



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	7
Cross Asset: Relative Value – Der Markt zeigt die gelbe Karte	11
Charts & Figures	
Covered Bonds	17
SSA/Public Issuers	23
EZB-Tracker	26
Cross Asset	27
Ausgaben im Überblick	28
Publikationen im Überblick	29
Ansprechpartner in der NORD/LB	30

Flooranalysten:

Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Head of Desk

norman.rudschuck@nordlb.de

Lukas Kühne

Covered Bonds/Banks

lukas.kuehne@nordlb.de

Elias Degener

Covered Bonds/Banks

elias.degener@nordlb.de

Lukas-Finn Frese

SSA/Public Issuers

lukas-finn.frese@nordlb.de

Tobias Cordes, CIIA

SSA/Public Issuers

tobias.cordes@nordlb.de

Covered Bonds

Marktüberblick

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

Primärmarkt: Selektive Emissionsfenster und hohe Neuemissionsprämien

Die Stimmung am Primärmarkt zeigt sich auch in den vergangenen fünf Handelstagen weitestgehend unverändert. Die Verunsicherung der Marktteilnehmer sitzt weiterhin tief und so sind die Emittenten weiterhin auf der steten Suche nach attraktiven Emissionsfenstern für die Platzierung ihrer Bonds. Den aktuellen Risiken geschuldet, lassen sich die Investoren die Deals jedoch über hohe Neuemissionsprämien stark vergüten. So lag diese bei den fünf platzierten EUR-Benchmarks der vergangenen fünf Handelstage im Durchschnitt bei 7,2bp. Nichtsdestoweniger waren die Handelsbücher, insbesondere bei den Deals vom letzten Mittwoch (21. Oktober) teilweise nur sehr spärlich gefüllt. Insbesondere die HYPO NOE Landesbank für Niederösterreich und Wien (HYPO NOE) musste mit einer Bid-to-cover-Ratio von 1,0x kämpfen, um ihren EUR 500 Mio. Deal bei den Investoren zu platzieren. Folglich konnte der Reoffer-Spread auch lediglich 2bp unterhalb der Guidance von ms +42bp fixiert werden. Anders als noch in den Vorwochen, setzten die Emittenten in den vergangenen fünf Handelstagen eher auf Covered Bonds im mittleren Laufzeitenband. So wählten neben der HYPO NOE (6,8y) auch die Sparkasse Hannover (7,0y) und die niederländische Achmea Bank (6,0y), die beide ebenfalls am 21. Oktober ihre Emission durchführten, ähnlich gelagerte Laufzeiten. Die Bid-to-cover-Ratios der Sparkasse Hannover (1,6x) und der Achmea Bank (1,3x) fielen folglich auch eher unterdurchschnittlich aus, da sich die Investorengelder auf die drei Deals ähnlicher Laufzeit verteilten. Nach einer weiteren kurzen Ruhephase fanden schließlich die estnische Luminor Bank (vgl. [Issuer View](#)) und die belgische Argenta Spaarbank am gestrigen Dienstag ein geeignetes Emissionsfenster und platzierten frische Bonds am Markt. Die Belgier konnten für ihren dreijährigen European Green Bond (EUR 750 Mio.) ein beeindruckendes Orderbuch aufweisen, das sich in der Spitze auf EUR 3,0 Mrd. belief. Folglich konnte der Reoffer-Spread im Rahmen der Vermarktungsphase um 6bp auf ms +34bp reduziert werden. Auch hier setzte sich jedoch der Trend hoher Neuemissionsprämien fort, die sich sogar auf 9bp belief. Eine identische Prämie für ihre Neuemission musste auch die Luminor Bank bezahlen, die das Volumen ihres Bonds bereits bei Buchöffnung auf EUR 500 Mio. limitierte. Am Ende der Vermarktungsphase stand ein Reoffer-Spread von ms +41bp (Guidance: ms +45bp area). Für die kommenden Wochen bis zum Jahresende gehen wir davon aus, dass die Lage am Primärmarkt weitestgehend unverändert bleibt. Emittenten mit noch offenen Fundingzielen oder solche, die bereits mit Pre-Funding einen Teil ihres Refinanzierungsbedarfs für das kommende Jahr decken wollen, dürften weiterhin auf der Suche nach geeigneten Emissionsfenstern sein, um ihre frische Ware an den Markt zu bringen. Mit größeren Emissionswellen ist unserer Ansicht nach, insbesondere bedingt durch das aktuelle Marktumfeld, nicht mehr zu rechnen.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
Argenta Spaarbank	BE	27.10.	BE6377241730	3.0y	0.75bn	ms +34bp	- / - / AAA	X
Luminor Bank	EE	27.10.	XS3556889841	3.5y	0.50bn	ms +41bp	- / Aaa / -	-
Sparkasse Hannover	DE	21.10.	DE000A5GS7V3	7.0y	0.50bn	ms +35bp	AAA / - / -	-
Achmea Bank	NL	21.10.	XS3551872412	6.0y	0.50bn	ms +32bp	- / - / AAA	-
HYPO NOE	AT	21.10.	AT0000A3Y634	6.8y	0.50bn	ms +40bp	- / Aa1 / -	-

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

Sekundärmarkt: Handelsvolumina weiterhin gering

Auch am Sekundärmarkt ist die Nachfrage der Investoren nach Covered Bonds als überschaubar zu bezeichnen. Bedingt durch die allgemeine Risk-Off-Stimmung hielten sich die Anleger sekundär ähnlich zurück wie auch auf dem Primärmarkt. Die jüngsten Neuemissionen zeigten sich trotz des aktuellen Marktumfelds recht stabil. Von den in dieser Ausgabe betrachteten Primärmarktemissionen handelt lediglich der Bond der HYPO NOE aktuell 2bp über dem Reoffer-Spread und weist damit eine negative Sekundärmarktpformance auf. Auch die sehr generös bepreisten Papiere vom gestrigen Dienstag, insbesondere der Deal der Argenta Spaarbank, wurden sehr gut vom Sekundärmarkt aufgenommen. Das aktuelle Spreadniveau erscheint somit als gute Stütze für den Covered Bond-Markt, weshalb wir am aktuellen Rand signifikante Spreadausweitungen für eher unwahrscheinlich erachten.

Anhebung des Emissionslimits für Covered Bonds in Australien vorgeschlagen

Das australische Finanzministerium hat am vergangenen Donnerstag (22. Oktober) einen [Entwurf](#) zur Anpassung der Bankenregulierung vorgelegt. Neben kleineren technischen Anpassungen enthält die Vorlage aus Down Under insbesondere die Anhebung des Emissionslimits für Covered Bonds. So darf die Deckungsmasse einer „Authorised deposit-taking institution“ (ADI) aktuell 8% der Aktiva der Bank nicht überschreiten. Dieses Limit soll nun auf 12% angehoben werden. Nach Veröffentlichung des Entwurfs zur Anpassung der Bankenregulierung durch das australische Finanzministerium haben die Marktteilnehmer bis zum 30. Oktober Zeit, zu diesem Entwurf Stellung zu nehmen. Der Vorschlag zur Anhebung des Emissionslimits für Covered Bonds geht auf den [Bericht zur Überprüfung kleiner und mittelgroßer Banken](#) des Council of Financial Regulators aus dem Jahr 2025 zurück. Dieser weist in seiner Ausarbeitung darauf hin, dass das aktuelle Emissionslimit von 8% von den meisten Banken in Australien nicht vollständig ausgenutzt wird, sondern die Banken sich gezielt Spielraum lassen, um in herausfordernden Marktphasen auf dieses Refinanzierungsinstrument zurückgreifen zu können. Eine Anhebung könnte somit den Spielraum der Banken zur Emission von gedeckten Anleihen erweitern. Insbesondere mittelgroße australische Banken könnten laut dem Council von einer Anhebung des Emissionslimits profitieren, indem sie ihre Abhängigkeit von anderen Refinanzierungsquellen reduzieren und ihren Zugang zu internationalen Investoren erleichtern. Die australischen Banken gehören schon seit einigen Jahren zu den etablierten Emittenten von Covered Bonds im EUR-Benchmarksegment. Ob sich die Anhebung des Emissionslimits für australische Emittenten in Form vermehrter Primärmarktaktivitäten in diesem Teilmarkt niederschlagen wird, ist gerade für die mittelgroßen Emittenten aus Down Under nicht ausgeschlossen, aber auch kein Automatismus. So greifen die australischen Covered Bond-Emittenten neben Emissionen in EUR auch auf andere Währungen zurück, wenn sie ihre gedeckten Anleihen platzieren. Darüber hinaus steigt mit der Anhebung des Emissionslimits nicht automatisch der Fundingbedarf der Emittenten. Nur für die Emittenten, für die das Emissionslimit von 8% aktuell einen limitierenden Faktor für ihre Emissionsaktivitäten darstellt, dürfte die vorgeschlagene Anpassung signifikante Auswirkungen haben. Einen bedeutenderen Effekt für den Covered Bond-Markt hätte die Anerkennung von Covered Bonds im australischen LCR-Rahmenwerk. Nach dem [Vorschlag](#) der Australian Prudential Regulation Authority (APRA) aus dem März 2026 könnten Covered Bonds perspektivisch als Level 2A-Assets im Rahmen des LCR-Managements anerkannt werden. Dies dürfte insbesondere die Nachfrage nach gedeckten Anleihen von australischen Bank Treasuries spürbar erhöhen.

Niederländische Triodos Bank tritt dem Covered Bond Label bei

Mit der niederländischen Triodos Bank kann die Covered Bond Label Foundation (CBLF) ein weiteres neues Mitglied in ihren Reihen begrüßen. Das Institut, das seine operative Tätigkeit auf Geschäftsfelder konzentriert, die einen positiven Beitrag im sozialen, ökologischen oder kulturellen Bereich leisten, hatte erst im Juni dieses Jahres sein [Covered Bond-Programm](#) vorgestellt. Mit dem Beitritt zum Covered Bond Label unternimmt die Bank einen weiteren strategischen Schritt auf dem Weg zu ihrer Debütemission. In der gemeinsamen [Pressemitteilung](#) betont Luca Bertalot, Geschäftsführer der CBLF, dass insbesondere der Beitritt vor der Erstemission der Bank den strategischen Stellenwert des Labels für die Marktteilnehmer unterstreicht. Arjan van Bussel, Group Director Treasury bei der Triodos Bank, kommentiert darüber hinaus, dass die Bank durch den Beitritt zum Label insbesondere ihr Engagement für die Bereitstellung klarer, konsistenter und aussagekräftiger Informationen für die Marktteilnehmer unterstreichen möchte. Darin sieht das Institut, so van Bussel, einen wichtigen Baustein für den Aufbau langfristiger Beziehungen zu seinen Investoren. Durch die Neuaufnahme des neunten niederländischen Emittenten steigt die Gesamtzahl der Mitglieder der CBLF auf nunmehr 163 Emittenten aus 27 Jurisdiktionen.

Ukrainisches Parlament verabschiedet Rechtsrahmen zur Emission von Covered Bonds

Mit der Verabschiedung eines Gesetzes zu Verbriefungen und Covered Bonds hat das ukrainische Parlament am 16. September einen weiteren regulatorischen Meilenstein hin zur Emission gedeckter Anleihen geschaffen. Der Rechtsrahmen orientiert sich hierbei eng an der europäischen Gesetzgebung und tritt Anfang 2027 in Kraft. Ein wesentliches Element des Gesetzes ist die Einführung eines Dual-Recourse-Systems, wodurch die Investoren sowohl einen Anspruch gegenüber der emittierenden Bank als auch gegenüber dem abgesonderten Deckungsstock erhalten. Gleichzeitig verbleiben die Assets der Deckungsmasse, ganz nach europäischem Vorbild, auf der Bilanz der Bank. Während die aktuelle Sicherheitslage weiterhin der wesentlichste limitierende Faktor für eine Markteröffnung ist, müssen bis zur Debütemission eines ukrainischen Emittenten noch weitere Aspekte berücksichtigt werden. So ist insbesondere die Frage nach der Währung der Covered Bonds noch unklar, während die zugrunde liegenden Hypotheken aller Voraussicht nach in Hrywnja (UAH) denominiert sein dürften. Folglich sollten kurzfristig, vor allem aufgrund der aktuellen Sicherheitslage, keinerlei markttreibende Effekte zu erwarten sein. In der mittleren bis langen Frist deutet der Kurs der ukrainischen Regierung jedoch eindeutig auf die Etablierung eines Marktes für Covered Bonds hin, der insbesondere durch den notwendigen Wiederaufbau der Ukraine geprägt sein dürfte. So betont die ukrainische Regierung regelmäßig, dass sie in der Schaffung eines funktionierenden Hypothekenmarktes eine zentrale Voraussetzung für den Wiederaufbau nach Kriegsende sieht.

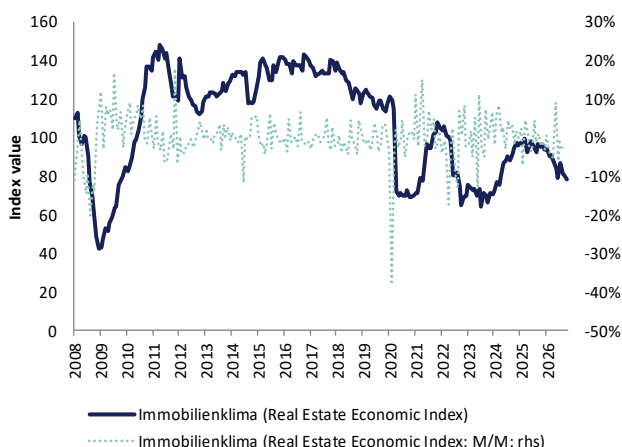
Morningstar DBRS erhöht das Rating der MPS um einen Notch

Die Ratingexperten von Morningstar DBRS haben das Long-Term Issuer Rating der italienischen Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS) um einen Notch auf BBB (High) erhöht. Insbesondere die Übernahme und die fortschreitende Integration der Mediobanca werden hierbei positiv hervorgehoben. Durch die Transaktion wurde das Geschäftsmodell der MPS um Investment und Private Banking sowie Wealth Management erweitert. Zudem bietet die kombinierte Gruppe zusätzliche Ertrags- und Cross-Selling-Potenziale, wobei erste Synergieeffekte laut Ratingagentur bereits im laufenden Geschäftsjahr beobachtet werden könnten. Neben den ohnehin soliden Fundamentaldaten würde die Transaktion darüber hinaus auch die Wettbewerbsposition der MPS im italienischen Bankenmarkt stärken, was insbesondere vor dem Hintergrund der aktuellen M&A-Aktivitäten von großer Relevanz ist.

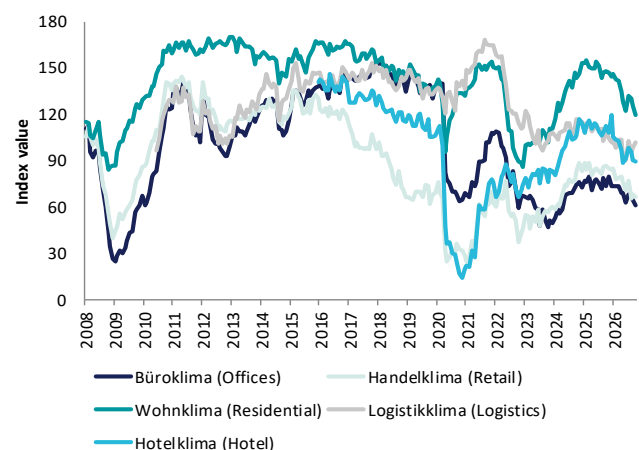
Deutsche Hypo Immobilienklima fällt auf Mehrjahrestief

Das Deutsche Hypo Immobilienklima gilt seit Jahren als viel beachteter Indikator für die Lage am deutschen Immobilienmarkt. Im Oktober musste das Immobilienklima den dritten Monat in Folge Einbußen hinnehmen. Insgesamt wurden im Rahmen der 226. [Monatsbefragung](#) die Markteinschätzungen von rund 1.000 Immobilienexperten eingeholt. Im Ergebnis sank das Immobilienklima im Vergleich zum Vormonat um -2,9% auf 78,2 Punkte. Der Gesamtindex notiert somit so niedrig wie seit rund zweieinhalb Jahren nicht mehr (März 2024: 75,9 Punkte). Seit Jahresbeginn hat der Index somit bislang -17,0% verloren, wodurch die allgemein schwierige Marktlage eindeutig unterstrichen wird. Besonders deutlich wird dies durch den Umstand, dass in acht der bisherigen zehn Monatsbefragungen im laufenden Jahr Rückgänge im Immobilienklima verzeichnet wurden. Treiber der Entwicklung in der Oktoberausgabe ist insbesondere das Investmentklima, welches um -10,3% (M/M) auf 66,9 Punkte nachgab. Dieser drastische Rückgang konnte durch das Ertragsklima, das immerhin um +3,8% zulegte, nicht aufgefangen werden und schlug sich entsprechend im Gesamtergebnis nieder. Auch der Blick auf die einzelnen Segmente spiegelt erwartungsgemäß ein eingetrübtes Bild wider. Die deutlichsten Rückgänge verzeichneten dabei das Büroklima (-5,0% M/M) sowie das Wohnklima (-4,9%). Für beide Segmente handelte es sich um den dritten Rückgang in Serie. Während das Handelklima um -2,2% zurückging, sank das Hotelklima nur geringfügig um -1,0%. Mit dem Logistikklima konnte nur ein einziger Teilmarkt eine positive Entwicklung im Oktober verbuchen. Der Anstieg um +3,0% beförderte den Teilindex allerdings auf 101,5 Punkte. Damit ist das Logistikklima neben dem führenden Wohnklima (119,4 Punkte) das einzige Teilsegment, das eine eher positive Marktstimmung aufweisen kann. Das Handelklima (66,3 Punkte) und das Büroklima (61,3 Punkte) zeichnen hingegen ein deutlich eingetrübtes Bild. Florian Meyer, Leiter der Geschäftsstelle Hamburg der Deutschen Hypo, sieht insbesondere das schwächelnde Investmentklima als Spiegelbild der aktuellen Marktlage. Während Family Offices selektiv als Käufer auftreten würden, halten sich viele institutionelle Investoren weiterhin zurück. Unterschiedliche Preisvorstellungen von Käufern und Verkäufern erschweren die Situation zusätzlich, so Meyer. Für eine nachhaltige Belebung des Marktes müsse neben privatem Kapital auch internationales Investorenkapital nach Deutschland zurückkehren. Zwar seien die Voraussetzungen für eine höhere Marktaktivität grundsätzlich gegeben, eine vermehrte Transaktionsdynamik sei allerdings aktuell noch nicht zu beobachten, führt der Immobilienexperte abschließend aus.

Immobilienklima Gesamtindex / Veränderung (M/M)



Immobilienklima nach Segmenten



SSA/Public Issuers

Marktüberblick

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

EZB-Preview: Kein Wetter für Zinssprünge

Wie schon im September dürfte auch auf der morgigen Sitzung weniger die Frage im Raum stehen, ob die Leitzinsen noch einmal angehoben werden müssen, sondern vielmehr, wann der richtige Zeitpunkt dafür ist. Denn die geopolitische Unsicherheit ist nach wie vor groß und die Preisentwicklung bei Öl und Gas bleibt volatil. Medien spekulierten bereits über mögliche neue Angriffe der USA auf den Iran noch vor den Zwischenwahlen, während Trump widersprach und stattdessen von „konstruktiven“ Gesprächen berichtete. Gleichzeitig zogen die USA diplomatisches Personal aus der Region ab. Darüber hinaus nahm die Inflation weiter zu: Nach Angaben von Eurostat kletterte die Teuerungsrate im Euroraum von +3,3% Y/Y im August auf +3,8% Y/Y im September und markierte damit den höchsten Stand seit September 2023, wohingegen die Kerninflation nur leicht von +2,4% Y/Y auf +2,5% Y/Y stieg. Maßgeblicher Inflationstreiber bleiben die Kosten für Energie, die gegenüber dem Vorjahresmonat um +18,9% Y/Y zulegten. Vor dem Hintergrund der jüngsten Meinungsäußerungen aus dem EZB-Umfeld, dem weiterhin hohen Maß an Unsicherheit und Volatilität sowie in Einklang mit den Erwartungen der überwiegenden Anzahl der Finanzmarktteilnehmer rechnen wir damit, dass die EZB alle drei Leitzinssätze unverändert lassen wird. Im Rahmen unserer [Preview](#) sind wir zudem der Frage nachgegangen, ob die Notenbanker dem im Schulden-Malstrom versinkenden Frankreich den Rettungsring zuwerfen werden. Nach unserem Dafürhalten bleibt die Hürde für ein Eingreifen der EZB hoch: Zum einen würde die Aktivierung des Transmission Protection Instrument (TPI) gegen die eigens gesetzten Regeln verstoßen, zum anderen liegt das Mandat der EZB explizit nicht darin, die fiskalischen Fehlentwicklungen einzelner Staaten zu korrigieren. Divergenzen hinsichtlich der nationalen Inflationsentwicklungen, der Neuverschuldung und des Wirtschaftswachstums sollten vom Markt entsprechend bewertet werden. Insofern würde ein Eingreifen der Notenbanker langfristig schädliche Fehlanreize schaffen. Ein entsprechender Präzedenzfall in Frankreich könnte dann von den haushaltspolitischen Verantwortlichen anderer Sovereigns als Signal interpretiert werden, dass fiskalische Disziplin bestraft und im Gegenzug eine ausufernde Schuldenaufnahme belohnt wird. Aus dem einst ketzerischen „To Protect Italy“ darf keinesfalls ein „To Protect France“ werden!

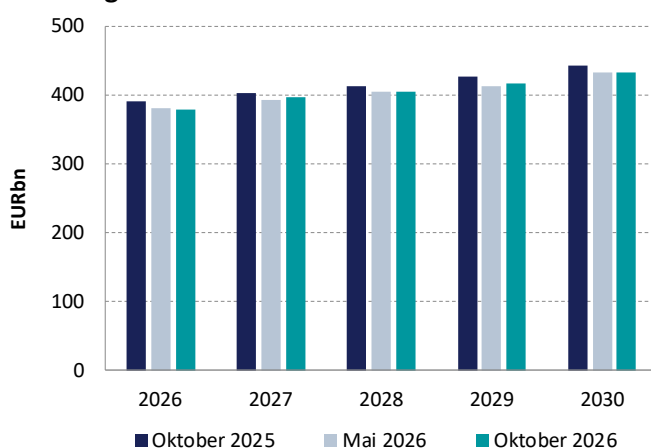
Moody's lässt Frankreichs Rating (überraschend) unverändert bei Aa3

Die Ratingagentur Moody's hat das Rating Frankreichs im Zuge ihres regelmäßigen Reviews überraschenderweise unverändert bei Aa3 mit weiterhin negativem Ausblick belassen. Die Ratingexperten begründen diesen Schritt im Wesentlichen mit der diversifizierten Wirtschaft, den leistungsfähigen öffentlichen Institutionen sowie der Zuversicht, dass der Haushalt für 2027 trotz des schwierigen politischen und gesellschaftlichen Umfelds verabschiedet und damit das Defizit zumindest leicht auf 5,2% der Wirtschaftsleistung reduziert werden kann. Nichtsdestoweniger weist Moody's darauf hin, dass ein schwächeres Wirtschaftswachstum und ein höheres Haushaltsdefizit die französische Schuldenlast stärker erhöht hätten als bei ihrer letzten Überprüfung angenommen. Vor diesem Hintergrund sowie des politisch fragmentierten Umfelds geht Moody's davon aus, dass es kaum gelingen wird, eine rasche Haushaltskonsolidierung umzusetzen. Insofern dürfte die Schuldenlast weiter steigen und 2027 über 120% des BIP liegen.

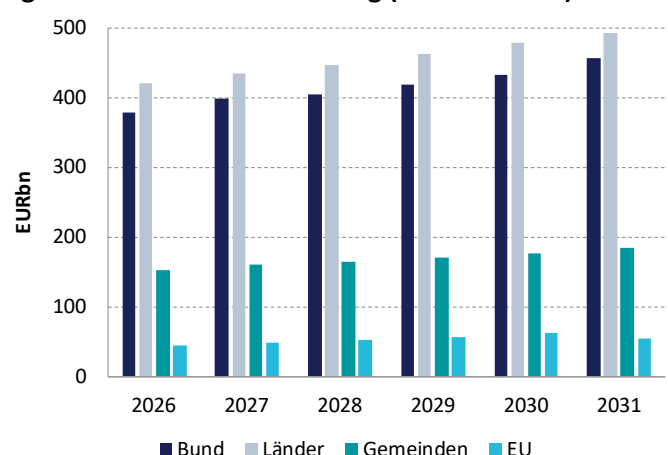
Bundesfinanzminister Lars Klingbeil stellt die Ergebnisse der 171. Steuerschätzung vor

Nachdem der Arbeitskreis „Steuerschätzungen“ vom 20. bis 22. Oktober in Saarbrücken zu seiner 171. Sitzung zusammenkam, um die voraussichtliche Entwicklung der Steuereinnahmen zu analysieren, wurden kürzlich die Ergebnisse vorgestellt. Demzufolge werden für das Jahr 2027 Steuereinnahmen für Bund, Länder und Kommunen – ohne Berücksichtigung der steuerlichen Erleichterungen durch die geplante Reform der Einkommensteuer – i.H.v. EUR 1.044,2 Mrd. erwartet, welche damit EUR 10,9 Mrd. höher ausfallen als noch in der Mai-Steuerschätzung (EUR 1.033,3 Mrd.) prognostiziert. Gleiches gilt auch für die übrigen Jahre des Schätzzeitraums: Gegenüber der Mai-Steuerschätzung wird auch in den Jahren 2028 bis 2030 von einer durchweg positiveren Entwicklung ausgegangen, sodass die geschätzten Steuereinnahmen in jedem Jahr durchschnittlich um rund EUR 11 Mrd. höher liegen als noch im Mai erwartet. Anders als bei Ländern und Kommunen wachsen die Steuereinnahmen des Bundes jedoch nicht in jedem Jahr: Zwar kann der Bund in 2027 mit EUR 4,1 Mrd. und in 2029 mit EUR 3,2 Mrd. mehr rechnen als noch im Frühjahr 2026 angenommen, in den übrigen Jahren sind hingegen (leicht) niedrigere Steuereinnahmen zu erwarten. Unter dem Strich kann der Bund bei kumulierter Betrachtung bis einschließlich 2030 allerdings mit rund EUR 3,3 Mrd. mehr Geld rechnen. Im laufenden Jahr muss der Bund indes mit EUR -3,0 Mrd. niedrigeren Steuereinnahmen haushalten als noch im Mai angenommen. Ursächlich hierfür sind Änderungen im Steuerrecht, v.a. durch die Energiesteuersenkung für Diesel und Benzin. Die positiven Aussichten für die Steuereinnahmen hängen indes maßgeblich mit der [Herbstprojektion](#) der Bundesregierung zusammen, laut der die deutsche Wirtschaft voraussichtlich stärker zulegen soll als erwartet: So hob die Bundesregierung ihre Prognose gegenüber ihrer Frühjahrsprojektion deutlich an und geht für 2026 von einem BIP-Wachstum i.H.v. +1,3% aus, nachdem im Mai noch ein Plus von +0,5% erwartet wurde. Für 2027 und 2028 wird mit einem Zuwachs der Wirtschaftsleistung um +1,1% bzw. +0,6% gerechnet. Trotz der verbesserten Wachstumsaussichten sowie der insgesamt steigenden Steuereinnahmen bleibt der Konsolidierungsdruck im Bundeshaushalt hoch, erklärte Bundesfinanzminister Lars Klingbeil: „Wir können für 2026 mit einer stabilen Entwicklung der Steuereinnahmen rechnen trotz internationaler Krisen und Unsicherheiten. Wir haben auf diese Krisen reagiert. Und wir stehen robust da. Für 2027 gewinnen wir insgesamt keine neuen Spielräume hinzu, wir müssen aber auch keine neuen Lücken schließen. Darüber hinaus gilt aber ganz klar: Wir werden im Bundeshaushalt weiter konsolidieren müssen, um uns Handlungsspielräume für die Zukunft zu erarbeiten.“

Schätzung der Steuereinnahmen des Bundes



Ergebnisse der Steuerschätzung (Oktober 2026)



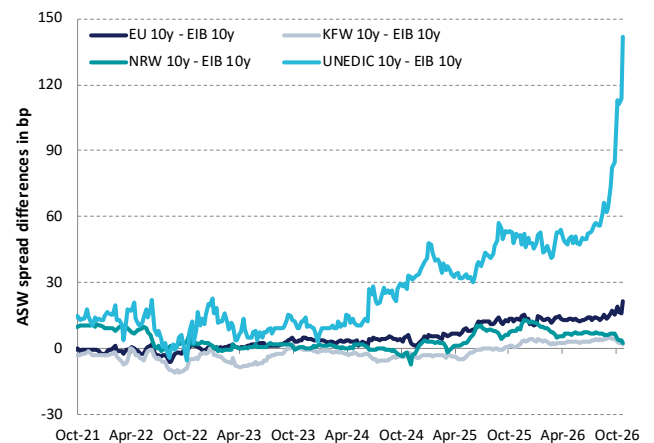
EIB steigert Investitionen in Klimaschutz

Die Europäische Investitionsbank (Ticker: EIB) hat angekündigt, bis zum Jahr 2030 noch mehr Kapital in resiliente Infrastruktur, Wasserprojekte, Landwirtschaft und europäische Technologien zur Klimaanpassung zu investieren. Zur Realisierung dieser Vorhaben sollen im Rahmen der entsprechenden Phase 2 des [Climate Adaptation Plans](#) bis Ende der Dekade mindestens EUR 30 Mrd. zur Verfügung gestellt werden und damit doppelt so viel wie in den vergangenen fünf Jahren. In diesem Kontext wurden vom Verwaltungsrat zudem neue Finanzierungen für Projekte im Umfang von EUR 11,8 Mrd. genehmigt, wobei EUR 5,5 Mrd. auf die europäische Energieautonomie und günstigeren Strom entfallen. Die finanziellen Mittel sollen u.a. die Energieinfrastruktur in Frankreich, Deutschland, Ungarn und Italien stärken sowie erneuerbare Energien in Österreich, den Niederlanden und Rumänien fördern. In diesem Jahr hat die EIB insgesamt EUR 33,5 Mrd. über EUR-Benchmarkanleihen eingesammelt, wovon EUR 14 Mrd. auf drei frische grüne Anleihen entfallen (hiervon ein frischer European Green Bond; EUR 3 Mrd.). Die jüngste Spreadausweitung der EIB stand ebenfalls im Licht der OAT-Turbulenzen, da Frankreich gemeinsam mit Deutschland und Italien der größte Kapital- und Garantiegeber des Supranationals ist (jeweils rund 19% des abrufbaren Kapitals). Gegenüber den Risikoprämien französischer Agencies wie der UNEDIC ist der ASW-Spread der EIB allerdings deutlich weniger stark angestiegen, was das anhaltend hohe Vertrauen des Marktes in die Bank unterstreicht.

EIB: ASW-Spreadentwicklung (10y)



Spreadabstand: EIB vs. EU, KfW, NRW & UNEDIC (10y)



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

BADWUR: Haushaltsentwurf 2027 verabschiedet

Der Ministerrat des Landes Baden-Württemberg (Ticker: BADWUR) hat Anfang Oktober den Haushaltsentwurf für das kommende Jahr verabschiedet und diesen in der Folge dem Landtag vorgelegt. Der Etat sieht dabei bereinigte Einnahmen im Umfang von EUR 67,1 Mrd. vor. Demgegenüber stehen bereinigte Ausgaben i.H.v. EUR 71,4 Mrd., woraus sich ein Finanzierungsdefizit von EUR -4,3 Mrd. ergibt. Der Kreditfinanzierungsplan für das Haushaltsjahr 2027 sieht indes eine Bruttokreditaufnahme am Kapitalmarkt im Umfang von EUR 27,9 Mrd. vor. Abzüglich der Ausgaben zur Schuldentilgung beläuft sich das Nettovolumen sodann auf EUR 1,3 Mrd. Davon waren laut Pressemitteilung bereits EUR 494 Mio. in der bisherigen Finanzplanung vorgesehen. Die Unterstützung von Städten und Gemeinden in Baden-Württemberg bleibt auch im kommenden Jahr ein zentrales Anliegen der Landesregierung. So sollen diese u.a. rund EUR 504 Mio. aus der kommunalen Konjunkturkomponente der Schuldenbremse sowie EUR 130 Mio. zusätzlich im Rahmen des kommunalen Finanzausgleichs erhalten.

Primärmarkt

Nach der dynamischen Vorwoche zeigten sich die Emittenten aus dem SSA-Segment auch in der betrachteten Handelswoche trotz des voranschreitenden Jahres weiterhin relativ emissionsfreudig. Dabei waren die Primärmarktaktivitäten allen voran von den deutschen Ländern geprägt: Den Anfang machte kurz nach Redaktionsschluss unserer letzten Ausgabe das Land Berlin (Ticker: BERGER), welches mit einer Anleihe im fünfjährigen Laufzeitsegment auf die Investoren zuging und auf diesem Wege EUR 500 Mio. guidancegemäß zu ms +14bp einsammelte (Orderbuch: EUR 1,3 Mrd.). Nach einer mehrtätigen Verschnaufpause wagte sich zu Beginn dieser Woche zudem die Freie und Hansestadt Hamburg (Ticker: HAMBRG) mit ihrem ersten [Green Bond](#) überhaupt aus der Deckung und sammelte EUR 500 Mio. ein. Dabei wählte der Sub-Sovereign eine Laufzeit von zehn Jahren. Zum Ende der Vermarktungsphase füllte sich das Orderbuch auf EUR 1,65 Mrd., sodass der Deal final zu ms +27bp über die Bühne ging (Guidance: ms +29bp area). Am gestrigen Dienstag machte der Freistaat Thüringen (Ticker: THRGN) schließlich das Trio komplett und versorgte sich mit EUR 650 Mio. (8y) zu ms +23bp (Orderbuch: EUR 825 Mio.), wobei der Reoffer-Spread bereits mit Buchöffnung fixiert wurde. Damit beläuft sich das Neuemissionsvolumen der deutschen Länder in diesem Jahr auf nunmehr EUR 47,5 Mrd. Ein Ausrufezeichen setzte zudem der European Stability Mechanism (Ticker: ESM), welcher am Montag als erster europäischer Supranational eine [DLT-basierte EUR-Benchmark](#) (lange 3y) im Umfang von EUR 1 Mrd. platzierte. Das Pricing erfolgte zu ms +3bp (Guidance: ms +5bp area; Bid-to-cover-Ratio: 2,2x). Zu Wochenbeginn waren die Blicke außerdem auf die Europäische Union (Ticker: EU) gerichtet, die im Zuge ihrer vierten Anleiheauktion in H2/2026 (vgl. [Fundingplan](#)) mit drei Taps aktiv war. Dabei wurde das Volumen der 2029er-Anleihe (Kupon: 2,375%) um EUR 2,7 Mrd. und das des 2036er-Bonds (Kupon: 3,25%) um knapp EUR 2,5 Mrd. vergrößert, während das 2051er-Wertpapier (Kupon: 0,7%) um EUR 1,6 Mrd. aufgestockt wurde. Die Bid-to-cover-Ratios beliefen sich auf 1,2x sowie 1,3x respektive 1,2x. Mit Blick auf die kommenden Handelstage befinden sich keine Deals bzw. konkrete Ankündigungen in der Pipeline, da heute Abend alle Blicke auf die Fed gerichtet sind und morgen natürlich auf die EZB.

Issuer	Jurisdiction	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
THRGN	DE	27.10.	DE000A5GS4C0	8.0y	0.65bn	ms +23bp	AAA / - / -	-
HAMBRG	DE	26.10.	DE000A3MQTV9	10.0y	0.50bn	ms +27bp	AAA / - / -	X
ESM	SNAT	26.10.	EU000A2SCA15	3.4y	1.00bn	ms +3bp	AAA / Aaa / AAA	-
BERGER	DE	21.10.	DE000A5H3DL7	5.0y	1.00bn	ms +14bp	AAA / Aa1 / -	-

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

Cross Asset

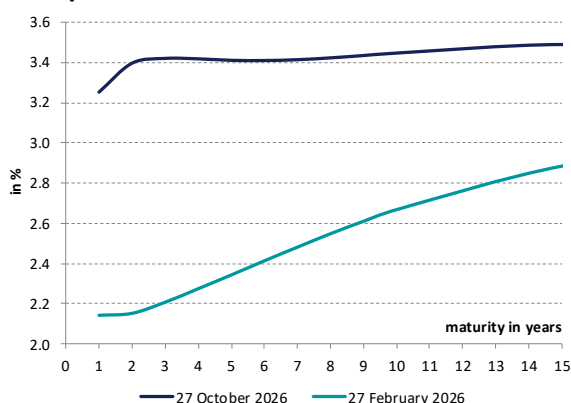
Relative Value – Der Markt zeigt die gelbe Karte

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

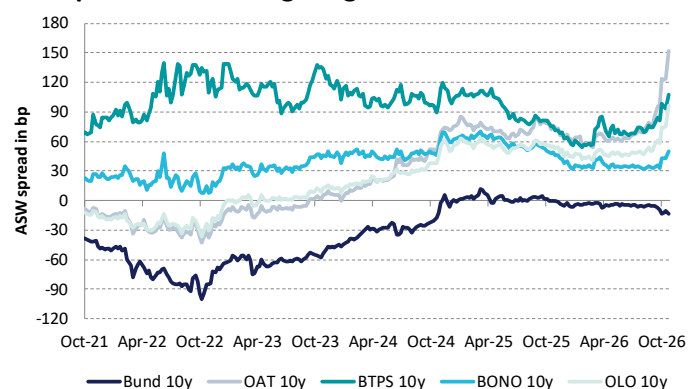
Risikotoleranz der Märkte wird zunehmend auf die Probe gestellt

Die internationalen Rentenmärkten lassen sich im übertragenen Sinne als die Schuldenschiedsrichter des globalen Finanzsystems charakterisieren. Auch wenn die öffentliche Hand, Banken und Unternehmen selbst darüber entscheiden, wie viel Fremdkapital sie von Investoren einsammeln wollen, so üben die Anleger doch einen großen Einfluss auf den Preis aus, den sie für entsprechendes Risiko bereit sind zu zahlen. Zudem sind die „Unparteiischen“ gerade dabei, die Geduld zu verlieren. Eine hohe Staatsverschuldung, strukturell steigende Defizitquoten, wachsende Zinskosten und ein zunehmender Wettbewerb um Kapital führten dazu, dass die Refinanzierungskosten für Staaten auf Niveaus liegen, welche zuletzt vor einigen Dekaden erreicht wurden. So kletterte die Rendite deutscher Bundesanleihen mit zehn Jahren Laufzeit im September auf bis zu 3,65% und notierte damit so hoch wie zuletzt im November 2008. Auch für die Regierungen in Belgien, Italien und Spanien verteuerten sich die Fundingbedingungen. Am deutlichsten offenbarte sich der zunehmende Vertrauensverlust allerdings in Frankreich: Der Risikoaufschlag von zehnjährigen OATs gegenüber laufzeitkongruenten Bundesanleihen stieg in der Spitze auf 176bp und erreichte damit einen Stand wie zuletzt während der europäischen Staatsschuldenkrise Anfang des vergangenen Jahrzehnts. Diese Entwicklung übte gleichermaßen einen starken Einfluss auf die Spreads in unserer SSA-Coverage (ohne Staaten) aus. Die Befürchtungen um eine drohende „Staatsschuldenkrise 2.0“ sind nach unserem Dafürhalten allerdings übertrieben, was auch daran liegen dürfte, dass das Bankensystem in der Eurozone auf einem deutlich solideren Fundament steht als noch zu Beginn der 2010er-Jahre. Infolgedessen erachten wir es als geboten, die jüngsten Spreadbewegungen in den für uns relevanten Teilmärkten SSA/Public Issuers sowie Covered Bonds in den Kontext der Entwicklungen in angrenzenden Assetklassen (z.B. Sovereigns oder auch Senior Financials) zu stellen. Trotz der weiterhin äußerst „headlinegetriebenen“ Gemengelage sehen wir Bedarf für eine aktuelle Standortbestimmung hinsichtlich der relativen Attraktivität zwischen Covered Bonds und öffentlichen Emittenten.

EUR-Swapkurve



ASW-Sprentwicklung ausgewählter EGBs



Marktumfeld zwischen Angebotsdruck und selektiverer Nachfrage

Sowohl Marktteilnehmer als auch (geld-)politische Verantwortliche müssen ihre Entscheidungen nach wie vor in einem Umfeld extremer Unsicherheit treffen. Wie bereits in der Einleitung skizziert, rückt vor allem die langfristige Schuldentragfähigkeit in den Mittelpunkt der Debatte. Zudem werden divergierende Entwicklungen der Inflation, des Wirtschaftswachstums, der fiskalischen Disziplin und der politischen Fragmentierung mittlerweile unterschiedlich bewertet und bepreist. Gleichwohl führen die wachsenden Investitionsausgaben v.a. der US-amerikanischen Hyperscaler für den Ausbau der KI-Infrastruktur zu einem stärkeren Wettbewerb im Investment Grade-Segment des Rentenmarktes um finanzielle Ressourcen. Um gegenüber dieser neuen Konkurrenz aus dem Privatsektor weiterhin als attraktive Assets wahrgenommen zu werden, müssen auch Emittenten der öffentlichen Hand sowie Covered Bonds den Investoren entsprechende finanzielle Anreize bieten. Darüber hinaus belasten Inflationssorgen und die hohen Preise für die wichtigen Energieträger Öl und Gas die Anleihenmärkte. Infolgedessen konnte sich insbesondere das lange Ende einer Neubewertung der Gemengelage nicht entziehen, was v.a. in Q3/2026 zu deutlichen Renditeanstiegen bzw. Kursrückgängen führte. Für Investoren und Emittenten leitet sich damit unweigerlich die Notwendigkeit ab, die aktuelle Marktlage neu einzuschätzen, denn neben Herausforderungen bietet die derzeitige Gemengelage definitiv auch Chancen. Ein wesentlicher Bestandteil ist hier u.E. die Relative Value-Betrachtung, da sich darauf aufbauend Investitionsentscheidungen bzw. die Wahl des Refinanzierungsinstruments begründen respektive ableiten lassen. In den folgenden Spreadbetrachtungen greifen wir für die methodische Einheitlichkeit auf Bloomberg-Indizes zurück und beziehen uns auf wöchentliche Daten vom 01. Oktober 2021 bis 23. Oktober 2026. Wir passen die Zusammensetzungen der Indizes nicht an, sodass sich die spezifischen Charakteristika (bspw. Duration) zwar unterscheiden können, diese Divergenzen aber im Zeitverlauf weitgehend stabil bleiben.

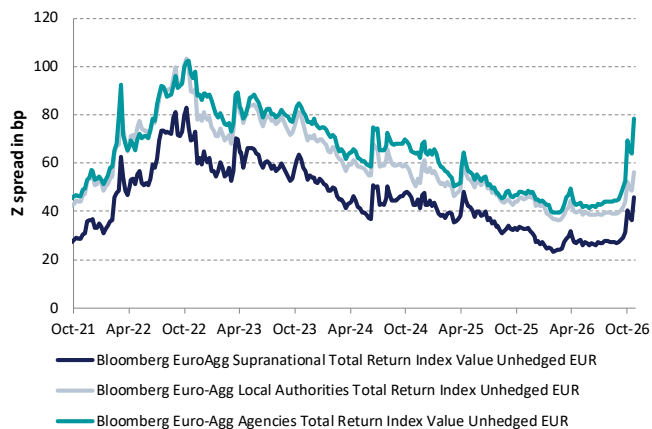
Bloomberg-Indizes als breitere „Proxys“ für unsere jeweiligen Teilmärkte

Gegenüber den bekannten iBoxx EUR Indizes des Datenanbieters Markit unterscheiden sich die Bloomberg-Indizes u.a. hinsichtlich der Emissionsvolumina. Im für das SSA-Segment maßgeblichen *iBoxx EUR Sub-Sovereigns* sind Emissionen ab Jumbosize (EUR ≥1 Mrd.) inkludiert. Während hingegen im *iBoxx EUR Covered* lediglich Emissionen ab Benchmarksize (EUR ≥500 Mio. ausstehendes Volumen) enthalten sind, fasst Bloomberg u.a. für den „*Bloomberg Euro-Aggregate Securitized – Covered TR Value Unhedged EUR*“ den Liquiditätsbegriff weiter und stellt bereits auf Bonds ab einem Volumen i.H.v. EUR ≥300 Mio. ab. In der Oktober-Zusammensetzung enthält der Index 1.168 Bonds und die gewichtete Restlaufzeit beträgt 4,34 Jahre (Yield: 3,67%; iBoxx EUR Covered: 1.130 ISINs). Alle nachfolgenden Indizes sind ebenfalls „Total Return“ und „Unhedged“ in EUR. Der *EuroAgg Supranational* zählt 307 Anleihen und die aktuelle gewichtete Restlaufzeit liegt bei 8,83 Jahren (Yield: 3,74%). Der überwiegend Sub-Sovereigns abbildende *EuroAgg Local Authorities* umfasst 760 Bonds bei einer gewichteten Restlaufzeit von 8,19 Jahren (Yield: 3,81%), während sich für den *EuroAgg Agencies* (655 ISINs; Yield: 3,97%) 5,42 Jahre ableiten lassen. Die beiden zuvor genannten Indizes verfügen zudem über eine jeweilige „Foreign“-Version, welche ausschließlich Emittenten außerhalb der Eurozone inkludiert. Zudem subsumiert Bloomberg unter „Local Authorities“ auch bspw. Anleihen deutscher Landesbanken, welche wir nach unserer Definition ausdrücklich nicht als Teil des SSA-Segmentes erachten. Das Financials-Segment bildet der *EuroAgg Financials* ab und setzt sich aus 1.695 Anleihen zusammen (gewichtete Restlaufzeit 4,40 Jahre; Yield: 4,37%). Insgesamt sind wir der Auffassung, dass sich mit dieser alternativen Abbildung der von uns betrachteten Assetklassen eine aggregierte Einordnung des aktuellen Spreadgefüges vornehmen lässt.

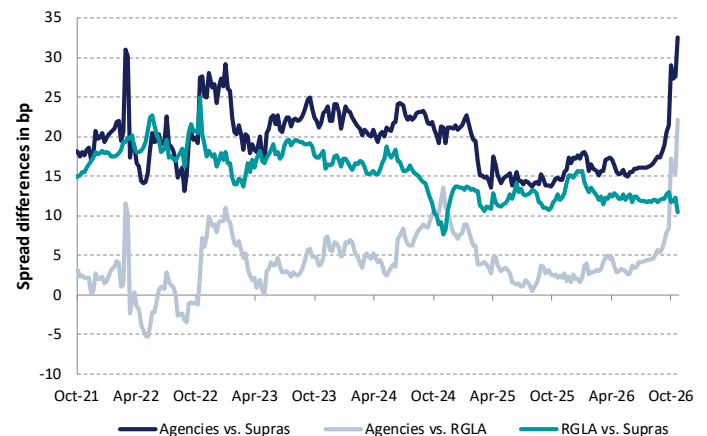
SSA-Segment: Spreadwidening in allen Teilmärkten

Die jüngsten Spreadausweitungen im SSA-Segment infolge des OAT-Ausverkaufs stellten einen markanten Einschnitt dar, wenngleich sich das Ausmaß innerhalb der Teilmärkte bis zum aktuellen Rand spürbar voneinander unterscheidet. Die markanteste Ausweitung der Risikoprämien verzeichnete der entsprechende Bloomberg Agency-Index, dessen Z-Spread auf bis zu 78bp anstieg. Zur Jahresmitte notierte der Index noch bei rund 43bp. Diese Entwicklung dürfte insbesondere auf den hohen Anteil französischer Emittenten wie CADES, UNEDIC und AGFRNC zurückzuführen sein. Interessant dürfte zudem der direkte Vergleich mit dem im vorherigen Abschnitt angesprochenen „Euro-Agg Foreign Agencies“ sein, der deutlich illiquidere Titel enthält und welcher hinsichtlich des Z-Spreads zuletzt ebenfalls bei 78bp lag. Allerdings konnten sich auch Emittenten aus dem Segment der Supranationals sowie Sub-Sovereigns einer Spreadausweitung nicht gänzlich entziehen. Gegenüber den Ständen vom Anfang Juli erhöhten sich die Risikoaufschläge für die entsprechenden Indizes um jeweils rund 20bp. Dementsprechend hat sich der Relative Value zwischen diesen beiden Teilmärkten im SSA-Universum auch nicht strukturell verändert. Die vom Markt geforderten Risikoprämien von Sub-Sovereigns gegenüber Supranationals liegen in der aggregierten Betrachtung nach wie vor auf einem Niveau, welches im Wesentlichen konsistent ist mit den Abständen, die wir seit Anfang 2025 beobachten konnten.

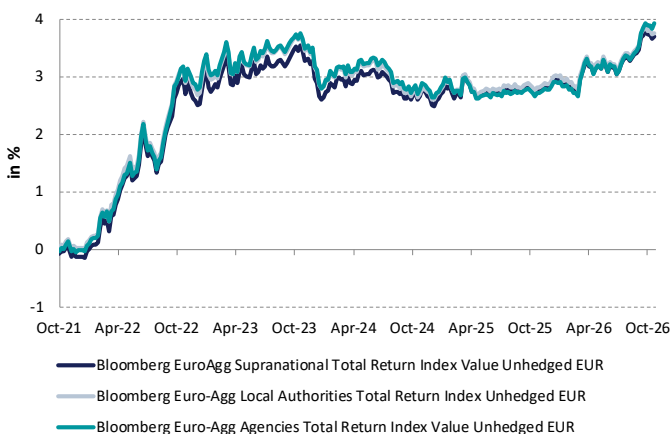
SSA: Z-Spreadentwicklung



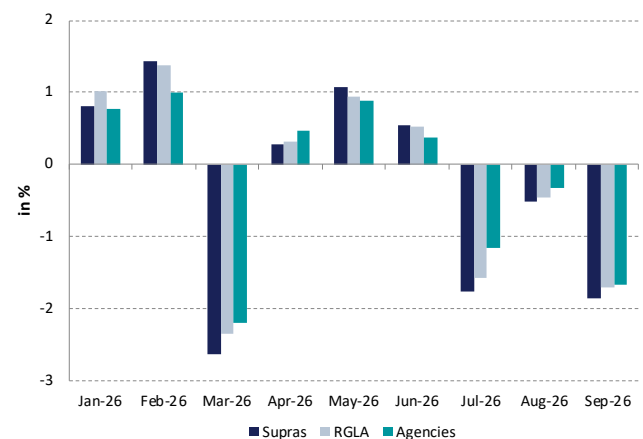
SSA: Relative Value-Entwicklung



SSA: Renditeentwicklung



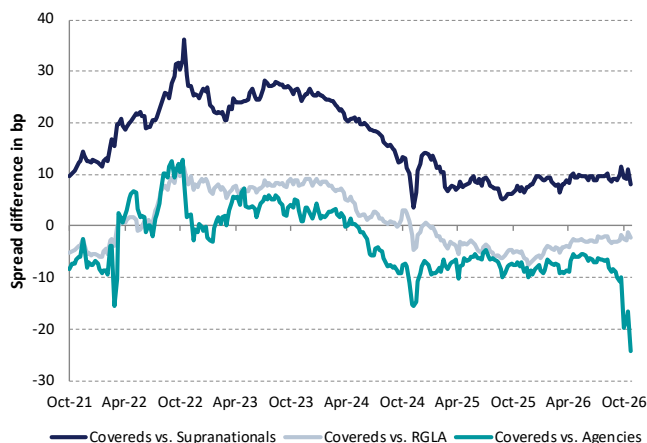
SSA: Monatliche Total Returns in 2026



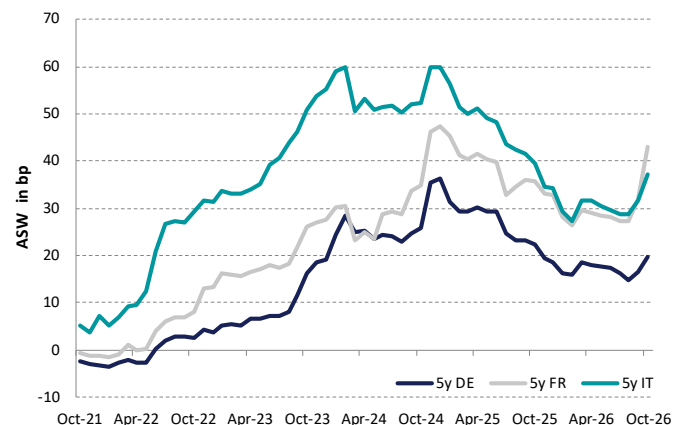
Covered Bonds nicht entkoppelt von den Spreadanstiegen

Der Relative Value von Covered Bonds gegenüber Supranationals und Sub-Sovereigns hat sich auf Basis der Bloomberg-Indizes in den letzten Monaten kaum verschoben, während er im Vergleich zu den Agencies signifikant zurückging. Hier sei erneut darauf hingewiesen, dass die Gewichtung der französischen Emittenten im Bloomberg Agency-Index deutlich höher ist als in den vergleichbaren Indizes für Covered Bonds, Supranationals oder Sub-Sovereigns. Entsprechend überproportional fallen die deutlichen Spreadausweitungen bei den französischen Emittenten ins Gewicht. Die hohe Aggregation der Indizes über die unterschiedlichen Jurisdiktionen hinweg verwässert unserer Ansicht nach ein wenig die Entwicklung der Spreads von französischen Covered Bonds. Diese haben in den vergangenen zwölf Monaten deutlich schlechter performed als ihre Peers aus Deutschland oder Italien. So handeln fünfjährige deutsche Pfandbriefe am aktuellen Rand rund 23bp unter laufzeitkongruenten französischen Covered Bonds. Im Oktober 2025 war die Differenz mit 13bp noch erheblich geringer. Ein noch deutlicheres Bild zeigt der Vergleich zwischen französischen und italienischen Covered Bonds. Hier liegt der Spreadabschlag für fünfjährige italienische Covered Bonds aktuell bei -6bp, während vor einem Jahr noch ein Pick-up von rund +4bp bestand. Als primärer Spreadtreiber erweist sich das allgemeine Sentiment in Frankreich, getragen von politischer Unsicherheit und einer ungelösten Haushalts- und Schuldenproblematik. In Kombination mit erhöhten Energiepreisen und einem steigenden Zinsniveau hat die prekäre Situation in Frankreich aber auch zu einem über alle Jurisdiktionen hinweg zu beobachtenden Spreadanstieg am Covered Bond-Markt beigetragen.

Z-Spread: Differenzen COV vs. SSA



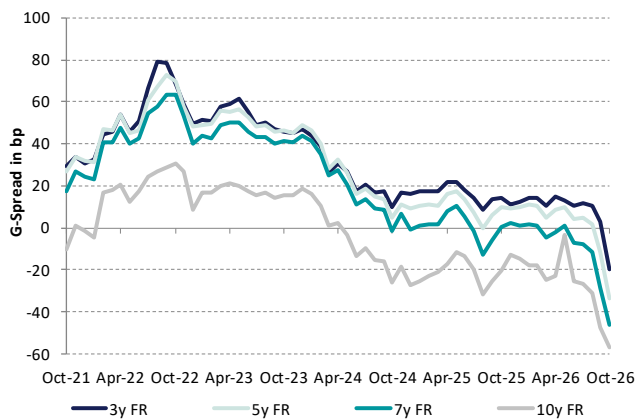
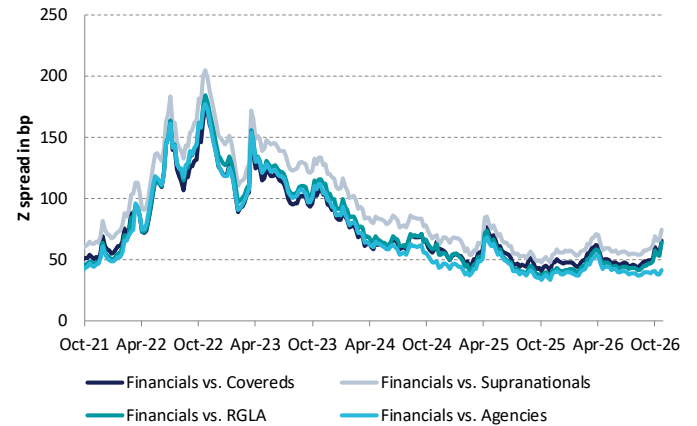
Spreadentwicklung Covered Bonds: DE, FR, IT



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Französische Covered Bonds handeln innerhalb von OATs

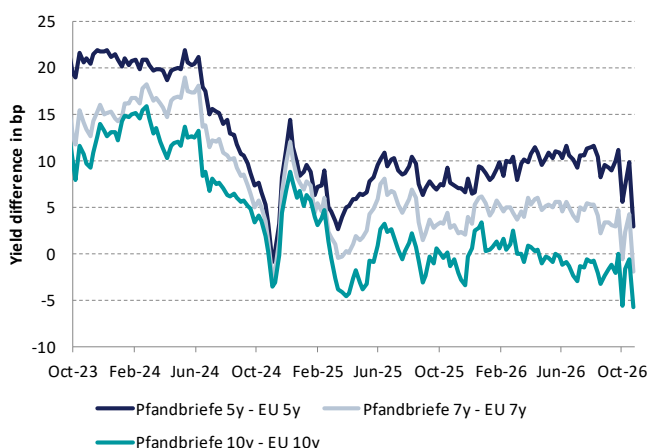
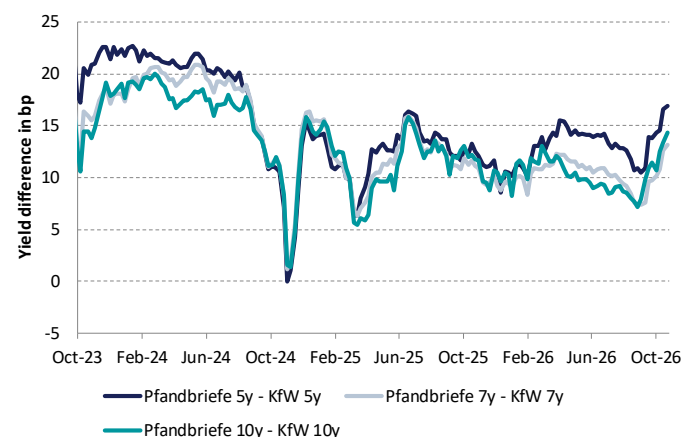
Der Renditeanstieg von europäischen Staatsanleihen im Jahresverlauf führte in einigen Jurisdiktionen zu Veränderungen des Relative Values gegenüber nationalen Covered Bonds. Während der G-Spread beispielsweise in Deutschland und in den Niederlanden anstieg, ging dieser in Italien und Frankreich weiter zurück bzw. notierte noch tiefer im negativen Bereich. Frankreich sticht dabei erneut hervor. Hier handeln Covered Bonds über das gesamte Laufzeitband hinweg mittlerweile unter OATs. Offenbar schätzen die Investoren die Qualität des französischen Banken- und Immobilienmarktes höher ein als jene des französischen Zentralstaats. Zwar stellt die höhere Liquidität von Staatsanleihen weiterhin einen Attraktivitätsfaktor gegenüber Covered Bonds dar, demgegenüber steht jedoch eine i.d.R. niedrigere Volatilität sowie am aktuellen Rand eine bessere Performance. Langfristig stellt sich die Frage, ob französische Covered Bonds die OATs als Safe Haven-Assetklasse aus der „Grande Nation“ ablösen werden.

Relative Value: G-Spread FR**Z-Spread: Differenzen Financials vs. Covereds & SSA**

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Seniors verzeichneten deutliche Spreadausweitungen in den letzten Monaten

Der Effekt der wiedergekehrten Unsicherheit hatte ebenfalls deutliche Auswirkungen am Markt für Senior Financials. Auf Basis der Bloomberg-Indizes weiteten sich die Spreads in dieser Assetklasse in den vergangenen Monaten deutlich stärker aus als diejenigen von Covered Bonds, wobei auch hier die französischen Banken am stärksten betroffen waren. Damit kam der seit einigen Jahren zu beobachtende Trend von immer geringeren Spread-differenzen zwischen unseren einzelnen Sub-Segmenten zumindest kurzfristig zum Erliegen. Nichtsdestoweniger liegen diese weiterhin leicht unter den Höchstständen des Jahres 2025. Entsprechend ist es unserer Ansicht nach noch zu früh, von einer nachhaltigen Trendumkehr zu sprechen – vielmehr handelt es sich nach unserem Dafürhalten um eine Korrektur ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau. Auch in diesem Kontext sollte allerdings zwischen den einzelnen Teilmärkten differenziert werden. Darüber hinaus führt die höhere Volatilität von vorrangigen Bankanleihen im Vergleich zu Covered Bonds oder Emittenten aus dem SSA/Public Issuers-Universum zu deutlich schnelleren Reaktionen der Senior-Spreads. Die Ausweitungstendenzen am Senior-Markt scheinen hingegen am aktuellen Rand begrenzt und vorwiegend durch fiskal- und energiepolitische Themen getrieben zu sein als durch eine Erosion der Kapital- oder Liquiditätsausstattung. Entsprechend sehen wir die Wahrscheinlichkeit einer anhaltenden Ausweitung der Spreaddifferenzen zwischen den drei Assetklassen als eher begrenzt an.

Renditedifferenzen: Pfandbriefe vs. EU**Renditedifferenzen: Pfandbriefe vs. KfW**

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Safe Haven-Status stützt Outperformance der KfW – EU-Erholung mit Fragezeichen

Im Hinblick auf einzelne Emittenten bzw. Emittentengruppen lässt sich nach unserem Dafürhalten weiterhin konstatieren, dass deutsche Pfandbriefe gegenüber den beiden SSA-Schwergewichten EU und KfW aus Investorensicht zwar weiterhin als teuer zu charakterisieren sind, die spezifischen Entwicklungen der Renditeabstände in diesem Kontext allerdings jüngst eine neue Dynamik entfaltet haben. So verlangen Anleger bspw. für das Halten von zehnjährigen Pfandbriefen ggü. laufzeitkongruenten KfW-Anleihen derzeit einen Renditeaufschlag von +14bp, wie wir ihn zuletzt im Juni 2025 registrierten. Auch für die kürzeren von uns betrachteten Laufzeiten lassen sich vergleichbare Ergebnisse feststellen. Nach unserem Dafürhalten ist die Outperformance der KfW ggü. Pfandbriefen in den letzten Wochen weniger Ausdruck eines strukturellen Repricings als vielmehr die Bestätigung des Safe Haven-Status der größten deutschen Förderbank. Zudem hat die KfW bereits das Gros ihres geplanten Fundings für 2026 eingesammelt, was die Spreadentwicklung zusätzlich unterstützt haben dürfte. Im Hinblick auf das Verhältnis zwischen Pfandbriefen und EU-Benchmarks sind wir bereits in früheren Publikationen darauf eingegangen, dass aufgrund diverser schuldenfinanzierter Programme und einer damit einhergehenden deutlichen Ausweitung der Emissionsaktivität eine gewisse Outperformance der „Gedeckten“ durchaus gerechtfertigt ist. Allerdings bewerten wir das Ausmaß dieses „Tightenings“ grundsätzlich weiterhin als kritisch, da auch EU-Anleihen nach wie vor von wesentlichen Vorteilen aus regulatorischer Perspektive im Vergleich zu Pfandbriefen profitieren. Zwar näherten sich die Renditen zehnjähriger EU-Anleihen in den vergangenen Wochen vorsichtig dem Niveau laufzeitkongruenter Pfandbriefe an, die Entwicklung im Oktober war jedoch sodann von hoher Volatilität geprägt. Da die Staatengemeinschaft allerdings durch das Auslaufen des NGEU-Programms voraussichtlich ihre Emissionstätigkeit spürbar verringern dürfte, erachten wir eine zukünftige Outperformance der EU als grundsätzlich denkbar – wenngleich sich die durchaus berechtigte Frage auftut, ob dieses Szenario nicht bereits eingepreist sein dürfte.

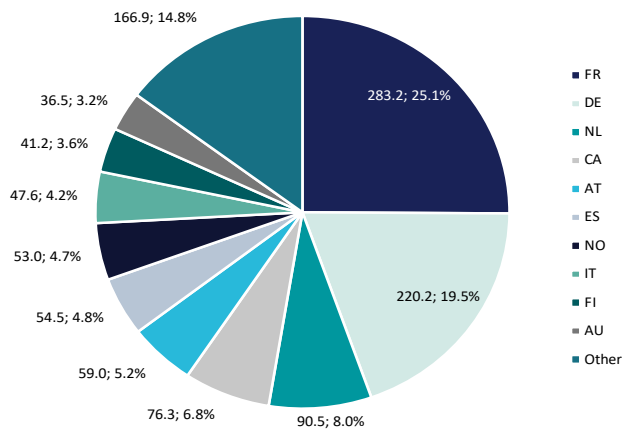
Fazit und Ausblick

Der Markt zeigt im übertragenen Sinn die gelbe Karte, bislang aber sehr gezielt. Die jüngsten Turbulenzen spiegeln sich zwar in den absoluten Bewertungsniveaus der betrachteten Assetklassen wider. Die deutlichsten Reaktionen – und somit Verwarnungen – konzentrieren sich jedoch auf französische Emittenten und auf Marktsegmente mit strukturell erhöhtem Frankreich-Exposure, insbesondere auf Agencies. Das Indexbild darf dabei nicht mit dem vollständigen Spielverlauf verwechselt werden: Unterschiede entlang der Laufzeiten werden teilweise herausgemittelt, während heterogene Staaten- und Emittentengewichtungen gerade bei Public Issuers die Aussagekraft aggregierter Bloomberg-Indizes begrenzen. Ob es bei Gelb bleibt oder gar Dunkelgelb wird, entscheidet sich vor allem an der Seitenlinie der Fiskalpolitik. Mangelnde Haushaltsdisziplin, eine weiter steigende Staatsverschuldung und zunehmende politische Fragmentierung könnten das Vertrauen der Investoren nachhaltig beschädigen. Die Folge wären höhere Risikoaufschläge und ungünstigere Refinanzierungskonditionen für staatliche und staatsnahe Emittenten. Covered Bonds verfügen weiterhin über einen Vertrauensvorsprung. Doch auch die defensivste Assetklasse spielt nicht außerhalb des Marktes: In einem breiteren Risk-off-Szenario wären auch hier Spreadausweitungen kaum vollständig zu vermeiden.

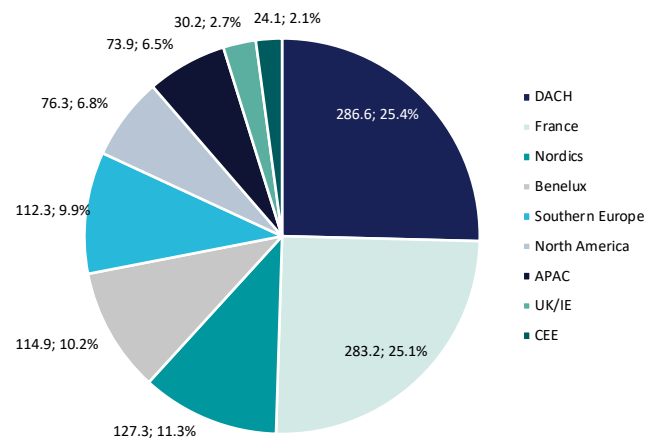
Charts & Figures

Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Jurisdiktion (in EURbn)



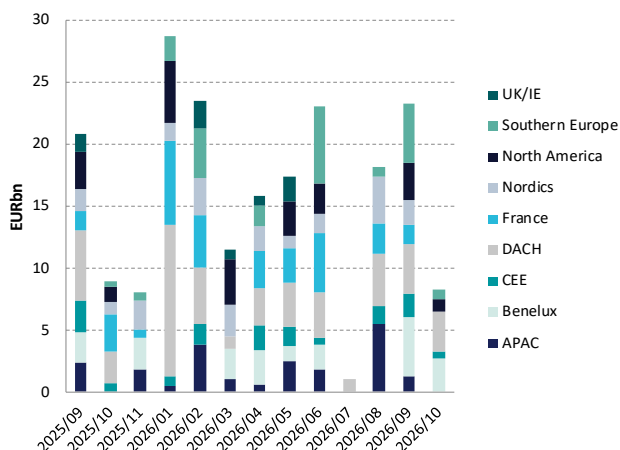
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



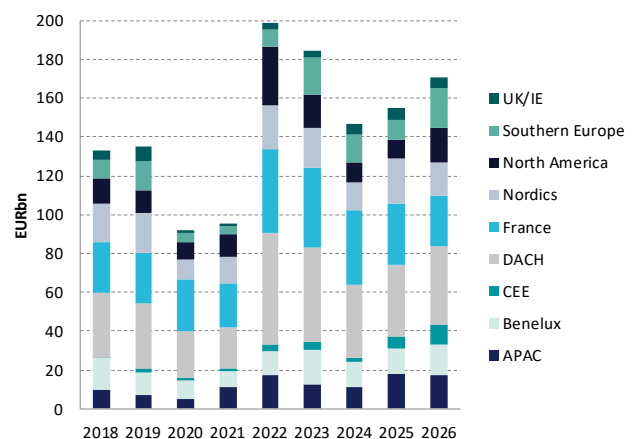
Top 10-Jurisdiktionen

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	283.2	279	42	0.97	9.0	4.0	1.90
2	DE	220.2	304	49	0.68	7.8	3.5	2.00
3	NL	90.5	90	5	0.95	10.0	4.9	1.82
4	CA	76.3	61	1	1.24	5.7	2.5	2.13
5	AT	59.0	97	5	0.60	8.2	3.5	1.82
6	ES	54.5	50	4	0.99	9.3	3.2	2.40
7	NO	53.0	63	13	0.84	6.9	3.2	1.84
8	IT	47.6	60	6	0.75	7.8	3.6	2.43
9	FI	41.2	51	4	0.80	6.6	2.7	2.13
10	AU	36.5	37	0	0.99	7.2	3.1	2.20

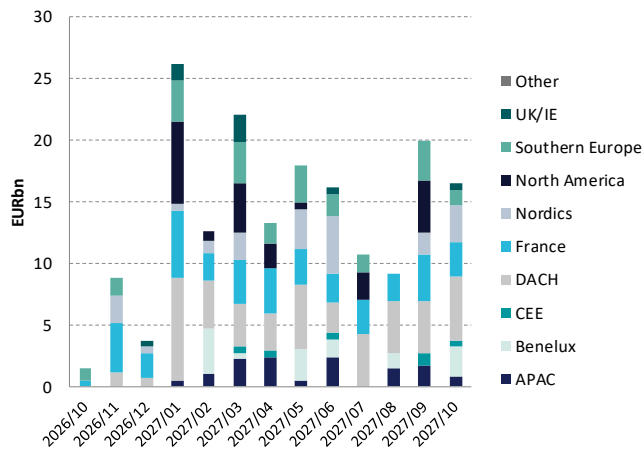
EUR-Benchmark-Emissionen je Monat



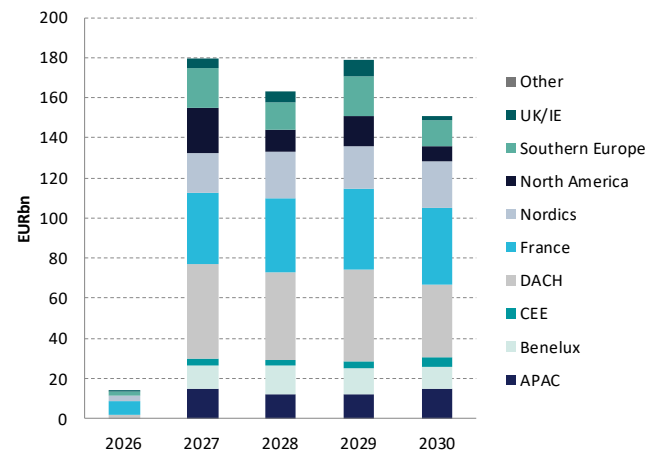
EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr



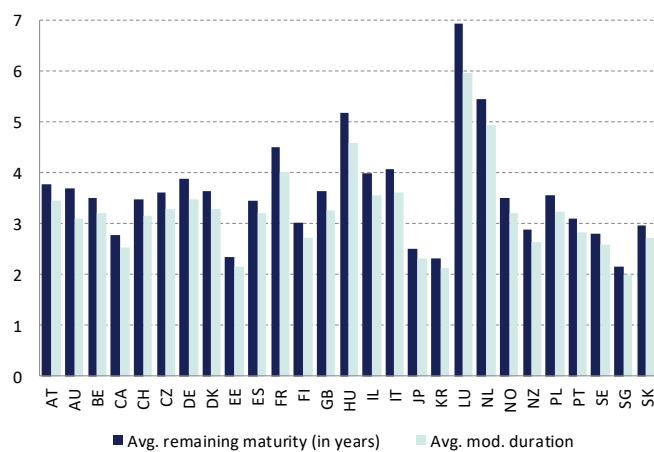
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



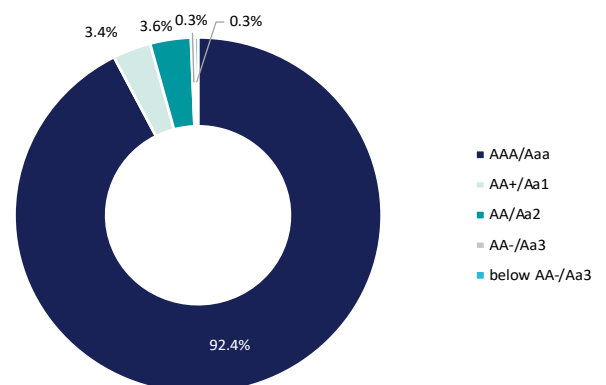
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



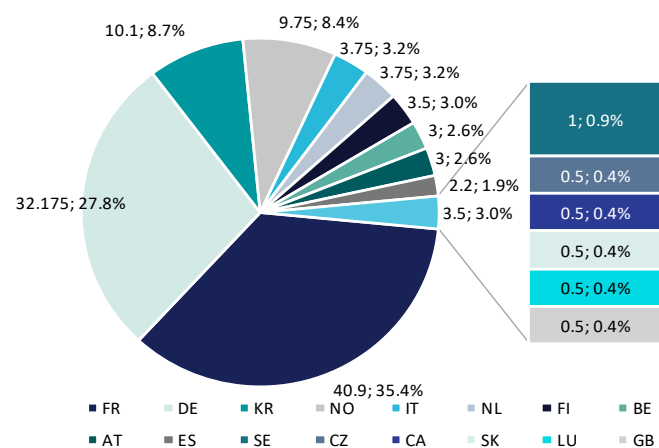
Modified Duration und Restlaufzeit nach Jurisdiktion



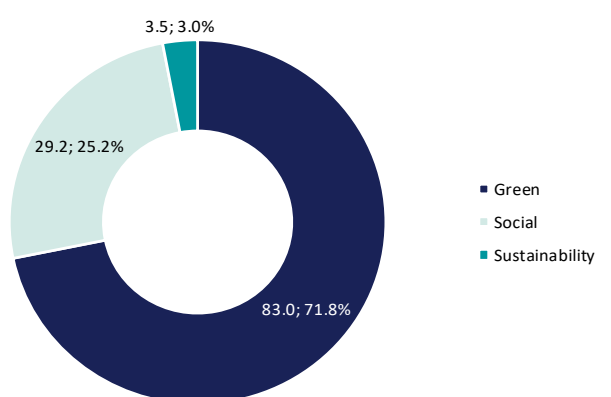
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

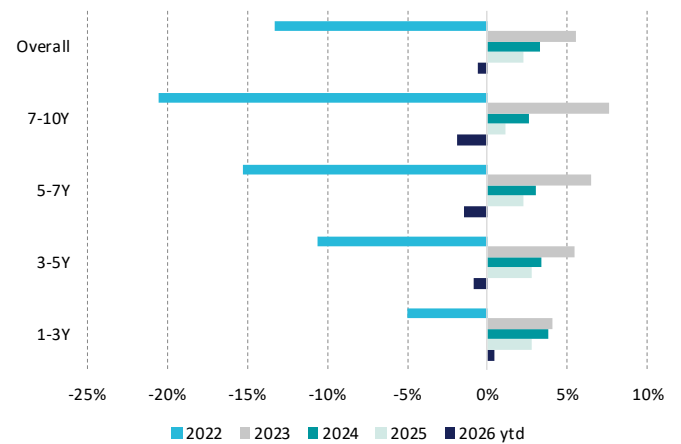
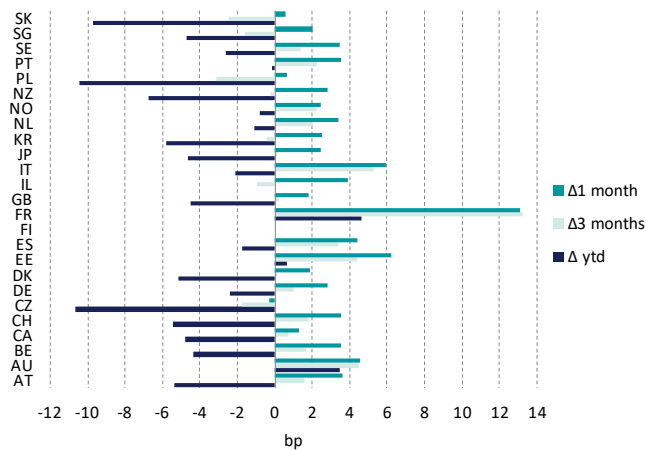


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

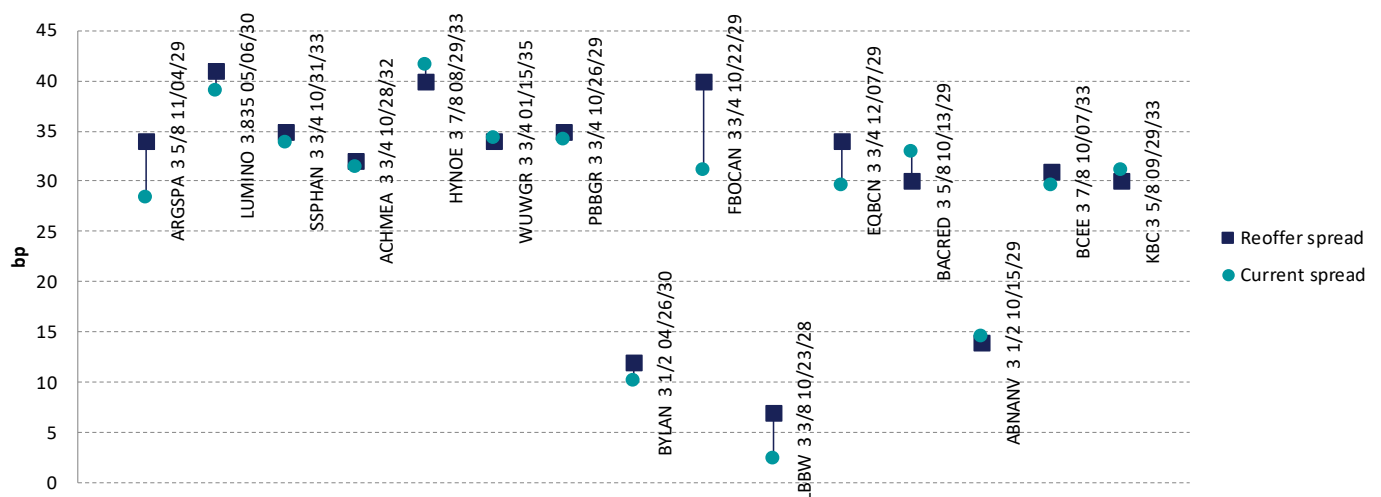


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

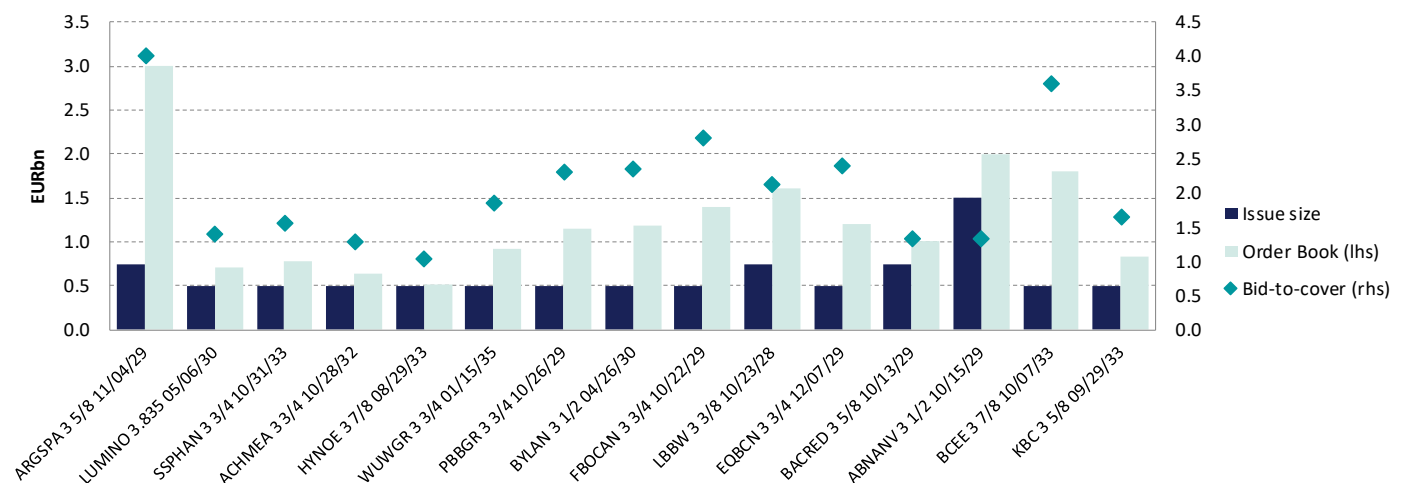
Spreadveränderung nach Jurisdiktion (EUR-Benchmarks) Performance EUR-Benchmarks (Total Return)

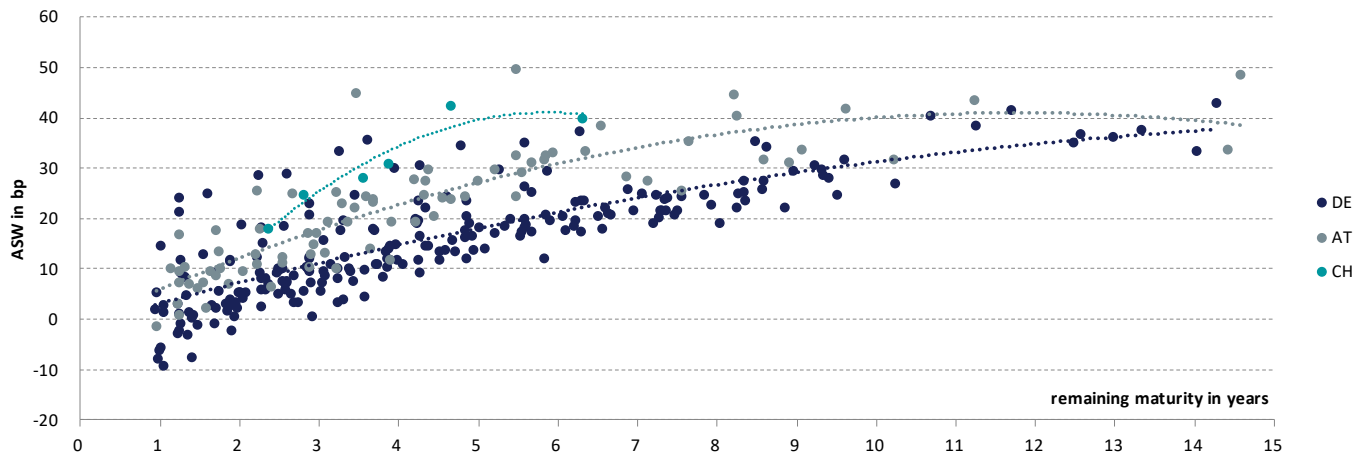
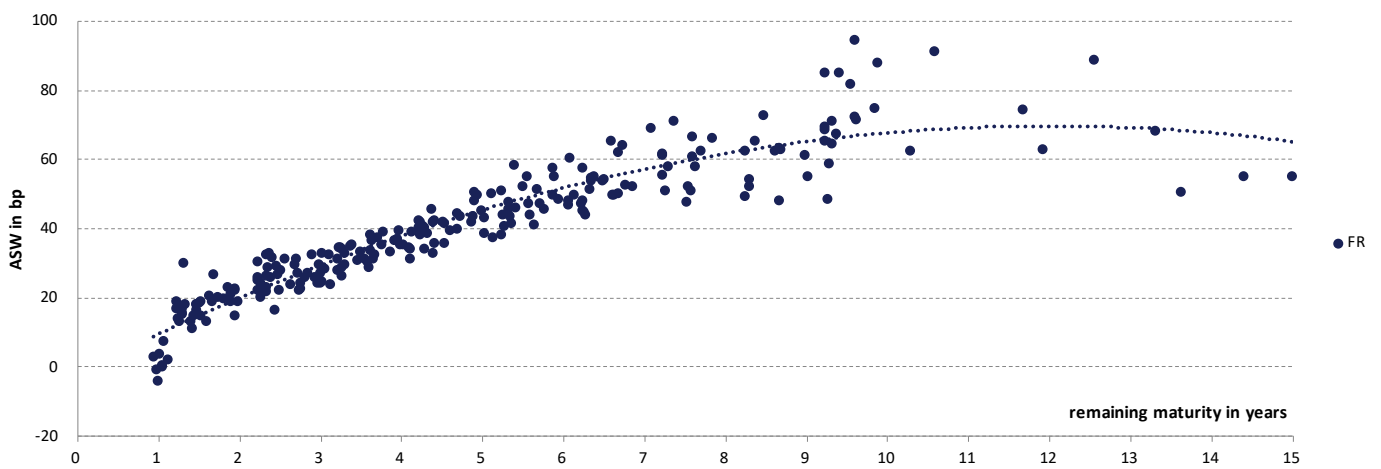
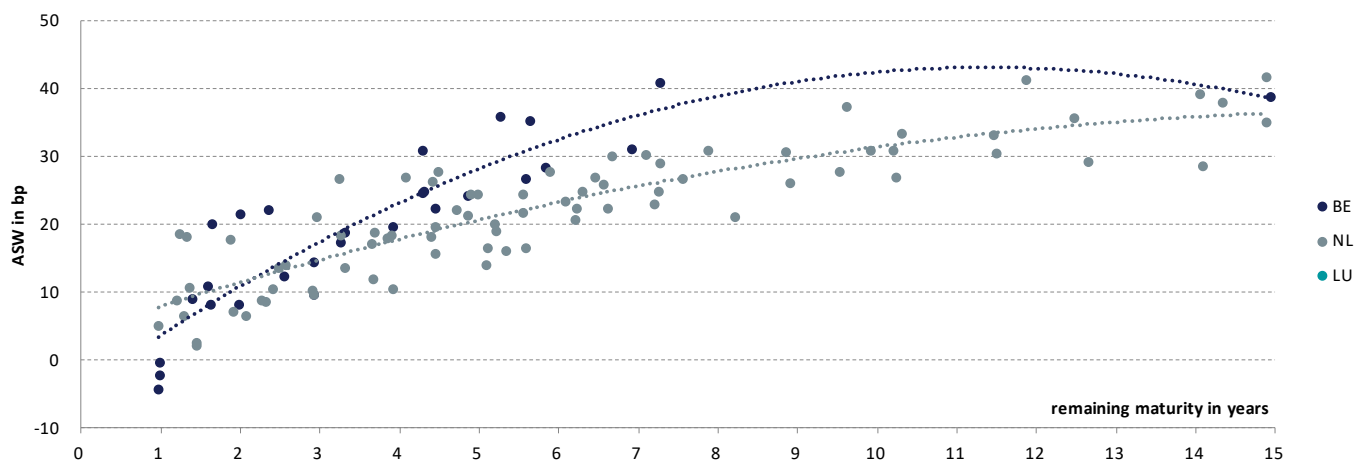


Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

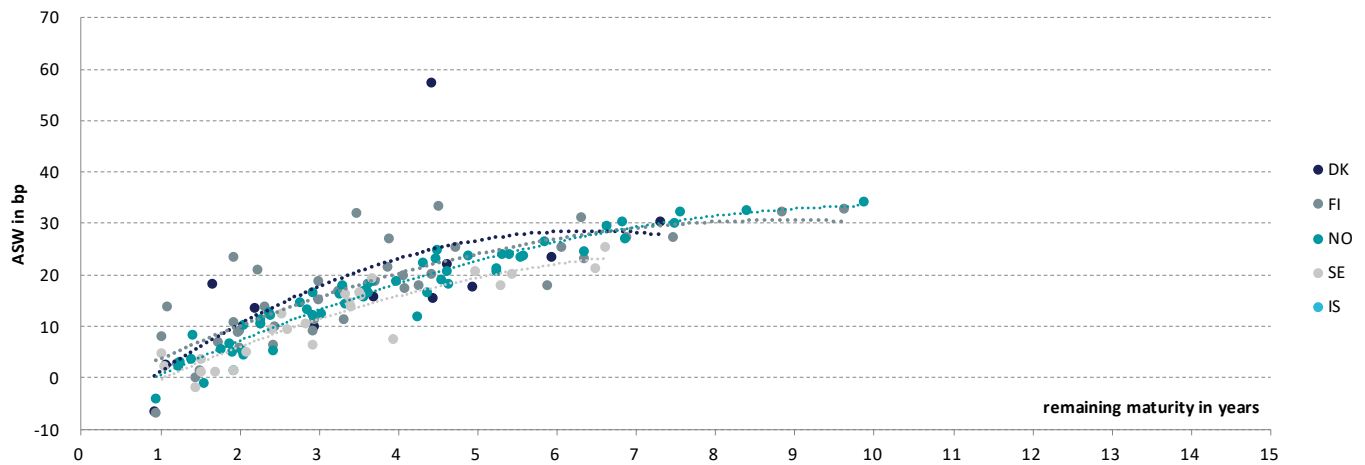


Orderbücher der letzten 15 Emissionen

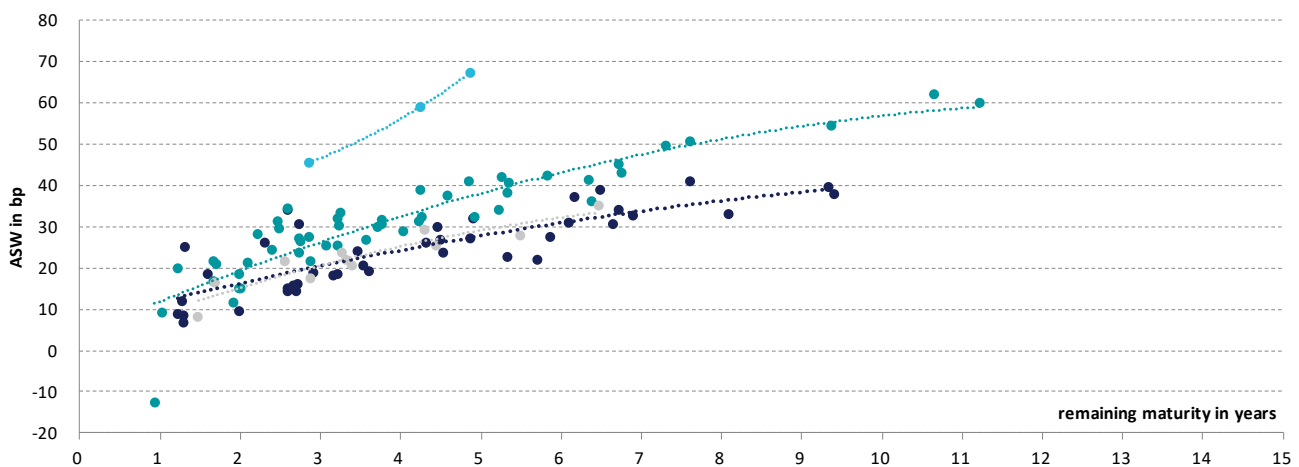


Spreadübersicht¹DACH   France Benelux   

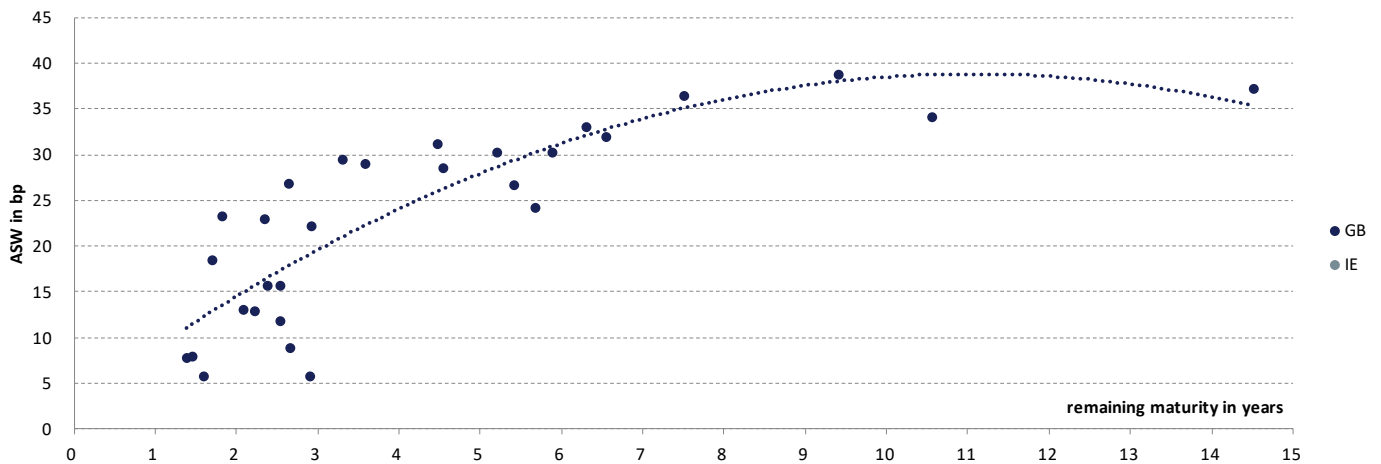
Nordics

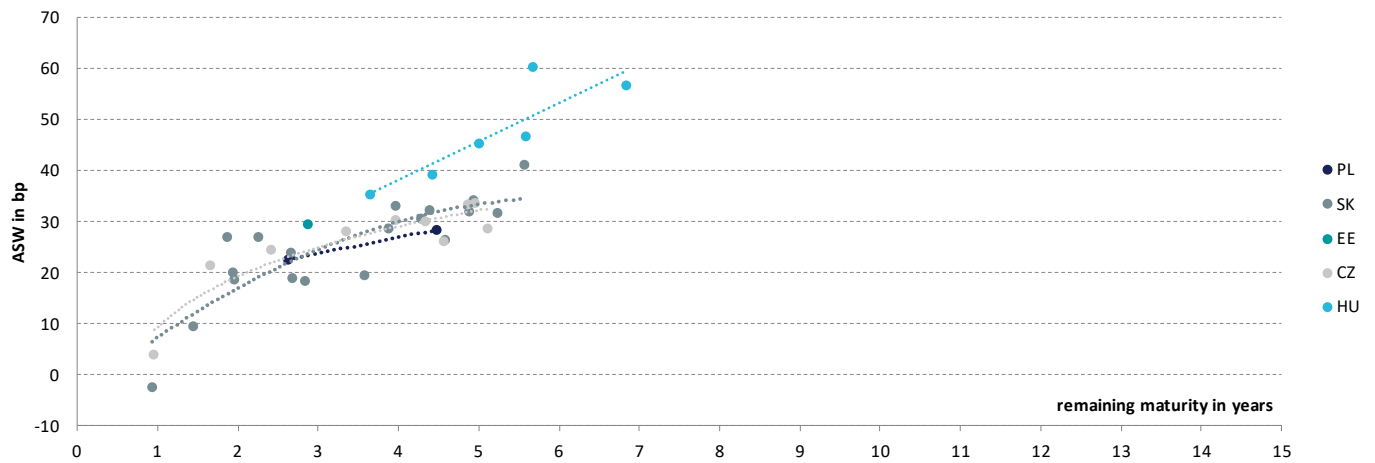
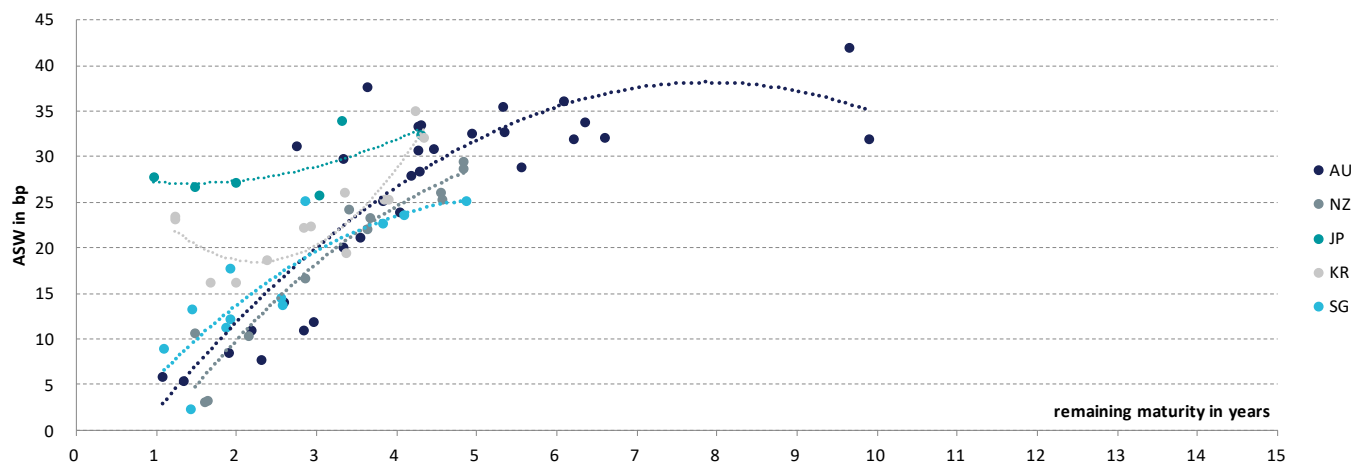
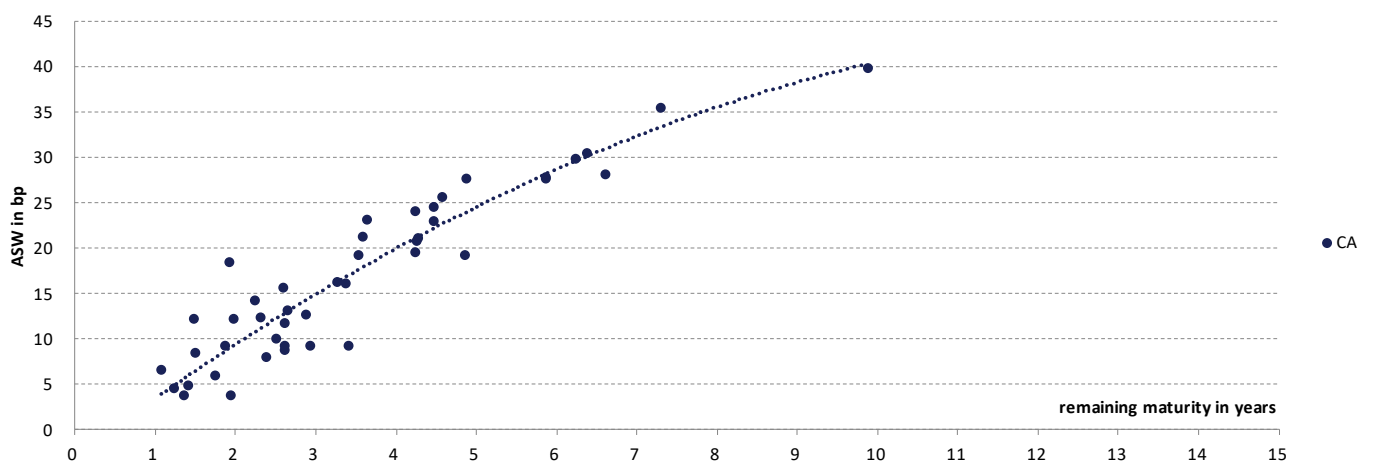


Southern Europe



UK/IE

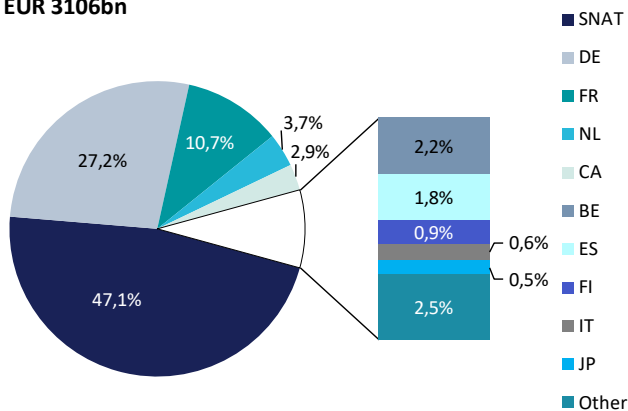


CEE APAC Canada 

Charts & Figures SSA/Public Issuers

Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

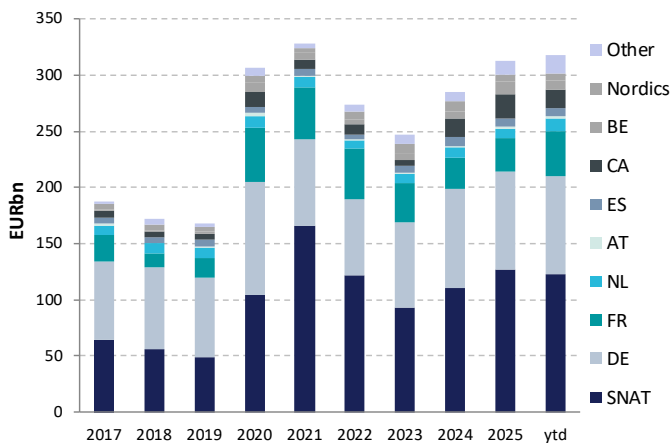
EUR 3106bn



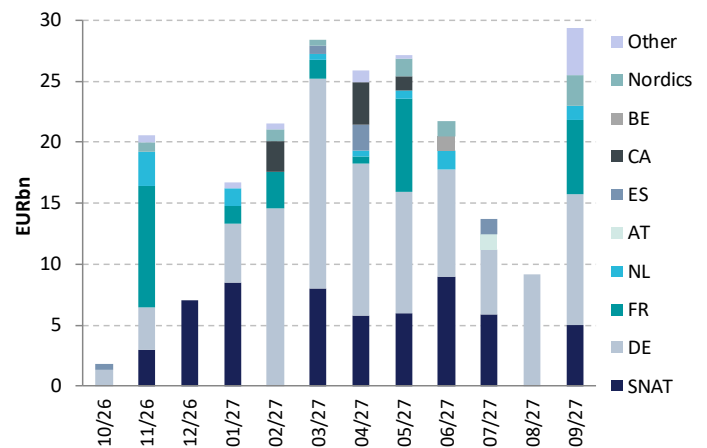
Übersicht der Top10 (EUR-Benchmarks)

Jurisdiction	Vol. (EURbn)	No. of bonds	ØVol. (EURbn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.461,6	288	5,1	7,3
DE	843,5	641	1,3	5,5
FR	333,3	219	1,5	4,8
NL	114,2	98	1,2	5,5
CA	88,8	75	1,2	6,0
BE	67,3	59	1,1	8,5
ES	54,7	82	0,7	4,6
FI	28,5	29	1,0	3,4
IT	19,9	27	0,7	3,9
JP	16,0	19	0,8	2,8

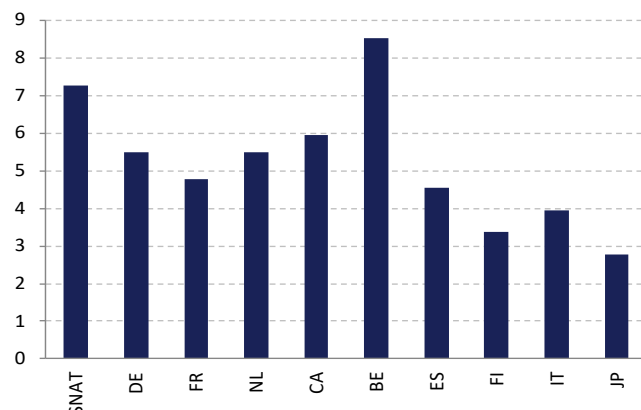
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



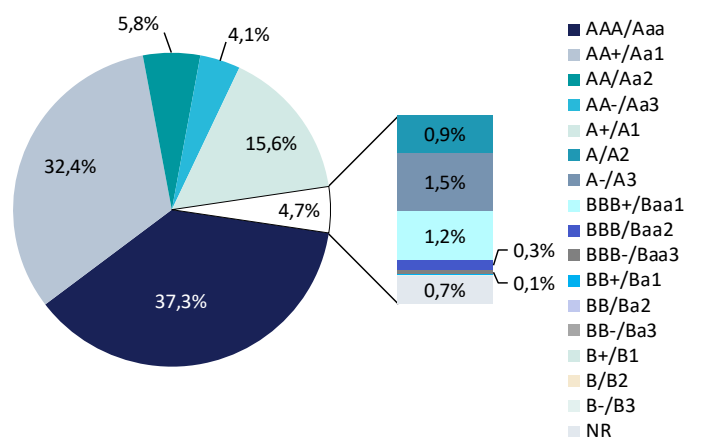
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



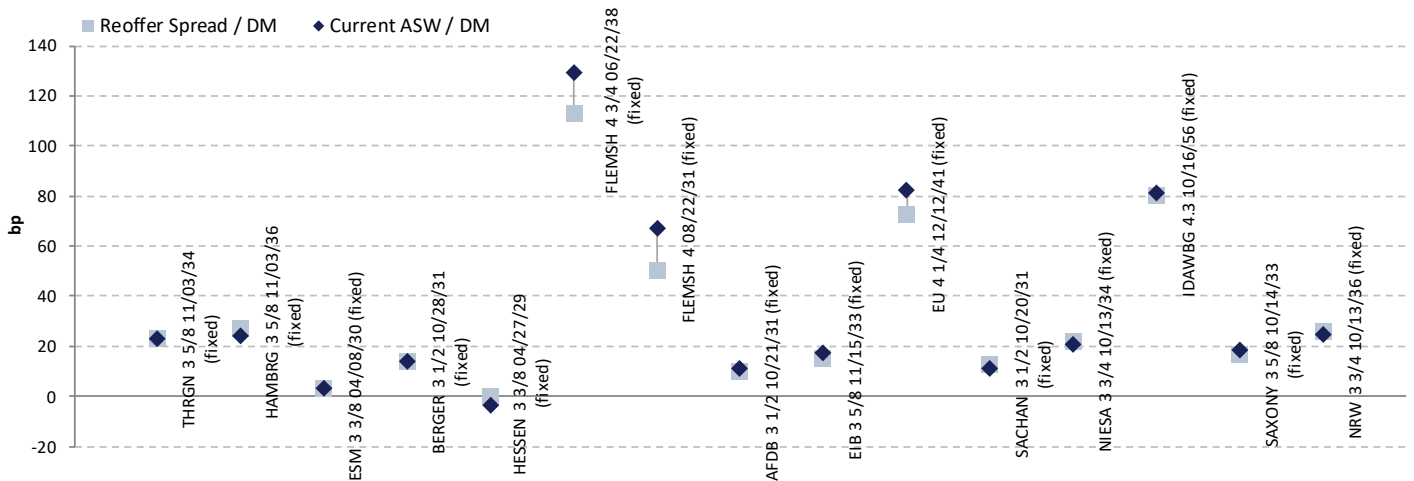
Vol. gew. Modified Duration nach Jurisdiktion



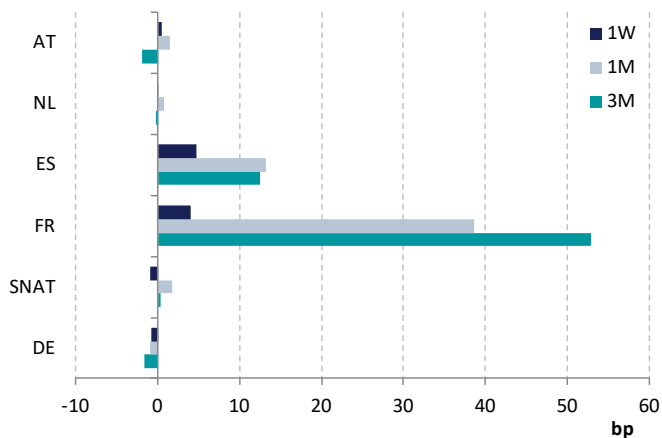
Ratingverteilung (volumengewichtet)



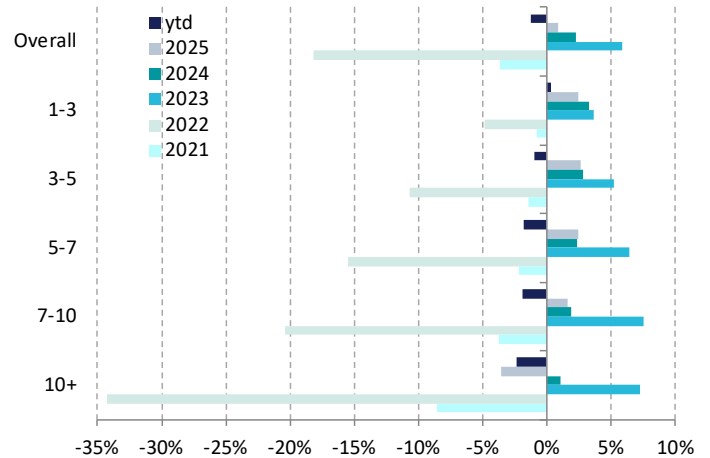
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



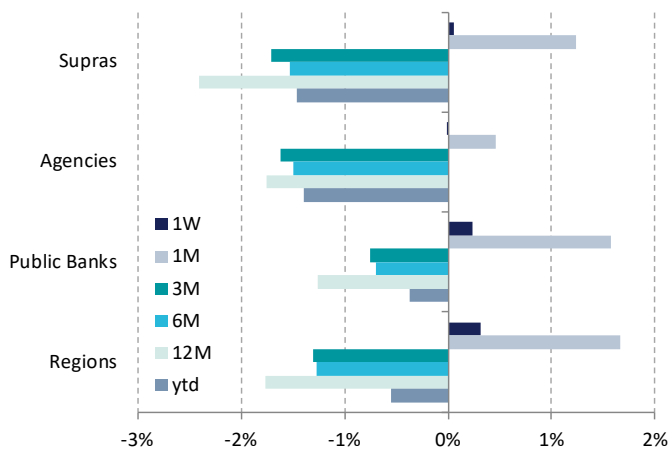
Spreadentwicklung nach Jurisdiktion



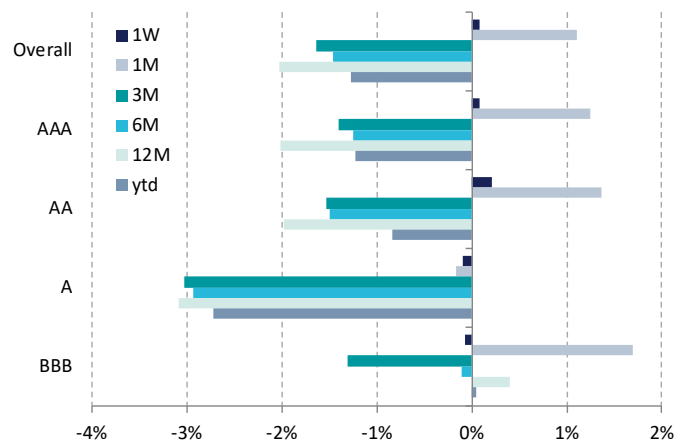
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance auf Indexebene (Total Return)

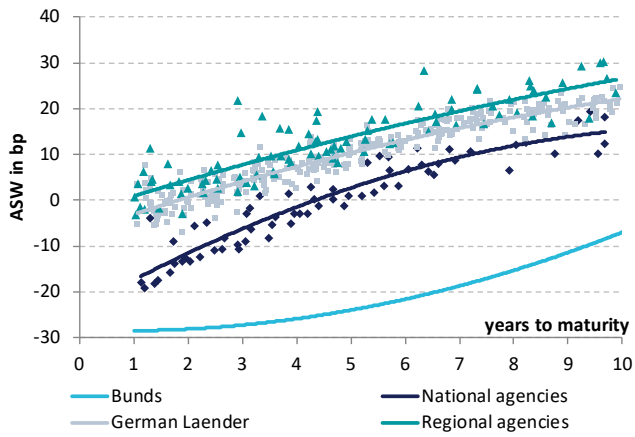


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

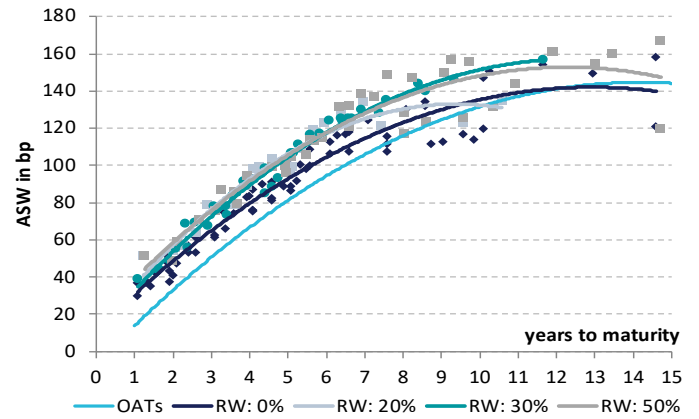


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

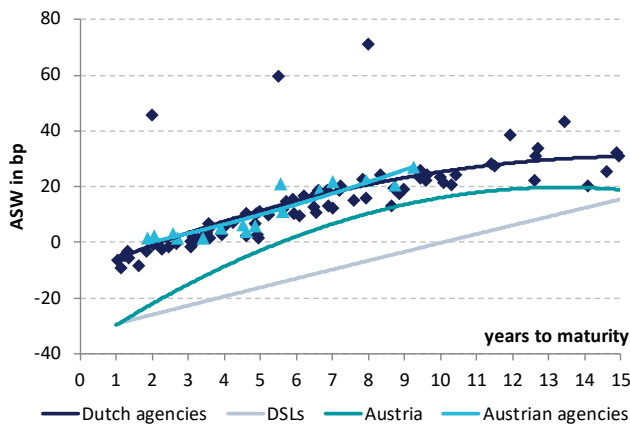
Germany (nach Segmenten)



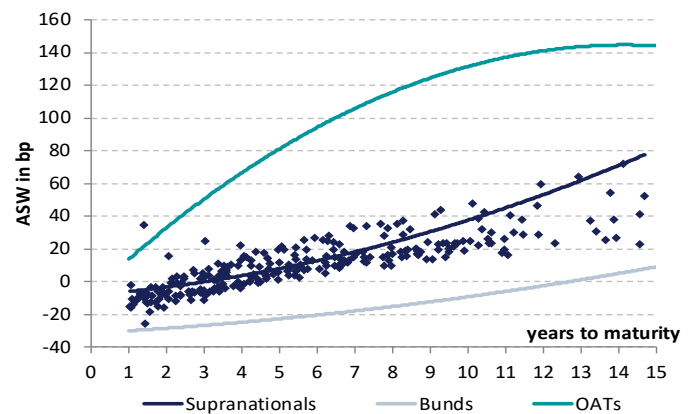
France (nach Risikogewichten)



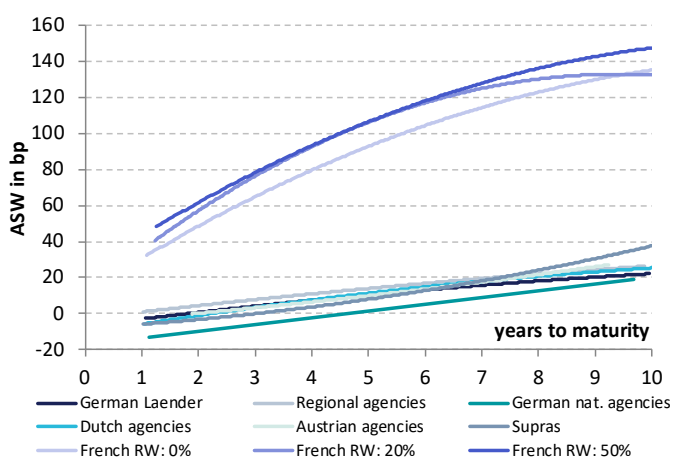
Netherlands & Austria



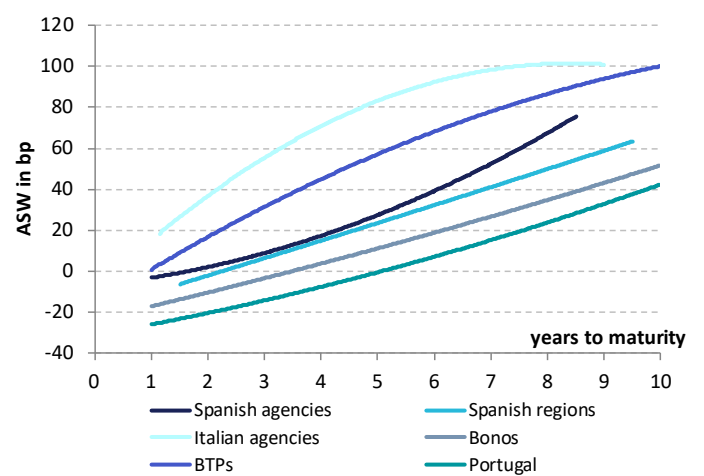
Supranationals



Core



Periphery



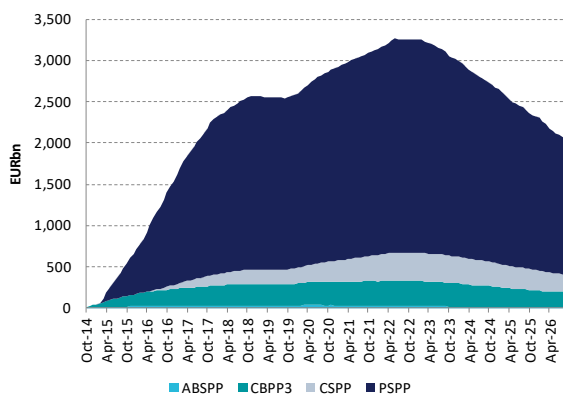
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures

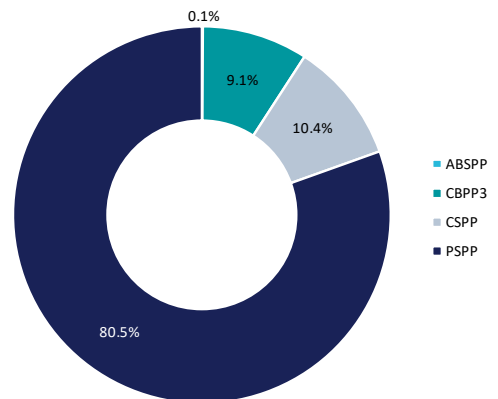
EZB-Tracker

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

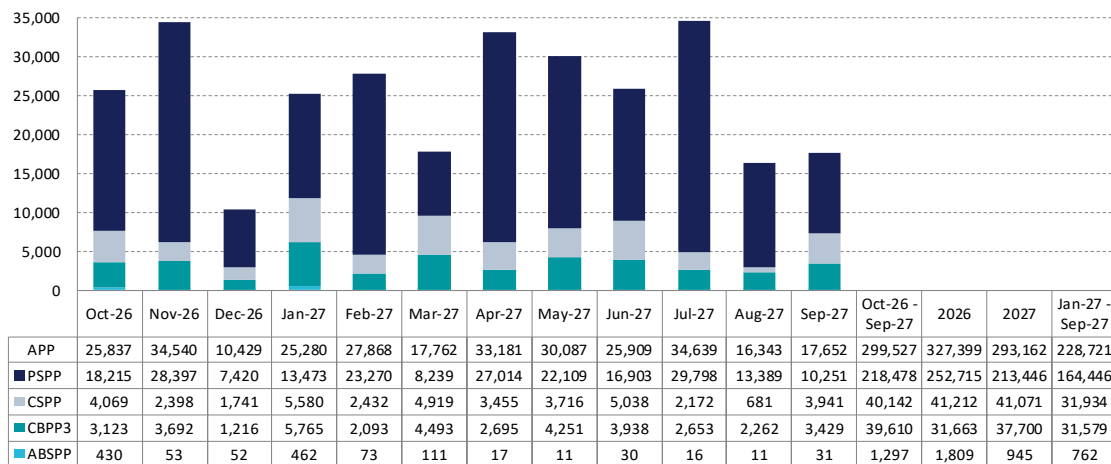
APP: Portfolioentwicklung



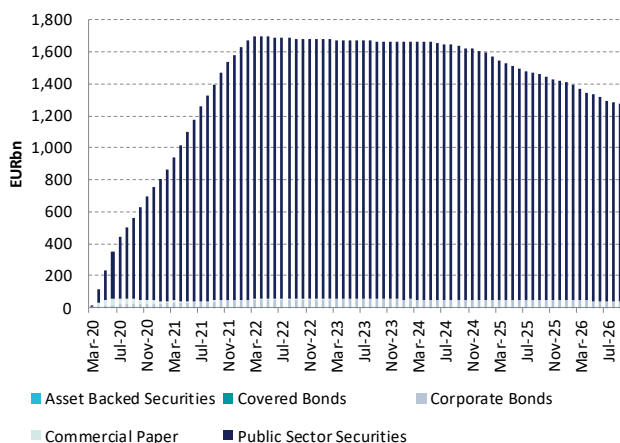
APP: Portfoliostruktur



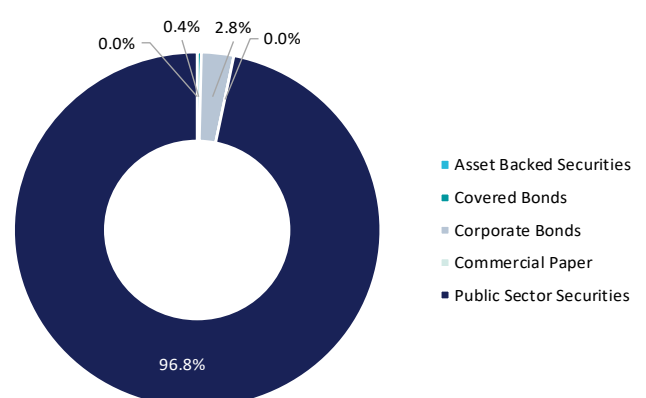
APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



PEPP: Portfolioentwicklung



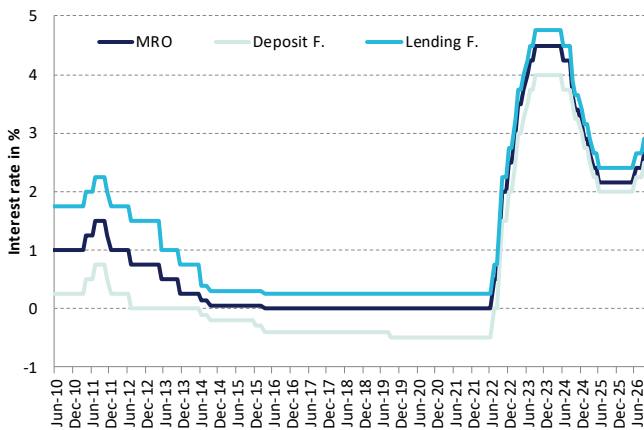
PEPP: Portfoliostruktur



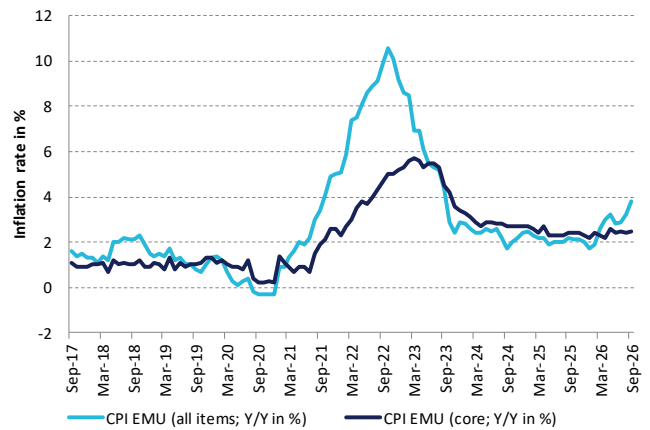
Charts & Figures

Cross Asset

EZB-Leitzinssätze



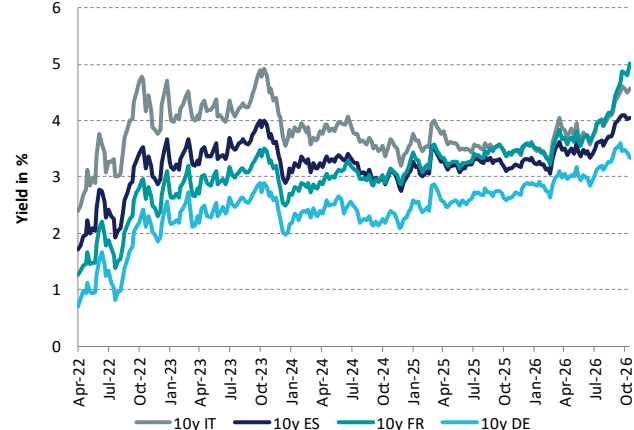
Inflationsentwicklung im Euroraum



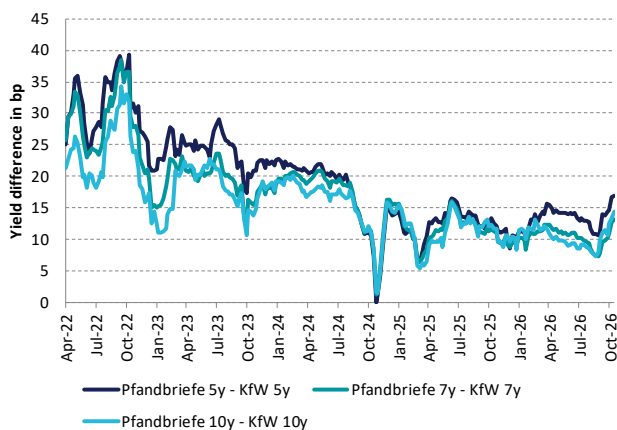
Bund-Swap-Spread



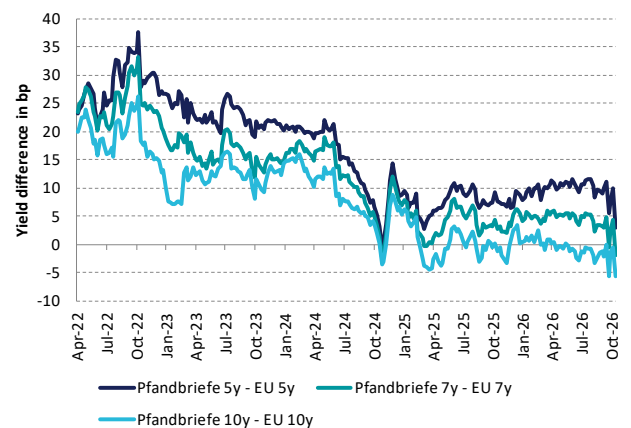
Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



Pfandbriefe vs. KfW



Pfandbriefe vs. EU



Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
30/2026 // 21. Oktober	▪ Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt ▪ Update deutsche Kommunalanleihen: DEUSTD und NRWGK
29/2026 // 07. Oktober	▪ Der Ratingansatz von Morningstar DBRS ▪ Der spanische Agency-Markt im Überblick
28/2026 // 30. September	▪ Fitch: Covered Bond-Ratingansatz ▪ Teaser: Issuer Guide – Deutsche Agencies 2026
27/2026 // 16. September	▪ Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2026 ▪ Italienische Agencies im Fokus
26/2026 // 09. September	▪ ECBC veröffentlicht Jahresstatistik für 2025 ▪ Die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für Supranationals & Agencies
25/2026 // 26. August	▪ Solvency II und Covered Bonds ▪ Die Zeit drängt bei der Recovery and Resilience Facility (RRF)
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 – AUCCN 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

Anhang

Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

[Issuer Guide – Covered Bonds 2026](#)

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

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2026](#) (Quartalsupdate)

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2026 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 2026](#)

[Issuer Guide – Französische Agencies 2026](#)

[Issuer Guide – Skandinavische Agencies \(Nordics\) 2026](#)

[Issuer Guide – Niederländische Agencies 2026](#)

[Issuer Guide – Österreichische Agencies 2025](#)

Fixed Income Specials:

[ESG-Update 2026](#)

[EZB-Preview: Kein Wetter für Zinssprünge](#)

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

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 // 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 gebrachten 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: 28. Oktober 2026 (08:45 Uhr)