NORD/LB

Zum wahren Nutzen.



Beyond Bundesländer – Belgien

NORD/LB Floor Research

November 2026

Marketingmitteilung (ergänzende Hinweise s. Disclaimer)

Finanzgruppe

NORD/LB

PUBLIC ISSUERS SPECIAL 2026

Beyond Bundesländer:

Belgien

Autoren

Dr. Norman Rudschuck, CIIA
Flooranalyst, SSA/Public Issuers
Managing Director
norman.rudschuck@nordlb.de

Lukas-Finn Frese
Flooranalyst, SSA/Public Issuers
Associate Director
lukas-finn.frese@nordlb.de

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

Mit Unterstützung von
Luc Depping

Inhalt

Beyond Bundesländer: Belgien	**2**
Region Brüssel-Hauptstadt	9
Flandern	10
Wallonien	11
Föderation Wallonie-Brüssel	12
Deutschsprachige Gemeinschaft Belgien	13
Brüsseler Regionalfonds zur Refinanzierung kommunaler Kassen	14
Publikationen im Überblick	**17**
Ansprechpartner in der NORD/LB	**18**

Flooranalysten:

Head of Desk

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

Covered Bonds/Banks

Lukas Kühne
lukas.kuehne@nordlb.de

Elias Degener
elias.degener@nordlb.de

SSA/Public Issuers

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

Tobias Cordes, CIIA
tobias.cordes@nordlb.de

Public Issuers Special 2026
Beyond Bundesländer: Belgien

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, CIIA // Lukas-Finn Frese // Tobias Cordes, CIIA // mit Unterstützung von Luc Depping

Einleitung und Gliederung Belgiens

Im Rahmen dieser Publikation widmen wir uns den kapitalmarktrelevanten belgischen Gebietskörperschaften. Die Publikation „Beyond Bundesländer: Belgien“ ist ein fester Bestandteil unserer Reihe Public Issuers Special, in der wir uns zudem auch mit Kanada und Spanien auseinandersetzen. Die im Rahmen dieser Studie analysierten Sub-Sovereigns können aufgrund einer Vielzahl an unterschiedlichen Emittenten und (in bestimmten Laufzeitbereichen) erkennbaren Pick-ups Opportunitäten im Vergleich zu belgischen Staatsanleihen oder deutschen Ländern darstellen. Der Fokus liegt hierbei erneut auf den Ebenen unterhalb des Föderalstaats: Den Regionen und Gemeinschaften. Es existieren drei regionale Einrichtungen, die nach ihrem jeweiligen Territorium benannt sind. Von Norden nach Süden betrachtet sind dies die Flämische Region (Flandern), die Region Brüssel-Hauptstadt sowie die Wallonische Region (Wallonien). Neben den drei Regionen zählt der Föderalstaat drei Gemeinschaften, die über die Sprache definiert werden: Die Flämische, Französische und Deutschsprachige Gemeinschaft. Während die Flämische Gemeinschaft ihre Kompetenzen in den flämischen Provinzen und in Brüssel ausübt, findet sich die Französische Gemeinschaft in den wallonischen Provinzen und ebenfalls in Brüssel wieder. Die Deutschsprachige Gemeinschaft, auch Ostbelgien genannt, ist die mit Abstand kleinste und umfasst neun Gemeinden im äußersten Osten der wallonischen Provinz Lüttich. Die drei Sprachgemeinschaften wurden mit der ersten Staatsreform (1970) eingeführt. Mit der zweiten Staatsreform (1980) erhielten die Gemeinschaften jeweils ein Parlament und eine Regierung. Zudem wurden Flandern und Wallonien als eigenständige Regionen eingerichtet. Die Region Brüssel-Hauptstadt erhielt ihre Institutionen dagegen erst im Zuge der dritten Staatsreform (1988/89). Mit der vierten Staatsreform von 1993 wurde Belgien offiziell zum Föderalstaat. Die weiteren Reformen (2001 bzw. 2011-2014) stärkten die Regionen und Gemeinschaften durch zusätzliche Kompetenzen, darunter weitreichende Elemente der Selbstverwaltung, und eine größere finanzielle Eigenständigkeit. Neben dem Regionalparlament und der Regionalregierung gibt es in Wallonien Parlamente und Regierungen der Französischsprachigen und Deutschsprachigen Gemeinschaft. Somit koexistieren in Wallonien faktisch drei Parlamente und drei Regierungen. In Flandern wiederum sind die Regionaleinrichtungen und die Einrichtungen der Flämischen Gemeinschaft verschmolzen. Sowohl die Regionen als auch die Gemeinschaften können in bestimmten Bereichen legislative Zuständigkeiten wahrnehmen. Die jüngsten Wahlen zur belgischen Abgeordnetenkammer fanden am 09. Juni 2024 parallel zu den Europa-, Regional- und Gemeinschaftswahlen statt. Die Wahlen auf föderaler und regionaler Ebene finden regulär alle fünf Jahre statt. Während sich in den Regionen aufgrund klarer Mehrheitsverhältnisse rasch Koalitionen bilden konnten, gestaltete sich die Regierungsbildung auf föderaler Ebene aufgrund der stark regional verankerten Parteienlandschaft und der ideologischen Fragmentierung über Sprachgrenzen hinweg komplex. Erst nach 234 Tagen Verhandlungen gelang Belgien am 31. Januar 2025 die Bildung der sog. „Arizona-Koalition“. Deren Ziel lag vor allem auf der Haushaltskonsolidierung, allerdings steht die Regierung mittlerweile aus genau diesem Grund vor dem Scheitern.

Belgische Provinzen

Seit der vierten Staatsreform (1993/94) gibt es zehn belgische Provinzen, jeweils fünf in der Flämischen und in der Wallonischen Region. Im Zuge dieser Reform wurde die Provinz Brabant in zwei neue Provinzen aufgeteilt: Flämisch-Brabant und Wallonisch-Brabant. Das Gebiet der Region Brüssel-Hauptstadt fällt seit dem Wirksamwerden der Aufteilung im Jahr 1995 nicht mehr unter die Einteilung in Provinzen. Die Provinzen sind autonome Einrichtungen, stehen jedoch unter der Aufsicht des Föderalstaates, der Gemeinschaften und insbesondere der Regionen. Die Mitglieder des Provinzrats werden direkt für sechs Jahre gewählt. Der Rat fasst Beschlüsse allgemeiner Art, stimmt über die Provinzordnungen ab und stellt den Haushaltsplan auf. Die tägliche Verwaltung obliegt dem aus sechs Abgeordneten bestehenden Provinzkollegium, das die Ständige Abordnung bildet. Diese führt die Beschlüsse des Provinzrats aus und sorgt für die laufende Verwaltung. Den Vorsitz bildet dabei der Gouverneur, der nicht gewählt, sondern unter der Verantwortung des Innenministers durch den König ernannt und abgesetzt wird.

Aufbau der Provinzen

Die fünf flämischen Provinzen sind Antwerpen, Limburg, Ostflandern, Flämisch-Brabant und Westflandern. Die fünf wallonischen Provinzen heißen Wallonisch-Brabant, Hennegau, Lüttich, Luxemburg und Namur. Die nächstkleinere Verwaltungsebene bilden die sog. Bezirke. Diese werden auf Französisch als „arrondissements“ und auf Niederländisch als „arrondissementen“ bezeichnet. Die Bezeichnung „Arrondissement“ wird gelegentlich auch im Deutschen verwendet, obwohl „Bezirk“ der amtlich korrekte Begriff ist. Insgesamt ist Belgien in 43 Bezirke untergliedert, deren detaillierte Betrachtung jedoch für den Rahmen dieser Publikation zu kleinteilig wäre.

Spannungen zwischen den Regionen belasten die belgische Politik

Belgien wird seit Jahrzehnten von regionalen Spannungen geprägt, die das Land politisch und gesellschaftlich beeinflussen. Die Differenzen zwischen Flandern und Wallonien haben erheblichen Einfluss auf die Stabilität der Regierung und erschweren die Entscheidungsfindung auf nationaler Ebene. Diese Konflikte sind tief verwurzelt und haben sowohl sprachliche, wirtschaftliche als auch politische Hintergründe. Belgien wurde 1993 offiziell zu einem föderalen Staat erklärt, um den wachsenden Forderungen nach Autonomie gerecht zu werden. Die geografische und sprachliche Trennung des Landes – mit Niederländisch als dominierende Sprache in Flandern und Französisch in Wallonien – hat zu weitgehend getrennten gesellschaftlichen und medialen Strukturen geführt. Die Region Brüssel-Hauptstadt, die offiziell zweisprachig ist, fungiert als politisches und kulturelles Zentrum, ist jedoch oft Schauplatz der Auseinandersetzungen. Ein zentraler Streitpunkt sind die wirtschaftlichen Unterschiede zwischen den Regionen. Flandern gilt als wohlhabender und wirtschaftlich dynamischer Teil des Landes, während Wallonien durch den Niedergang traditioneller Industrien wie des Kohlebergbaus mit strukturellen Problemen und einer höheren Arbeitslosenquote zu kämpfen hat. Die Verteilung finanzieller Ressourcen zwischen den Regionen bleibt daher ein dauerhaftes Konfliktthema. Das Parteiensystem ist entlang der Sprachgrenzen stark zersplittert, was die Bildung stabiler Koalitionen erschwert. Nationale Parteien existieren praktisch nicht, stattdessen dominieren flämische und wallonische Parteien mit oft gegensätzlichen Interessen. Diese Fragmentierung führte in der Vergangenheit zu längeren Phasen ohne funktionierende Regierung, wie etwa 2010/11, als Belgien 541 Tage ohne handlungsfähige Exekutive blieb. In Flandern setzt sich eine starke politische Strömung für mehr Autonomie bis hin zur Unabhängigkeit ein, während viele Wallonen befürchten, dass eine weitere Dezentralisierung die wirtschaftlichen Probleme ihrer Region verschärfen könnte.

Aktuelle politische Situation

Die belgischen Parlamentswahlen vom 09. Juni 2024 verdeutlichten erneut die Fragmentierung der politischen Landschaft. Zwölf Parteien zogen in die Abgeordnetenkammer ein. Als Wahlsieger ging die Nieuw-Vlaamse Alliantie (N-VA) hervor, die 24 von 150 Sitzen erringen konnte, gefolgt von der Vlaams Belang mit 20 Sitzen. Die rechtspopulistische Partei blieb dabei hinter den Erwartungen zurück, teilt jedoch mit der N-VA eine euroskeptische Haltung und einen flämisch-nationalen Fokus. Der damalige N-VA-Vorsitzende Bart De Wever wurde von König Philippe mit der Regierungsbildung beauftragt. Die Verhandlungen zwischen den fünf beteiligten Parteien – N-VA, CD&V, Vooruit, Mouvement Réformateur (MR) und Les Engagés – führten zur sog. Arizona-Koalition, die am 03. Februar 2025 vereidigt wurde. Nun steht die Koalition aufgrund eines fortwährenden Streits über den Etat für 2027 und den Umfang darin vorgesehener Konsolidierungsmaßnahmen bereits vor dem Bruch. Konkret geht es um ein Sparpaket i.H.v. EUR 10 Mrd., für das bisher keine Mehrheit in der Regierung zustande gekommen ist. Premierminister Bart De Wever hat sein Rücktrittsgesuch bereits beim König hinterlegt, dieser lehnte (vorerst?) dankend ab.

Defizitverfahren der EU-Kommission und fiskalischer Anpassungsbedarf

Im Juni 2024 stellte die Europäische Kommission in einem Bericht fest, dass die Einleitung eines Defizitverfahrens gegen Belgien und sechs weitere EU-Mitgliedsstaaten gerechtfertigt sei. Gemäß den Maastricht-Kriterien darf die jährliche Neuverschuldung (Defizitquote) eines Mitgliedsstaats einen Wert i.H.v. 3% des BIP nicht überschreiten, während die Schuldenquote nicht über 60% des BIP liegen soll. Nach einem Rückgang des belgischen Haushaltsdefizits auf 3,5% des BIP im Jahr 2022 stieg es in den Folgejahren kontinuierlich an und erreichte 2025 einen Wert i.H.v. 5,2%. Für 2026 wird eine Defizitquote auf dem Niveau des Vorjahres erwartet, bevor sie den Prognosen zufolge 2027 weiter ansteigt. Gleichzeitig blieb die Staatsverschuldung im Jahr 2025 mit 107,9% des BIP (2024: 103,9%) auf einem hohen Niveau. Darüber hinaus wird für 2026 und 2027 ein weiterer Anstieg auf 110,5% bzw. 112,8% prognostiziert, was die langfristige Schuldentragfähigkeit zusätzlich belastet. Die EU-Kommission sieht weiterhin erheblichen Konsolidierungsbedarf und verweist insbesondere auf die hohen strukturellen Defizite, die steigenden alterungsbedingten Ausgaben, höhere Zinsbelastungen sowie zusätzliche Verteidigungsausgaben als wesentliche Herausforderungen für die öffentlichen Finanzen. Gleichzeitig betont sie die Notwendigkeit einer stärkeren fiskalischen Koordinierung zwischen Föderalstaat, Regionen und Gemeinschaften. Vor diesem Hintergrund einigten sich die föderalen und föderierten Gebietskörperschaften im März 2026 auf eine engere fiskalpolitische Zusammenarbeit. Kern der Vereinbarung sind mehrjährige Haushaltsziele für alle staatlichen Ebenen sowie die Stärkung des Hohen Rats für Finanzen, um die Budgetplanung und Einhaltung der EU-Fiskalregeln zu verbessern. Dieser analysiert die Haushalts-, Finanz- und Steuerpolitik und formuliert darüber hinaus Empfehlungen für Anpassungen und Reformen. Die EU-Kommission hat zudem bereits Reformbedarf im belgischen Steuersystem identifiziert. Hohe Einkommensteuern, die bereits bei durchschnittlichen Einkommen greifen, und ein komplexes System aus Steuervergünstigungen und Lohnsubventionen beeinträchtigen aus Sicht der Kommission die Arbeitsanreize. Um diesem Zustand entgegenzuwirken, plant die belgische Regierung u.a. die Erhöhung des Arbeitsbonus für niedrige Einkommensgruppen sowie die schrittweise Anhebung des steuerfreien Grundfreibetrags bis 2030. Der belgische Aufbau- und Resilienzplan mit einem Volumen von EUR 5,3 Mrd., von dem bereits 74% der Mittel ausgezahlt wurden, unterstützt die Finanzierung von Reformen und Investitionen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit, der wirtschaftlichen Resilienz sowie der grünen und digitalen Transformation. Belgien unterliegt weiterhin dem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit, das mit dem Beschluss des Rates der EU vom 26. Juli 2024 eingeleitet wurde.

Werte aus 2025

Nominales BIP (2024)
EUR 642 Mrd. (EUR 620 Mrd.)

Reales BIP-Wachstum (2024)
+1,0% (+1,1%)

Nominales BIP je Einwohner (2024)
EUR 53.930 (EUR 52.310)

Arbeitslosenquote (2024)
6,2% (5,7%)

Saldo (2024)
EUR -33,2 Mrd. (EUR -27,1 Mrd.)

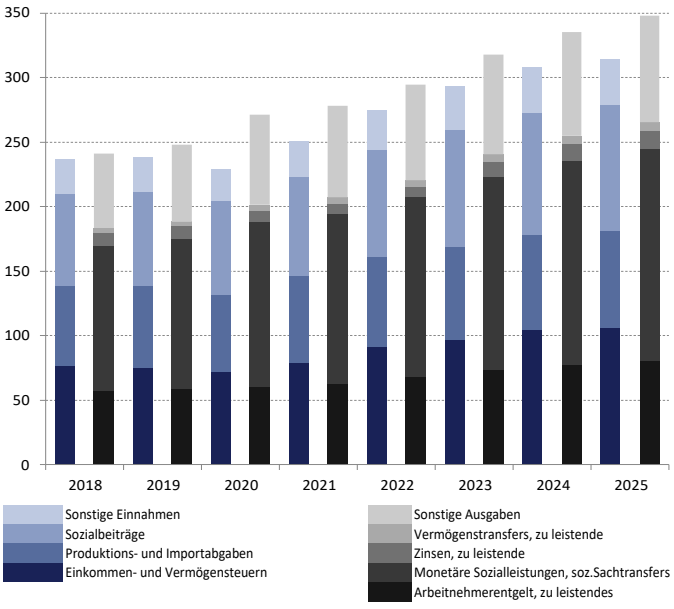
Saldo / BIP (2024)
-5,2% (-4,4%)

Verschuldung / BIP (2024)
107,9% (103,9%)

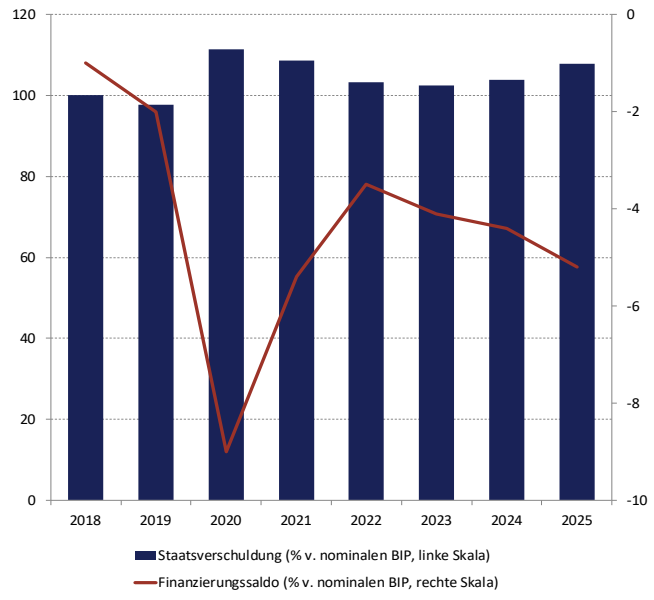
Belgische Wirtschaft im Überblick

Mit einem nominalen Bruttoinlandsprodukt (BIP) pro Kopf von rund EUR 53.930 im Jahr 2025 lag Belgien über dem EU-Durchschnitt von etwa EUR 41.570. Die wirtschaftliche Leistung ist jedoch regional sehr unterschiedlich ausgeprägt: Für das Jahr 2024 verzeichnete die Region Brüssel-Hauptstadt ein BIP pro Kopf von etwa EUR 85.300, deutlich darunter folgen die Regionen Flandern und Wallonien mit ca. EUR 53.600 respektive EUR 38.800. Diese Daten heben die bestehenden Disparitäten innerhalb des Landes hervor. Der dominierende Teil der Wirtschaftsleistung stammt dabei aus dem Dienstleistungssektor. Im Jahr 2025 entfielen rund 78,7% der Bruttowertschöpfung auf den tertiären Sektor. Der sekundäre Sektor trug etwa 20,5% bei, während der primäre Sektor mit rund 0,8% lediglich einen geringen Anteil aufwies. Belgien ist zudem stark handelsorientiert: Mit Exporten i.H.v. EUR 484,4 Mrd. und Importen i.H.v. EUR 497,4 Mrd. im Jahr 2025 belegte das Land im EU-Vergleich zwar jeweils Rang 13, die Export- und Importquoten lagen mit 75,5% bzw. 77,5% des BIP hingegen deutlich über dem EU-Durchschnitt. Die abnehmenden Exporte sowie der historische Tiefstand bei Baugenehmigungen hemmten jedoch das Wirtschaftswachstum. Demgegenüber stützte der private Konsum die wirtschaftliche Entwicklung. Die Konsumausgaben der privaten Haushalte entsprachen 2025 rund 52% des BIP. Im Jahr 2025 registrierte Belgien ein reales Wirtschaftswachstum von +1,0%. Die Prognosen der EU-Kommission deuten jedoch auf ein geringeres Wachstum für 2026 (+0,7%) sowie 2027 (+0,9%) hin. Beim Verschuldungsgrad lag Belgien im Jahr 2025 bei etwa 107,9% des BIP, was dem viertgrößten Wert im EU-Vergleich entsprach. Für 2026 wird ein Anstieg auf 110,5% prognostiziert und für 2027 auf 112,8%. Die Staatsfinanzen stehen somit weiterhin unter Druck: Nachdem sich das Defizit im Jahr 2024 noch auf -4,4% des BIP belief, erhöhte es sich in 2025 auf -5,2%. Die belgische Wirtschaft sieht sich weiterhin mit mehreren Herausforderungen konfrontiert. Neben einem schwächeren Produktivitätswachstum belasten insbesondere anhaltende geopolitische Spannungen sowie die damit verbundenen Inflationseffekte die wirtschaftliche Entwicklung.

Staatseinnahmen und Staatsausgaben (in EUR Mrd.)



Staatsverschuldung und Finanzierungssaldo (in %)



Quelle: Eurostat, NORD/LB Floor Research

Kapitalmarktauftritt

Folgende Emittenten unterhalb des belgischen Föderalstaats (offiziell: Königreich Belgien; Bloomberg-Ticker: BGB; umgangssprachlich: OLOs) sind derzeit am Kapitalmarkt aktiv:

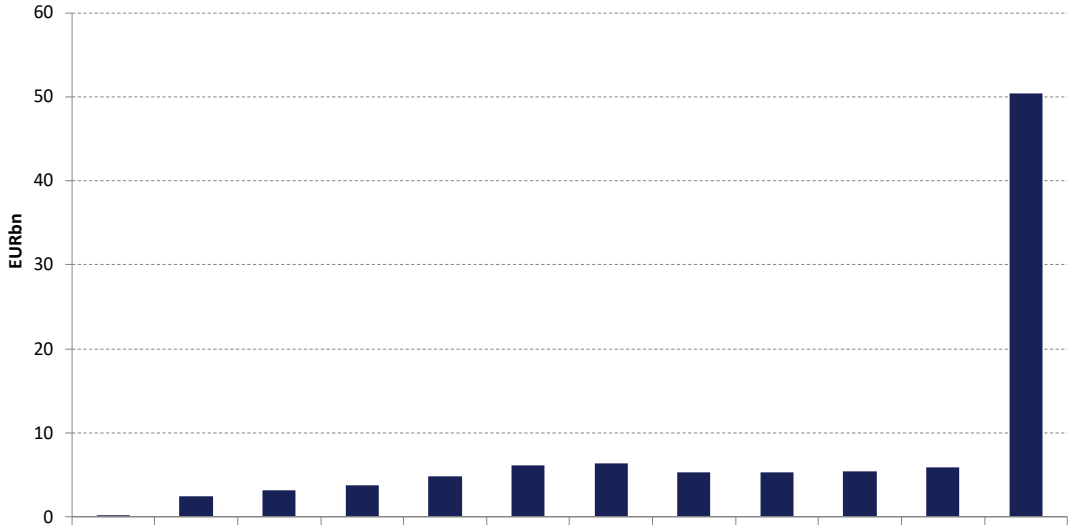
- ANTWRP (Provincie Antwerpen)
- **BRUCAP** (Region des Bruxelles-Capitale)
- BRUGGE (City of Brugge)
- DENDEM (Stad Dendermonde)
- DGBE (Deutschsprachige Gemeinschaft Belgiens)
- **FLEMSH** (Ministeries van de Vlaamse Gemeenschap)
- **FRBRTC** (Brussels Municipalities Regional Fund; garantiert durch BRUCAP)
- GHENTB (City of Ghent ASBL)
- HASSLT (City of Hasselt)
- IZEGEM (City of Izegem)
- **LCFB** (Communauté Francaise de Belgique – Französische Gemeinschaft)
- MECHLN (Stad Mechelen)
- SPABSS (Société Publique d'Administration des Bâtiments Scolaires)
- STDNZE (Stad Deinze)
- VILLIE (Ville de Liege)
- **WALLOO** (Region Wallonne)
- ZOTTGM (Stad Zottegem)

Hervorgehoben: Ehemals angekauft im Rahmen des PSPP/PEPP
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Ausstehende Volumina am belgischen Sub-Sovereign-Markt

Der regionale Gesamtmarkt umfasst derzeit EUR 99,0 Mrd. verteilt auf 863 unterschiedliche ISINs. Hier liegen FLEMSH mit EUR 43,4 Mrd. und WALLOO mit EUR 27,0 Mrd. weit vor den anderen Emittenten. Es folgen BRUCAP mit EUR 14,0 Mrd. sowie LCFB mit EUR 12,5 Mrd. Die deutlich kleineren DGBE mit EUR 1,2 Mrd. und FRBRTC mit EUR 0,4 Mrd. runden das Bild ab. FLEMSH führt dieses Ranking bereits seit Jahren an. Aufgrund der verstärkten Emissionstätigkeit durch Benchmarkanleihen konnte WALLOO zum zweitgrößten Emittenten aufsteigen. Auch aufgrund von Private Placements bis zu 100 Jahren Laufzeit ist die gesamte belgische Sub-Sovereign-Struktur der ausstehenden Bonds als sehr kleinteilig zu bezeichnen. Dies veranschaulicht auch die nachstehende Grafik. Darunter leidet einerseits die Liquidität, andererseits entsteht jedoch ein gewisser Pick-up als Illiquiditätsprämie. Definition bzw. Abgrenzung zu SOCWAL und FRBRTC: Hier handelt es sich um Local Authorities, die auf der Ankaufliste des Eurosystems unter „Agencies" standen. Bei den beiden handelt es sich um lokale öffentliche Emittenten (Société Wallone du Crédit Social bzw. Brussels Municipalities Regional Fund [FRBRTC garantiert durch BRUCAP]).

Ausstehende Anleihen nach Währungen



	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	>2036
Other	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EUR	114	2.381	3.110	3.731	4.838	6.077	6.363	5.300	5.335	5.409	5.842	50.459

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research; Werte in der Tabelle in EUR Mio.

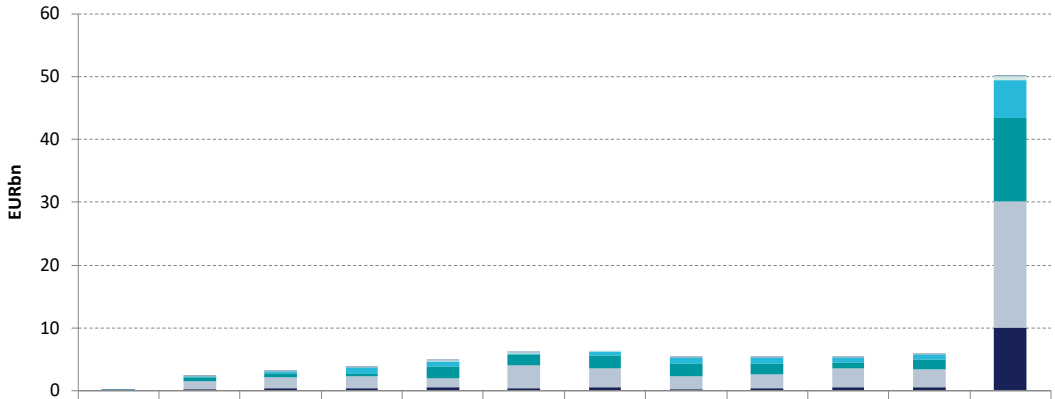
Fokus auf lange Laufzeiten

Nicht alle o.g. Ticker sind Regionen. Teilweise sind auch Gebietskörperschaften oder andere regionale Vehikel bzw. Agencies am Kapitalmarkt aktiv. Nichtsdestoweniger stehen in obiger Abgrenzung mittlerweile 863 Bonds aus – nach 835 in unserer letzten Betrachtung. Zur Einordnung: Bei unserer ersten Studie im September 2016 waren es noch rund 300 ISINs. Zum Stichtag belief sich das ausstehende Volumen auf insgesamt EUR 99,0 Mrd. Fremdwährungsanleihen konnten wir abermalig keine registrieren, das FX-Segment hat dementsprechend keinen Anteil an der Zusammenstellung der Verbindlichkeiten, es wird einzig über die Laufzeiten diversifiziert. Dabei werden EUR 50,5 Mrd. bzw. 51,0% der Bonds erst nach 2036 fällig, was die sehr langfristig orientierte Refinanzierungsstrategie der Emittenten deutlich untermauert. Von den genannten 863 ausstehenden Bonds erfüllen 59 das Kriterium einer Benchmarkanleihe (ausstehendes Volumen: EUR ≥500 Mio.). Dazu zählen neben 28 Bonds der Flämischen Gemeinschaft (Ticker: FLEMSH) auch 19 wallonische Anleihen (Ticker: WALLOO) sowie mittlerweile bereits neun Titel der Föderation Wallonie-Brüssel (Ticker: LCFB) und drei ISINs der Region Brüssel-Hauptstadt (Ticker: BRUCAP). ESG-Bonds, basierend auf dazugehörigen Frameworks, wurden darüber hinaus bereits von den Regionen Flandern und Wallonien sowie der Französischen Gemeinschaft begeben. Zudem sind belgische Regionen aufgeschlossen für Private Placements und maßgeschneiderte Laufzeitwünsche von institutionellen Investoren.

Fix-Kupons dominieren

Fixe Kupons machen den dominanten Anteil bei Anleihen der belgischen Regionen aus. Von den von uns ermittelten 863 Bonds sind 712 Anleihen mit einem fixen Kupon ausgestattet. Dies entspricht einem Anteil von 82,5%. Es folgen Bonds mit der Klassifizierung „Floating“ (13,9%), gefolgt von dem kleinen Rest, der mit „Variable“ bezeichnet wird. Kaum nennenswert sind die Anteile von Zerobonds und Step-up-Kupons. Hierbei unterscheidet Bloomberg in der Nomenklatur Floater (klassische FRNs, z.B. 3mE +70bp) von Inflation linked Bonds („Variable“). Der Anteil von Fix-Kupons, gemessen z.B. an deutschen Ländern, ist vergleichsweise hoch.

Ausstehende Anleihen ausgewählter belgischer Emittenten



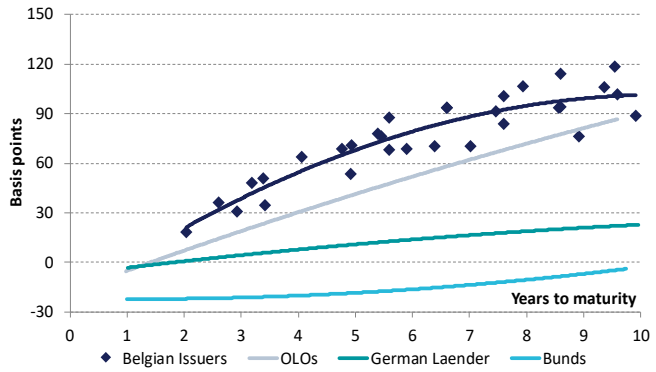
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	>2036
FRBRTC	10	24	18	26	53	49	0	10	20	70	30	128
DGBE	0	79	75	53	71	70	67	61	65	64	35	588
LCFB	55	165	340	815	825	270	630	908	915	733	750	6.073
WALLOO	25	557	594	594	1.862	1.695	2.065	2.035	1.720	1.040	1.654	13.160
FLEMSH	0	1.320	1.750	1.849	1.517	3.640	3.103	2.031	2.250	2.995	2.800	20.129
BRUCAP	10	225	325	358	500	350	498	255	355	497	565	10.087

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research; Werte in der Tabelle in EUR Mio.

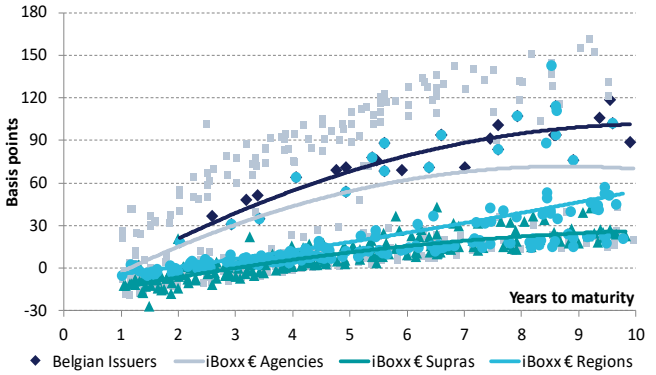
Belgische Regionen im iBoxx € Regions und Spreadbetrachtung

Belgische Regionen zählen unbestritten zu den wichtigsten Emittenten im Sub-Sovereign-Segment. Deutlich wird dies bei Betrachtung der iBoxx € Regions-Zusammensetzung. Weltweit unerreicht bleiben dort deutsche Länder mit einer volumenmäßigen Gewichtung von 66,7%. Nach kanadischen Provinzen (13,8%) rangieren sodann belgische Sub-Sovereigns mit 12,7% auf dem dritten Platz. Abgesehen von den Volumina eignen sich selbstverständlich auch Spreadeinordnungen: Verglichen mit dem iBoxx € Regions handeln belgische Regionen über das gesamte Laufzeitspektrum hinweg mit Aufschlägen. In Anbetracht der skizzierten Dominanz deutscher Länderanleihen in diesem Index ist dies wenig überraschend. Wenngleich die regulatorische Einordnung beider Sub-Sovereign-Segmente identisch ausfällt, notieren belgische Regionen gegenüber ihren deutschen Pendants mit deutlich weiteren Spreadniveaus. Auch im Vergleich zu Agencies und Supranationals bestehen Risikoaufschläge entlang der gesamten Laufzeitkurve. Insbesondere verglichen mit den durchschnittlich noch besser gerateten Supras und der i.d.R. deutlich höheren Liquidität der Bonds dieser regelmäßigen Emittenten ist dies wenig verwunderlich.

Generische ASW-Spreads im Vergleich



ASW-Spreads belgischer Emittenten vs. iBoxx Indizes



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research; Daten vom 17. November 2026



Region Brüssel-Hauptstadt

Die Region Brüssel-Hauptstadt (französisch: Région de Bruxelles-Capitale; niederländisch: Brussels Hoofdstedelijk Gewest) beheimatet mit mehr als 1,2 Mio. Einwohnern etwa 11% der belgischen Bevölkerung. Damit ist sie die bevölkerungsärmste der drei belgischen Regionen. Geografisch liegt die Region nahe dem Zentrum Belgiens im flämischen Territorium. Als Amtssprachen gelten sowohl Französisch als auch Niederländisch. Mit den insgesamt 19 zugehörigen Gemeinden, darunter die Stadt Brüssel selbst, ist die Region faktisch zu einer einzigen Stadt zusammengewachsen. Nach der Stadt Brüssel stellen Schaerbeek mit rund 130.000 Einwohnern sowie Anderlecht mit etwa 129.000 Einwohnern die bevölkerungsstärksten Gemeinden der Region dar. In ihrer heutigen Form besteht die Region Brüssel-Hauptstadt seit dem 01. Januar 1995. Die Regierung setzt sich aus einem französischsprachigen Ministerpräsidenten und vier Ministern (zwei französisch- und zwei niederländischsprachige) zusammen, die vom Regionalparlament gewählt werden. Zusätzlich wählt das Parlament drei regionale Staatssekretäre, von denen mindestens eine Person niederländischsprachig sein muss. Diese sind zwar keine Regierungsmitglieder, nehmen jedoch regelmäßig an den Meetings teil und üben die ihnen von einem Regierungsmitglied übertragenen Zuständigkeiten aus. Mit einem BIP pro Kopf von EUR 85.300 (2024) wurde auf Ebene der belgischen Regionen der mit Abstand höchste Wert erzielt, während der nationale Wert bei EUR 52.310 lag. Ursächlich hierfür sind insbesondere die hohe Konzentration von Unternehmen und internationalen Institutionen in Brüssel, u.a. die EU und die NATO, die zugleich einen ausgeprägten Pendlereffekt bedingen. Dies spiegelt sich in einer äußerst serviceorientierten Wirtschaft wider: Im Jahr 2023 entfielen rund 93,8% der Beschäftigung auf den tertiären Sektor. Wie auch andere große städtische Agglomerationen zählt Brüssel-Hauptstadt (gemessen am BIP) zu den wirtschaftsstärksten Metropolräumen Europas. Begleitet wird dies allerdings auch von sozialen Risiken: So lag die Arbeitslosenquote mit 12,7% in Q2/2026 deutlich über dem nationalen (6,1%) und dem europäischen Durchschnitt (6,0%). Die Mitgliedschaft Belgiens im European Union Network for the Implementation and Enforcement of Environmental Law (IMPEL) zeigt das Bestreben, den Umwelt- und Klimaschutz voranzutreiben. Darüber hinaus hat sich die Region dem europäischen Ziel der Klimaneutralität bis 2050 verpflichtet. Um diese Transformation zu unterstützen, ist die Umsetzung eines Klimaplans vorgesehen, für den Mittel i.H.v. EUR 232 Mio. bereitgestellt werden sollen.

Rahmendaten

Homepage

Einwohnerzahl (2025)
1.255.795

Hauptstadt
Brüssel

Nominales BIP (2024)
EUR 108,2 Mrd.

Nominales BIP je Einwohner (2024)
EUR 85.300

Arbeitslosenquote (Q2/2026)
12,7%

Haushaltssaldo* (% Einnahmen, 2025)
-10,5%

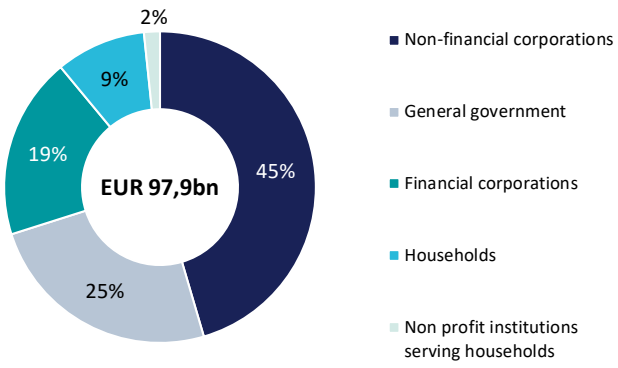
Bloomberg-Ticker
BRUCAP

Ausstehendes Volumen
EUR 14,0 Mrd.

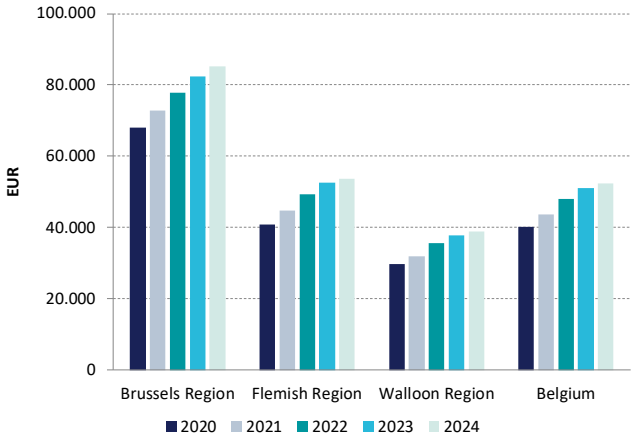
Ratings	Lfr.	Ausblick
Fitch	-	-
Moody's	-	-
S&P	A	neg

* vorläufiger Wert

Bruttowertschöpfung nach inst. Sektoren (2024)



BIP pro Kopf im Vergleich



Quelle: Emittent, Eurostat, NBB, NORD/LB Floor Research



Flandern

Mit etwa 6,9 Mio. Einwohnern leben rund 58% der belgischen Bevölkerung in Flandern (französisch: la Flandre; niederländisch: Vlaanderen). Die eigenständige Region Brüssel-Hauptstadt bildet dabei eine Enklave innerhalb des Gebiets der Flämischen Region und ist deshalb kein Teil von Flandern. Nach der Stadt Antwerpen mit rund 562.000 Einwohnern folgen Gent und Brügge mit knapp 273.000 bzw. 120.000 Einwohnern als nächstgrößere Städte. Die gesetzgebende Gewalt liegt beim Flämischen Parlament, während die Regionalregierung die Exekutive bildet. Das Parlament besteht aus 118 direkt in Flandern gewählten Ratsmitgliedern sowie sechs Abgeordneten des Brüsseler Regionalrats. Seit 2010 ist die separatistisch orientierte Partei Nieuw-Vlaamse Alliantie (N-VA) die stärkste Kraft im Parlament. Bei den föderalen und regionalen Wahlen 2024 konnte jedoch die rechtsgerichtete Partei Vlaams Belang (deutsch: Flämisches Interesse) aufschließen. An der Spitze der Flämischen Regierung steht Ministerpräsident Matthias Diependaele (N-VA), der eine Koalition mit der sozialdemokratischen Partei Vooruit sowie der christdemokratischen Partei CD&V führt. Die Wirtschaft der Region ist stark handelsorientiert: Auf Flandern entfallen rund 80% der belgischen Exporte sowie 85% der Importe. Nach dem Rekordjahr 2022 (EUR 481,5 Mrd.) ging das Exportvolumen in den Folgejahren zurück und belief sich 2025 auf rund EUR 402 Mrd. Auch die Importe sanken auf etwa EUR 404 Mrd., dennoch ergab sich erstmals seit mehreren Jahren ein leichtes Handelsdefizit. Die Haupteinnahmequelle der Region stellen die Zuweisungen aus föderalen Mitteln dar, die 50% der regionalen und kommunalen Finanzmittel ausmachen. Weitere 30% stammen aus eigenen fiskalischen Instrumenten wie regionalen Steuern (13%) und einem Zuschlag zur Einkommensteuer (17%). Darüber hinaus verfolgt der Sub-Sovereign im Rahmen seiner Strategie „Vision 2050“ eine Nachhaltigkeitsagenda mit Schwerpunkten auf der Energie- und Mobilitätswende sowie nachhaltigem Bauen, um die Transformation zu einer klimaneutralen Wirtschaft zu unterstützen. Gleichzeitig fördert die Region soziale Investitionen, insbesondere in den Bereichen Bildung und Gesundheitsversorgung. Für die Finanzierung dieser Vorhaben tritt Flandern am Kapitalmarkt über das Ministerie van de Vlaamse Gemeenschap unter dem Bloomberg-Ticker FLEMSH in Erscheinung und emittiert im Rahmen des seit 2009 bestehenden und mittlerweile EUR 55 Mrd. schweren EMTN-Programms Anleihen im EUR-Benchmarkformat sowie Sustainability Bonds.

Rahmendaten

Homepage

Einwohnerzahl (2025)
6.864.766

Hauptstadt
Brüssel

Nominales BIP (2024)
EUR 367,5 Mrd.

Nominales BIP je Einwohner (2024)
EUR 53.600

Arbeitslosenquote (Q2/2026)
4,0%

Haushaltssaldo* (% Einnahmen, 2025)
-5,2%

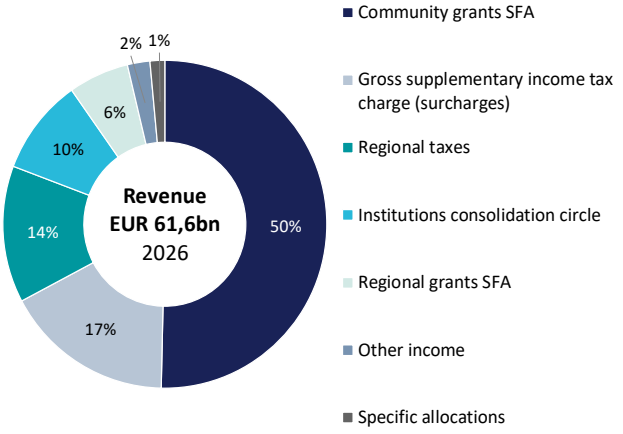
Bloomberg-Ticker
FLEMSH

Ausstehendes Volumen
EUR 43,4 Mrd.

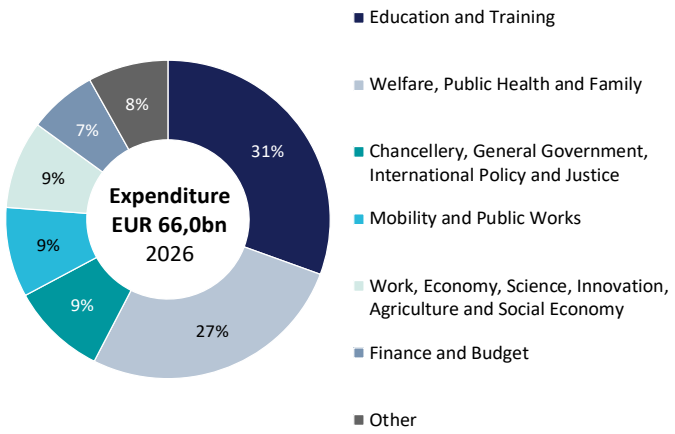
Ratings	Lfr.	Ausblick
Fitch	AA-	stab
Moody's	A1	stab
S&P	-	-

* vorläufiger Wert

Geplante Haushaltseinnahmen



Geplante Haushaltsausgaben



Quelle: Emittent, Eurostat, NORD/LB Floor Research



Wallonien

Wallonien ist mit einer Fläche von 16.901km² die größte der drei belgischen Regionen und umfasst die südliche Hälfte Belgiens. Laut aktuellen Angaben leben in der Region rund 3,7 Mio. Menschen, dies entspricht knapp einem Drittel der belgischen Gesamtbevölkerung. Die Wallonische Region umfasst einen überwiegend französischsprachigen Landesteil sowie die Deutschsprachige Gemeinschaft im Osten. Die Hauptstadt ist Namur mit etwa 115.000 Einwohnern. Die größten Städte sind Charleroi mit rund 206.000 Einwohnern sowie Lüttich mit circa 197.000 Einwohnern. Nachdem Wallonien zu Beginn des 20. Jahrhunderts ein florierender Standort der Kohle- und Stahlindustrie war, richtet die Region ihre Wirtschafts- und Innovationspolitik zukünftig im Rahmen der Strategie „Forschung, Innovation & Wirtschaft 2027-2034“ auf die fünf strategischen Schwerpunktfelder Gesundheit, Dekarbonisierung, Luft- und Raumfahrt, Ernährungssysteme sowie die Industrie der Zukunft aus, wobei mindestens 75% der vorhandenen Fördermittel auf diese Bereiche entfallen sollen. Mit einem BIP pro Kopf von EUR 38.800 (2024) lag Wallonien jedoch deutlich unter dem nationalen Durchschnitt i.H.v. EUR 52.310. Die wirtschaftlichen Folgen der COVID-19-Pandemie trugen zu einem deutlichen Anstieg der Verschuldung des Sub-Sovereigns bei. In den vergangenen fünf Haushaltsjahren erhöhte sich der Schuldenstand um insgesamt +60%. Nach aktuellen Berechnungen könnte die direkte Verschuldung bis Ende 2026 auf EUR 32,8 Mrd. und bis Ende 2029 auf bis zu EUR 37,6 Mrd. steigen. Hierzu zählen u.a. die von der Region Wallonien übernommenen Schulden mehrerer untergeordneter Organisationen, sog. Unités d’Administration Publique, um deren Finanzierungskosten zu senken und für mehr Transparenz zu sorgen. Ein Beispiel hierfür sind die SPABS (Sociétés Publiques pour l‘Administration des Bâtiments Scolaires), öffentliche Gesellschaften, die für die Verwaltung und Finanzierung von Schulgebäuden zuständig sind. Die vorläufige Haushaltsplanung für 2026 weist erneut ein erhebliches Defizit aus. Geplanten Einnahmen i.H.v. EUR 18,5 Mrd. stehen Ausgaben im Umfang von EUR 21,3 Mrd. gegenüber, was den anhaltenden Finanzierungsbedarf der Region unterstreicht. Im Rahmen des 2012 aufgelegten EMTN-Programms, welches einen Umfang von derzeit EUR 30 Mrd. aufweist, werden regelmäßig Bonds im Benchmarkformat emittiert. ESG-Anleihen sind seit 2019 ebenfalls Teil des Fundingmix. Privatplatzierungen bilden einen weiteren Pfeiler der Refinanzierungsstrategie und tragen zur Diversifizierung der Investorenbasis bei.

Rahmendaten

Homepage

Einwohnerzahl (2025)
3.704.990

Hauptstadt
Namur

Nominales BIP (2024)
EUR 144,4 Mrd.

Nominales BIP je Einwohner (2024)
EUR 38.800

Arbeitslosenquote (Q2/2026)
8,0%

Haushaltssaldo* (% Einnahmen, 2025)
-12,0%

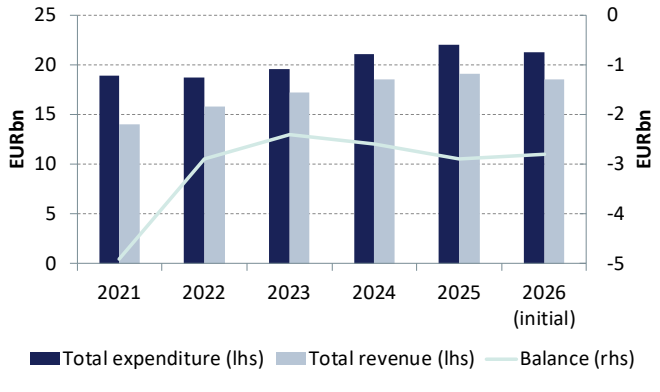
Bloomberg-Ticker
WALLOO

Ausstehendes Volumen
EUR 27,0 Mrd.

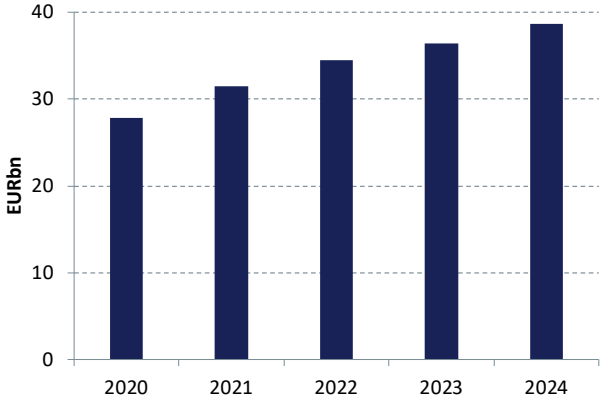
Ratings	Lfr.	Ausblick
Fitch	-	-
Moody’s	Baa1	stab
S&P	-	-

* vorläufiger Wert

Öffentliche Einnahmen und Ausgaben



Konsolidierte Bruttoverschuldung



Quelle: Emittent, NORD/LB Floor Research

Föderation Wallonie-Brüssel

Die Französische Gemeinschaft Belgiens (französisch: Fédération Wallonie-Bruxelles) bildet, wie die anderen beiden Sprachgemeinschaften auch, einen Teil des belgischen Föderalstaats. Ihre rechtliche Existenz ist in der Verfassung Belgiens festgeschrieben. Der Zuständigkeitsbereich erstreckt sich dabei auf den französischsprachigen Teil Walloniens sowie die französischsprachigen Einwohner und Institutionen der Region Brüssel-Hauptstadt. Zu den Hauptzuständigkeiten der Föderation Wallonie-Brüssel zählen die Bereiche Bildung, Kultur, Sport, Jugendhilfe, wissenschaftliche Forschung und Justiz. Darüber hinaus übernimmt die Gemeinschaft auch Aufgaben in den Bereichen internationale Beziehungen, Infrastruktur und Sprachförderung. Das Parlament der Gemeinschaft besteht aus einer Kammer mit 94 indirekt gewählten Abgeordneten – davon 75 wallonische bzw. 19 französischsprachige Brüsseler Abgeordnete. Bei den Föderal- und Regionalwahlen 2024 entfielen im Parlament 31 Sitze auf die Partei Mouvement Réformateur (MR), 19 auf Les Engagés (LE), 24 auf die Parti Socialiste (PS), 12 auf Parti du Travail de Belgique (PTB) sowie weitere acht auf zwei kleinere Parteien. MR und LE verfügen damit gemeinsam über eine stabile Mehrheit im Parlament (50 von 94 Sitzen) und stellen zudem die Gemeinschaftsregierung. Im Zuge der Föderalisierung des belgischen Staates wurden den einzelnen Gemeinschaften schrittweise zusätzliche nationale Zuständigkeiten übertragen. Gleichzeitig wird die Finanzierung zur Umsetzung dieser Aufgaben durch den Staat sichergestellt. Diese basiert dabei auf dem Sonderfinanzierungsgesetz (LSF; Loi spéciale de financement) vom 16. Januar 1989, welches zuletzt im Rahmen der sechsten Staats-reform im Jahr 2014 angepasst wurde. Das Gesetz regelt die Verteilung der Finanzmittel zwischen dem Föderalstaat und den Gemeinschaften bzw. Regionen und bildet damit die zentrale Grundlage der Einnahmenseite der Französischen Gemeinschaft. Zusätzlich ist im Finanzierungsgesetz (Art. 54 LSF) ein Solidaraktionsmechanismus verankert: Werden die vom Zentralstaat geschuldeten Beträge nicht fristgerecht geleistet, kann der Gemeinschaft ein staatliches Darlehen mit vom Staat getragenen Zinskosten gewährt werden. Ihre Fundingbedürfnisse stillt die Französische Gemeinschaft Belgiens zudem punktuell über den Kapitalmarkt. Hierzu verfügt der Sub-Sovereign über ein EMTN-Programm, bei dem das Volumen im Jahr 2026 auf EUR 15 Mrd. erhöht wurde. Nach der Erweiterung des Social Bond Frameworks können seit dem Jahr 2024 unter dem nun gültigen Sustainable Bond Framework neben sozialen Anleihen auch Bonds im grünen und nachhaltigen Format emittiert werden.

Rahmendaten

Homepage

Einwohnerzahl (2025)
4.755.669

Verwaltungssitz
Brüssel

Einnahmen (2025)
EUR 13,4 Mrd.

Haushaltssaldo* (% Einnahmen, 2025)
-11,1%

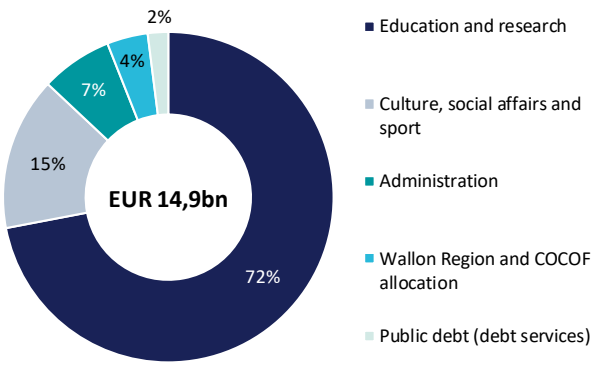
Bloomberg-Ticker
LCFB

Ausstehendes Volumen
EUR 12,5 Mrd.

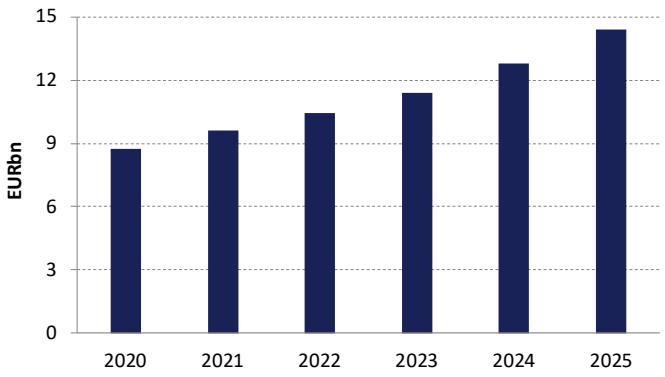
Ratings	Lfr.	Ausblick
Fitch	-	-
Moody's	A3	stab
S&P	-	-

* vorläufiger Wert

Verteilung der geplanten Haushaltsausgaben 2025



Entwicklung der (Netto-)Verschuldung



Quelle: Emittent, NORD/LB Floor Research



Deutschsprachige Gemeinschaft Belgien

Die Deutschsprachige Gemeinschaft Belgiens (DG; Französisch: Communauté germanophone) ist mit etwa 79.500 Einwohnern die kleinste Gliedstaatseinheit im belgischen Föderalstaat. In ihrer Innen- und Außendarstellung tritt die Gemeinschaft unter der Bezeichnung „Ostbelgien“ auf, die ihre geografische Lage im Osten Belgiens widerspiegelt. Das Gebiet erstreckt sich über rund 854km² und grenzt an Deutschland, Luxemburg und die Niederlande. Wie im Falle der beiden größeren Sprachgemeinschaften, der flämischen und der französischen, ist die rechtliche Existenz in der belgischen Verfassung verankert. Die heutige Autonomie der DG geht auf mehrere belgische Staatsreformen seit Ende der 1960er-Jahre zurück. Dabei wurden ihre Zuständigkeiten schrittweise erweitert und durch die Bereitstellung zusätzlicher Finanzmittel des Föderalstaats begleitet. Mit der sechsten Staatsreform von 2014 erhielt die Gemeinschaft schließlich konstitutionelle Autonomie sowie weitere Zuständigkeiten, insbesondere in den Bereichen Soziales, Gesundheit und Justiz. Parallel dazu wurden der DG weitere Kompetenzen, darunter die Aufsicht über die neun deutschsprachigen Gemeinden, Tourismus, lokale Behörden und Beschäftigungspolitik von der Wallonischen Region übertragen. Die Regierung wird vom Parlament gewählt und besteht derzeit aus vier Mitgliedern (maximal fünf), die aus ihrer Mitte den Ministerpräsidenten bestimmen. Sie führt u.a. die vom Parlament verabschiedeten Dekrete aus und schlägt den Verwendungszweck der Haushaltsmittel vor. Im Juli 2024 konstituierte sich die zehnte Regierung der DG, gebildet von den Parteien ProDG, CSP und PFF. Unter dem Leitbild „Ostbelgien leben 2040“ verfolgt sie eine umfassende Bildungs- und Digitalisierungsstrategie und orientiert sich dabei eng an den UN-Nachhaltigkeitszielen. Nachdem die hohe Inflation und steigende Energiepreise in den Jahren 2024 und 2025 zu einem kumulierten Defizit von rund EUR 365 Mio. geführt hatten, strebt die DG in den kommenden Jahren eine schrittweise Haushaltskonsolidierung an. Ab 2029 sollen keine negativen Haushaltssalden mehr anfallen. Parallel verfolgt die DG ein Investitionsprogramm i.H.v. rund EUR 540 Mio. für den Zeitraum bis 2035, welches insbesondere soziale und grüne Investitionen fördern soll. Die Einnahmen der DG bestanden im Jahr 2025 zu 95% aus Zuweisungen des Föderalstaats sowie Dotationen der Wallonischen Region. Zur Refinanzierung verfügt die Gemeinschaft seit 2021 über ein EMTN-Programm. Das maximale Programmvolumen wurde 2025 auf EUR 1,5 Mrd. erhöht.

Rahmendaten

Homepage

Einwohnerzahl (2025)
79.537

Verwaltungssitz
Eupen

Nominales BIP (2024)
EUR 2,6 Mrd.

Nominales BIP je Einwohner (2024)
EUR 32.848

Arbeitslosenquote (2025)
7,0%

Haushaltssaldo* (% Einnahmen, 2025)
+0,2%

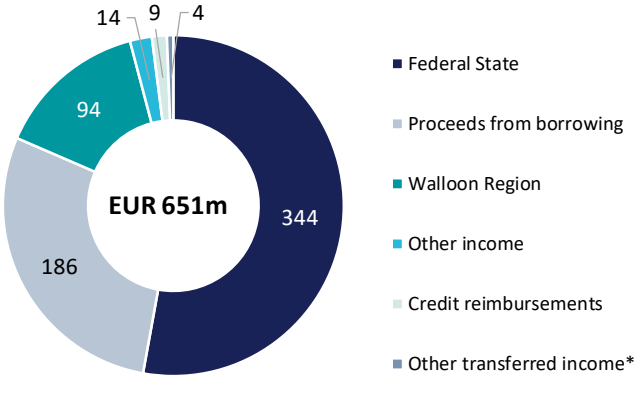
Bloomberg-Ticker
DGBE

Ausstehendes Volumen
EUR 1,2 Mrd.

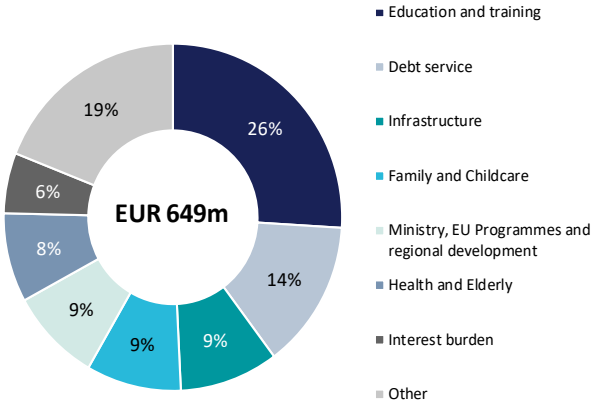
Ratings	Lfr.	Ausblick
Fitch	-	-
Moody's	-	-
S&P	-	-

* vorläufiger Wert

Zusammensetzung des Haushaltsbudgets (2025)



Haushaltsausgaben 2025



* beinhaltet Zahlungen der EU und aus Luxemburg
Quelle: Emittent, NORD/LB Floor Research

RÉGION DE BRUXELLES-CAPITALE
FONDS RÉGIONAL BRUXELLOIS DE REFINANCEMENT DES TRÉSORERIES COMMUNALES

Rahmendaten

Homepage

Verwaltungssitz

Brüssel

Bloomberg-Ticker

FRBRTC

Ausstehendes Volumen

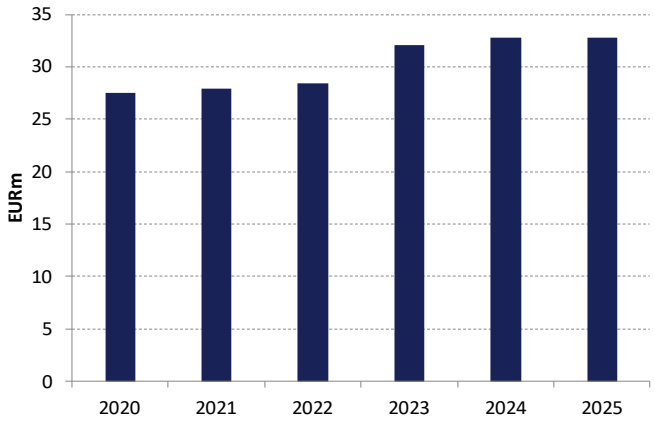
EUR 0,4 Mrd.

Ratings	Lfr.	Ausblick
Fitch	-	-
Moody's	-	-
S&P	-	-

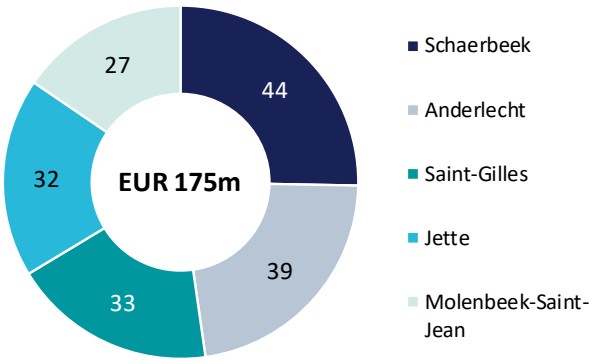
Brüsseler Regionalfonds zur Refinanzierung kommunaler Kassen

Der „Fonds régional bruxellois de refinancement des trésoreries communales" (FRBRTC) ist eine autonome Verwaltungseinrichtung der Region Brüssel-Hauptstadt und untersteht dem Minister für lokale Gebietskörperschaften. Er wurde durch die Ordonnanz vom 08. April 1993 geschaffen, um Gemeinden zu refinanzieren, die das in Art. 252 des neuen Gemeindegesetzes verankerte Gebot eines ausgeglichenen Haushalts nicht mehr erfüllen können. Die Verbindlichkeiten des Fonds sind vollständig durch die Region garantiert. Gemeinden, die Unterstützung beantragen, müssen zunächst ihre finanzielle Situation analysieren lassen und anschließend einen Finanzplan mit konkreten Konsolidierungsmaßnahmen vorlegen, der von der Regionalregierung geprüft und genehmigt werden muss. Während der gesamten Laufzeit des Darlehens unterliegt die Gebietskörperschaft der Aufsicht eines regionalen Inspektors. Mit der Ordonnanz vom 02. Mai 2002 wurde der Auftrag des Fonds erweitert: Neben seiner Rolle als Refinanzierungsstelle fungiert er heute auch als Finanzkoordinationszentrum für lokale Gebietskörperschaften, indem er diese in allen Fragen des Liquiditäts- und Schuldenmanagements berät und unterstützt. In diesem Rahmen vergibt der FRBRTC langfristige Darlehen zur Finanzierung von Investitionen sowie kurzfristige Darlehen in Form befristeter Vorschüsse. Seit 2011 darf der Fonds zudem Investitionsdarlehen für kommunale Projekte auf Grundlage einer von der Regierung festgelegten Finanzierungspolitik gewähren. Im Jahr 2024 erhielt Schaerbeek ein weiteres Darlehen über EUR 12,0 Mio. und ist damit die Gemeinde mit der höchsten Inanspruchnahme seit Bestehen des Fonds. Auch Forest erhielt nach dem Kredit in 2023 weitere EUR 1 Mio. im Jahr 2024. Seit 1993 hat der FRBRTC circa EUR 235,6 Mio. für elf Gemeinden der Region bereitgestellt. Darüber hinaus gewährte der FRBRTC den Gemeinden im Zuge des Sanierungsplans für die öffentlichen Krankenhäuser der Region Brüssel-Hauptstadt (Krankenhausrestrukturierungen von 1995, IRIS-Plan) Darlehen i.H.v. insgesamt EUR 210 Mio. Die Rückzahlungen der Gemeinden an den Fonds blieben 2025 weiterhin mit EUR 32,8 Mio. auf dem Höchststand. Insgesamt bleibt der FRBRTC ein zentrales Instrument zur Stabilisierung der kommunalen Finanzen in der Region Brüssel-Hauptstadt. Durch die regionale Garantie und die klare Aufsicht ist das Ausfallrisiko gering, auch wenn die hohe Abhängigkeit von wenigen Gemeinden ein strukturelles Risiko darstellt.

Zuweisungen durch die Stadt Brüssel



Top 5-Empfänger von Sanierungsdarlehen seit 1993



Quelle: Emittent, NORD/LB Floor Research

Regulatorische Übersicht für RGLA* / **

Emittent	Risikogewicht	LCR-Klassifizierung	NSFR-Klassifizierung	Solvency II-Klassifizierung
Belgische Regionen	***0%***	***Level 1***	***0%***	***präferiert (0%)***
Deutsche Länder	0%	Level 1	0%	präferiert (0%)
Französische Regionen	0%	Level 1	0%	präferiert (0%)
Italienische Regionen	20%	Level 2A	15%	nicht-präferiert (Einzelfallprüfung)
Portugiesische Regionen (Garantierte Bonds: Madeira)	20% (0%)	Level 2A (Level 1)	15% (0%)	präferiert (0%)
Spanische Regionen	0%	Level 1	0%	präferiert (0%)

* Regional governments and local authorities
** Anmerkung: Das aktuelle LCR-Level ist ohne explizite Garantie des jeweiligen Nationalstaates abhängig vom jeweiligen Rating (siehe CQS-Einstufung sowie LCR-Klassifizierung von Aktiva).
Quelle: NORD/LB Floor Research

Ausnahmen vom Geltungsbereich der Leverage Ratio (CRD IV Art. 2 Abs. 5) (Beispiele)

EU	Zentralbanken der Mitgliedsstaaten
Belgien	***Ehemalige Ausnahmen vor Gesetzesänderung vom 29. Dezember 2020: Institut de Réescompte et de Garantie/Herdiscontering- en Waarborginstituut***
Deutschland	Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), Rentenbank, explizit in Nr. 5 genannte regionale Förderinstitute, Unternehmen, die aufgrund des Wohnungsgemeinnützigkeitsgesetzes als Organe der staatlichen Wohnungspolitik anerkannt sind und nicht überwiegend Bankgeschäfte betreiben, sowie Unternehmen, die aufgrund dieses Gesetzes als gemeinnützige Wohnungsunternehmen anerkannt sind
Frankreich	Caisse des Dépôts et Consignations (CDC)
Spanien	Instituto de Crédito Oficial (ICO)

Quelle: CRD IV, NORD/LB Floor Research

Regionale und lokale Gebietskörperschaften (Solvency-Stressfaktorzuordnung von 0% möglich; Beispiele)

Land	Gebietskörperschaften
Belgien	***Gemeinschaften (Communautés/Gemeenschappen), Regionen (Régions/Gewesten), Gemeinden (Communes/Gemeenten) und Provinzen (Provinces/Provincies)***
Deutschland	Länder, Gemeinden & Gemeindeverbände
Frankreich	Regionen (régions), Kommunen (communes), Départements, Gebietskörperschaften mit Sonderstatus (collectivités à statut particulier) sowie interkommunale Zusammenschlüsse mit eigener Steuerhoheit (EPCI à fiscalité propre)

Quelle: (EU) 2015/2011, NORD/LB Floor Research

Regulatorische Zusammenfassung für belgische Regionen

Risikogewicht	0% (EBA-Liste)
LCR-Klassifizierung	Level 1
NSFR-Klassifizierung	0%
Solvency II-Klassifizierung	Präferiert (0%)

Quelle: NORD/LB Floor Research

Issuers (Ticker)	Einwohner (2025)	Arbeitslosenquote (Q2/2026)	Nom. BIP pro Kopf (2024)	Ausstehendes Volumen	Anzahl Bonds	Davon ESG	Rating
BRUCAP	1,3 Mio.	12,7%	EUR 85.300	EUR 14,0 Mrd.	301	0	(- / - / A)
FLEMSH	6,9 Mio.	4,0%	EUR 53.600	EUR 43,4 Mrd.	57	9	(AA- / A1 / -)
WALLOO	3,7 Mio.	8,0%	EUR 38.800	EUR 27,0 Mrd.	179	8	(- / Baa1 / -)
LCFB	4,8 Mio.	-	-	EUR 12,5 Mrd.	189	40	(- / A3 / -)
DGBE	0,1 Mio.	7,0%*	EUR 32.848	EUR 1,2 Mrd.	68	0	(- / - / -)
FRBRTC	-	-	-	EUR 0,4 Mrd.	43	0	(- / - / -)
Belgien	11,8 Mio.	6,1%	EUR 52.310	EUR 533,9 Mrd.	129	2	(A+u / A1 / AA-u)

* Wert per Q4/2025
Quelle: Bloomberg, STATBEL, Eurostat, European Commission, NORD/LB Floor Research (Rating: Fitch / Moody's / S&P)

Haftungsmechanismus und Regulatorik

Erwähnenswert ist, dass es weder einen horizontalen Finanzausgleich noch eine explizite Garantie des Königreichs Belgien für die Regionen gibt. Das fiskalische Verhältnis ist vertikal organisiert: Der Föderalstaat verteilt Einnahmen gemäß dem Finanzgesetz von 1989, welches die Finanzierung der Regionen und Gemeinschaften über festgelegte Transfers regelt. Diese Struktur ist auch Ausdruck der politischen Spannungen zwischen Flandern, Wallonien und Brüssel, die sich wiederholt in der Haushalts- und Kompetenzverteilung niederschlagen. Ein expliziter Haftungsmechanismus zwischen Föderalstaat und Sub-Sovereigns besteht nicht. Trotz des Sovereign-Downgrades durch die Ratingagentur Moody's von Aa3 auf A1 (Ausblick: stabil) sowie weiterer Herabstufungen belgischer Regionen und Gemeinschaften, die insbesondere mit der steigenden Verschuldung begründet wurden, wird es weiterhin als „wahrscheinlich" angesehen, dass die Föderalregierung im Falle von Liquiditäts- oder Refinanzierungsschwierigkeiten unterstützend eingreifen würde – insbesondere vor dem Hintergrund des Finanzgesetzes von 1989. Hinsichtlich der Einordnung in die relevanten regulatorischen Rahmenwerke profitieren Anleihen belgischer Regionen von einer exzellenten Behandlung: Im Kontext der CRR/Basel III weisen sie ein 0%-Risikogewicht auf. Darüber hinaus lassen sie sich als Level 1-Asset im Rahmen der LCR klassifizieren. Nach Solvency II sind die belgischen Sub-Sovereigns zudem als „präferiert" eingestuft. Die Herleitung des Risikogewichts und der LCR-Einordnung erfolgt dabei über Art. 115 Abs. 2 der CRR, wonach Exposure von regionalen und lokalen Gebietskörperschaften (RGLA) jenem gegenüber dem jeweiligen Zentralstaat gleichzusetzen ist. Für RGLA innerhalb der EU, für welche dies der Fall ist, führt die European Banking Authority (EBA) eine entsprechende öffentliche Datenbank. Da dort die Sub-Sovereigns explizit aufgeführt sind, ergibt sich das Risikogewicht aus Art. 114 CRR, wobei nach Abs. 4 EUR-denominierte Risikopositionen gegenüber Mitgliedsstaaten ein Risikogewicht von 0% zugewiesen wird. Damit profitieren Anleihen der belgischen Regionen im Allgemeinen von denselben regulatorischen Vorteilen wie bspw. Bonds deutscher Länder.

Fazit

Die im Rahmen dieser Publikation analysierten belgischen Gebietskörperschaften erweitern das klassische SSA-Portfolio um zusätzliche Laufzeit- und Spread-Dimensionen. Dies zeigt sich auch in der Ausweitung des Marktvolumens: Das ausstehende Emittentenuniversum stieg 2026 auf EUR 99,0 Mrd. nach EUR 87,5 Mrd. im Vorjahr. Besonders die Programme von FLEMSH und WALLOO gewinnen zunehmend an Marktbreite, auch wenn der belgische Sub-Sovereign-Sektor ausschließlich in EUR denominiert ist. Das Auslaufen der Wertpapierankäufe der EZB im Rahmen von APP und PEPP hat die Nachfrage stärker in Richtung privater Investoren verschoben und die Bedeutung einer klaren und verlässlichen Haushaltsführung erhöht. Regionale Emittenten mit solider Kreditqualität treten damit verstärkt in den Vordergrund. Für ESG-orientierte Anleger hat sich der belgische Sub-Sovereign-Sektor als ernstzunehmende Alternative zu deutschen Ländern etabliert. Flandern, Wallonien und die Fédération Wallonie-Bruxelles verfügen über etablierte Sustainable Finance-Rahmenwerke und nutzen Green, Social sowie Sustainability Bonds zunehmend für strategische Investitionen, insbesondere in Energieeffizienz, Bildung und Infrastruktur. Auch Private Placements bleiben ein bewährtes Instrument, um spezifische Laufzeiten oder Volumina flexibel zu adressieren. Politisch bleibt Belgien weiterhin von Spannungen geprägt, denn insbesondere der mögliche Zusammenbruch der Zentralregierung aufgrund der Uneinigkeit über den Haushalt 2027 bleibt ein zentraler Risikofaktor. Dennoch dürften die belgischen Regionen trotz ihrer komplexen Governance-Strukturen verlässliche und transparente Emittenten bleiben und Anlegern weiterhin ein solides Rendite-Risiko-Profil bieten.

Anhang
Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

- **Issuer Guide – Covered Bonds 2026**
- **Risikogewichte und LCR-Level von Covered Bonds** (jährlich 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: 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**

NORD/LB:
Floor Research

NORD/LB:
Covered Bond Research

NORD/LB:
SSA/Public Issuers Research

Bloomberg:
SSA-Specials: DS NDB <GO>

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
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 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: 17. November 2026 (10:20 Uhr)

Weitergabe am: 23.11.2026 10:45:28