NORD/LB

Zum wahren Nutzen.



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

25. November 2026 // Ausgabe #35

Marketingmitteilung (ergänzende Hinweise s. Disclaimer)

Finanzgruppe

Inhalt

Ausblick 2027: Schon wieder die EZB? Plus vier gewagte Kapitalmarktthesen **3**

Marktüberblick

Covered Bonds **7**

SSA/Public Issuers **10**

Das Covered Bond-Jahr 2027: Was erwartet uns? **13**

SSA-Ausblick 2027: Marktumfeld im Zeichen der Differenzierung **19**

Charts & Figures

Covered Bonds **27**

SSA/Public Issuers **33**

EZB-Tracker **36**

Cross Asset **37**

Ausgaben im Überblick **38**

Publikationen im Überblick **39**

Ansprechpartner in der NORD/LB **40**

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

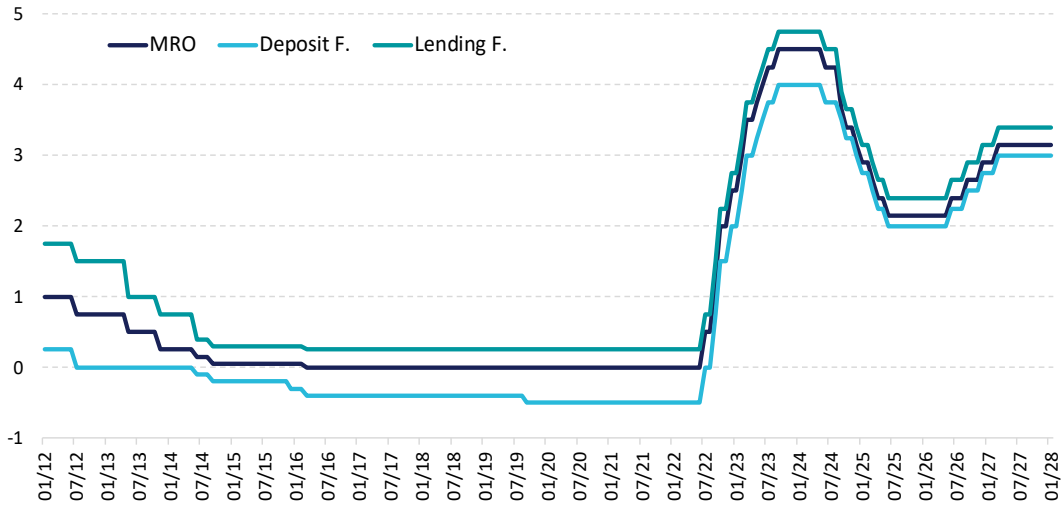
Ausblick 2027
Schon wieder die EZB? Plus vier gewagte Kapitalmarktthesen

Das Team bedankt sich bei allen Leserinnen und Lesern für erhaltenes Feedback in 2026!

EZB-Richtungswechsel? Frankfurt sucht den neuen Taktgeber an der Spitze

Auch 2027 wird die EZB zu einem wichtigen Treiber für die Entwicklung bei Covered Bonds und SSA/Public Issuers gehören. Nach den Zinserhöhungen im Juni und September 2026 liegt der Einlagesatz bei 2,5%; weitere Schritte nach oben erscheinen wahrscheinlich, wobei für 2027 inzwischen ein Niveau von mindestens 3% diskutiert wird. Festgelegt ist dieser Pfad keineswegs. Die Notenbank entscheidet weiterhin datenabhängig von Sitzung zu Sitzung. Maßgeblich wird sein, ob Energiepreise, Löhne und Inflationserwartungen einen länger anhaltenden Preisdruck erzeugen oder eine schwächere Konjunktur später sogar wieder Zinssenkungen zulässt. Die Basiseffekte werden ihr Übriges hinzutun. Für zusätzliche Unsicherheit sorgt der vorgezogene Abschied von Christine Lagarde am 07. Februar 2027. Als aussichtsreichster Kandidat für ihre Nachfolge gilt der Spanier Pablo Hernández de Cos – dem Niederländer Klaas Knot werden derzeit eher Außenseiterchancen eingeräumt. Mit Knot würde der Markt eher einen pragmatisch-falkenhaften Kurs verbinden, mit Hernández de Cos eine moderatere und ausgeprägt datenorientierte Linie. Die Entscheidung dürfte daher nicht nur personell, sondern auch als Signal für den mittelfristigen Zinspfad gelesen werden. Unmittelbar relevant für Covered Bonds wäre außerdem eine Verdoppelung der unverzinsten Mindestreserve von 1% auf 2%. Sie würde Liquidität aus dem Bankensystem abschöpfen, die Refinanzierungskosten tendenziell erhöhen und dem Eurosystem jährlich rund EUR 4,4 Mrd. an Zinsaufwendungen ersparen. Hinzu kommt das TPI als latentes Sentimentrisiko. Das Instrument steht weiterhin bereit, um ungerechtfertigten und ungeordneten Marktbewegungen entgegenzuwirken, darf jedoch nicht zum Finanzierungs- oder Absicherungsvehikel fiskalischer Fehlentwicklungen einzelner Mitgliedsstaaten werden. Technisch getriebene Spreadausweitungen sind damit ebenso wenig auszuschließen wie politische Störfeuer. Für unsere Assetklassen dürfte 2027 folglich kein Jahr der geldpolitischen Langeweile werden.

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



Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Vier steile Thesen zum (weniger) frohen Fest

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

1. Machen ist wie wollen, nur krasser – die Bundesregierung hält sich an ihre 400.000 neugebauten Wohneinheiten pro Jahr
2. Kandidat(in) der Mitte gewinnt die französische Präsidentschaftswahl und leitet die Konsolidierung des Haushalts ein
3. „Fünf ist Trümpf“: RMBS verdrängen in mindestens zwei EU-Mitgliedsstaaten den Covered Bond als bevorzugtes Fundinginstrument
4. Der größte Renditeschock für den europäischen Rentenmarkt kommt 2027/28 nicht aus Frankfurt oder Washington – wird Tokio das neue Amsterdam?

Machen ist wie wollen, nur krasser – 400.000 neugebaute Wohneinheiten

Deutschland benötigt Neubau nicht als Selbstzweck, sondern weil sich der Wohnungsbedarf räumlich, demografisch und qualitativ nicht allein aus dem Bestand decken lässt. In wachsenden Städten und deren Speckgürtel trifft eine steigende Zahl kleiner Haushalte auf einen Wohnungsbestand, der weder am benötigten Ort noch in der erforderlichen Größe und Barrierefreiheit verfügbar ist. Der vom Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) ermittelte Bedarf von rund 320.000 Wohnungen pro Jahr bestätigt, dass auch unterhalb des früheren politischen Ziels ein erheblicher struktureller Neubaubedarf besteht. Das von der Bundesregierung formulierte Ziel von jährlich 400.000 Wohnungen war daher in seiner Größenordnung politisch ambitioniert, aber nicht losgelöst von realen Engpässen. Tatsächlich wurden von 2021 bis 2025 insgesamt nur rund 1,34 Mio. Wohnungen fertiggestellt statt rechnerisch 2,0 Mio. Die kumulierte Differenz beträgt etwa 660.000 Wohnungen. Besonders kritisch ist, dass sich die Lücke zuletzt vergrößert hat: 2025 wurden nur 206.586 Wohnungen fertiggestellt und damit lediglich 51,6% des Jahresziels. Das Bundesministerium für Wohnen, Stadtentwicklung und Bauwesen (BMWSB) erkennt wesentliche Ursachen zutreffend: hohe Zinsen, gestiegene Materialkosten, Fachkräftemangel, zurückhaltende Investitionen und langsame Verfahren. Weder die jährliche Soll-Ist-Lücke noch der Genehmigungsüberhang oder der Übergang von der Genehmigung zur Fertigstellung werden aktiv in Angriff genommen. Die Zahlen machen deutlich, dass Deutschland kein reines Genehmigungsproblem hat. Wir haben ein Realisierungs- und Wirtschaftlichkeitsproblem. Fördermittel, vereinfachte Standards und schnellere Verfahren sind nur dann erfolgreich, wenn Projekte anschließend zu tragfähigen Mieten finanzierbar sind. Politisch sinnvoll wäre deshalb eine Steuerung, die nicht nur die Zahl der Förderzusagen oder Genehmigungen misst, sondern die tatsächlich begonnenen und fertiggestellten Wohnungen, differenziert nach Region, Gebäudetyp, Miethöhe und Förderbindung. Damit steht die Kernthese im Mittelpunkt und schlimmstenfalls im Weg: Neubau bleibt unverzichtbar. Er muss – nicht nur unserer Ansicht nach – stärker auf Mehrfamilienhäuser, geförderten Wohnraum und nachfragestarke Regionen konzentriert werden. Ergänzungen im Bestand, etwa Dachaufstockungen, Umwandlungen und Nachverdichtung, gehören dazu, ersetzen den Neubau jedoch nicht. Das eigentliche Ziel sollte nicht lauten, „irgendwo“ pauschal 400.000 Wohnungen zu errichten, sondern dauerhaft genügend bezahlbare Wohnungen an gefragten Standorten in der richtigen Struktur fertigzustellen. Hier wäre eine verstärkte Zusammenarbeit der privaten Wirtschaft zum Beispiel mit Förderbanken wünschenswert. Die Berliner Vergesellschaftungsdebatte hilft dabei für den Wirtschaftsstandort Deutschland nicht – denn auch diese geplante Maßnahme schafft nicht eine zusätzliche Wohneinheit.

Haushaltskonsolidierung voraus? Kandidat(in) der Mitte gewinnt die französische Präsidentschaftswahl

Die französische Präsidentschaftswahl könnte zum Wendepunkt für die europäischen Kapitalmärkte werden. Gewinnt eine Kandidatin oder ein Kandidat der politischen Mitte, sinkt zunächst das Risiko eines radikalen wirtschafts-, fiskal- oder europapolitischen Kurswechsels. Französische Staatsanleihen dürften gegenüber Bundesanleihen aufholen, während Banken und andere binnenwirtschaftlich exponierte Titel von der nachlassenden politischen Unsicherheit profitieren könnten. Der (nicht gänzlich abwegige) Wahlsieg allein reicht für eine nachhaltige Neubewertung jedoch nicht aus. Frankreichs hohe Defizite, die steigende Staatsverschuldung und der große Staats- und Sozialsektor begrenzen den finanzpolitischen Spielraum. Entscheidend ist deshalb, ob die neue Führung einen glaubwürdigen, mehrjährigen Konsolidierungspfad vorlegt und parlamentarisch durchsetzt. Dieser muss konkrete Ausgabenprioritäten, realistische Wachstumsannahmen und überprüfbare Zwischenziele enthalten. Unverbindliche Sparankündigungen oder optimistische Haushaltsprognosen würden die Märkte kaum dauerhaft überzeugen. Die Zweistufigkeit unseres Szenarios ist uns bewusst: Zunächst fällt die politische, anschließend die fiskalische Risikoprämie. Der Wahlausgang könnte eine erste Erleichterungsbewegung auslösen. Ein belastbarer Konsolidierungskurs würde diese fundamental absichern, weil er die Erwartungen für Defizit, Verschuldung und staatlichen Finanzierungsbedarf verbessert. Der entscheidende Unsicherheitsfaktor ist die politische Durchsetzbarkeit. Ein Sieg bei der Präsidentschaftswahl garantiert keine stabile Mehrheit in der Nationalversammlung. Eine fragmentierte Parteienlandschaft, wechselnde Mehrheiten oder gesellschaftlicher Widerstand gegen Kürzungen bei Renten, Sozialausgaben und öffentlicher Beschäftigung könnten die Konsolidierung blockieren. Der Wahlsieg eröffnet daher den Weg zur Haushaltskonsolidierung, vollendet sie aber nicht. Auch das Tempo ist entscheidend. Eine abrupte oder überwiegend steuerbasierte Konsolidierung könnte Wachstum und Investitionen belasten und damit einen Teil der Defizitverbesserung wieder aufzehren. Überzeugender wäre ein mehrjähriger, vor allem ausgabenseitig getragener Kurs, der konsumtive Ausgaben begrenzt, aber Investitionen in Infrastruktur, Energie, Verteidigung und Digitalisierung schützt. Für den Kapitalmarkt zählt weniger die Größe eines einzelnen Sparpakets als die Glaubwürdigkeit und Beständigkeit des gesamten Kurses.

RMBS verdrängen partiell den Covered Bond als bevorzugtes Fundinginstrument

Die Älteren unter uns werden sich erinnern: Als die Deutsche Bundespost 1993 die fünfstellige Postleitzahl einführte, warb die gelbe Comic-Hand Rolf mit „Fünf ist Trümpf“. Mehr als drei Jahrzehnte später könnte die *Fünf* erneut für einen Systemwechsel stehen, diesmal am europäischen Kapitalmarkt. Die Reform des europäischen Verbriefungsrahmens sieht für bestimmte risikoarme Verbriefungspositionen ein Mindest-Risikogewicht von 5% vor. Risikosensitivere Kapitalanforderungen und vereinfachte Berichtspflichten verschaffen damit RMBS einen regulatorischen Vorteil gegenüber Covered Bonds. Letztere waren für europäische Banken regelmäßig die erste Wahl, RMBS die aufwendigere Ergänzung. Nun beginnt dieses Verhältnis zu kippen. Während der Covered Bond primär günstiges Funding bietet, verbinden RMBS Refinanzierung, Risikotransfer und Kapitalentlastung. Für Banken mit wachsendem Hypothekengeschäft, knappen Kapitalquoten oder begrenzter Einlagenbasis kann dieser Zusatznutzen die höheren Transaktionskosten überwiegen. Am ehesten vollzieht sich dieser Wechsel in Märkten mit etablierten Verbriefungsplattformen, standardisierten Hypothekenportfolios und einer breiten Investorenbasis – wir denken z.B. an die Niederlande und Irland. Der Covered Bond verliert damit nicht seine Bedeutung, wohl aber seine regulatorische Vorrangstellung. Comic-Rolf könnte erneut recht behalten: Die *Fünf* kann Systeme verändern, sollte die Reform wie vereinbart umgesetzt werden.

Renditeschock voraus: Wird Tokio das neue Amsterdam?

Die niederländische Pensionsreform hat gezeigt, wie regulatorische Veränderungen die Nachfrage nach Duration verschieben können. Mit dem Übergang von garantierten Leistungszusagen zu stärker beitragsorientierten Verträgen sank bzw. sinkt der Absicherungsbedarf der Pensionsfonds am sehr langen Ende. Die De Nederlandsche Bank veranschlagte den möglichen Abbau von Staatsanleihen und Zinsswaps mit Laufzeiten ab 25 Jahren auf EUR 100-150 Mrd. Der nächste und potenziell größere Impuls könnte jedoch aus Japan kommen. Nach dem Ende der Negativzinspolitik und der Zinskurvenkontrolle durch die Bank of Japan sind JGBs erstmals seit Jahrzehnten wieder eine ernsthafte Anlagealternative. Zugleich verändert das seit April 2025 geltende, marktwertorientierte Solvenzregime das Verhalten japanischer Lebensversicherer: Zinsbewegungen am langen Ende wirken nun unmittelbar auf ihre Bilanzen, während höhere JGB-Renditen den Aufbau heimischer Duration wieder attraktiver machen. Japans Lebensversicherer verwalten mehr als USD 2.000 Mrd. und gehören zu den größten globalen Anleiheinvestoren weltweit. Hinzu kommt der politische Wille zur Repatriierung. Die japanische Regierung möchte die staatlichen Pensionsfonds einschließlich des rund USD 1.800 Mrd. schweren Government Pension Investment Fund zu höheren Anlagen im Inland bewegen. Bereits eine Umschichtung innerhalb der bestehenden Bandbreiten könnte nach einschlägigen Schätzungen etwa USD 80 Mrd. aus ausländischen Anleihen in JGBs lenken. Ein vollständiger Strategiewechsel wäre dafür nicht erforderlich. Es genüge, Fälligkeiten europäischer und amerikanischer Anleihen zunehmend nicht mehr zu reinvestieren. Genau darin liegt das Risiko für den europäischen Rentenmarkt. Steigende JGB-Renditen konkurrieren unmittelbar mit Bundesanleihen, französischen OATs und anderen langlaufenden Euro-Anleihen um japanisches Kapital. Gleichzeitig zieht sich mit den niederländischen Pensionsfonds ein traditioneller Käufer sehr langer Laufzeiten zurück, da deren Umschichtungen auch 2027 noch nicht abgeschlossen sein werden. Treffen schwächere heimische Nachfrage und ausbleibende japanische Wiederanlagen zusammen, steigt die Laufzeitprämie am europäischen langen Ende. Tokio wird damit nicht im wörtlichen Sinne zum neuen Amsterdam. Die Mechanismen sind spiegelbildlich: Niederländische Fonds reduzieren Duration aufgrund veränderter Verpflichtungen; japanische Anleger kehren wegen höherer heimischer Renditen und politischer Anreize in den JGB-Markt zurück. Für Europa ist der Effekt jedoch ähnlich: Ein struktureller Käufer von Duration fällt teilweise weg. Der Prozess dürfte eher schleichend als abrupt verlaufen. Weder der Government Pension Investment Fund noch die japanischen Versicherer müssen europäische Anleihen in großem Umfang aktiv verkaufen. Schon eine veränderte Wiederanlage laufender Fälligkeiten kann über 2027 und 2028 erhebliche Wirkung entfalten. Entscheidend sind deshalb nicht nur die nächsten Schritte der Federal Reserve oder der Europäischen Zentralbank, sondern auch die relative Attraktivität von JGBs und die strategische Asset-Allokation japanischer Kapitalsammelstellen. Tokio sei ohnehin eine Reise wert, heißt es – wir schauen genauer hin.

Fazit und Ausblick

Holy Moly… Schöne Bescherung, oder? Zumindest regt die heutige Einleitung zum Nachdenken über 2027 an.

Covered Bonds Marktüberblick

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

Primärmarkt: Die Winterruhe lässt weiterhin auf sich warten

Während draußen die Temperaturen in den frostigen Bereich übergehen und sich so mancher Wald- und Wiesenbewohner ein warmes Plätzchen für den Winter sucht, ist am Primärmarkt von einer bevorstehenden Winterruhe noch nichts zu merken. Vielmehr nutzen die Akteure im EUR-Benchmarksegment weiterhin das offene Emissionsfenster, um verschobene bzw. noch offene Fundingvorhaben zu verwirklichen. In den vergangenen fünf Handelstagen waren es immerhin vier Institute, die frische Ware bei ihren Investoren platzieren konnten. Am letzten Donnerstag (19. November) konnte die Coöperatieve Rabobank den größten Deal seit Anfang Oktober eintüten. Die Niederländer emittierten EUR 1,5 Mrd. bei einem Reoffer-Spread von ms +10bp. Die Bid-to-cover-Ratio fiel trotz des im Laufe der Vermarktungsphase erst festgelegten Volumens mit 1,5x solide aus, sodass der dreijährige Covered Bond 6bp unterhalb der initialen Guidance bepreist werden konnte. Zum Wochenstart am Montag (23. November) waren es dann gleich drei Institute, die neue Papiere an den Markt brachten. Auch bei diesen Deals zeigte sich der aktuell klar zu Tage tretende Trend hin zu kurzen bzw. mittleren Laufzeiten. Während der niederländische Vermögensverwalter Van Lanschot Kempen eher das kurze Ende wählte (EUR 500 Mio.; 3,5y), orientierte sich die schwedische Stadshypotek eher in Richtung mittleres Laufzeitenband (EUR 1,0 Mrd.; 5,0y). Drittes Institut im Bunde war die italienische Banco BPM, die EUR 500 Mio. mit einer vierjährigen Laufzeit einsammeln konnte. Alle drei Deals verfügten über gut gefüllte Orderbücher und erzielten Überzeichnungsquoten zwischen 1,9x und 3,0x. Mit einem aggregierten Emissionsvolumen von EUR 10,3 Mrd. ist der diesjährige November der emissionsstärkste seit 2023 (EUR 11,0 Mrd.). Die weiterhin mehr als auskömmlichen Bid-to-cover-Ratios lassen zum jetzigen Zeitpunkt auch noch kein Ende der aktuellen Emissionsrallye erahnen. Nichtsdestoweniger rechnen wir damit, dass sich das Gros der noch für dieses Jahr geplanten Deals auf die kommenden Tage beschränken wird und lediglich vereinzelte Emittenten mit Refinanzierungsbedarf den Primärmarkt im Dezember noch ins Auge fassen werden. Sodann dürfte neben Wald und Wiese auch an den Märkten die wohlverdiente Winterruhe Einzug halten.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
Banco BPM	IT	23.11.	IT0005786303	4.0y	0.50bn	ms +39bp	- / Aa2 / -	-
Van Lanschot Kempen	NL	23.11.	XS3582527290	3.5y	0.50bn	ms +23bp	- / - / AAA	-
Stadshypotek	SE	23.11.	XS3521691371	5.0y	1.00bn	ms +24bp	- / Aaa / -	-
Cooperatieve Rabobank	NL	19.11.	XS3578939681	3.0y	1.50bn	ms +10bp	- / Aaa / -	X

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

Sekundärmarkt: Französische Covered Bonds bleiben nachgefragt

Im Sekundärmarkt präsentierte sich die Angebots- und Nachfrageseite weitgehend ausgeglichen. Französische Covered Bonds wurden sowohl im kurzen wie auch im langen Laufzeitenbereich nachgefragt. Die Geldseiten zeigten sich insgesamt etwas konstruktiver. Gleichzeitig nutzten die Dealer die verbesserte Nachfrage weiterhin zum aktiven Abbau bestehender Bestände, was das Einengungspotenzial der Spreads vorerst begrenzt.

Banca Sella emittiert dritte italienische EUR-Subbenchmark im laufenden Jahr

Mit der Banca Sella trat im laufenden Jahr bereits der dritte italienische Emittent am Markt für EUR-Subbenchmarks auf. Mit insgesamt drei Deals stellen die italienischen Emittenten damit einen neuen Bestwert in diesem Teilmarkt auf. Das in diesem Jahr insgesamt emittierte Volumen beläuft sich auf EUR 1,0 Mrd., womit Italien hinter Deutschland (EUR 2,25 Mrd.) und Österreich (EUR 1,65 Mrd.) auf dem dritten Platz rangiert. Für die Banca Sella, die insbesondere in der Region Piemont agiert und sich weiterhin größtenteils im Besitz der gleichnamigen Gründerfamilie befindet, war es der zweite Marktauftritt im EUR-Subbenchmarksegment, nachdem das Institut 2024 sein Debüt in diesem Teilmarkt gegeben hatte. Damals wie heute wählte die Bank für ihren Deal ein Emissionsvolumen von EUR 400 Mio. Bei der jüngsten Transaktion, am vergangenen Donnerstag (19. November), entschied sich die Banca Sella für eine Laufzeit von 4,2y. Nachdem das Orderbuch im Rahmen der Vermarktungsphase in der Spitze auf EUR 650 Mio. angewachsen war, wurde der Reoffer-Spread bei ms +43bp fixiert, der 4bp unter der initialen Guidance lag. In der Folge ging das Orderbuch auf EUR 400 Mio. zurück, sodass die Transaktion ohne Überzeichnung platziert wurde. Die ausgeprägte Spreadsensitivität verdeutlicht damit einmal mehr den hohen Stellenwert, den Investoren in der aktuellen Marktphase einer attraktiven Bepreisung und einer hohen Emittentenqualität beimessen, während weniger liquide Transaktionen bei einer ambitionierten Preisfestsetzung nur begrenzten Spielraum bieten.

EZB nimmt die Verdopplung der Mindestreserve ins Visier

Der EZB-Rat dürfte bei seiner heutigen (internen) Sitzung (25. November) über eine mögliche Anhebung des Mindestreservesatzes für Kreditinstitute von derzeit 1% auf 2% beraten. Eine Entscheidung könnte allerdings auch erst im Rahmen der geldpolitischen Sitzung am 17. Dezember fallen. Agenturberichten zufolge zeichnet sich im EZB-Rat mittlerweile eine Mehrheit für eine Anhebung ab. Hintergrund sind insbesondere die hohen Zinsaufwendungen des Eurosystems für die weiterhin umfangreiche Überschussliquidität im Bankensystem. Während die Mindestreserve unverzinst beim Eurosystem zu unterhalten ist, werden darüber hinausgehende Reservebestände grundsätzlich zum Satz der Einlagefazilität vergütet. Bei einem Einlagesatz von aktuell 2,50% und einer Überschussliquidität von gut EUR 2.000 Mrd. ergeben sich daraus annualisierte Zinsaufwendungen von mehr als EUR 50 Mrd. Eine Verdopplung des Mindestreservesatzes auf 2% würde den von den Kreditinstituten unverzinst beim Eurosystem zu unterhaltenden Anteil ihrer mindestreservepflichtigen Verbindlichkeiten erhöhen. Berechnungen zufolge könnte sich der Zinsaufwand des Eurosystems dadurch bei unverändertem Zinsniveau um über EUR 4 Mrd. pro Jahr verringern. Gleichzeitig würde die Maßnahme einen zusätzlichen Teil der nach wie vor hohen Überschussliquidität in unverzinsten Mindestreserveguthaben binden. Besonders deutlich treten die finanziellen Belastungen bei der Deutschen Bundesbank zutage. Sie verzeichnete 2025 einen Jahresverlust von EUR 8,6 Mrd., nachdem dieser 2024 mit EUR 19,2 Mrd. noch deutlicher ausfiel. Ursächlich hierfür sind insbesondere die Fristeninkongruenz und die Zinsdiskrepanz zwischen den überwiegend niedrig bzw. negativ rentierenden Wertpapierbeständen aus früheren Ankaufprogrammen und den höher verzinsten Einlagen der Kreditinstitute. Eine Änderung des Mindestreservesatzes bedarf eines Beschlusses des EZB-Rats. Entsprechende Überlegungen waren bereits Ende 2023 diskutiert worden, fanden jedoch bis dato keine ausreichende Unterstützung. Inzwischen scheint sich das Meinungsbild im Rat verschoben zu haben. Neben der finalen Entscheidung bleiben insbesondere der Zeitpunkt einer möglichen Umsetzung sowie die Auswirkungen auf die Liquiditätssteuerung und das Zinsergebnis der Banken offen. Effekte auf die Kreditvergabekapazität dürften angesichts der weiterhin hohen Überschussliquidität dagegen begrenzt bleiben.

Kanadische Aufsicht plant deutliche Ausweitung der Covered Bond-Emissionsspielräume
Die kanadische Bankenaufsicht Office of the Superintendent of Financial Institutions (OSFI) plant die Emissionsobergrenzen für durch sie regulierte Institute deutlich anzuheben. Aktuell dürfen maximal 5,5% der gesamten bilanziellen Aktiva für Covered Bond-Emissionen als Sicherheiten gebunden werden. Diese Obergrenze soll nun sowohl ausgeweitet als auch auf die Größe der emittierenden Institute angepasst werden. Das OSFI plant in diesem Zuge, die Obergrenze für alle *Domestic Systemically Important Banks (D-SIBs)* auf 7% zu erhöhen. Für kleine und mittelgroße Institute (*SMSBs*) plant die Aufsichtsbehörde zudem eine Ausweitung der Quote auf 15%, die sich in diesem Falle jedoch lediglich auf die inländischen bilanziellen Aktiva bezieht. Dies soll den stärker inlandsorientierten Geschäftsmodellen der kleineren Finanzinstitute Rechnung tragen und diesen gleichzeitig einen besseren Zugang zu der vergleichsweise kostengünstigen Refinanzierung über gedeckte Anleihen ermöglichen. Das OSFI betont, dass die Ausweitung des Emissionsspielraums bewusst begrenzt bleiben soll, damit im Krisenfall ein hinreichender Bestand an unbelasteten Vermögenswerten für die weiteren Gläubiger des Instituts zur Verfügung steht. Mit Blick auf die Covered Bond-Märkte könnte die Neuregelung perspektivisch höhere Emissionsvolumina ermöglichen, wobei sich insbesondere die Angebotsbasis kleinerer Emittenten verbreitern könnte. Die tatsächliche zusätzliche Emissionstätigkeit dürfte jedoch von den jeweiligen Refinanzierungsbedürfnissen, der Verfügbarkeit geeigneter Deckungsaktiva und den relativen Fundingkosten gegenüber unbesicherten Instrumenten abhängen. Im Anschluss an die bis zum 18. Januar 2027 laufende Frist zur Konsultation des Entwurfs plant das OSFI, die Richtlinie im Mai kommenden Jahres zu veröffentlichen und unmittelbar umzusetzen.

Australien: Moody's erwartet mehr Hypothekendarlehen mit negativem Eigenkapital
Infolge der anhaltend sinkenden Immobilienpreise in Australien erwarten die Ratingexperten von Moody's einen steigenden Anteil von Hypothekendarlehen in einer negativen Eigenkapitalposition. Die daraus resultierenden Kreditrisiken für RMBS und Covered Bonds bleiben nach Einschätzung der Ratingagentur jedoch beherrschbar, da die meisten Kreditnehmer weiterhin über komfortable Eigenkapitalpuffer verfügen. Von April bis Oktober dieses Jahres sind die Immobilienpreise in Down Under um insgesamt -8,1% gefallen. Als wesentliche Belastungsfaktoren nennt die veröffentlichte Studie die Zinserhöhungen der australischen Zentralbank sowie geringere steuerliche Vergünstigungen für Immobilieninvestoren. Per 31. Mai 2026 befanden sich lediglich 0,39% der Darlehen in den von Moody's analysierten Hypothekenportfolios in einer negativen Eigenkapitalposition, das heißt, der ausstehende Kreditbetrag überstieg den aktuellen Marktwert der jeweiligen Immobilie. Bei einem weiteren Rückgang der Immobilienpreise um -10% gegenüber dem Stand von Ende Mai würde der Anteil auf rund 1,5% steigen; bei einem Rückgang um -15% wären es 4,6%. Trotz des deutlichen Anstiegs wäre damit weiterhin nur eine Minderheit der untersuchten Hypothekendarlehen betroffen. Besonders exponiert sind Ersterwerber, deren Immobilienkauf erst kurze Zeit zurückliegt, sowie Kreditnehmer mit ursprünglich hohen LTVs von 80% bis 95%. Für australische Covered Bonds bleiben die Risiken nach Einschätzung der Ratingagentur dennoch begrenzt. Die erheblichen Immobilienpreissteigerungen von 63% seit 2020, niedrigere aktuelle LTVs und vergleichsweise konservative Vergabestandards sorgen weiterhin für substanzielle Eigenkapitalpuffer bei den in den australischen Cover Pools enthaltenen Hypothekendarlehen.

SSA/Public Issuers Marktüberblick

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

EU-Kommission plant weitere Finanzhilfe für die Ukraine im Umfang von EUR 45 Mrd.
EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen hat im Rahmen eines Pressetermins gemeinsam mit den EU-Kommissaren Valdis Dombrovskis (verantwortlich für Wirtschaft und Produktivität) und Andrius Kubilius (Verteidigung und Raumfahrt) Pläne vorgestellt, die Ukraine 2027 mit einem weiteren Darlehen im Umfang von EUR 45 Mrd. zu unterstützen. EUR 25 Mrd. sind davon für Militärhilfe vorgesehen. Die verbleibenden EUR 20 Mrd. sollen wiederum als allgemeine Budgethilfe dienen und dazu beitragen, die geschätzte Finanzierungslücke der Ukraine im kommenden Jahr i.H.v. EUR 70 Mrd. zu schließen. Die restlichen EUR 25 Mrd. sollen wiederum von Partnern außerhalb der EU kommen, die Teil der „Koalition der Willigen" sind. Die Vorschläge werden nun dem Europäischen Parlament sowie dem Rat zur Prüfung und Annahme vorgelegt. Das Darlehen soll dabei mit einer sog. „beschränkten Rückgriffsmöglichkeit" versehen sein. Demnach müsse die Ukraine den Kreditbetrag erst dann zurückzahlen, nachdem sie von Russland Reparationszahlungen erhalten habe. Wie schon der existierende EUR 90 Mrd. umfassende Kredit für 2026 und 2027 soll auch das neue Darlehen durch den EU-Haushalt abgesichert und durch Anleiheemissionen der EU am Kapitalmarkt refinanziert werden. Insofern dürfte dies möglicherweise auch die Fundingaktivitäten der Staatengemeinschaft im kommenden Jahr nach oben beeinflussen. Zur Erinnerung: Im Rahmen ihrer Investorenpräsentation kommunizierte die EU im Oktober einen durchschnittlichen jährlichen Refinanzierungsbedarf bis Ende der Dekade i.H.v. EUR 130 Mrd. Doch die Pläne treffen nicht bei allen EU-Mitgliedsstaaten auf Zustimmung: So haben die Slowakei, Tschechien, Ungarn und Bulgarien ihre Beteiligung an den Ukraine-Hilfen – wie schon beim bestehenden Unterstützungsdarlehen – ausgeschlossen.

Saarland: Landtag stellt (erneut) außergewöhnliche Notlage fest
Der saarländische Landtag hat in der letzten Woche mit den Stimmen der CDU und SPD erneut eine „außergewöhnliche Notsituation" festgestellt, die sich der Kontrolle des Sub-Sovereigns entziehe und dessen Finanzlage erheblich beeinträchtige. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass es dem Saarland (Ticker: SAARLD) auch 2027 möglich sein wird, Kredite aus dem Transformationsfonds zu nutzen und damit mehr Kapital aufzunehmen als eigentlich durch die Schuldenbremse erlaubt. Ursächlich für die außergewöhnliche Notlage seien die deutlich gestiegenen Energiepreise vor dem Hintergrund des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine, unter denen die saarländische Wirtschaft noch immer leide. Unter diesen Rahmenbedingungen seien die angestoßenen Investitionen für die Transformation der saarländischen Wirtschaft nicht aus dem regulären Haushalt zu stemmen und daher weitere Mittel aus dem insgesamt EUR 3 Mrd. umfassenden und größtenteils schuldenfinanzierten Transformationsfonds nötig. Zum Hintergrund: Die Aufnahme notlagenbedingter Kredite im Zusammenhang mit dem Transformationsfonds setzt jährliche Notlagenbeschlüsse des Landtags bis zum Ende der geplanten Fondslaufzeit und damit mindestens bis einschließlich des Jahres 2027 voraus. Wie es danach weitergeht und ob die Laufzeit des Transformationsfonds möglicherweise sogar verlängert wird, dürfte indes von den Ergebnissen der Landtagswahl im April 2027 abhängen.

SFIL: Kapitalanforderungen in 2027

Im Rahmen des jährlichen Supervisory Review and Evaluation Process (SREP) hat die EZB dem französischen Kommunal- und Exportfinanzierer Société de Financement Local (SFIL; Ticker: SFILFR) die Höhe der Kapitalanforderungen für 2027 bestätigt. Ab dem 01. Januar des kommenden Jahres gilt somit für die Agency eine SREP-Kapitalanforderung von 12,7%. Diese setzt sich zusammen aus den Mindestanforderungen der Säule 1 von 11,5% und den zusätzlichen Kapitalanforderungen der Säule 2 i.H.v. 1,2%. Im Rahmen der europäischen Bankenaufsicht müssen Kreditinstitute über zusätzliche Puffer für unterschiedliche Zwecke (für die allgemeine Kapitalerhaltung und zur Absicherung gegen zyklische und nicht-zyklische Systemrisiken) verfügen. Für die SFIL beträgt der entsprechende Kapitalerhaltungspuffer (Capital conservation buffer – CCoB) 2,5%. Darüber hinaus hat die französische Zentralbank einen antizyklischen Puffer (Countercyclical capital buffer – CCyB) für die Kreditvergabe im Inland von 1% eingeführt. Mit Blick auf die Aufsichtsschwerpunkte für die Jahre 2027-2029 zählen für die EZB die Stärkung der finanziellen Widerstandsfähigkeit des Bankensystems gegenüber geopolitischen und makrofinanziellen Risiken sowie die Erhöhung der operationellen Resilienz und der IKT-Kapazitäten (Informations- und Kommunikationstechnologie) zu den dringlichsten Prioritäten. Der Schwerpunkt der ersten Priorität liegt auf umsichtigen Kreditvergabestandards und einer risikobasierten Preissetzung bei Krediten. Zudem werden sich die Behörden mit potenziellen Schwächen bei Banken befassen, welche erhebliche Risikopositionen gegenüber Nichtbanken-Finanzinstituten (NBFIs) aufweisen, darunter Fondsfinanzierungen. Hinsichtlich des zweiten Schwerpunktes werden die Aufsichtsbehörden vor allem evaluieren, wie Banken auf KI-gestützte Cyberbedrohungen reagieren.

RHIPAL: Haushaltsentwurf 2027/28 beschlossen

Der Ministerrat des Landes Rheinland-Pfalz (Ticker: RHIPAL) hat in der vergangenen Woche den Regierungsentwurf für den Doppelhaushalt 2027/28 beschlossen. Ein besonderer Schwerpunkt des Etats wird auf der Entlastung von Städten und Kommunen liegen. Im Rahmen des Kommunalen Finanzausgleichs sind in den beiden kommenden Jahren EUR 4,9 Mrd. (2027) sowie EUR 5,0 Mrd. veranschlagt. Gegenüber 2026 sind dies Mehrausgaben im Umfang von EUR 850 Mio. respektive EUR 950 Mio. Die Gesamtleistungen aus dem Haushalt an die Kommunen wachsen damit nach Angaben des Landes erstmals auf rund EUR 10 Mrd. pro Jahr an. Das Budget sieht insgesamt bereinigte Einnahmen im Umfang von EUR 26,0 Mrd. für 2027 sowie EUR 26,8 Mrd. für 2028 vor. Die bereinigten Ausgaben sollen sich indes auf EUR 27,5 Mrd. beziehungsweise EUR 28,9 Mrd. belaufen. Unter dem Strich entsteht in beiden Jahren somit eine Finanzierungslücke, die durch die nach der neugeregelten Schuldenbremse zulässige Kreditaufnahme sowie Rücklagenentnahmen geschlossen werden soll. Die Nettokreditaufnahme am Kapitalmarkt beträgt demnach EUR 1,3 Mrd. in 2027 sowie EUR 1,6 Mrd. in 2028. Die Fälligkeiten von RHIPAL belaufen sich in den beiden kommenden Jahren auf EUR 5,0 Mrd. respektive EUR 5,7 Mrd. Über syndizierte EUR-Benchmarkanleihen sammelte das Land in 2026 EUR 2,85 Mrd. (vier ISINs; Laufzeiten alle 2y) ein. Wir gehen davon aus, dass RHIPAL angesichts des wachsenden Refinanzierungsbedarfs auch im kommenden Jahr diverse Male am SSA-Primärmarkt vorstellig werden wird.

Primärmarkt

Auch wenn die Adventszeit kurz vor der Tür steht und sich die Aktivitäten dann verstärkt Richtung Weihnachtsmärkte verschieben dürften, blieb die Schlagzahl am SSA-Primärmarkt auch in der vergangenen von uns betrachteten Handelswoche vergleichsweise hoch. Den Anfang machte das neuseeländische Auckland Council (Ticker: AUCKCN) mit seiner zweiten EUR-Benchmarktransaktion in diesem Jahr. Das Neuemissionsvolumen des Green Bonds im Umfang von EUR 500 Mio. wurde bereits bei der Mandatierung festgelegt und die Laufzeit betrug sechs Jahre. Geprintet wurde schließlich zu einem Reoffer-Spread von ms +36bp (IPT: ms +40bp area). Vor dem Hintergrund des Orderbuchs i.H.v. EUR 2,4 Mrd. war der Deal somit knapp fünffach überzeichnet. Die vom Auckland Council emittierten Anleihen werden dabei regelmäßig als „Secured Bonds" begeben, da diese durch ein erstrangiges Pfandrecht auf sämtliche Grundsteuern („property rates") und die daraus erzielten Einnahmen besichert sind. Zum Start dieser Woche wagte sich sodann das Land Rheinland-Pfalz (Ticker: RHIPAL) mit einer frischen Landesschatzanweisung (LSA) aufs Parkett. Das Pricing für die EUR 600 Mio. schwere vierte Benchmark des Sub-Sovereigns in diesem Jahr im zweijährigen Laufzeitsegment erfolgte guidancegemäß zu ms -4bp. Der Emittent hat dabei einen Betrag i.H.v. EUR 200 Mio. einbehalten. Am gestrigen Dienstag nutzte zudem das Land Brandenburg (Ticker: BRABUR) die Gunst der Stunde und versorgte sich mit frischen EUR 750 Mio. über eine kurze zehnjährige LSA. Gepreist wurde schließlich guidancegemäß zu ms +28bp (Orderbuch: EUR 1,1 Mrd.). Damit beläuft sich das Neuemissionsvolumen von EUR-Benchmarks der deutschen Länder seit Jahresbeginn auf nunmehr EUR 50,3 Mrd. Des Weiteren war zum Wochenstart die Europäische Union (Ticker: EU) im Rahmen ihrer vierten und damit vorletzten Anleiheauktion in H2/2026 am Markt aktiv und stockte auf diesem Wege erneut drei Anleihen auf: Das 2030er-Wertpapier wurde dabei um EUR 2,1 Mrd. im Volumen vergrößert, während sich das Tapvolumen des grünen 2033er-Bonds auf EUR 1,7 Mrd. belief und die 2042er-Anleihe um EUR 1,3 Mrd. aufgestockt wurde. Die Überzeichnungsquoten lagen jeweils bei 1,2x für die beiden erstgenannten Wertpapiere sowie bei 1,4x für die 2042er-Anleihe. Den fallenden Außentemperaturen entsprechend dürfte sich auch die Aktivität am Primärmarkt nun zunehmend abkühlen. Folglich können wir heute von keinen bevorstehenden Neumandatierungen in unserem Segment berichten. Allerdings hat die KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau, Ticker: KFW) zu ihrem Global Investor Call am 08. Dezember eingeladen. Wir erwarten, dass das größte deutsche Förderinstitut ein Fundingziel für 2027 i.H.v. von EUR 85-90 Mrd. kommunizieren wird.

Issuer	Jurisdiction	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
BRABUR	DE	24.11.	DE000A4DFC99	9.4y	0.75bn	ms +28bp	- / Aaa / -	-
RHIPAL	DE	23.11.	DE000RLP1718	2.0y	0.60bn	ms -4bp	AAA / - / -	-
AUCKCN	Other	19.11.	XS3567713030	6.0y	0.50bn	ms +36bp	- / Aa2 / AA	X

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

Covered Bonds
Das Covered Bond-Jahr 2027: Was erwartet uns?

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

Der Covered Bond-Markt im Jahr 2027 – aktiver Jahresstart prognostiziert

Trotz der bisher weiterhin regen Neuemissionsaktivitäten am Covered Bond-Markt neigt sich das Jahr unaufhaltsam dem Ende entgegen. Entsprechend wollen wir in der heutigen Ausgabe unserer Wochenpublikation einen Ausblick auf die möglichen Entwicklungen im Covered Bond-Jahr 2027 geben. Neben unserer Angebotsprognose bilden unser Spreadausblick sowie Überlegungen zu Laufzeiten und der Nachfrageseite die zentralen Aspekte unseres Ausblicks für das kommende Jahr. Gerade der Jahresstart dürfte interessant werden, da dort traditionell eine Standortbestimmung in Bezug auf die Investorennachfrage, das Spreadniveau (auf dem Neuemissionen erfolgreich platziert werden können) sowie mögliche Neuemissionsprämien stattfindet. Wir rechnen mit einem sehr aktiven Jahresstart, der von starken Neuemissionsaktivitäten und einer hohen Investorennachfrage geprägt werden dürfte. Gerade die ersten Deals im neuen Jahr dürften aufgrund der gestiegenen Unsicherheit in Bezug auf das Spreadniveau nach mehreren emissionslosen Wochen eine höhere Neuemissionsprämie aufweisen. Nichtsdestoweniger verbleiben noch einige Handelswochen im Jahr 2026, in denen wir noch mit vereinzelten Primärmarktemissionen rechnen. Mögliche Pre-Funding-Aktivitäten dürften trotz des aktuell wieder etwas freundlicher anmutenden Marktumfeldes unserer Ansicht nach begrenzt bleiben.

Was passiert noch bis zum Jahresende?

Gerade in den vergangenen zwei Wochen nutzten einige Emittenten das offene Emissionsfenster, um erfolgreich gedeckte Anleihen am Markt zu platzieren. Die allgemeine Risk-off-Stimmung an den globalen Rentenmärkten hatte vor einigen Wochen noch nicht auf ein erneutes Aufflammen der Neuemissionsaktivitäten hingedeutet. So wurden im Oktober lediglich EUR-Benchmarks im Volumen von EUR 8,3 Mrd. emittiert, ein Wert, der zuletzt im Oktober 2020 (EUR 7,6 Mrd.) unterschritten wurde. Insbesondere die ungelöste Schuldenproblematik in Frankreich sowie die Erwartung längerfristig höherer Energiepreise führten zu einem Anstieg der Sekundärmarktpreise und begrenzten die Neuemissionsaktivitäten am Primärmarkt. Entsprechend sind die unlängst platzierten EUR-Benchmarks unserer Ansicht nach vielmehr auf die im herausfordernderen Marktumfeld zurückgehaltenen Emissionen zurückzuführen als auf Pre-Funding-Aktivitäten einzelner Emittenten. Wir rechnen trotz des aktuell positiveren Sentiments nicht damit, dass viele Emittenten auch im Dezember noch an den Markt gehen werden. Vielmehr erwarten wir einen sanften Übergang in die traditionell emissionsarme Adventszeit. Nichtsdestoweniger zeigten die erfolgreich platzierten Deals der vergangenen Wochen, dass Covered Bonds auf den aktuellen Spreadlevels weiterhin eine attraktive Option für Investoren darstellen. Dies werten wir auch als positives Zeichen mit Blick auf den Jahresstart 2027, da wir aktuell lediglich mit einem leichten Anstieg der Spreads bis zum Jahresende rechnen. Die durchschnittlichen Neuemissionsprämien sind im Zuge der höheren Unsicherheit in den vergangenen Wochen auch deutlich angestiegen. Gerade für die ersten Neuemissionen im kommenden Jahr erwarten wir, dass die Emittenten weiterhin einen gewissen Aufschlag gegenüber dem Fair Value für ihre Neuemissionen zahlen müssen.

Primärmarkt 2027: Hohes Neuemissionsvolumen bei geringem Net Supply

Bevor wir auf die erwarteten Spreadentwicklungen eingehen, möchten wir zunächst unsere Nettoneuangebotsprognose vorstellen. In 2027 rechnen wir mit einem leicht wachsenden EUR-Benchmarksegment. So sollten Fälligkeiten i.H.v. über EUR 180,1 Mrd. neu platzierten Emissionen i.H.v. rund EUR 192 Mrd. (ohne Taps und Floater) gegenüberstehen. Das Nettoneuangebot würde damit bei rund EUR 11 Mrd. liegen und somit deutlich unter dem Vorjahresniveau (2026 YTD: EUR 27,3 Mrd.) notieren. Der Großteil der Emissionsaktivitäten sollte auch im kommenden Jahr erneut auf die Jurisdiktionen Frankreich (EUR 35,0 Mrd.), Deutschland (EUR 33,5 Mrd.) sowie Kanada (EUR 18,5 Mrd.) entfallen. Für 2027 sind auf Basis unseres Bottom-up-Ansatzes die „Wachstumskandidaten" u.a. die Niederlande sowie viele kleinere Covered Bond-Jurisdiktionen, insbesondere aus der CEE-Region. Aufgrund der hohen Fälligkeiten in Kombination mit einer hohen Flexibilität bei der Wahl der Währung für ihre Covered Bond-Emissionen dürfte nach unserem Dafürhalten das kanadische EUR-Benchmarksegment im kommenden Jahr schrumpfen (Net Supply: EUR -4,3 Mrd.). Nichtsdestoweniger sollte sich das Emissionsvolumen aus Kanada immer noch auf beachtliche EUR 18,5 Mrd. summieren. Gleichzeitig können wir uns gut vorstellen, dass auch in 2027 wieder einige neue Emittenten das EUR-Benchmarksegment erweitern könnten. Dazu zählen wir insbesondere Emittenten aus Deutschland, Griechenland oder Luxemburg.

NORD/LB-Prognose 2027: Emissionen und Fälligkeiten nach Jurisdiktionen

Jurisdiction	Outstanding volume as at 24 November 2026 (EURbn)	Issued 2026 ytd as at 24 November 2026 (EURbn)	Maturities 2027e	Issues 2027e	Net Supply 2027e (EURbn)
AT	60.2	7.0	9.8	9.7	-0.1
AU	36.5	6.3	7.2	7.0	-0.2
BE	25.0	5.5	4.7	5.0	0.3
CA	76.3	18.0	22.8	18.5	-4.3
CH	7.5	1.5	1.0	2.0	1.0
CZ	6.0	3.3	0.5	3.3	2.8
DE	222.1	33.4	37.3	33.5	-3.8
DK	8.0	2.0	1.0	2.0	1.0
EE	1.5	0.5	0.5	0.5	0.0
ES	47.6	9.5	11.3	9.3	-2.1
FI	42.2	6.3	7.4	4.8	-2.7
FR	281.6	25.5	35.6	35.0	-0.6
GB	30.2	5.8	4.5	6.3	1.8
GR	0.0	0.0	0.0	0.5	0.5
HU	3.5	2.3	0.0	2.3	2.3
IE	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
IL	0.0	2.0	0.0	1.0	1.0
IS	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.3
IT	48.1	8.5	7.0	8.8	1.8
JP	4.2	0.9	0.9	1.0	0.2
KR	10.6	3.5	2.8	3.0	0.3
LU	0.9	0.5	0.4	0.5	0.1
NL	93.3	13.3	7.2	12.0	4.9
NO	52.3	8.5	6.3	8.8	2.5
NZ	10.5	3.0	1.5	2.0	0.5
PL	1.0	0.5	0.0	1.0	1.0
PT	9.0	2.5	1.5	2.5	1.0
SE	26.2	3.5	5.0	5.0	0.0
SG	12.9	4.0	2.5	3.0	0.5
SK	12.1	3.9	2.0	4.0	2.0
∑	**1128.9**	**181.0**	**180.4**	**191.6**	**11.2**

Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Übergeordnete Entwicklungen mit Einfluss auf das Neuangebot in 2027

Wie üblich müssen wir für unsere Angebotsprognose eine Reihe von Annahmen treffen. Dies gilt sowohl für den tatsächlichen Refinanzierungsbedarf als auch für den Fundingmix. Dabei spielen für hypothekarisch besicherte Covered Bonds insbesondere die Entwicklung der Kreditvergabe sowie der Immobilienpreise eine herausragende Rolle. Das deutlich gestiegene Zinsniveau für Immobilienfinanzierungen dürfte die Kreditnachfrage und die Immobilienpreise in der Eurozone belasten, was insbesondere in den großen Covered Bond-Jurisdiktionen Deutschland und Frankreich den zusätzlichen Refinanzierungsbedarf begrenzen dürfte. Die Wohnimmobilienpreise auf Basis des vdp-Immobilienpreisindex verzeichneten in Deutschland im Q3/2026 ihren ersten Rückgang seit fast drei Jahren. Bei den deutschen Gewerbeimmobilien sanken die Preise sogar schon das dritte Quartal in Folge. Die Kreditnachfrage in der Eurozone präsentierte sich im II. Quartal 2026 ebenfalls rückläufig; gleichzeitig erwarten die Marktteilnehmer auch kurzfristig keine Erholung. Im Gegensatz dazu rechnen wir aufgrund der robusteren Wirtschaftsdynamik, insbesondere in der CEE-Region, mit einem steigenden Refinanzierungsbedarf der Banken. Dies dürfte das Wachstum der Covered Bond-Märkte in diesen Staaten zusätzlich unterstützen. Darüber hinaus wird es interessant zu beobachten sein, ob einige Emittenten eine stärkere Priorisierung hinsichtlich der Wahl zwischen ungedecktem und gedecktem Funding vornehmen. Insbesondere in Frankreich sind wir gespannt, ob die Emittenten vor dem Hintergrund der gestiegenen Spreads verstärkt auf Covered Bonds zurückgreifen werden. Wir prognostizieren im Vergleich zum vergangenen Jahr mit einem steigenden Covered Bond-Neuemissionsvolumen aus Frankreich, was aber unseres Erachtens nicht zu deutlich geringeren Senior-Emissionen zum Ausdruck kommen wird. In den vergangenen Wochen waren einige französische Emittenten, die in beiden Assetklassen aktiv sind, mit frischen Senior Bonds am Markt und konnten diese erfolgreich bei den Investoren platzieren. Insgesamt erwarten wir für das Gros der Emittenten, die im EUR-Benchmark- bzw. Subbenchmarksegment agieren, keine signifikante Verschiebung bei der Priorisierung der zur Refinanzierung genutzten Assetklassen.

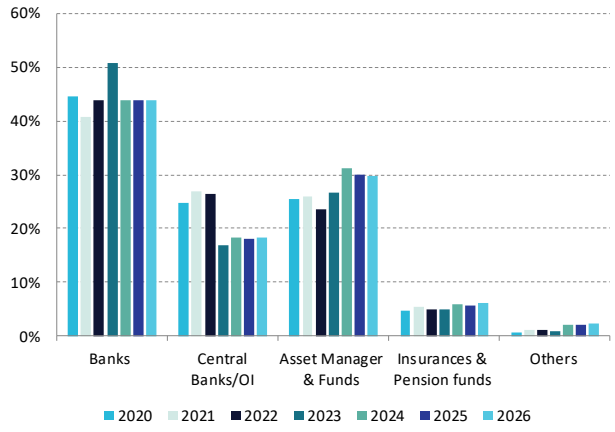
Prognoserisiken: Wahl der Währung und die Frankreichfrage sind zentral

Auch in 2027 steht die von uns erwartete Primärmarktaktivität unter einem gewissen Prognoserisiko. Für die Jurisdiktionen außerhalb des Euroraums, also insbesondere Kanada, APAC, die Nordics sowie UK, ergibt sich dies z.B. aus der Wahl der Emissionswährung. In unserem Basisszenario bleibt der Euro eine sehr bedeutende Fundingwährung für den Großteil der Emittenten. Vor dem Hintergrund der teilweise sehr hohen Fälligkeiten in einzelnen Jurisdiktionen der Eurozone können wir uns vorstellen, dass einige wenige Emittenten aus Kerneuropa im Jahr 2027 bei ihren Neuemissionsaktivitäten verstärkt andere Währungen als den Euro berücksichtigen könnten. Auch aus der Zusammensetzung des Fundings nach Refinanzierungsinstrumenten erwachsen Prognoserisiken, die sich je nach Jurisdiktion deutlich unterscheiden können und maßgeblich von den jeweiligen Refinanzierungskosten sowie regulatorischen Parametern bestimmt werden. Die Covered Bond-spezifischen Prognoserisiken dürften gerade zum Start ins Jahr 2027 von der weiterhin ungelösten Verschuldungsproblematik in Frankreich und der vorherrschenden politischen Instabilität überlagert werden. Nachdem die französischen Emittenten zuletzt Anfang September im EUR-Benchmarksegment aktiv waren, rechnen wir nicht damit, dass sie in den ersten Monaten des Jahres weiterhin an der Seitenlinie bleiben werden. Nichtsdestoweniger wird die Präsidentschaftswahl in Frankreich für die Rentenmärkte aller Voraussicht nach eines der wichtigsten Ereignisse des Jahres darstellen und auch Implikationen für den Covered Bond-Markt in der Grande Nation haben.

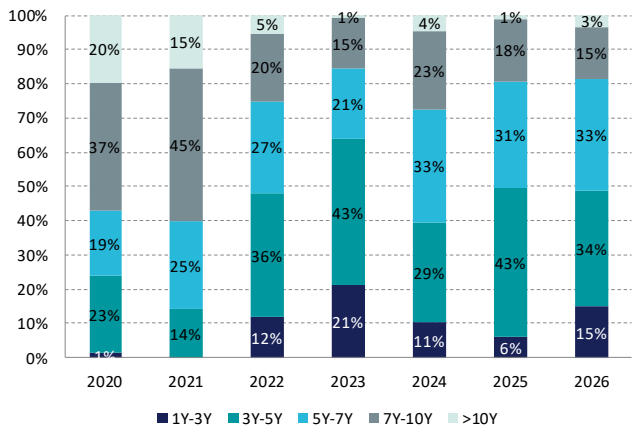
Keine Rückkehr des langen Endes in Sicht

Der Trend der letzten Jahre lässt nicht wirklich auf eine Rückkehr der langen Laufzeiten am Covered Bond-Markt schließen. Mit einem Anteil von rund 18% entfällt nur noch ein vergleichsweise geringer Teil des Neuemissionsvolumens auf Bonds mit anfänglichen Restlaufzeiten von ≥7y. Mit Blick auf das Covered Bond-Jahr 2027 rechnen wir mit keiner Trendumkehr. Insbesondere die im Vergleich zum Vorjahr deutlich flachere Zinskurve spricht derzeit nicht für eine ausgeprägte Nachfrage nach Langläufern. Die Zinskurve wird maßgeblich von den geldpolitischen Entscheidungen der EZB sowie den Erwartungen der Marktteilnehmer geprägt. Aktuell preisen diese mindestens zwei weitere Leitzinsanhebungen durch die EZB ein, davon eine im Dezember 2026 und eine weitere im Q1/2027. Damit langlaufende Covered Bonds wieder attraktiver würden, müsste entweder das kurze Ende der Zinskurve deutlich nach unten korrigieren – beispielsweise infolge von Erwartungen an Zinssenkungen durch die EZB – oder das lange Ende deutlich ausweiten. Beide Szenarien halten wir am aktuellen Rand für eher unrealistisch. Entsprechend dürfte der Fokus auf mittlere und kurze Laufzeiten auch im Jahr 2027 bestehen bleiben.

EUR BMK: Investorenverteilung nach Typ



EUR BMK: Emissionsanteil nach Laufzeitbändern



Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Ist ausreichend Nachfrage vorhanden?

Mit Blick auf die von uns erwarteten Neuemissionen im Volumen von mehr als EUR 190 Mrd. im kommenden Jahr stellt sich unweigerlich die Frage, ob ausreichende Nachfrage für das Neuangebot vorhanden ist. Gleichzeitig müssen für die derzeit in der Bilanz der EZB gehaltenen Fälligkeiten von über EUR 37 Mrd. im Jahr 2027 neue Investoren gefunden werden. Trotz des hohen Neuangebots sind wir zuversichtlich, dass die Nachfrage ausreichen wird, um dieses aufzunehmen. Ausschlaggebend werden jedoch das Spreadniveau und der Relative Value gegenüber anderen Assetklassen sein, um ausreichend Investorennachfrage zu generieren. Dies sehen wir bei Covered Bonds derzeit als gegeben an und rechnen auch nicht damit, dass sich dies bis Januar signifikant verändern dürfte. Laufzeittechnisch dürfte der Sweetspot der Investoren eher im Bereich von drei bis maximal sieben Jahren liegen. Dies ist nach unserem Eindruck auch durch die Steilheit der Spreadkurve begründbar. Nichtsdestoweniger gibt es einige Real Money-Investoren, die das lange Ende (≥10y) weiterhin als durchaus attraktiv ansehen. Dies führen wir auf den langfristigen Anlagebedarf dieser Investoren und die aktuell hohen absoluten Renditeniveaus zurück. Entsprechend dürfte über alle Laufzeitbänder hinweg ausreichend Nachfrage vorhanden sein, auch wenn die Investoren sich stärker auf das kürzere Ende fokussieren dürften.

Die NORD/LB-Spreadmeinung: Stabile Entwicklung zu erwarten in 2027

Für den Jahresstart rechnen wir mit einer dezenten Spreadausweitung für EUR-Benchmarks. Diese dürfte, wie auch in den Vorjahren, insbesondere durch ein saisonal bedingt hohes Emissionsaufkommen getrieben werden. Gerade für die ersten Deals im neuen Jahr rechnen wir mit durchaus auskömmlichen Neuemissionsprämien. Der Aufschlag gegenüber dem Fair Value dürfte zu einem dezenten Repricing am Covered Bond-Markt führen und das Spreadniveau über alle Laufzeitbänder hinweg ansteigen lassen. Mit nachlassendem Neuangebotsdruck erwarten wir gegen Ende des I. Quartals leichte Einengungstendenzen bei den Spreads, sodass Covered Bonds zur Mitte des Jahres schätzungsweise auf einem vergleichbaren Niveau handeln dürften wie zum Jahresende. Als eine wesentliche Bestimmungsvariable für die Spreadentwicklung im Jahr 2027 ist neben den sonst im Rahmen unserer Spreadmeinung diskutierten Einflussfaktoren (I. Markttechnik und II. Fundamentaldaten) die angespannte fiskalische und politische Situation in einigen EU-Mitgliedsstaaten zu nennen. Insbesondere französische Covered Bonds werden mindestens bis zur Präsidentschaftswahl im April 2027 weiterhin unter Druck stehen. Entsprechend sehen wir selbst vor dem Hintergrund der deutlich angestiegenen Spreadniveaus von französischen Covered Bonds wenig Potenzial für ein deutliches Spreadtightening. Weiterhin überwiegen unserer Meinung nach die Downsideszenarien, da am aktuellen Rand noch vollkommen unklar ist, welche Regierung im Sommer 2027 im Élysée-Palast residieren und ob deren Fokus auf Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung liegen wird. Aktuell ist die Debatte um die Schuldentragfähigkeit weitestgehend auf Frankreich begrenzt, was aber nicht heißt, dass dies auch so bleiben muss. Wie die Beispiele Belgien und Deutschland unlängst gezeigt haben, kann die Verabschiedung eines tragfähigen Haushalts eine durchaus hohe Hürde für einige Regierungen darstellen. Entsprechend können wir nicht ausschließen, dass ausgehend von Frankreich auch die Schuldentragfähigkeit anderer europäischer Jurisdiktionen in den Mittelpunkt rücken wird. Dies würde dann auch zweifelsohne in deutlichen Spreadanstiegen bei den Covered Bonds aus den jeweiligen Staaten zum Ausdruck kommen. Am aktuellen Rand ist ein solches Szenario noch nicht absehbar und hängt maßgeblich von den ungewissen Wahlausgängen im kommenden Jahr ab. Nichtsdestoweniger stellen die Situation in Frankreich und mögliche „Ansteckungseffekte“ das größte Prognoserisiko dar.

NORD/LB Spread Prognose

Current levels

in bp	3y	5y	7y	10y
AT	18.0	29.5	36.6	41.1
AU	21.6	33.5	37.4	37.8
BE	19.4	28.6	37.5	43.1
CA	18.3	28.0	36.0	40.5
CZ	27.5	31.7	30.6	
DE	13.0	20.3	25.6	34.1
DK	18.7	25.4	28.7	32.1
EE	30.1			
ES_Single	21.6	28.7	35.7	39.1
FI	16.8	24.7	29.3	31.9
FR	30.6	44.8	59.2	71.4
GB	24.9	32.5	36.7	41.1
IS	24.0	28.5	38.2	49.5
IT	28.5	38.2	49.5	59.9
JP	29.8	32.3		
KR	25.8	29.5		
LU		30.1	30.1	
NL	17.0	22.8	27.2	34.3
NO	14.3	23.2	30.1	33.8
NZ	18.1	27.1		
PL	26.0	30.3		
PT	21.0	30.2	34.4	
SE	11.7	20.2	23.1	
SG	20.4	25.9		

as of 30/06/2027(e)

in bp	3y	5y	7y	10y
AT	19	30	37	42
AU	23	34	38	39
BE	20	29	38	44
CA	19	29	36	41
CZ	29	32	31	
DE	14	21	26	35
DK	20	26	29	33
EE	31			
ES_Single	23	29	36	40
FI	18	25	30	33
FR	32	45	60	72
GB	26	33	37	42
IS	25	29	39	50
IT	29	39	50	61
JP	31	33		
KR	27	30		
LU		31	30	
NL	18	24	28	35
NO	15	24	31	35
NZ	19	28		
PL	27	31		
PT	22	31	35	
SE	13	21	23	
SG	21	27		

Expected spread change

in bp	3y	5y	7y	10y
AT	1.0	0.5	0.4	0.9
AU	1.4	0.5	0.6	1.2
BE	0.6	0.4	0.5	0.9
CA	0.7	1.0	0.0	0.5
CZ	1.5	0.3	0.4	
DE	1.0	0.7	0.4	0.9
DK	1.3	0.6	0.3	0.9
EE	0.9			
ES_Single	1.4	0.3	0.3	0.9
FI	1.2	0.3	0.7	1.1
FR	1.4	0.2	0.8	0.6
GB	1.1	0.5	0.3	0.9
IS	1.0	0.5	0.8	0.5
IT	0.5	0.8	0.5	1.1
JP	1.2	0.7		
KR	1.2	0.5		
LU		0.9	-0.1	
NL	1.0	1.2	0.8	0.7
NO	0.7	0.8	0.9	1.2
NZ	0.9	0.9		
PL	1.0	0.7		
PT	1.0	0.8	0.6	
SE	1.3	0.8	-0.1	
SG	0.6	1.1		

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

ESG im Jahr 2027: Emissionsvolumen dürfte auf hohem Niveau verbleiben

Am Teilmarkt der nachhaltigen Emissionen dürfte sich das Jahr 2027 anteilig ähnlich präsentieren wie in den zwölf Monaten zuvor, auch wenn das absolute Emissionsvolumen vor dem Hintergrund des erwarteten höheren Neuemissionsvolumens leicht ansteigen dürfte. Im Mittel der letzten vier Jahre notierte der Anteil der ESG-Emissionen an den EUR-Benchmarkemissionen bei durchschnittlich 12%, was bei unserer Angebotsprognose für 2027 einem Emissionsvolumen von rund EUR 23 Mrd. entsprechen würde. Wir sind zwar weiterhin optimistisch in Bezug auf den Wachstumstrend des ESG-Segments (Fälligkeiten 2027: EUR 12,3 Mrd.), sehen aber auch, dass der Fokus der Emittenten auf nachhaltigen Emissionen weniger stark ausgeprägt ist als noch vor einigen Jahren. Entsprechend rechnen wir mit einem hohen Emissionsvolumen von ESG-Covered Bonds von über EUR 20 Mrd., jedoch nicht zwangsläufig mit einem neuen Emissionsrekord (2023: EUR 21,9 Mrd.). Weiterhin dürften die hohen Anforderungen der EU-Taxonomie insbesondere für einige Green Bond-Emittenten eine Herausforderung darstellen, sodass die Anzahl der Emittenten, die sich für die Emission gedeckter Anleihen unter dem EU Green Bond Standard entscheiden, begrenzt bleiben dürfte. In diesem Jahr entschieden sich fünf Emittenten zur Platzierung von Covered Bonds unter diesem Nachhaltigkeitsstandard.

Fazit

Der Start in das neue Jahr erfolgt für das Covered Bond-Segment, soweit bislang absehbar, in einem herausfordernden, aber konstruktiven Marktumfeld. Dies zeigten nicht zuletzt die in dieser Woche platzierten Neuemissionen, die trotz des nahenden Jahresendes ein mehr als auskömmliches Investoreninteresse verzeichnen konnten. Die Herausforderung liegt höchstwahrscheinlich in einem von hoher Volatilität geprägten Marktumfeld. Darüber hinaus belasten die weiterhin ungelöste Staatsschuldenproblematik und die hohe politische Unsicherheit den Covered Bond-Markt in Frankreich und führten zu einem deutlichen Anstieg der Risikoprämien. Hier richtet sich der Blick der Marktteilnehmer eindeutig auf die im April 2027 anstehenden Präsidentschaftswahlen. Die Situation in Frankreich und mögliche „Ansteckungseffekte“ auf andere EU-Mitgliedsstaaten bilden die wichtigsten Risiken für unsere Spreadprognose, können sich aber auch auf das Neuemissionsvolumen auswirken. Nichtsdestoweniger rechnen wir mit einem Neuemissionsvolumen im EUR-Benchmarksegment in 2027 von rund EUR 191 Mrd. Bei Fälligkeiten im Volumen von über EUR 180 Mrd. würde sich hieraus ein Nettoneuangebot von rund EUR 11 Mrd. ergeben. Während das Gros der Neuemissionen auf die beiden größten EUR-Benchmarkjurisdiktionen Deutschland und Frankreich entfallen sollte, dürften sich als Wachstumstreiber vorwiegend die kleineren Covered Bond-Märkte, insbesondere aus der CEE-Region, herauskristallisieren. Mit einem schrumpfenden EUR-Benchmarksegment rechnen wir u.a. in Kanada. Neben hohen in EUR denominierten Fälligkeiten sind die kanadischen Emittenten sehr flexibel in Bezug auf die Währung ihrer Covered Bond-Emissionen. Entsprechend erwarten wir, dass ein Teil der Fälligkeiten zwar durch gedeckte Ware ersetzt wird, aber nicht unbedingt in EUR denominiert.

SSA/Public Issuers
SSA-Ausblick 2027: Marktumfeld im Zeichen der Differenzierung

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

Öffentliche Emittenten im Spannungsfeld politischer Krisen und fiskalischer Risiken

Das sich langsam, aber sicher dem Ende neigende SSA-Jahr 2026 bot wieder einiges an Gesprächsstoff, welchen wir uns jedoch für unseren traditionellen Rückblick im Rahmen der ersten Wochenpublikation im neuen Jahr aufsparen wollen. Heute möchten wir an dieser Stelle stattdessen vorausschauen und einen Ausblick auf das kommende Jahr geben, in welchem einige entscheidende Weichenstellungen vorgenommen werden dürften – sowohl in wirtschaftlicher als auch geldpolitischer sowie (geo-)politischer Hinsicht. Diese haben unmittelbaren Einfluss auf die Rahmenbedingungen, unter denen die Emittenten in unserer relevanten SSA-Abgrenzung (also ohne Staaten) operieren. In 2027 dürfte das SSA-Segment weiterhin primär von fiskalischen (Fehl-)Entwicklungen geprägt werden. Maßgebliche Einflussfaktoren sind neben weiter steigenden Sozialausgaben und notwendigen Investitionen in Infrastruktur, Klimaschutz und Verteidigung auch der wachsende Konkurrenzdruck am Kapitalmarkt durch den hohen Finanzierungsbedarf US-amerikanischer Technologiekonzerne. Die zunehmende Relevanz von Zinskosten in den öffentlichen Haushalten schränkt den fiskalischen Handlungsspielraum der Verantwortlichen weiter ein und lässt einen langfristigen und tragfähigen Konsolidierungsprozess als nahezu unmöglich erscheinen, insbesondere auch vor dem Hintergrund der fehlenden Kompromissbereitschaft für tiefgreifende Reformen in vielen Jurisdiktionen. Gleichzeitig hat die EZB eine Bilanzausweitung zur Korrektur fiskalischer Fehlentwicklungen fortwährend ausgeschlossen. Insofern schauen die Marktteilnehmer mit zunehmender Besorgnis auf die zukünftige Schuldenentwicklung in Europa. Nichtsdestoweniger bietet das aktuelle Umfeld sicherlich auch Chancen für langfristig orientierte Investoren, welche nach Jahren der Nullzinsphase wieder attraktive Renditen geboten bekommen. Ein differenzierter Blick auf die unterschiedlichen Jurisdiktionen, Emittenten und Kreditprofile wird in diesem Kontext jedoch immer wichtiger. So dürfte nach unserem Dafürhalten Frankreich weiterhin die Achillesferse in Europa bleiben. Dabei bepreist der Markt weniger die absolute Höhe der Staatsschulden, sondern vielmehr die (fehlenden) Perspektiven für eine anhaltende Konsolidierung. Die Misere wird wohl auch im kommenden Jahr die Kapitalmärkte beschäftigen und bedeutet insbesondere für französische Agencies – deren Ratings oftmals dem des Staates gleichgesetzt werden – anhaltend höhere Refinanzierungskosten. Hinsichtlich der politischen Lage in Deutschland hat sich die Situation nach den Erfolgen der AfD sowie der Linken bei den diesjährigen Landtagswahlen weiter verschärft. Zugleich gibt die Bundesregierung in vielen Themenfeldern weiterhin kein geeintes Bild ab und die kommunale Finanzlage ist stellenweise alarmierend. Der Ausgabendruck dürfte u.E. auch in 2027 dazu führen, dass die Schulden der öffentlichen Haushalte in Deutschland weiter ansteigen. Darüber hinaus sollte auch das geopolitische Bild nicht aus den Augen geraten: Die Konflikte in der Ukraine und am Persischen Golf halten nach wie vor an und belasten insbesondere die Preisentwicklung für die wichtigen Energieträger Öl und Gas. Die globale Unsicherheit wirkt sich wiederum direkt auf die Risikotoleranz der Marktteilnehmer aus. Unter dem Strich bleiben die Risiken hinsichtlich Spreadausweitungen im SSA-Segment damit hoch, auch wenn wir in unserem Basisszenario tendenziell eher von einer Seitwärtsbewegung ausgehen.

Der (Net) Supply dürfte weiterhin auf einem hohen Niveau liegen

Mittlerweile (sprich: zu unserem Redaktionsschluss) haben die meisten Emittenten ihre Refinanzierung für das laufende Jahr abgeschlossen oder befinden sich auf der Fundingzielgeraden. Insgesamt haben wir seit Jahresbeginn 213 EUR-Benchmarkemissionen (der von uns analysierten Public Issuers) im Umfang von rund EUR 324 Mrd. registriert. Dies war das zweitgrößte Volumen jemals in unserer SSA-Coverage und wird nur von der Emissionsaktivität im Pandemiejahr 2021 übertrumpft (EUR 329,3 Mrd.). Für das kommende Jahr sehen wir weiterhin großen Handlungsdruck bzw. Nachholbedarf u.a. in den Bereichen Soziales, Infrastruktur und Verteidigung, der einen anhaltenden Finanzierungsbedarf und Belastungen für die öffentlichen Haushalte nach sich zieht – von der deutschen Kommune bis hin zu den Supranationals. Dies wird das Fundingvolumen auch in 2027 (und darüber hinaus) weiterhin maßgeblich beeinflussen. Für das kommende Jahr gehen wir folglich, mit einer gewissen Unsicherheit behaftet, von EUR-Benchmarkemissionen i.H.v. EUR 300-310 Mrd. aus. Der leichte Rückgang gegenüber 2026 lässt sich insbesondere auf das Ende des NGEU-Programms zurückführen, wodurch die Emissionsaktivität der EU in Zukunft geringer ausfallen dürfte.

Fokus: Deutsche Länder

Die Reform der Schuldenbremse auf Länderebene im Frühjahr 2025 eröffnete den Sub-Sovereigns einen zuvor nicht zulässigen Nettoneuverschuldungsspielraum von 0,35% ihrer nominalen Wirtschaftsleistung, was derzeit einem Betrag i.H.v. knapp EUR 16 Mrd. entspricht. Gleichzeitig bekommen die Länder auch insgesamt EUR 100 Mrd. aus dem Sondervermögen Infrastruktur und Klimaschutz des Bundes, wodurch die Abschätzung des Supply eine zusätzliche Unsicherheitskomponente erhält. Im laufenden Jahr emittierten die Länder bisher EUR-Benchmarks i.H.v. EUR 50,3 Mrd. und damit etwas weniger als noch im Vorjahr (EUR 51,7 Mrd.). Hinsichtlich der Kreditermächtigungen, welche die Sub-Sovereigns in ihren jeweiligen Budgetplanungen ausweisen, aber nicht vollumfänglich ausschöpfen müssen, antizipieren wir für 2027 einen Bruttowert von um die EUR 80 Mrd.

Kreditermächtigungen deutscher Länder: 2026 vs. 2027e (in EUR Mrd.)

	2026	2027e
Baden-Württemberg	5,4	6
Bayern	0,5	1
Berlin	10,0	11
Brandenburg	2,9	4
Bremen	1,6	1
Hamburg	5,3	6
Hessen	7,5	8
Mecklenburg-Vorpommern	1,0	1
Niedersachsen	7,7	9
Nordrhein-Westfalen	17,5	16
Rheinland-Pfalz	5,5	5
Saarland	2,0	3
Sachsen	0,5	1
Sachsen-Anhalt	2,8	2
Schleswig-Holstein	3,5	4
Thüringen	1,8	1
Summe	**75,5**	**80**

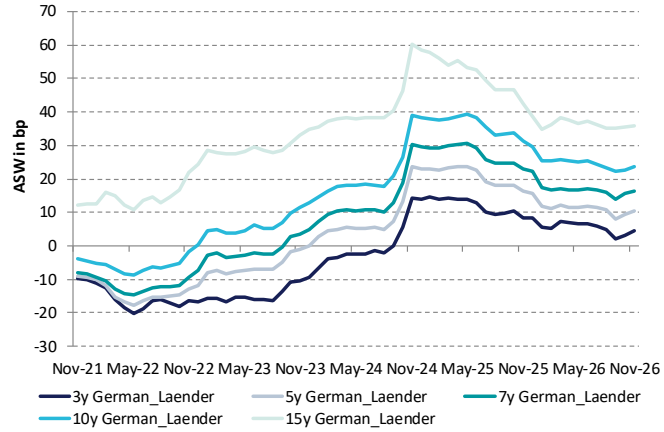
e = estimate

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

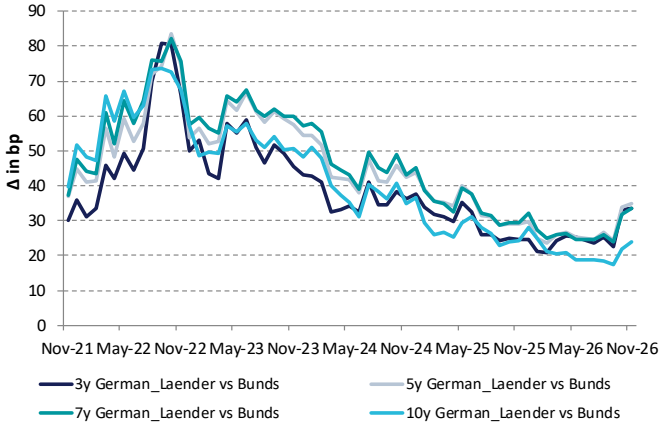
Deutsche Länder mit leicht höherem Funding in 2027 erwartet

Im Segment der staatsnahen Emittenten stellen die Anleihen deutscher Länder unverändert den mit Abstand bedeutendsten Sub-Sovereign-Markt dar – vor allem in 2020, aber auch in 2021 haben hier die 16 Länder ihren Vorsprung und somit ihre Bedeutung ausgebaut. Zuvor war allerdings seit Jahren ein Rückgang der Fundingvolumina festzustellen. Für 2027 rechnen wir auf Basis der von uns prognostizierten Kreditermächtigungen mit einem Brutto-Angebot i.H.v. EUR 80 Mrd. Demgegenüber stehen im kommenden Jahr Fälligkeiten i.H.v. knapp EUR 48 Mrd. zu Buche, wodurch sich ein positiver Net Supply von EUR 32 Mrd. ergeben würde. In beiden Fällen berücksichtigen die Werte indes nicht nur EUR-Benchmarkanleihen, sondern beinhalten auch Fremdwährungstitel sowie Schuldscheindarlehen. Der Relevanz deutscher Länderanleihen in diesem wichtigen Segment tut jegliches Volumen keinen Abbruch. Mit Blick auf Länderjumbos mittels des Vehikels der Gemeinschaft deutscher Länder (Ticker: LANDER) erwarten wir höchstens eine Neuemission im kommenden Jahr. Wir sehen nach wie vor die Tendenz, dass das Konstrukt zunehmend kritisch von den noch teilnehmenden Ländern hinterfragt und die Zweckmäßigkeit des Vehikels vermehrt infrage gestellt wird. Des Weiteren sollte im Rahmen der Fundingpläne der Länder nicht außer Acht gelassen werden, dass die Sub-Sovereigns insgesamt EUR 100 Mrd. aus dem Sondervermögen Infrastruktur und Klimaschutz erhalten. Allerdings deutet nach wie vor vieles darauf hin, dass diese finanziellen Ressourcen nicht für zusätzliche Investitionen genutzt werden, sondern andere Ausgaben in den Kernhaushalten ersetzen. Diese Praxis halten wir vor dem Hintergrund der Haushaltstransparenz und gravierenden realen Infrastrukturdefiziten definitiv für den falschen Weg. Hinsichtlich der Spreadbewegungen im kommenden Jahr sehen wir derzeit wenig Spielräume für einen nachhaltigen Rückgang der Risikoprämien. Das derzeitige Spread-niveau dürfte den „neuen“ Status quo in Zeiten höherer Verschuldung und wachsender Haushaltsdefizite größtenteils widerspiegeln. Risiken für eine (erneute) Ausweitung der Bewertungsaufschläge bestehen allerdings zweifellos: Die politische Unsicherheit ist auch in Deutschland nicht zu unterschätzen und die andauernden Streitigkeiten zwischen CDU/CSU und SPD erinnern zunehmend an die Ampel-Koalition. Die Länderfinanzen werden zudem u.a. durch Pensionsansprüche sowie die kommunale Haushaltssituation perspektivisch vor enorme Herausforderungen gestellt. Sofern diese strukturellen Probleme nicht nachhaltig gelöst werden, dürften die finanziellen Belastungen in Zukunft stetig wachsen und eine steigende Notwendigkeit zur Schuldenaufnahme nach sich ziehen. Auch die Ratings bzw. die Ausblicke könnten unter Druck geraten, mit entsprechend negativen Konsequenzen für die Fundingkonditionen.

Spreadbewegungen deutscher Länder



Spreads deutsche Länder vs. Bunds



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research; Daten vom 24. November 2026

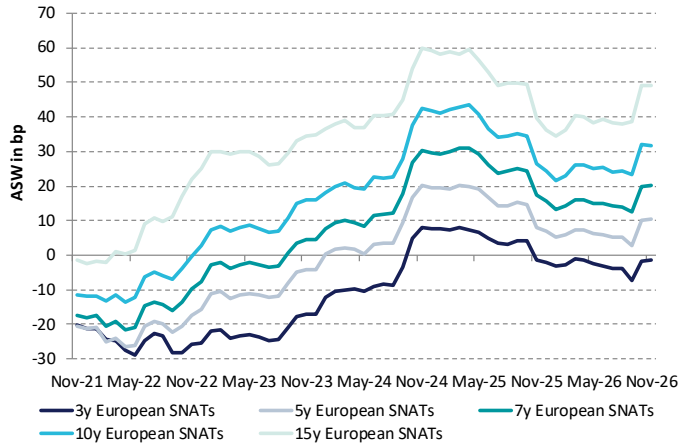
EIB und EU zwischen Verteidigung und Klimaschutz

Die (wenigen) E-Supranationals stellen nach wie vor eine wichtige Kategorie im SSA-Universum dar und sind nun bereits seit 2021 in unserer Abgrenzung größer als alle deutschen EUR-Benchmarkemittenten zusammen. Ein regelmäßiger Akteur am Primärmarkt wird selbstverständlich auch 2027 die EIB sein. Hier erwarten wir im Vergleich zu 2026 ein leicht höheres Fundingziel i.H.v. EUR 65-70 Mrd. – erneut aufgeteilt auf eine Vielzahl unterschiedlichster Währungen. Zudem dürfte die EIB ihre ESG-Aktivitäten mit mindestens einem frischen European Green Bond weiter ausbauen. Demgegenüber stehen im nächsten Jahr Fälligkeiten i.H.v. rund EUR 41 Mrd. Nachdem die Ausweitung der EUR-Benchmarkemissionen im SSA-Segment in der jüngeren Vergangenheit maßgeblich auf den spürbar gestiegenen Fundingbedarf der EU im Rahmen ihres NGEU-Programms zurückzuführen war, dürfte das Refinanzierungsziel der Staatengemeinschaft mit dem Ende von NGEU niedriger angesetzt werden. Zwar hat die EU mit dem SAFE-Programm (Security Action for Europe) bereits im letzten Jahr ein neues EUR 150 Mrd. schweres Instrument ins Leben gerufen und für die Ukraine weitere Milliardenhilfen beschlossen, dies dürfte jedoch aller Voraussicht nach die ausbleibenden NGEU-Fundingvolumina nicht kompensieren. Im Rahmen ihrer Investorenpräsentation kommuniziert die EU einen durchschnittlichen jährlichen Refinanzierungsbedarf bis Ende der Dekade i.H.v. EUR 130 Mrd. Der ESG-Supply durch Green Bonds dürfte indes signifikant nachlassen. In welchem Umfang zukünftig frische Anleihen in diesem Segment platziert werden, ist derzeit noch unklar und hängt u.a. auch davon ab, wie viele der fällig werdenden konventionellen Anleihen während der NGEU-Refinanzierungsphase durch Green Bonds refinanziert werden. Ungeachtet dessen bleibt das Nettoangebot der Staatengemeinschaft auch in 2027 hoch. Die Fälligkeiten summieren sich auf circa EUR 40 Mrd., sodass der Net Supply bei konservativer Schätzung des Refinanzierungsbedarfs mindestens EUR 90 Mrd. betragen dürfte. Im Dezember wird die Staatengemeinschaft den Fundingplan für H1/2027 veröffentlichen und darüber hinaus zum „Global Investor Call“ einladen. Hieraus sollte sich dann mehr Klarheit hinsichtlich der zukünftigen Primärmarktaktivität der EU ergeben. Maßgeblich nach oben beeinflusst werden könnte der Kapitalbedarf 2027 von weiteren Unterstützungsleistungen an die Ukraine. Diskutiert wird derzeit ein weiterer Kredit i.H.v. EUR 45 Mrd., der durch gemeinsame Schuldenaufnahme finanziert werden soll. Hinsichtlich der Bemühungen der EU, ihre Anleihen in entsprechenden Govie-Indizes inkludieren zu lassen, dürfte das abnehmende Neuemissionsvolumen die Perspektive u.E. weiter dämpfen.

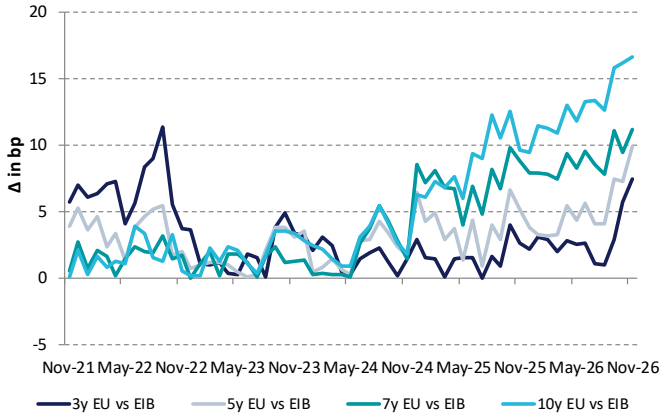
ESM mit abnehmendem Nettoangebot, EFSF refinanziert lediglich ihre Fälligkeiten

Für den ESM rechnen wir für 2027 mit einem negativen Net Supply von EUR -4,0 Mrd., da bei Fälligkeiten im Umfang von EUR 12,3 Mrd. lediglich EUR 6,5 Mrd. an neuer Ware an den Markt drängen. Für die EFSF erwarten wir einen leichten Anstieg der Neuemission auf EUR 18,5 Mrd. nach EUR 16,5 Mrd. in diesem Jahr. Die Fälligkeiten werden indes so hoch sein wie das Fundingziel, sodass unter dem Strich kein Marktwachstum zu erwarten ist. Früher als geplant stattfindende Rückzahlungen von Verbindlichkeiten seitens der Schuldnerstaaten könnten die Höhe des Refinanzierungsprogramms allerdings beeinflussen. So führte z.B. eine Rückzahlung Griechenlands im Oktober dazu, dass die EFSF ihr ursprüngliches Ziel um EUR -2,5 Mrd. reduzierte. Darüber hinaus rechnen wir damit, dass der ESM erneut mit einer USD-Anleihe am Markt in Erscheinung treten und auch das Digital Bond-Segment weiter ausbauen wird. Die Topratings der E-Supras könnten perspektivisch weiter unter Druck geraten, sollte z.B. Frankreich weitere Downgrades von den großen Agenturen erleiden. Auch eine mögliche Verschlechterung der Kreditwürdigkeit Deutschlands bzw. eine Senkung des Ausblicks auf „negativ“ bleibt ein signifikantes „Tail Risk“ für die Bonitätsbeurteilungen aller E-Supras.

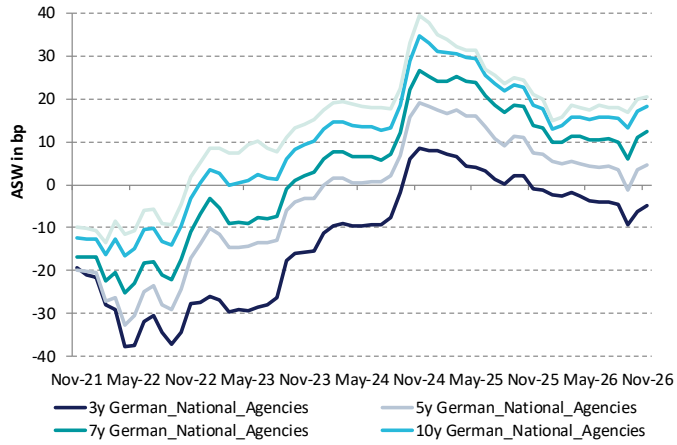
Spreadbewegungen europäischer Supranationals



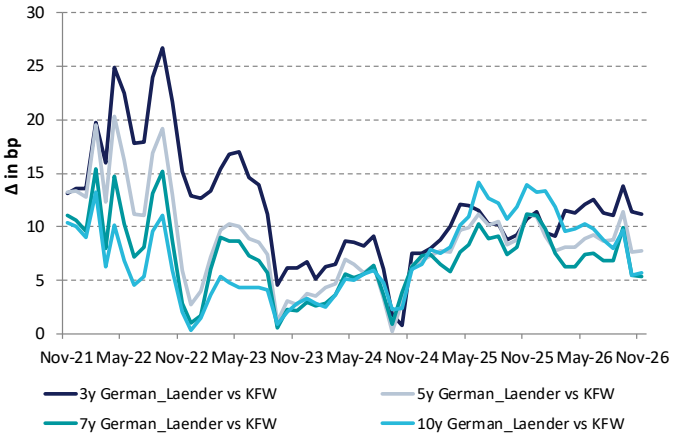
Spreaddifferenzen: EU vs. EIB



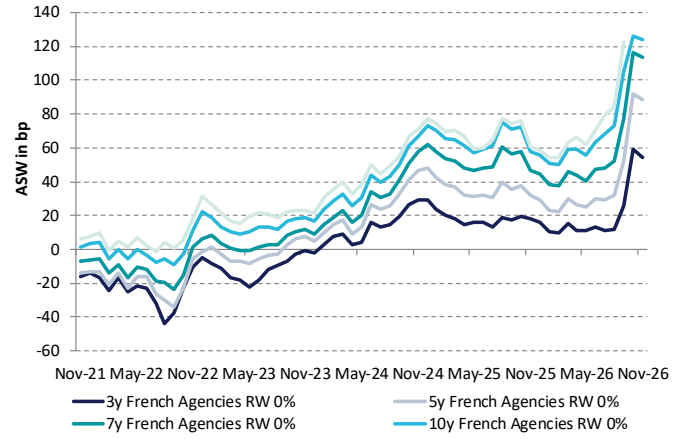
Spreadbewegungen deutscher nationaler Agencies



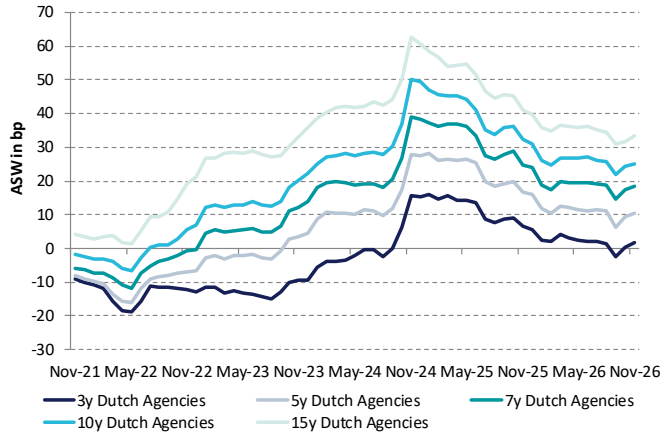
Spreaddifferenzen: Deutsche Länder vs. KfW



Spreadbewegungen französischer Agencies (0%)



Spreadbewegungen niederländischer Agencies



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research; Daten vom 24. November 2026

Deutsche Agencies insgesamt mit (leicht) positivem Net Supply

Für den deutschen Agency-Markt rechnen wir insgesamt mit einem (leicht) positiven Net Supply, wobei die Fördervolumina aufgrund des Fiskalpakets der Bundesregierung und der Erholung der Wirtschaft tendenziell ansteigen dürften. Der dominanteste Marktteilnehmer, die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), wird im Rahmen des jährlichen Global Investor Broadcasts am 08. Dezember ihr Fundingziel für 2027 bekanntgeben. Wir prognostizieren hier einen Refinanzierungsbedarf i.H.v. EUR 90-95 Mrd., traditionell aufgeteilt auf eine Vielzahl an Währungen. Demgegenüber stehen 2027 Fälligkeiten i.H.v. rund EUR 79 Mrd. Der Net Supply der KfW wäre dementsprechend weiterhin positiv. Als zweite nationale Agency gehen wir für die Landwirtschaftliche Rentenbank indes von einem leicht abnehmenden Net Supply aus. Die Fälligkeiten belaufen sich hier für 2027 auf circa EUR 13 Mrd., sodass die Rentenbank vor dem Hintergrund unseres antizipierten Fundingziels von EUR 12 Mrd. nicht alle Verbindlichkeiten refinanzieren dürfte. Hinsichtlich der regionalen Förderinstitute gehen wir für die NRW.BANK davon aus, dass frische Mittel i.H.v. EUR 15-17 Mrd. beschafft werden, was dem diesjährigen Ziel entspräche. Die Fälligkeiten belaufen sich hier auf EUR 11,6 Mrd., sodass unter dem Strich ein positiver Net Supply stehen würde. Vor dem Hintergrund des Fiskalpakets der Bundesregierung und der Prioritäten im Bundeshaushalt 2027 gehen wir davon aus, dass sich die positiven Impulse für das Fördergeschäft der KfW auch im nächsten Jahr fortsetzen dürften. Auf die Förderinstitute der Länder hingegen dürfte der Effekt nach unserer Einschätzung hingegen begrenzt bzw. selektiv bleiben, da die Mittel aus dem Sondervermögen nur bedingt für zusätzliche Investitionen genutzt und vorwiegend über direkte Budgetzuweisungen allokiert werden. Spreadseitig erwarten wir eine Seitwärtsbewegung bei den deutschen Agencies, schließen leichte Ausweitungen – u.a. auch durch das hohe Angebot an Bunds – allerdings nicht aus.

Pulverfass Frankreich: Französische Agencies im Sog der Staatsverschuldung

Frankreich wird auch 2027 das Sorgenkind der Eurozone bleiben: Die ausufernde Staatsverschuldung in Kombination mit jahrzehntelangen Haushaltsdefiziten gibt wenig Anlass für Optimismus, zumal sich die politischen Lager in wesentlichen fiskalpolitischen Fragen weiterhin uneinig sind. Wir gehen daher nicht davon aus, dass sich die französische Haushaltslage in absehbarer Zeit spürbar verbessern wird. Selbst wenn sich die Parteien auf einen Haushalt einschließlich zukünftiger Konsolidierungsmaßnahmen einigen sollten, dürften die hierfür notwendigen gegenseitigen Zugeständnisse derart weitreichend ausfallen, dass der fiskalische Effekt begrenzt bleibt und eine nachhaltige Erholung der Staatsfinanzen zumindest kurzfristig kaum gelingen dürfte. Inzwischen liegt die Staatsverschuldung bei knapp 120% der Wirtschaftsleistung – Tendenz steigend, denn allein 2027 plant der französische Staat, EUR 340 Mrd. am Kapitalmarkt aufzunehmen. Zudem dürften die höheren Zinsausgaben aufgrund der deutlich gestiegenen Refinanzierungskonditionen den ohnehin engen finanziellen Handlungsspielraum zusätzlich belasten. Gleiches gilt auch für die französischen Agencies, deren Risikoprämien in den vergangenen Wochen ebenfalls in die Höhe schnellten. Für 2027 gehen wir davon aus, dass der Refinanzierungsbedarf französischer Agencies maximal auf Vorjahresniveau liegen wird. Während das mittel- und langfristige Refinanzierungsziel der Unédic mit EUR 8 Mrd. geringer ausfällt als im Vorjahr und der Fundingbedarf der CADES ohne die Übertragung neuer Schulden ebenfalls eher sinken dürfte (Prognose: EUR 10-12 Mrd.), hat die Bpifrance mit EUR 10 Mrd. eine leichte Steigerung der Kapitalmarktaktivitäten in Aussicht gestellt. Bei den übrigen französischen Agencies wie z.B. der AFD (EUR 9,5 Mrd.) oder SGP (EUR 6 Mrd.) gehen wir indes nicht davon aus, dass sich die Fundingziele gegenüber 2026 spürbar verringern. Mit Blick auf die Spreadentwicklung erwarten wir tendenziell eine Seitwärtsbewegung, wobei die Chancen auf ein erneutes Widening größer sein dürften als für Spreadeinengungen.

Niederländer bleiben weiterhin aktiv – TenneT NL sorgt für Marktwachstum

Weitere bedeutende Emittenten im europäischen SSA-Segment stellen niederländische Förderbanken dar. So wird das Fundingziel der BNG für 2027 voraussichtlich erneut bei EUR 17-19 Mrd. liegen. Zudem sind deren Sustainability bzw. Social Housing Bonds bereits sehr etabliert. Der Stromnetzbetreiber TenneT NL feierte indes dieses Jahr sein Debüt am Primärmarkt und schwang sich direkt zu einem der größten Emittenten von grünen Anleihen in unserer Coverage auf. Für das kommende Jahr erwarten wir, dass die Agency abermals EUR 6-8 Mrd. im mittel- und langfristigen Laufzeitsegment über entsprechende Green Bonds einsammeln wird. Auch die NWB ist ein regelmäßiger Emittent von ESG-Anleihen: Sie begibt jedes Jahr in mehreren Währungen EUR-Äquivalente i.H.v. EUR 11-13 Mrd., wobei der Anteil hauseigener Water Bonds sowie SDG Housing Bonds (bis 2019: Affordable Housing) bei rund einem Drittel liegt. Sowohl BNG als auch NWB diversifizieren stark über Währungen hinweg – stärker praktizieren dies nur noch die Nordics.

Kanadier mit opportunistischem EUR-Funding

Jenseits des Atlantiks sind EUR-Benchmarkemissionen der kanadischen Provinzen stets schwer prognostizierbar. Alle Emittenten bevorzugen primär ihre Heimatwährung, nutzen den EUR folglich nur opportunistisch. Wir gehen nicht davon aus, dass sich das starke Neuemissionsjahr 2026 mit EUR 11,25 Mrd. in dieser Größenordnung wiederholen wird, sondern rechnen für 2027 mit EUR-Benchmarkemissionen i.H.v. EUR 8-10 Mrd. Die am EUR-Markt aktiven kanadischen Pensionsfonds sind mittlerweile ebenfalls fester Bestandteil unserer SSA-Coverage und erweitern das investierbare kanadische Anleiheuniversum um Laufzeiten sowie Pick-up-Möglichkeiten. In diesem Kontext gehen wir von frischen EUR-Benchmarks im Umfang von EUR 5-6 Mrd. aus.

Die Finanzierung von Verteidigungsausgaben bleibt auch 2027 im Fokus

Auch im kommenden Jahr dürften die Finanzierung der Verteidigungsfähigkeit Europas weiterhin im Fokus stehen. Um weiteres (privates) Kapital zu mobilisieren und Anleihen zu identifizieren, deren Erlösverwendung primär „mit den europäischen Prioritäten bei Verteidigung, Sicherheit und strategischer Autonomie“ übereinstimmt, hatte die Wertpapierbörse Euronext im vergangenen Jahr mit dem „European Defence Bond“ (EDB) ein neues Label geschaffen. Emittenten erklären dabei, dass mindestens 85% der Erlöse in die Finanzierung von Verteidigung, Sicherheit oder qualifizierten Dual-Use-Projekten fließen. Bis zu 15% dürfen für andere Aktivitäten verwendet werden, sofern sie nicht den strategischen Zielen der EU zuwiderlaufen. Die Zwischenbilanz nach ihrer Einführung im Juli 2025 fällt allerdings ernüchternd aus, was u.a. auch daran liegen dürfte, dass diese aus Sicht von ESG-Investoren kaum attraktiv erscheinen – auch wenn die ICMA im Rahmen ihres zuletzt im Juni 2025 aktualisierten Guidance Handbooks die Kompatibilität zwischen Verteidigung und ESG nicht kategorisch ausschloss. Bisher wurden EDBs nur von wenigen Emittenten wie beispielsweise der Groupe BPCE und ihrem Tochterunternehmen Natixis begeben. Im SSA-Segment zeigte sich bisher nur die Bpifrance mit einem EDB am Markt aktiv (vgl. Wochenpublikation vom 19. November 2025). Wir gehen für das kommende Jahr nicht davon aus, dass das Anleihesegment spürbar an Dynamik gewinnen wird. Für etwas Rückenwind könnte unter Umständen die multilaterale Defence, Security and Resilience Bank (DSR Bank) mit Hauptsitz in Kanada sorgen, die voraussichtlich 2027 ihre Geschäftstätigkeit aufnehmen soll und plant, USD 135 Mrd. (Äquivalent: EUR 116 Mrd.) für Verteidigungsprojekte bereitzustellen. Zumindest wird diese im EDB-Framework explizit namentlich genannt. Wir halten allerdings auch ein eigenes Framework der DSR-Bank für denkbar, welches sich vor dem Hintergrund der Gründungsstaaten stärker an der strategischen Ausrichtung und Planungsmechanismen der NATO orientieren könnte.

ESG: Weitere Wachstumsimpulse durch European Green Bonds?

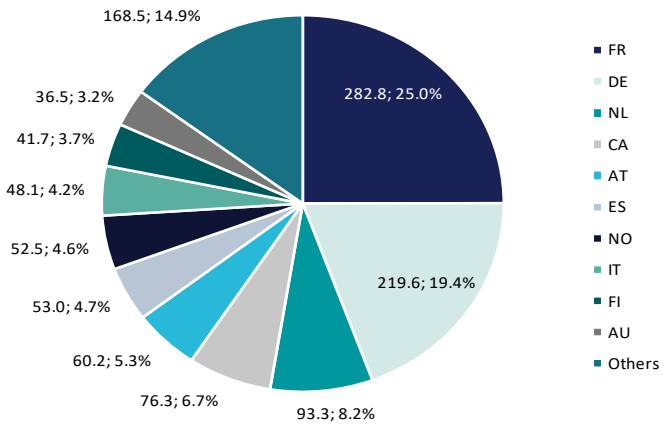
Das Volumen emittierter Green Bonds nahm seit der ersten entsprechenden Emission durch die EIB in 2007 im Zeitverlauf stark zu. Einen zusätzlichen Schub erhielt das ESG-Segment auch von der sozialen EU-Emissionsseite. Allein das SURE-Programm der EU bestand kumuliert aus fast EUR 100 Mrd. an Social Bonds, lief allerdings zum 31. Dezember 2022 aus. Zudem hat sich die Staatengemeinschaft im Rahmen von NGEU zu einem der weltweit größten grünen Emittenten aufgeschwungen. Für das nächste Jahr bleibt wie auf einer der vorherigen Seiten skizziert abzuwarten, wie genau sich die Staatengemeinschaft in diesem Segment zukünftig positionieren wird. Hier erwarten wir mit der Veröffentlichung des nächsten Fundingkalenders mehr Transparenz. Auch die französischen Emittenten Unédic, CADES, AFD und die SGP sind regelmäßig mit großen Volumina und diversen ESG-Formaten unterwegs. Darüber hinaus wird auch 2027 der grüne Transformationsprozess der EIB weiter seinen Lauf nehmen. Die Vorreiterrolle des Erfinders der Green Bonds bleibt damit unbestritten. Aber auch die KfW oder das Land Nordrhein-Westfalen haben längst eine grüne respektive nachhaltige und zugleich äußerst liquide Kurve aufgebaut, die auch im nächsten Jahr mit frischer Ware unterstützt werden wird. Möglicherweise überrascht uns auch ein weiteres deutsches Land mit einem entsprechenden Framework und einer ersten Neuemission, wie es die Freie und Hansestadt Hamburg zuletzt getan hat. Aus dem Ländersegment rechnen wir insgesamt mit frischem Nachschub im ESG-Segment i.H.v. EUR 3-4 Mrd. Auch die Emissionen von European Green Bonds (EuGBs) nehmen weiter Fahrt auf. Seit knapp zwei Jahren können Emittenten damit ihre Anleihen kennzeichnen, deren Erlösverwendung den hohen Nachhaltigkeitsstandards der EU-Taxonomie entspricht. Wir prognostizieren für das kommende Jahr, dass die IDFMOB und die EIB erneut in diesem Format aktiv werden. Aus dem Sub-Sovereign-Segment waren die Region Madrid und das Land Baden-Württemberg mit erfolgreichen Transaktionen aktiv, welche als Vorbild für weitere subnationale Gebietskörperschaften dienen können. Die hohen Anforderungen und die Verfügbarkeit von entsprechenden Projekten dürften sich allerdings nach wie vor als Hürde für die Mehrheit der SSA-Emittenten herausstellen. Für 2027 rechnen wir mit Neuemissionen von EuGBs im Umfang von erneut EUR 9-12 Mrd. Mit zunehmender Etablierung und anhaltenden Bemühungen der EU-Kommission, die Regelungen praxisorientierter zu gestalten, dürften auch die Emissionsbedingungen freundlicher werden und weitere Public Issuers anziehen.

Fazit und Ausblick

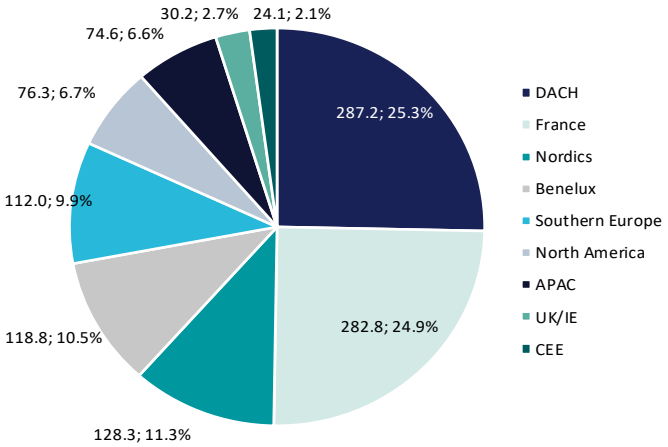
Im kommenden Jahr dürfte das SSA-Segment allen voran maßgeblich von der fiskalischen Entwicklung in der Eurozone sowie den damit verbundenen politischen Unsicherheiten beeinflusst werden. Zersplitterte Parlamente, Minderheitsregierungen und politische Pattsituationen erschweren in vielen Jurisdiktionen Europas die (teilweise dringend notwendige) Umsetzung von (Spar-)Maßnahmen zur nachhaltigen Haushaltskonsolidierung. Gleichzeitig bleibt der Handlungsbedarf europaweit u.a. angesichts der demografischen Entwicklung sowie erheblicher Investitionsbedarfe in Infrastruktur, Sicherheit, Verteidigung und Klimaschutz hoch. Entsprechend groß dürfte der Kapitaldurst öffentlicher Emittenten auch im Jahr 2027 bleiben, sodass wir von EUR-Benchmarkemissionen im Umfang von EUR 300-310 Mrd. ausgehen. Mit Blick auf die Spreads gehen wir insgesamt eher von einer Seitwärtsbewegung aus, auch wenn Spreadausweitungen selektiv nicht auszuschließen sind.

Charts & Figures
Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Jurisdiktion (in EURbn)



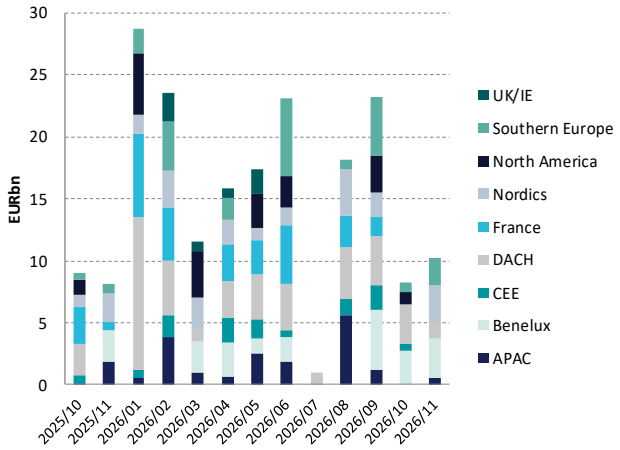
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



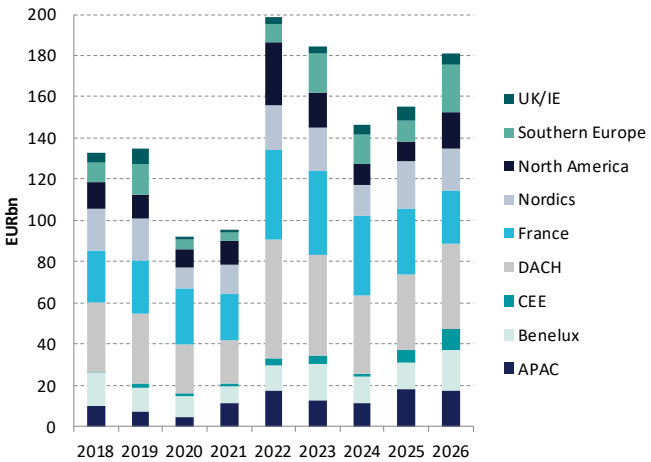
Top 10-Jurisdiktionen

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	282.8	276	42	0.97	9.0	4.0	1.91
2	DE	219.6	303	50	0.68	7.8	3.4	2.01
3	NL	93.3	93	7	0.94	9.8	4.8	1.87
4	CA	76.3	61	1	1.24	5.7	2.5	2.13
5	AT	60.2	98	5	0.60	8.1	3.4	1.84
6	ES	53.0	48	4	1.00	9.4	3.3	2.40
7	NO	52.5	62	12	0.84	7.0	3.2	1.87
8	IT	48.1	61	6	0.74	7.7	3.7	2.51
9	FI	41.7	51	4	0.81	6.6	2.8	2.27
10	AU	36.5	37	0	0.99	7.2	3.1	2.20

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

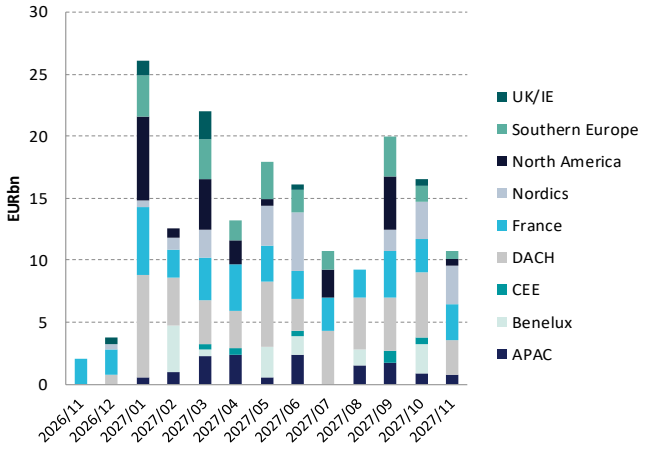


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

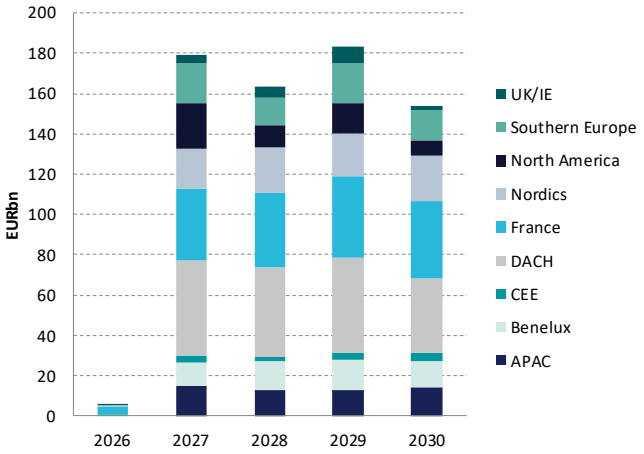


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

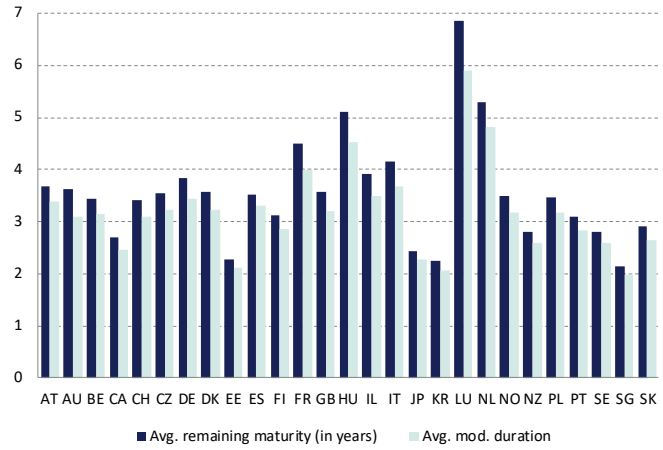
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



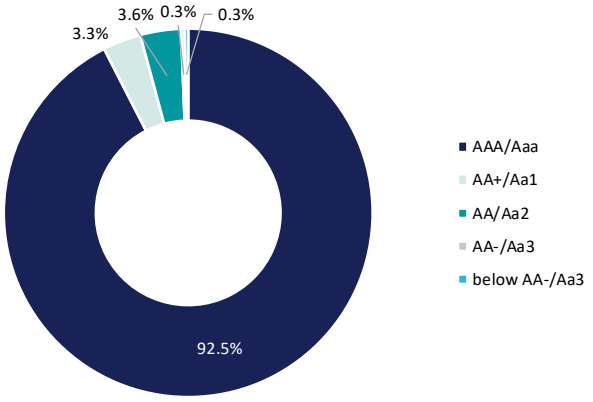
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



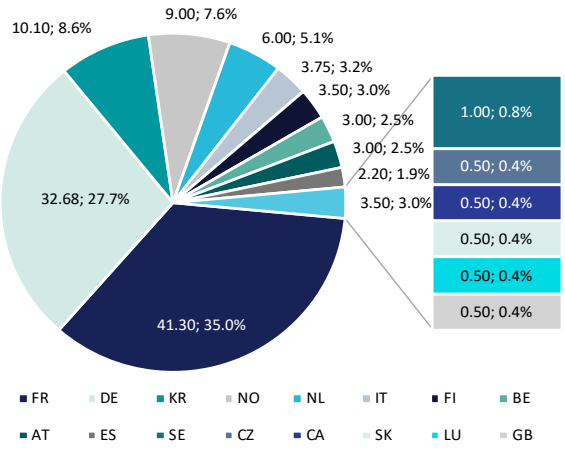
Modified Duration und Restlaufzeit nach Jurisdiktion



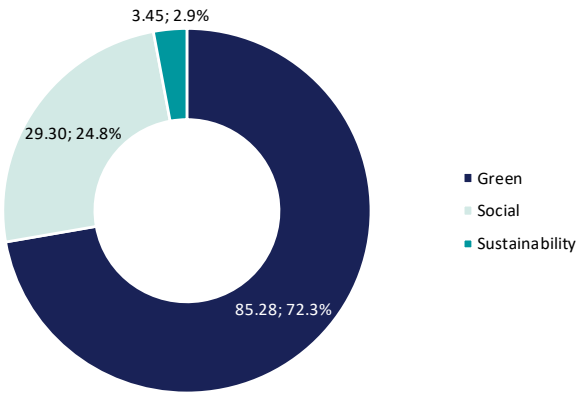
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

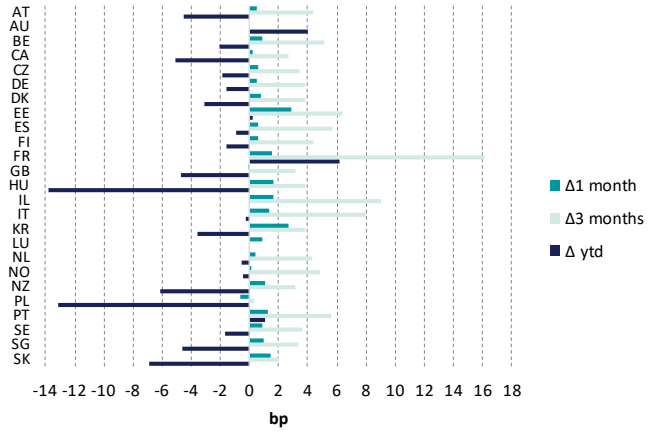


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

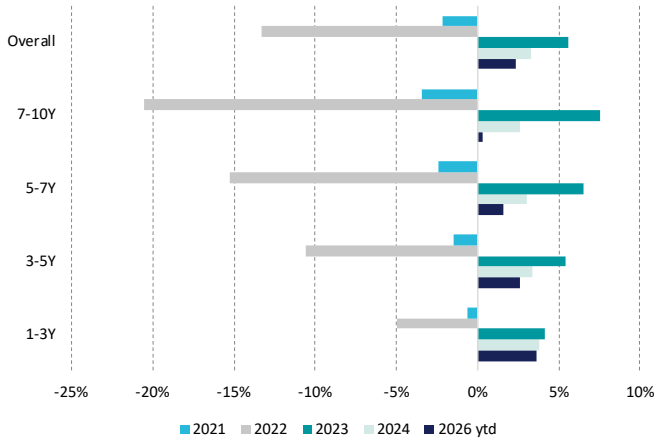


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

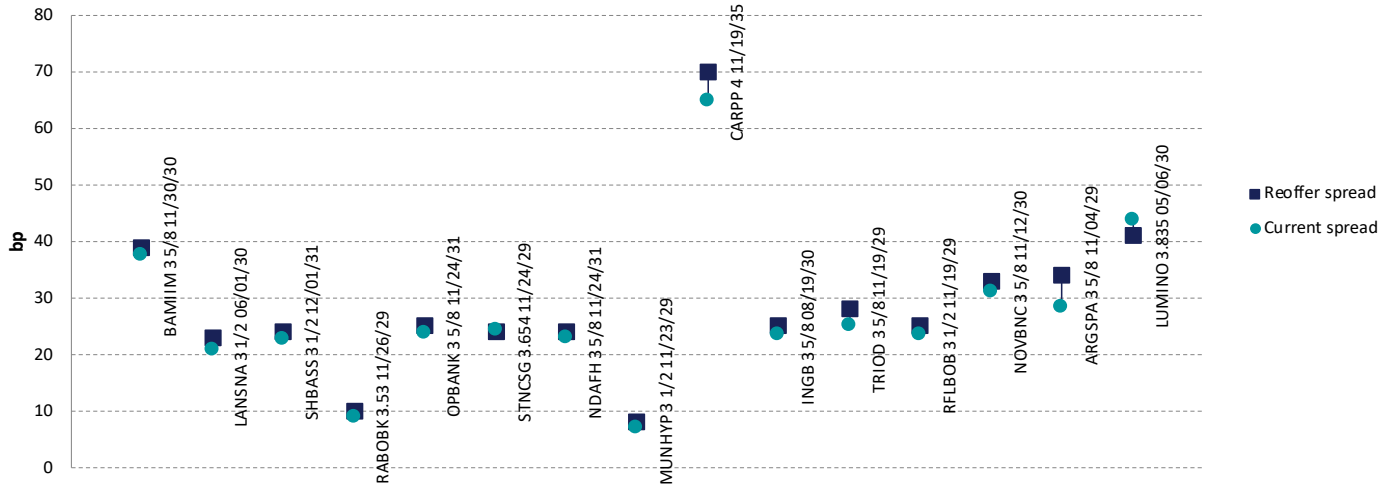
Spreadveränderung nach Jurisdiktion (EUR-Benchmarks)



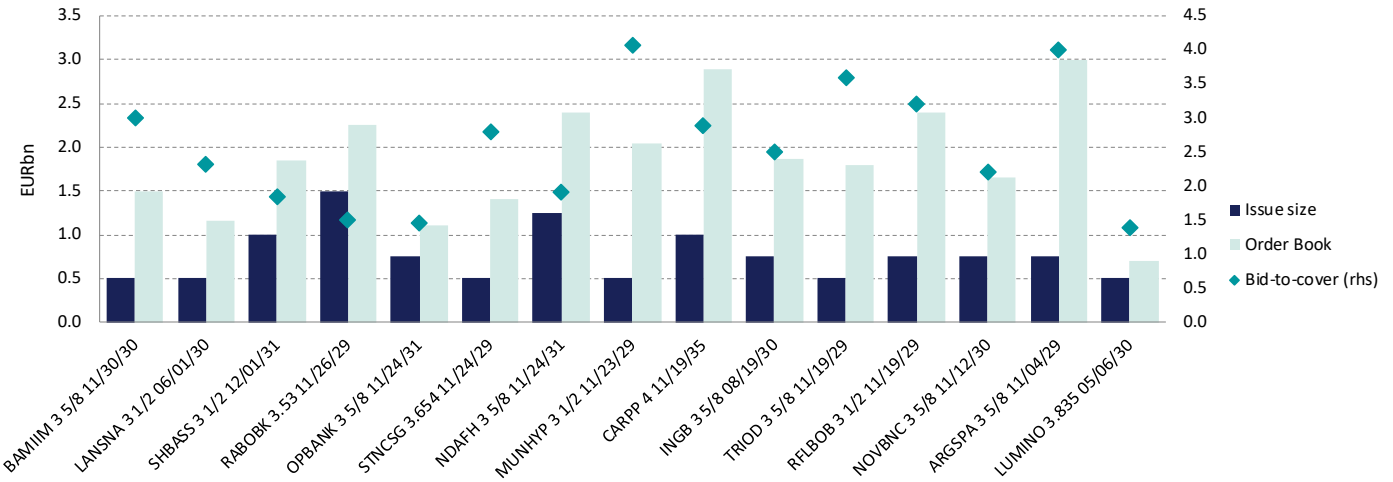
Performance EUR-Benchmarks (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



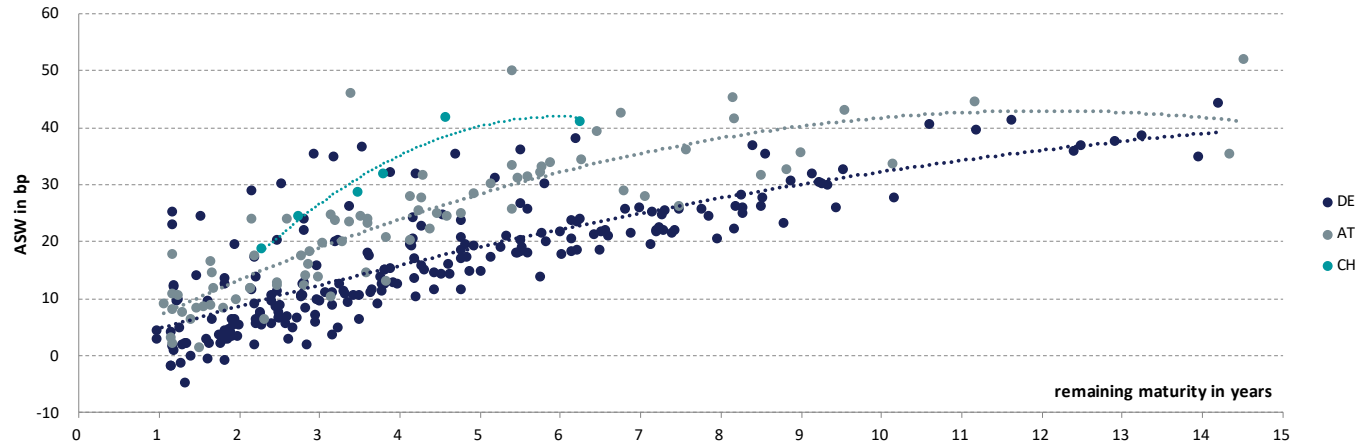
Orderbücher der letzten 15 Emissionen



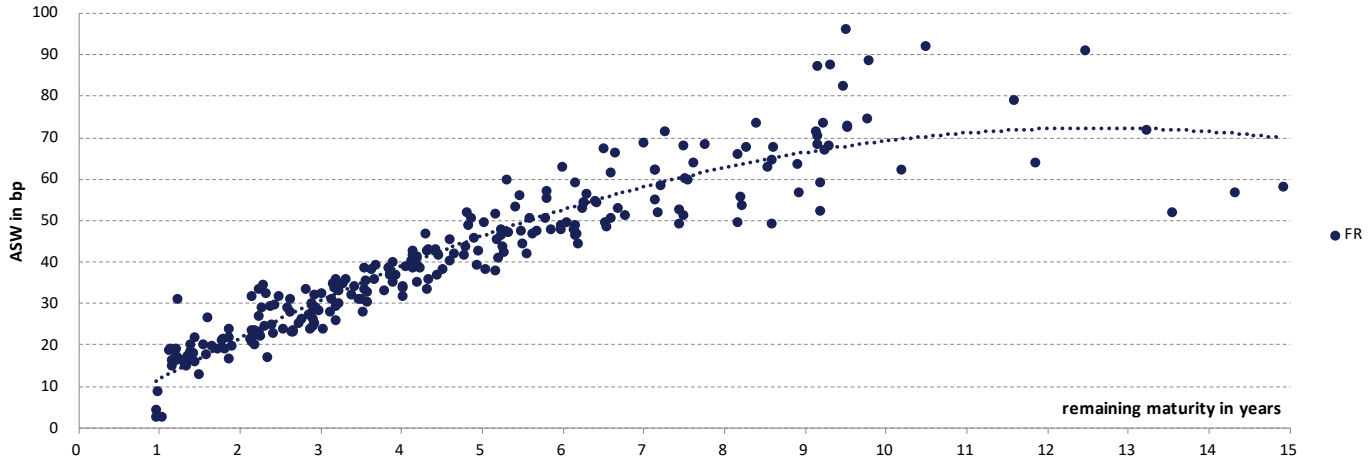
Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Spreadübersicht[1]

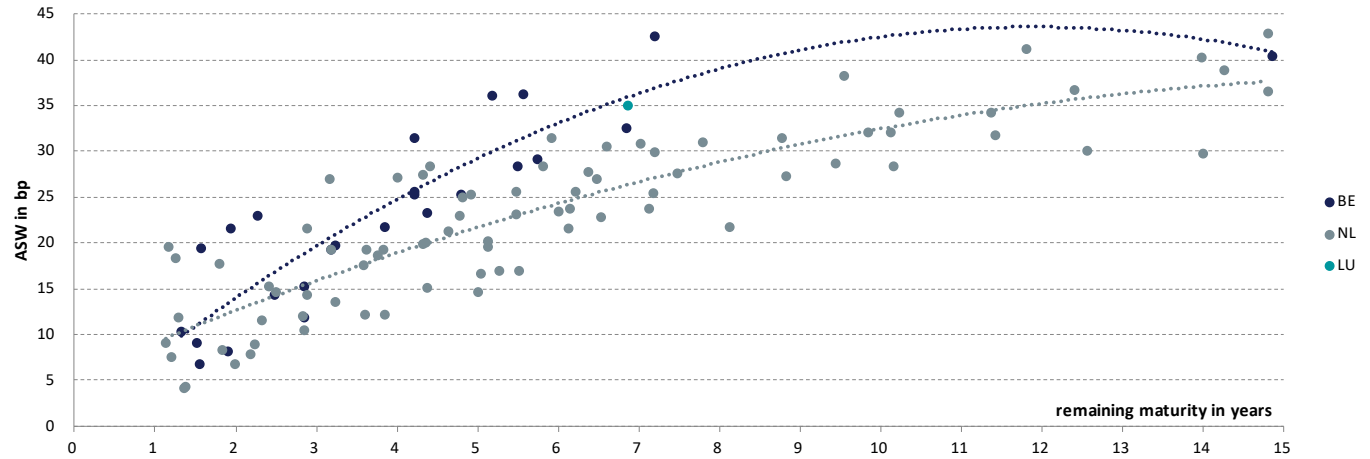
DACH



France

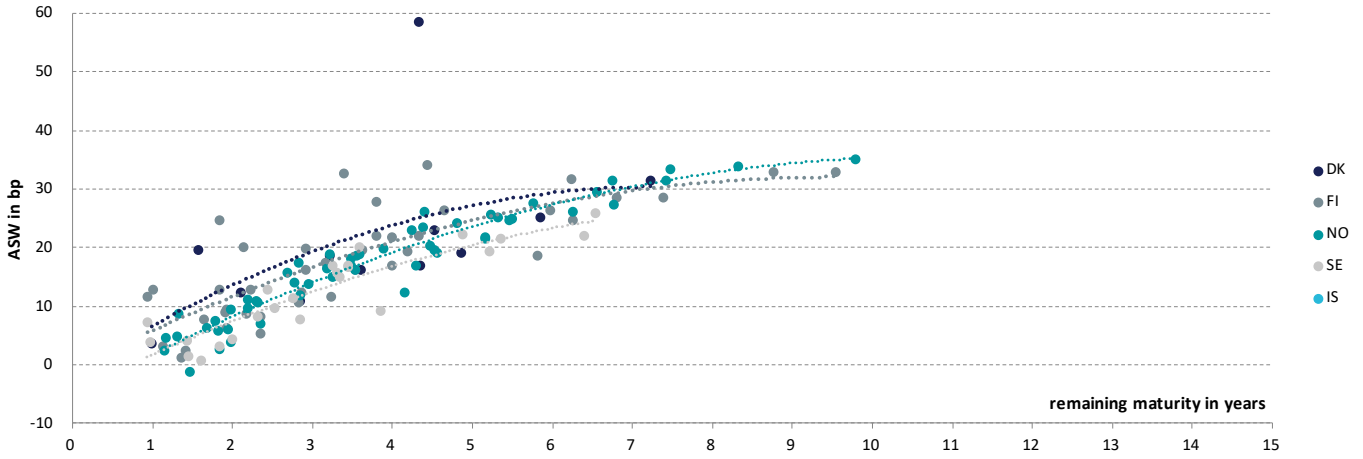


Benelux

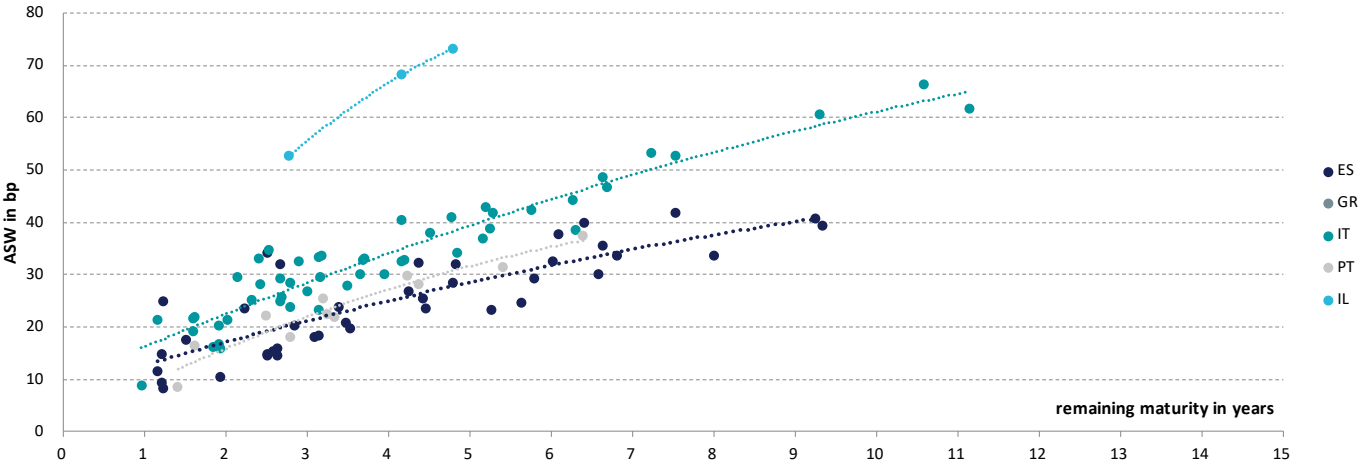


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research [1] Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

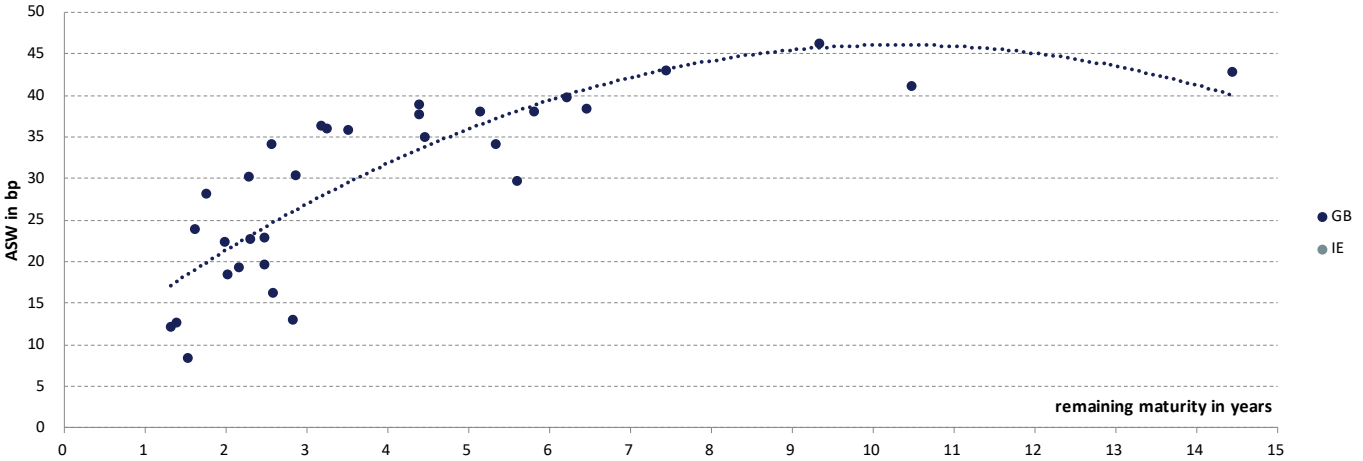
Nordics



Southern Europe

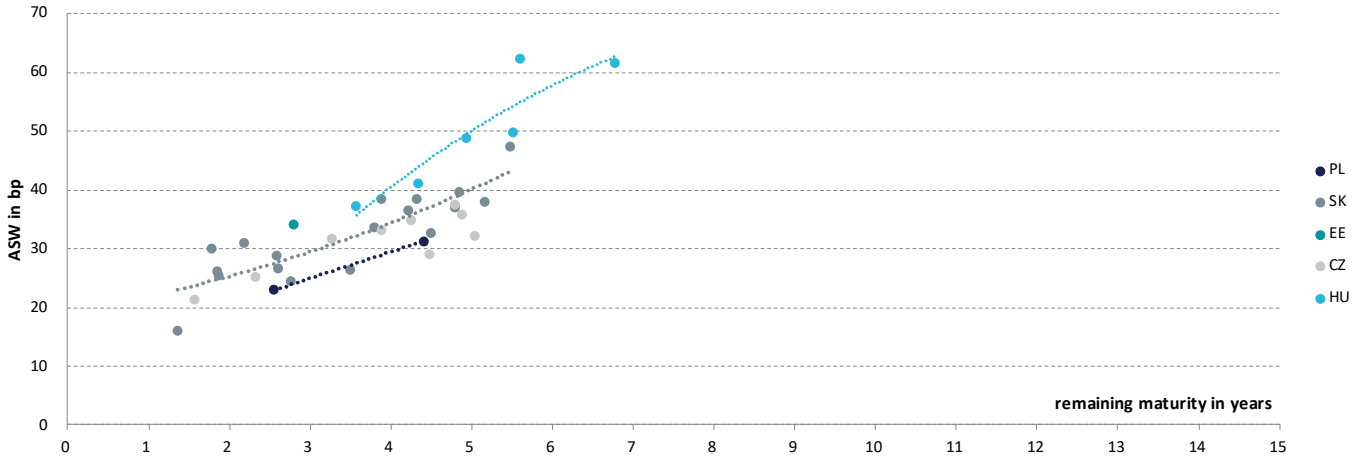


UK/IE

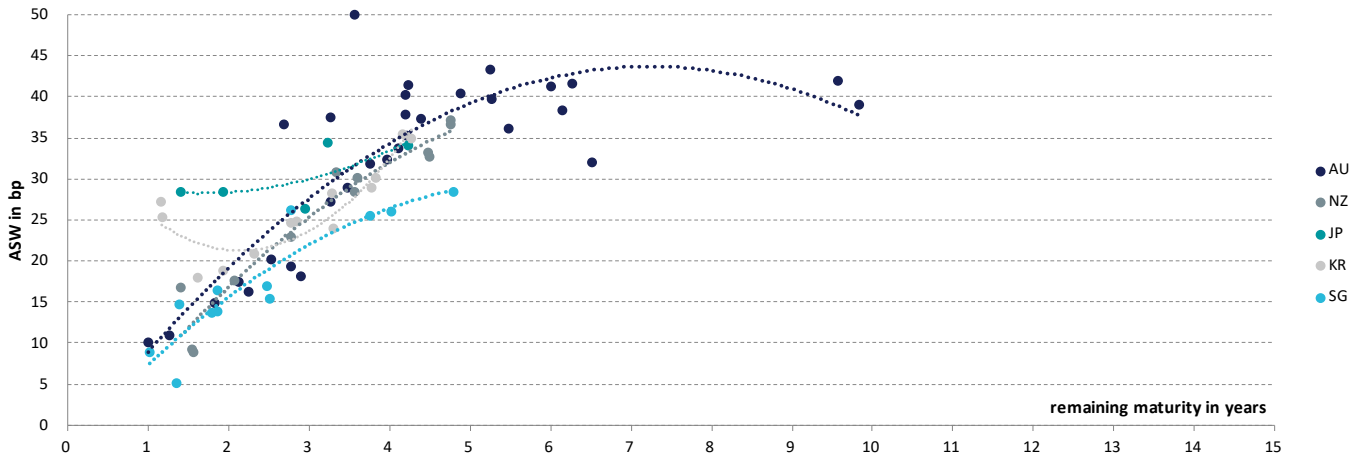


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

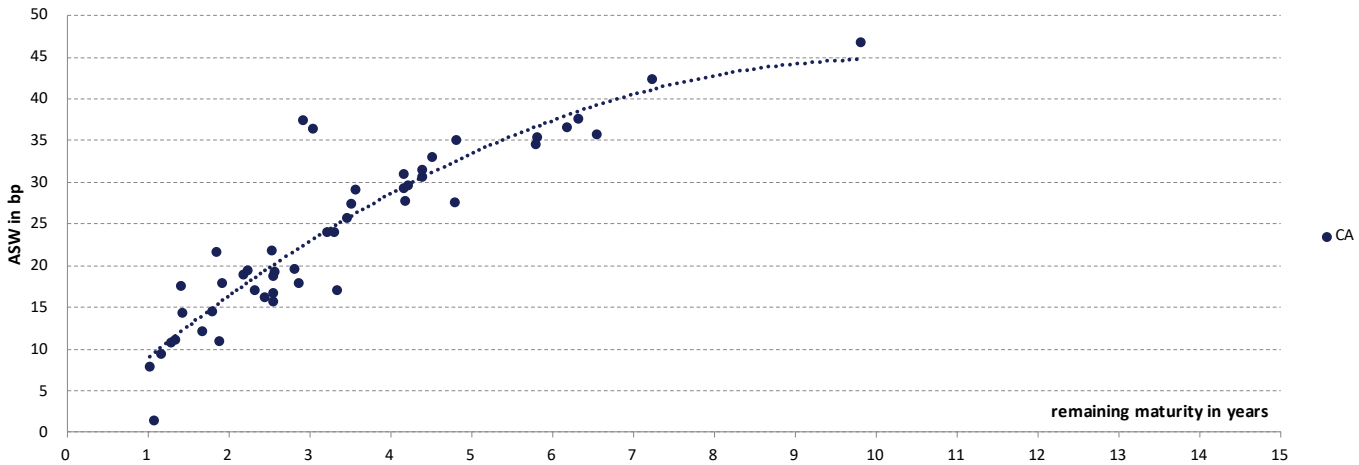
CEE



APAC



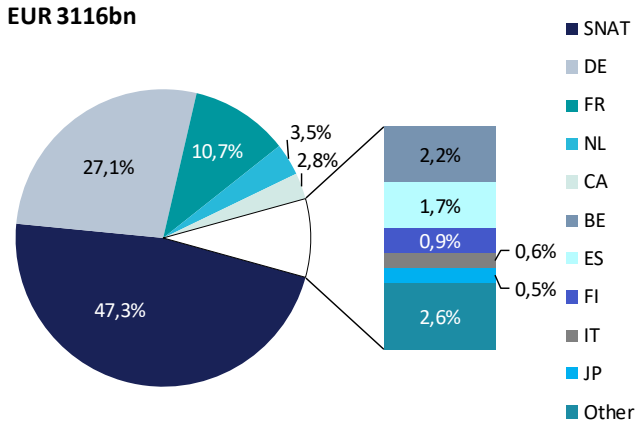
Canada



Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures
SSA/Public Issuers

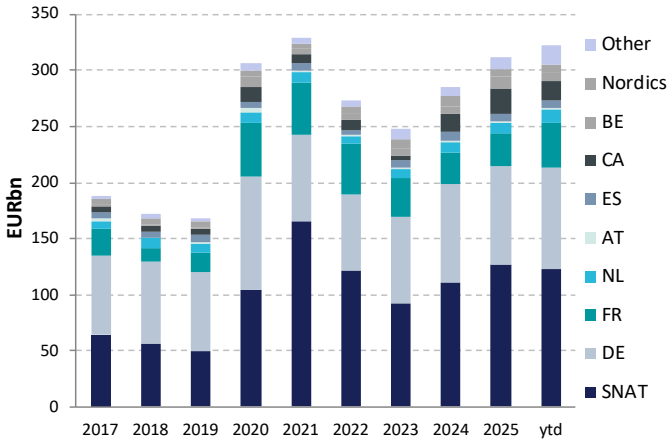
Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen



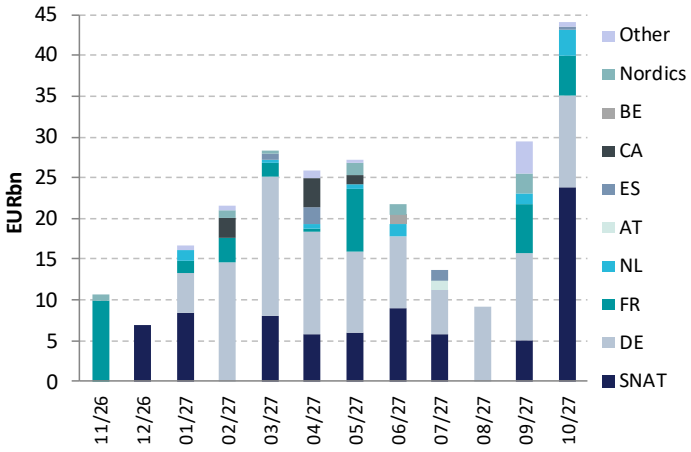
Übersicht der Top10 (EUR-Benchmarks)

Jurisdiction	Vol. (EURbn)	No. of bonds	ØVol. (EURbn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.472,8	286	5,1	7,3
DE	844,9	641	1,3	5,5
FR	334,9	219	1,5	4,7
NL	108,9	92	1,2	5,5
CA	88,8	75	1,2	5,9
BE	67,3	59	1,1	8,5
ES	54,2	81	0,7	4,6
FI	28,5	29	1,0	3,3
IT	19,9	27	0,7	3,9
JP	16,0	19	0,8	2,7

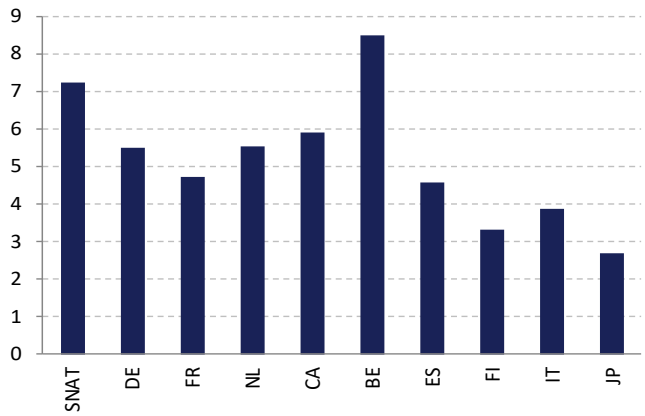
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



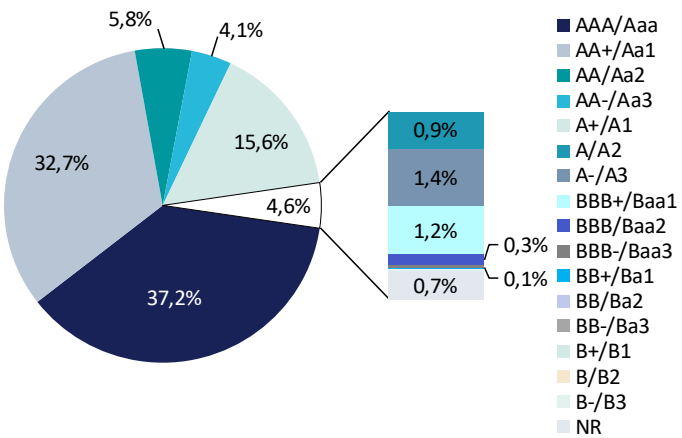
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



Vol. gew. Modified Duration nach Jurisdiktion

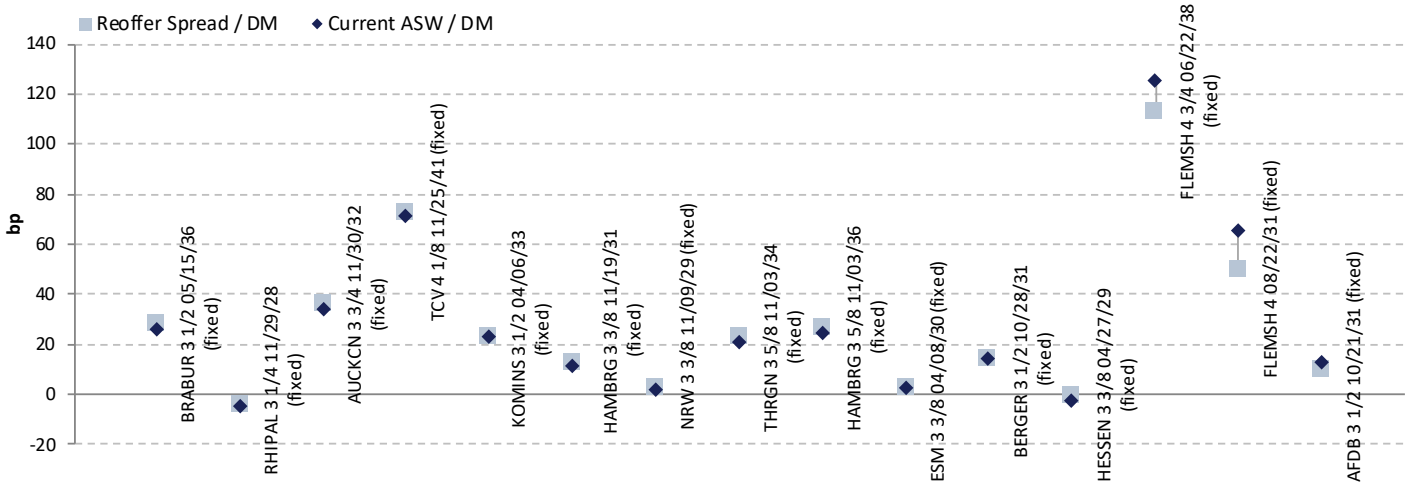


Ratingverteilung (volumengewichtet)

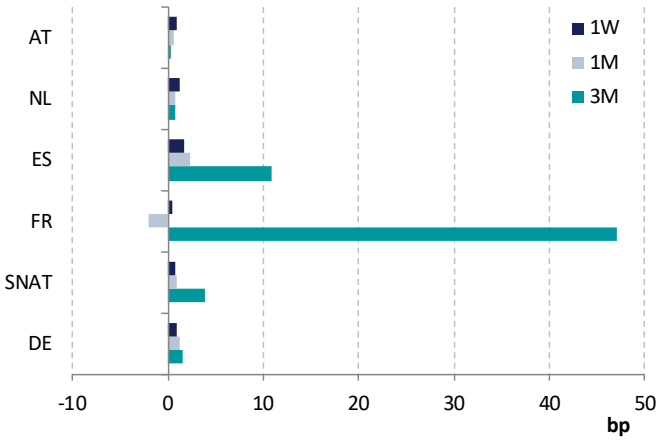


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

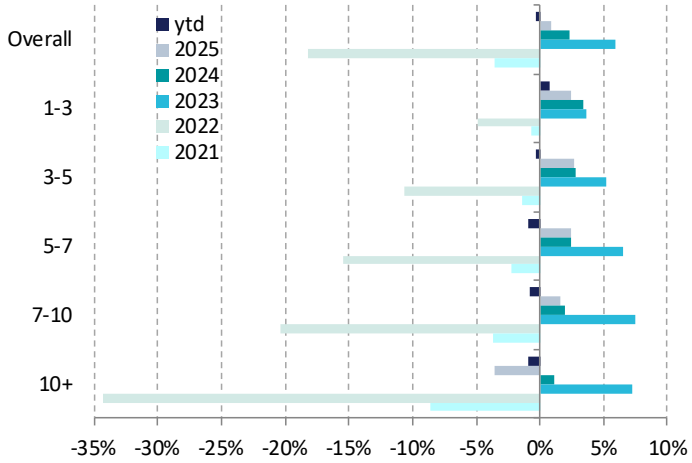
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



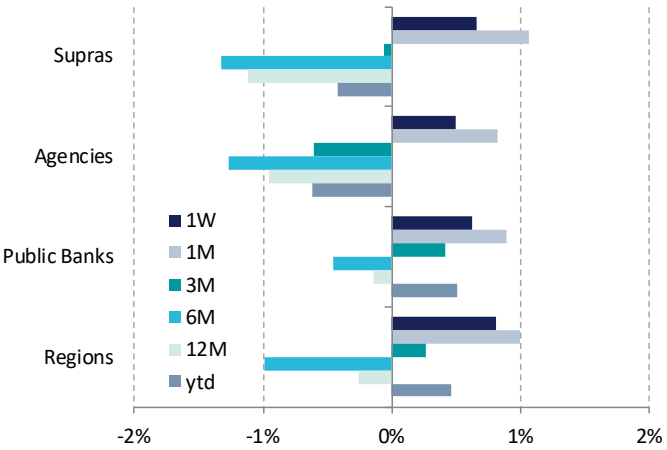
Spreadentwicklung nach Jurisdiktion



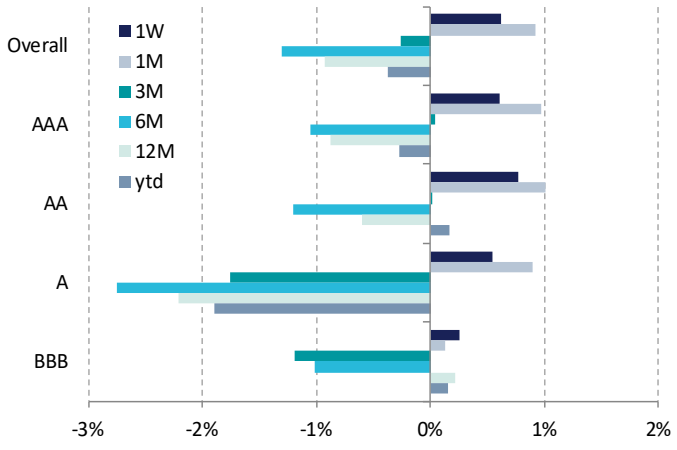
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance auf Indexebene (Total Return)

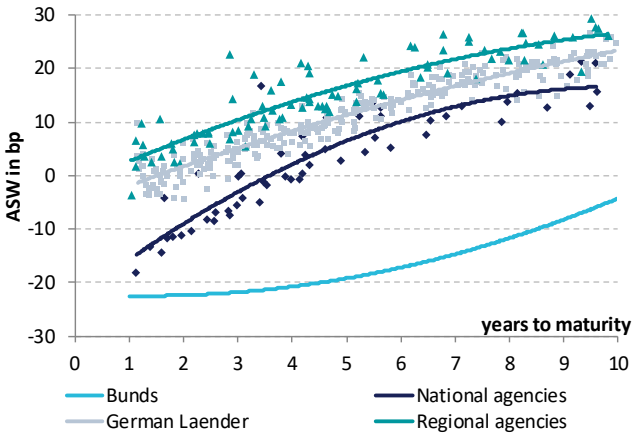


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

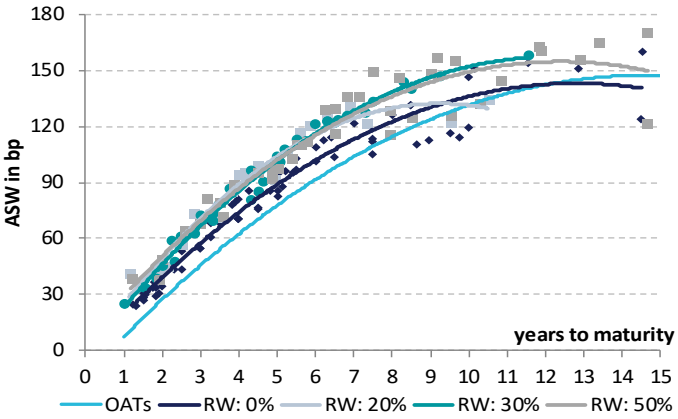


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

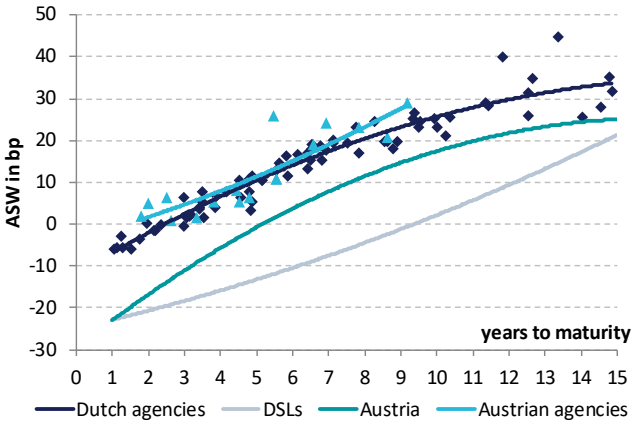
Germany (nach Segmenten)



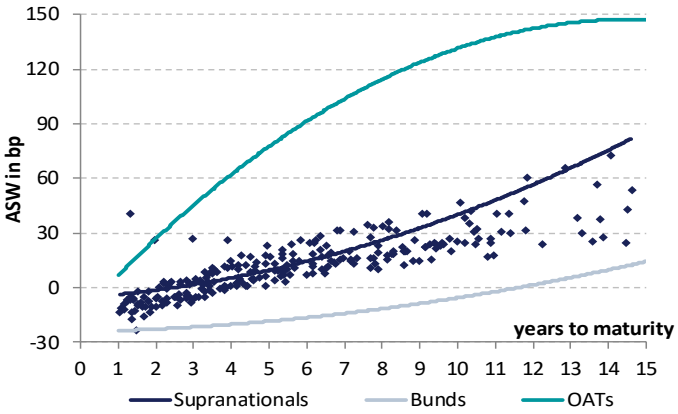
France (nach Risikogewichten)



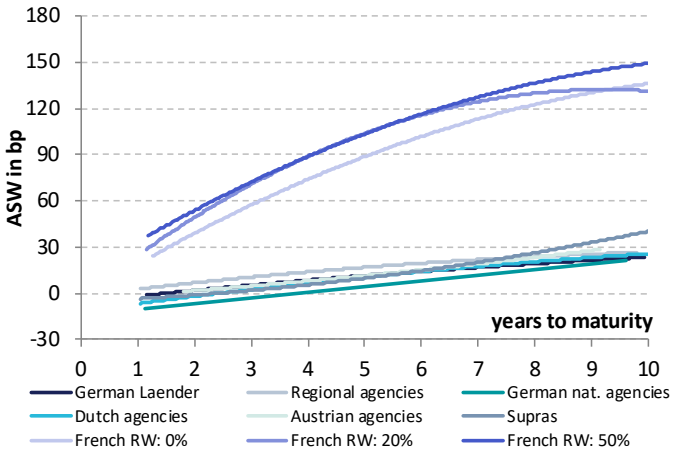
Netherlands & Austria



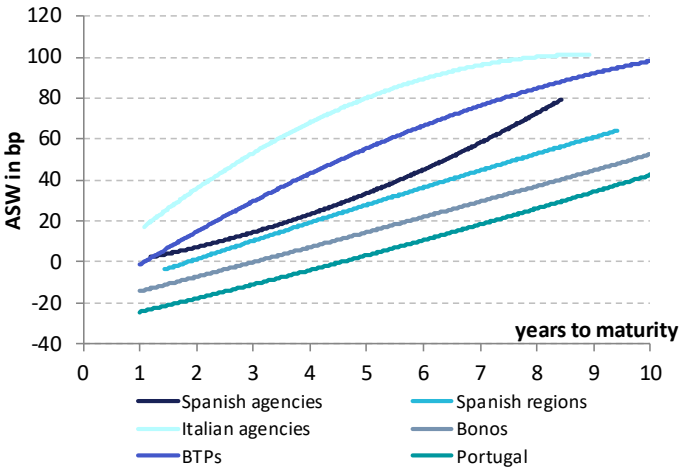
Supranationals



Core



Periphery

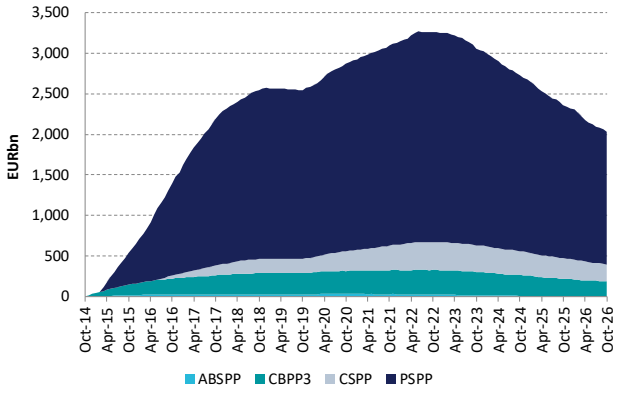


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

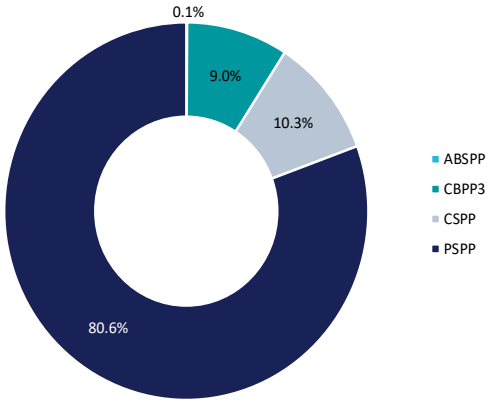
Charts & Figures
EZB-Tracker

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

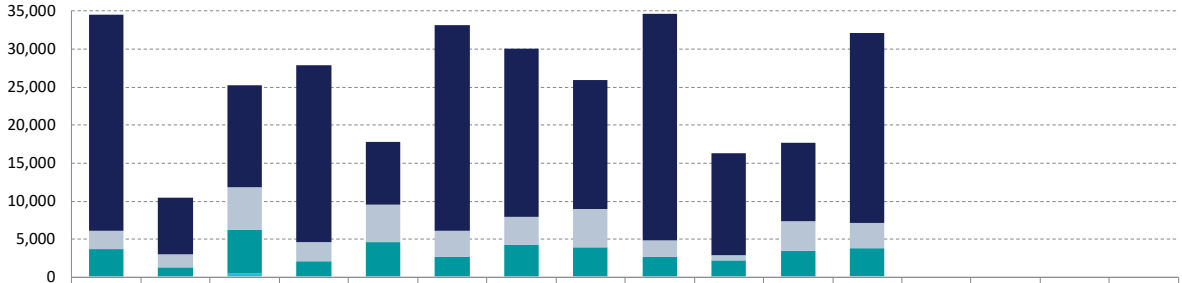
APP: Portfolioentwicklung



APP: Portfoliostruktur

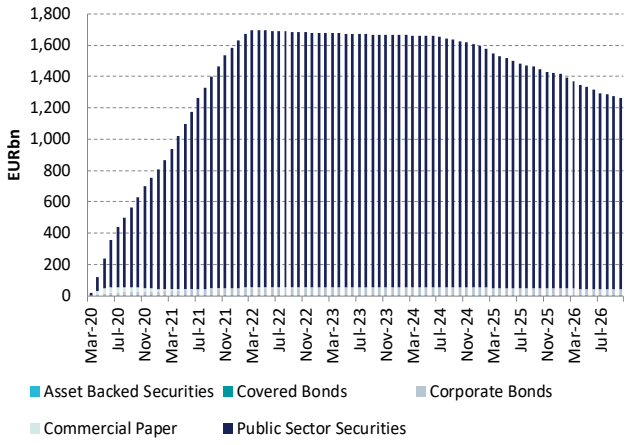


APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)

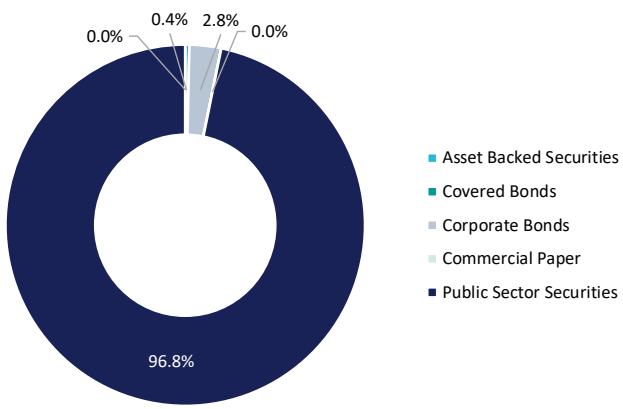


	Nov-26	Dec-26	Jan-27	Feb-27	Mar-27	Apr-27	May-27	Jun-27	Jul-27	Aug-27	Sep-27	Oct-27	Nov-26 - Oct-27	2026	2027	Jan-27 - Oct-27
APP	34,540	10,429	25,280	27,868	17,762	33,181	30,087	25,909	34,639	16,343	17,652	32,072	305,762	327,399	293,162	235,513
PSPP	28,397	7,420	13,473	23,270	8,239	27,014	22,109	16,903	29,798	13,389	10,251	24,924	225,187	252,715	213,446	175,897
CSPP	2,398	1,741	5,580	2,432	4,919	3,455	3,716	5,038	2,172	681	3,941	3,320	39,393	41,212	41,071	29,674
CBPP3	3,692	1,216	5,765	2,093	4,493	2,695	4,251	3,938	2,653	2,262	3,429	3,695	40,182	31,663	37,700	29,509
ABSPP	53	52	462	73	111	17	11	30	16	11	31	133	1,000	1,809	945	433

PEPP: Portfolioentwicklung



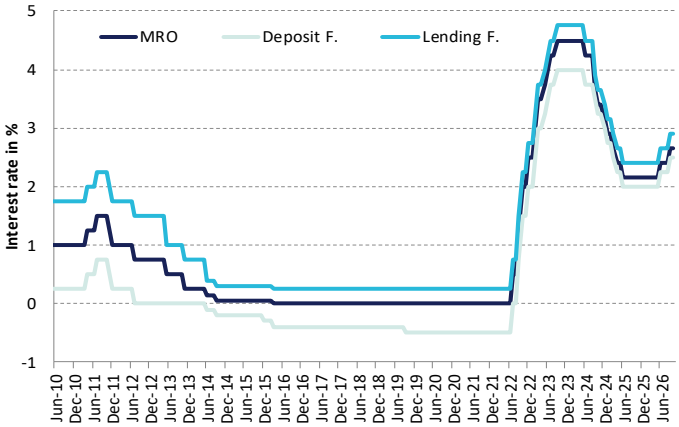
PEPP: Portfoliostruktur



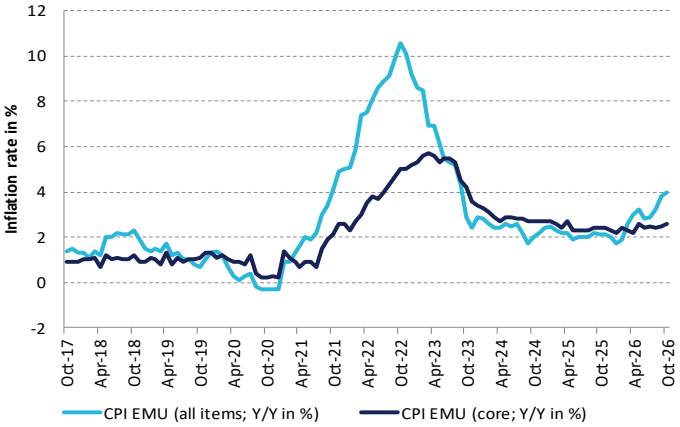
Quelle: EZB, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures
Cross Asset

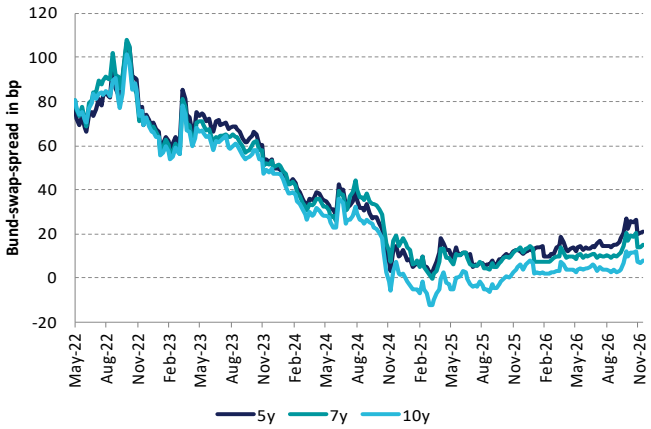
EZB-Leitzinssätze



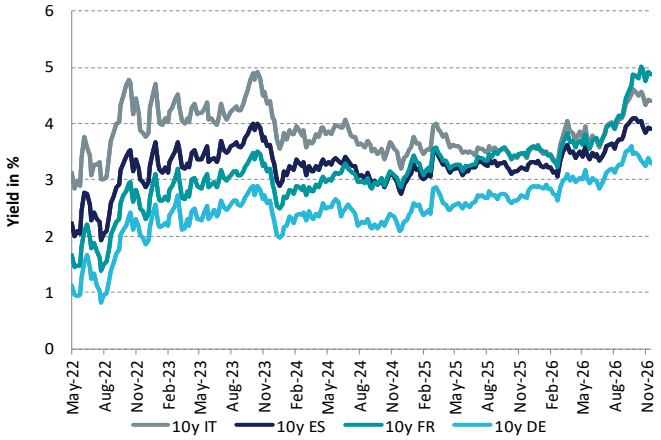
Inflationsentwicklung im Euroraum



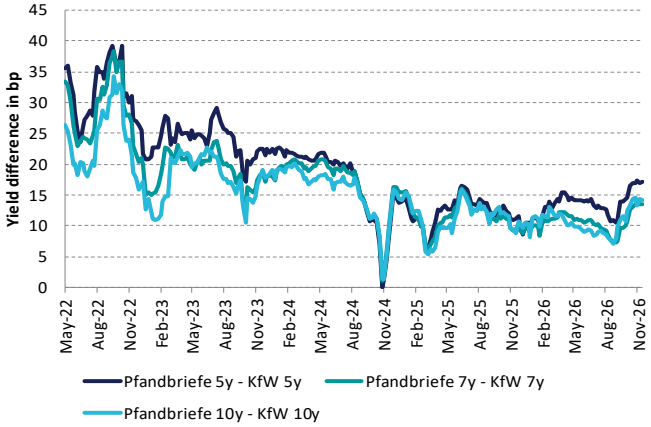
Bund-Swap-Spread



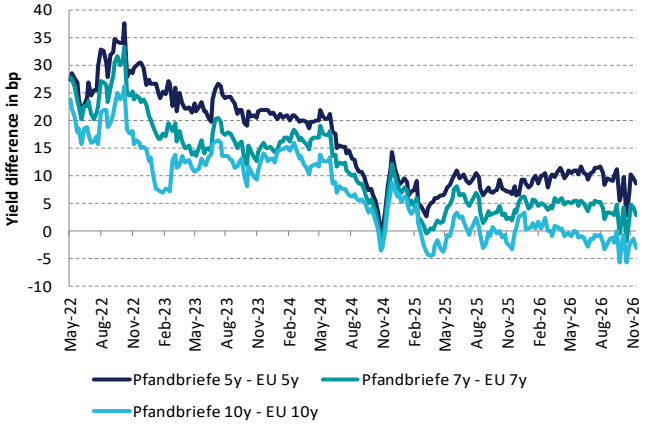
Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



Pfandbriefe vs. KfW



Pfandbriefe vs. EU



Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Anhang
Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
34/2026 // 18. November	▪ Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (vdp-Index) ▪ Teaser: Beyond Bundesländer – Belgien
33/2026 // 11. November	▪ Belgische Covered Bonds im Schatten hoher Staatsschulden ▪ 36. Sitzung des Stabilitätsrates
32/2026 // 04. November	▪ Das Covered Bond-Universum von Moodys: Ein Überblick ▪ Update: Kanadische Pensionsfonds am SSA-Markt
31/2026 // 28. Oktober	▪ Cross Asset: Relative Value – Der Markt zeigt die gelbe Karte
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 – AUCKCN im Fokus
17/2026 // 03. Juni	▪ Relative Value von Covereds gegen Staatsanleihen im Fokus ▪ Teaser: Issuer Guide – Skandinavische Agencies (Nordics) 2026
16/2026 // 27. Mai	▪ Covered Bond-Jurisdiktion Kanada im Fokus ▪ Stabilitätsrat zur 35. Sitzung zusammengetreten
15/2026 // 20. Mai	▪ Covereds: Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2026 ▪ Teaser: Issuer Guide – Niederländische Agencies 2026

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: 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
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: 25. November 2026 (08:50 Uhr)