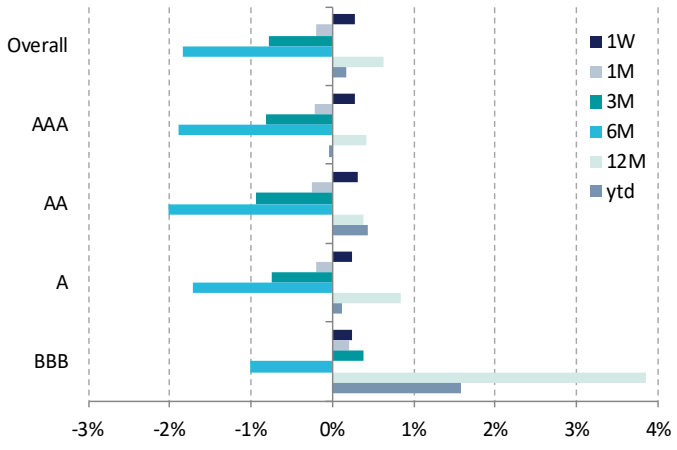
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance auf Indexebene (Total Return)

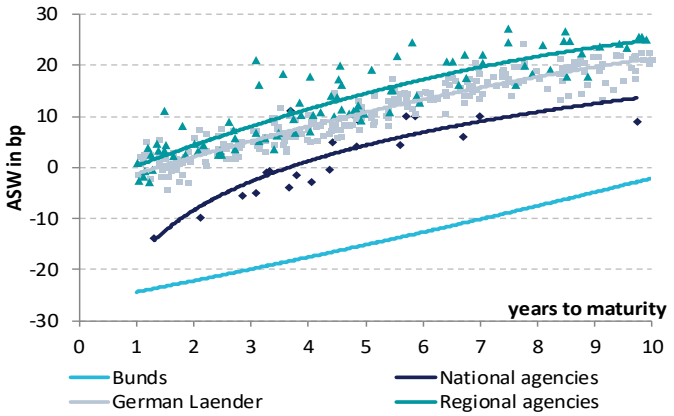


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

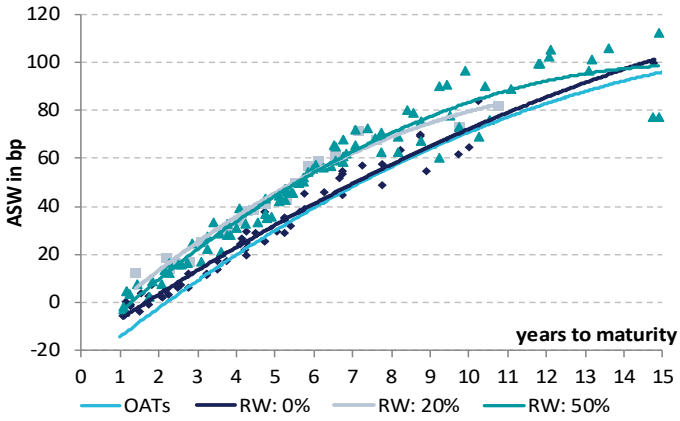


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

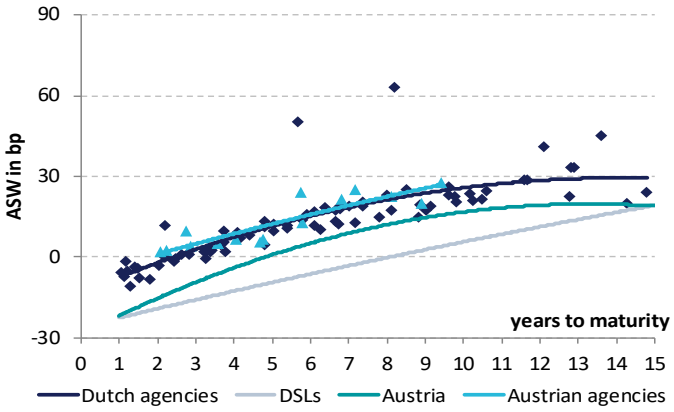
Germany (nach Segmenten)



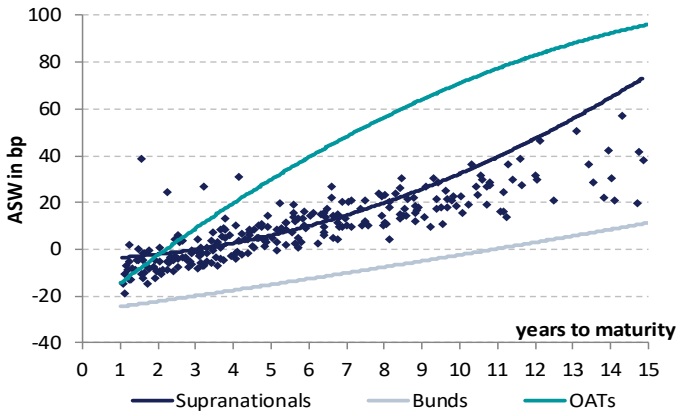
France (nach Risikogewichten)



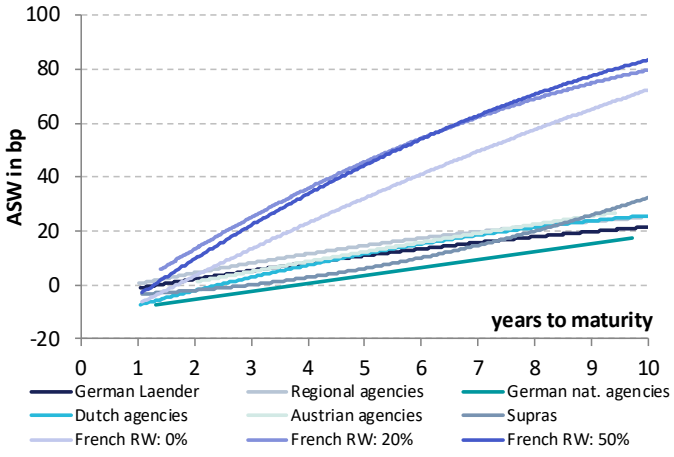
Netherlands & Austria



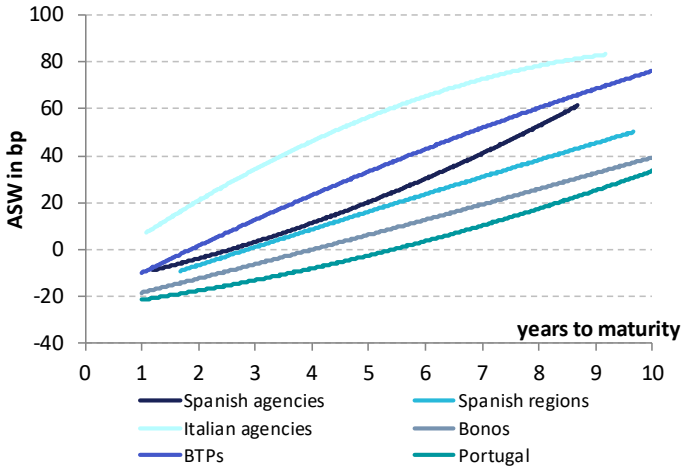
Supranationals



Core



Periphery

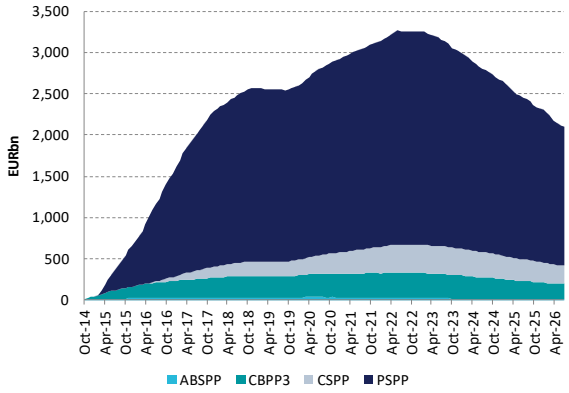


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

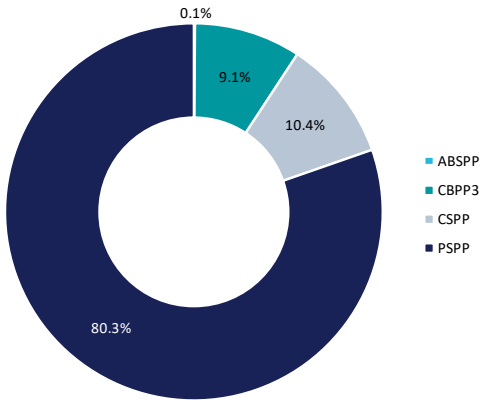
Charts & Figures
EZB-Tracker

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

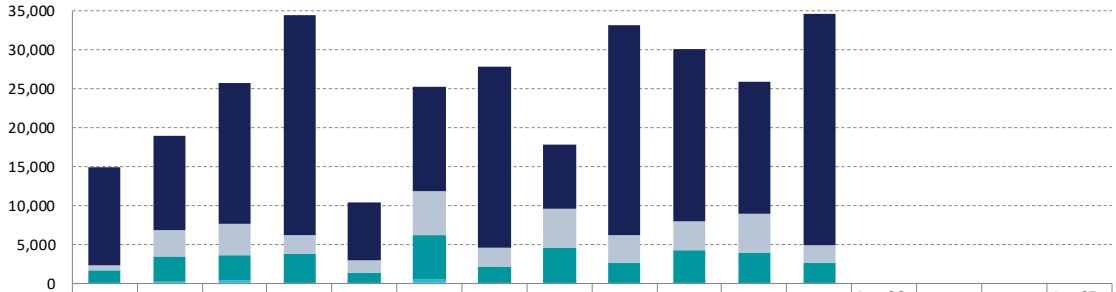
APP: Portfolioentwicklung



APP: Portfoliostruktur

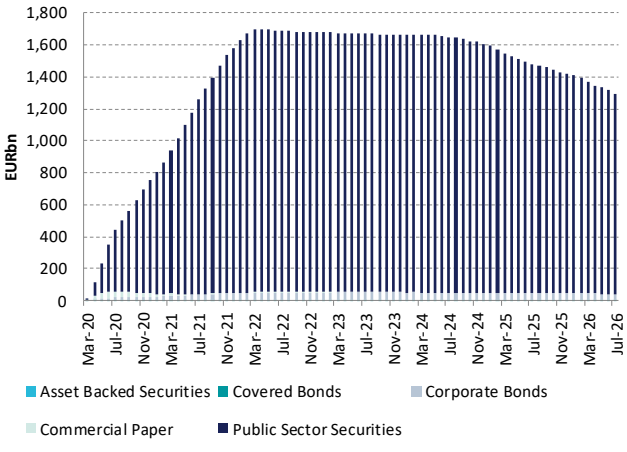


APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)

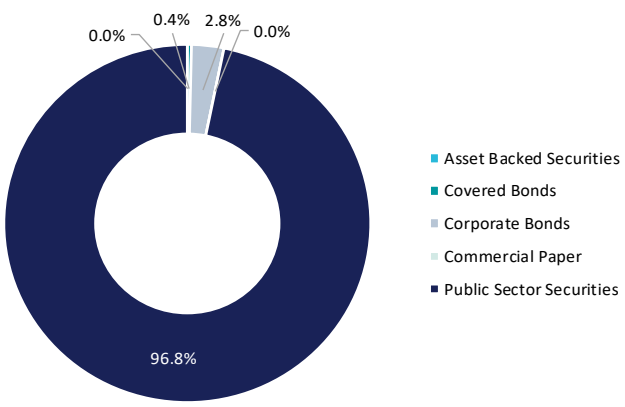


	Aug-26	Sep-26	Oct-26	Nov-26	Dec-26	Jan-27	Feb-27	Mar-27	Apr-27	May-27	Jun-27	Jul-27	Aug-26 - Jul-27	2026	2027	Jan-27 - Jul-27
APP	14,888	19,036	25,837	34,540	10,429	25,280	27,868	17,762	33,181	30,087	25,909	34,639	299,456	327,399	293,162	194,726
PSPP	12,570	12,118	18,215	28,397	7,420	13,473	23,270	8,239	27,014	22,109	16,903	29,798	219,526	252,715	213,446	140,806
CSPP	684	3,496	4,069	2,398	1,741	5,580	2,432	4,919	3,455	3,716	5,038	2,172	39,700	41,212	41,071	27,312
CBPP3	1,566	3,281	3,123	3,692	1,216	5,765	2,093	4,493	2,695	4,251	3,938	2,653	38,766	31,663	37,700	25,888
ABSPP	68	141	430	53	52	462	73	111	17	11	30	16	1,464	1,809	945	720

PEPP: Portfolioentwicklung



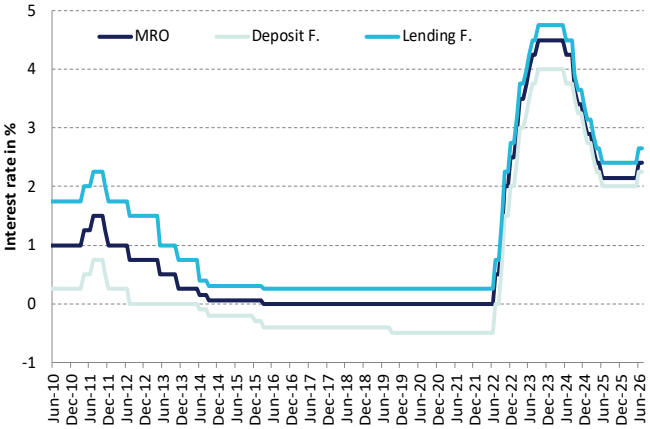
PEPP: Portfoliostruktur



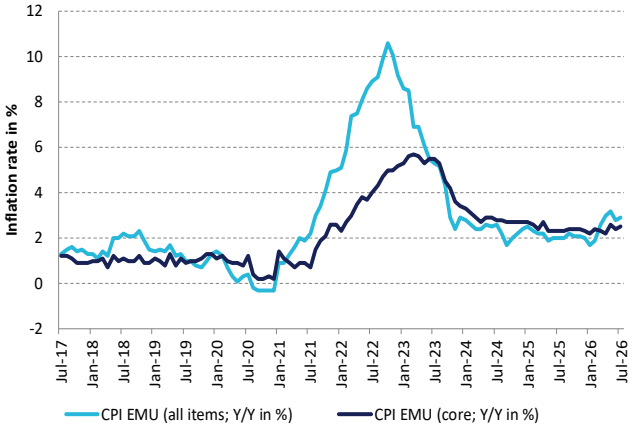
Quelle: EZB, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures
Cross Asset

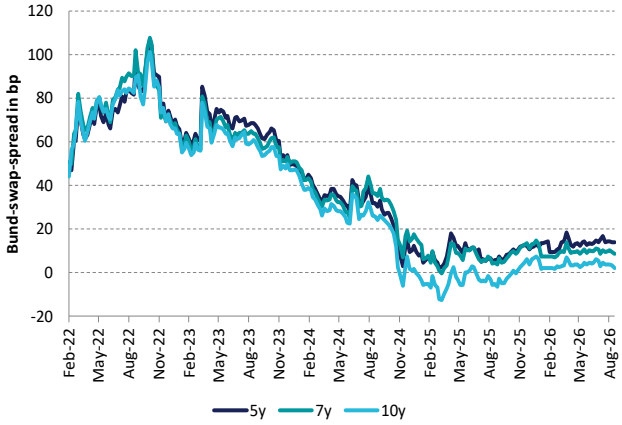
EZB-Leitzinssätze



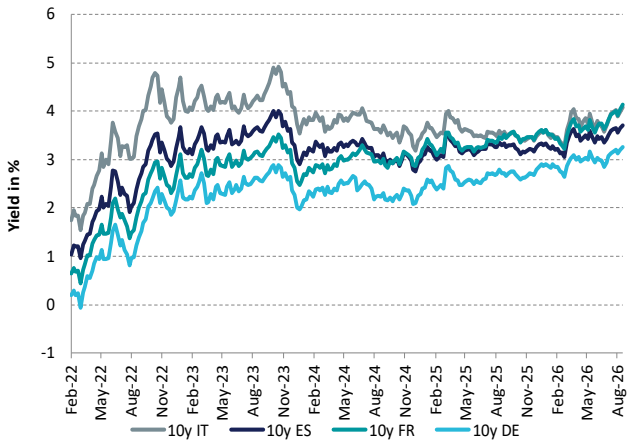
Inflationsentwicklung im Euroraum



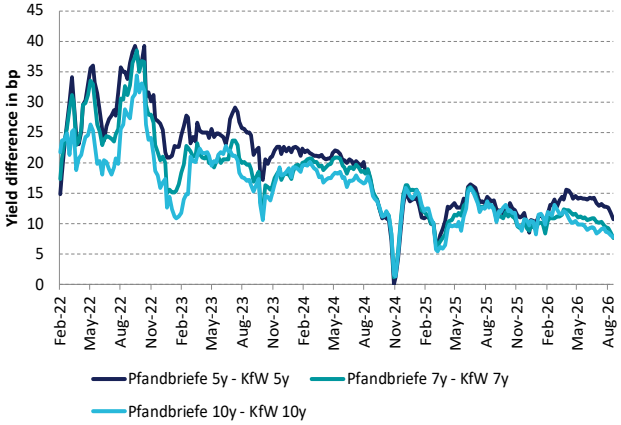
Bund-Swap-Spread



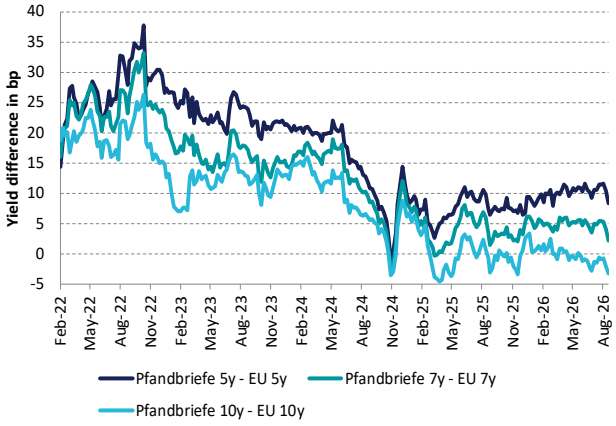
Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



Pfandbriefe vs. KfW



Pfandbriefe vs. EU



Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Anhang
Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
24/2026 // 19. August	▪ Covereds: Ein Blick über das EUR-Benchmarksegment hinaus ▪ Teaser: Issuer Guide – Französische Agencies 2026
23/2026 // 15. Juli	▪ Der Ratingansatz von Moody's ▪ Pensionsverpflichtungen als Belastung für die Länderfinanzen
22/2026 // 08. Juli	▪ Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick ▪ Megaemittent EU im Fokus
21/2026 // 01. Juli	▪ Ausblick auf den Covered Bond-Markt im II. Halbjahr ▪ Hydration Break: Wie groß ist der SSA-Durst in H2/2026?
20/2026 // 24. Juni	▪ Bankensektor im Fokus: EBA Risk Dashboard im I. Quartal 2026 ▪ NGEU: Green Bond Dashboard
19/2026 // 17. Juni	▪ Notenbankfähigkeit von Covered Bonds ▪ Die Klassifizierung von Supranationals und Agencies nach Solvency II
18/2026 // 10. Juni	▪ Covereds: Triodos Bank – neuer Emittent aus den Niederlanden ▪ Auckland Council – AUCKCN im Fokus
17/2026 // 03. Juni	▪ Relative Value von Covereds gegen Staatsanleihen im Fokus ▪ Teaser: Issuer Guide – Skandinavische Agencies (Nordics) 2026
16/2026 // 27. Mai	▪ Covered Bond-Jurisdiktion Kanada im Fokus ▪ Stabilitätsrat zur 35. Sitzung zusammengetreten
15/2026 // 20. Mai	▪ Covereds: Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2026 ▪ Teaser: Issuer Guide – Niederländische Agencies 2026
14/2026 // 13. Mai	▪ Covereds – ESG-Benchmarksegment: Begrenztes Marktwachstum erwartet ▪ Aktuelle LCR-Klassifizierung unserer SSA-Coverage
13/2026 // 29. April	▪ Cross Asset: Benchmark-Indizes für Covered Bonds und SSA/Public Issuers
12/2026 // 22. April	▪ Italien: Covered Bond-Jurisdiktion im Aufwind ▪ New Zealand Local Government Funding Agency im Fokus
11/2026 // 15. April	▪ Covereds: Wohin steuert der Markt im weiteren Jahresverlauf? ▪ Das SSA-Segment im Jahr 2026 – Status Quo und Ausblick
10/2026 // 01. April	▪ Cross Asset: Relative Value – im Auge des Sturms
09/2026 // 25. März	▪ Covereds: Emittenten unter Druck – attraktive Emissionsfenster sind rar ▪ Update: Gemeinschaft deutscher Länder – Länderjumbos
08/2026 // 18. März	▪ Covereds: Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q4/2025 ▪ Teaser: Issuer Guide – Außereuropäische Supras (MDBs) 2026
07/2026 // 04. März	▪ Öffentlich besicherte Covered Bonds: Comeback möglich? ▪ Export Development Canada – EDC im Fokus
06/2026 // 25. Februar	▪ CEE-Region: Wachsende Covered Bond-Märkte ▪ Aktuelle Risikogewichtung von Supranationals & Agencies
05/2026 // 18. Februar	▪ Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (vdp-Index) ▪ Kreditermächtigungen der deutschen Länder 2026

Anhang
Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

- **Issuer Guide – Covered Bonds 2025**
- **Risikogewichte und LCR-Level von Covered Bonds** (halbjährlich aktualisiert)
- **Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2026** (Quartalsupdate)
- **Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2026 Sparkassen** (Quartalsupdate)
- **Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten**
- **EBA-Bericht zur Überprüfung des EU-Covered Bond-Rahmenwerks**

SSA/Public Issuers:

- **Issuer Guide – Deutsche Länder 2026**
- **Beyond Bundesländer: Kanadische Provinzen**
- **Beyond Bundesländer: Belgien**
- **Beyond Bundesländer: Großraum Paris (IDF/VDP)**
- **Beyond Bundesländer: Spanische Regionen**
- **Issuer Guide – Europäische Supranationals 2026**
- **Issuer Guide – Außereuropäische Supranationals (MDBs) 2026**
- **Issuer Guide – Deutsche Agencies 2025**
- **Issuer Guide – Französische Agencies 2026**
- **Issuer Guide – Skandinavische Agencies (Nordics) 2026**
- **Issuer Guide – Niederländische Agencies 2026**
- **Issuer Guide – Österreichische Agencies 2025**
- **Issuer Guide – Spanische Agencies 2025**

Fixed Income Specials:

- **ESG-Update 2026**
- **EZB-Preview: Geopolitische Eskalation, geldpolitische Wachsamkeit**

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

Elias Degener
Covered Bonds/Banks

+49 157 851 65214
elias.degener@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

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

Origination & Syndicate	
Origination FI	+49 511 9818-6600
Origination Corporates	+49 511 361-2911

Sales Wholesale Customers	
Firmenkunden	+49 511 361-4003
Asset Finance	+49 511 361-8150

Treasury	
Liquidity Management/Repos	+49 511 9818-9620 +49 511 9818-9650

Relationship Management	
Institutionelle Kunden	rm-vs@nordlb.de
Öffentliche Kunden	rm-oek@nordlb.de

Disclaimer // Wichtige Hinweise

1. Erstellung der Information und aufsichtsrechtlicher Rahmen der NORD/LB

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“) und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“). Eine Überprüfung oder Billigung dieser Präsentation oder der hierin beschriebenen Produkte oder Dienstleistungen durch die zuständige Aufsichtsbehörde ist grundsätzlich nicht erfolgt.

2. Beschränkter Empfängerkreis; Vertraulichkeit und Weitergabeverbote

Diese Information richtet sich ausschließlich an Empfänger in Deutschland (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. 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.

3. Regulatorische Einordnung

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.

4. Zweck der Information; Quellenangaben; unverbindliche Einschätzungen und Haftungsausschlüsse

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. Die ferner hierin zum Ausdruck gebrachte Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind unverbindliche Werturteile des Bereichs Floor Research für die die NORD/LB keine Gewähr oder Verantwortung für die Richtigkeit, Angemessenheit, Aktualität oder Vollständigkeit übernehmen kann.

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.

5. Keine Anlage-, Rechts-, Bilanzierungs- oder Steuerberatung; keine Eignungsfeststellung

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.

6. Hinweis auf wesentliche Risiken

Ebenso wenig handelt es sich bei dieser Information im Ganzen oder in Teilen um einen Verkaufs- oder anderweitigen Prospekt. Für prospektpflichtige Emissionen sind ausschließlich die veröffentlichten Anleihebedingungen und Prospekte maßgeblich (abrufbar unter www.nordlb.de). Vor jeder Anlageentscheidung sollte eine unabhängige Beratung erfolgen. Investitionen bergen Risiken bis hin zum Totalverlust.

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.

Redaktionsschluss: 26. August 2026 (08:34 Uhr)

Weitergabe am: 26.08.2026 15:48:44