

NORD / LB

2. KMK Digital – Outlook 2021

Donnerstag, 03. Dezember 2020, 14-16 Uhr

Bei Interesse wenden Sie sich bitte an

markets@nordlb.de

Covered Bond & SSA View

NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	5
Die EZB vor ihrer wegweisenden Sitzung für 2021	7
Covered Bonds – Outlook 2021: Waiting for the game changer?	12
SSA – Outlook 2021: Corona und EZB beherrschen öffentliche Hand	21
EZB-Tracker	
Asset Purchase Programme (APP)	29
Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)	34
Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP	37
Charts & Figures	
Covered Bonds	38
SSA/Public Issuers	44
Ausgaben im Überblick	47
Publikationen im Überblick	48
Ansprechpartner in der NORD/LB	49

Floor-Analysten:

Dr. Frederik Kunze

Covered Bonds

frederik.kunze@nordlb.de

Dr. Norman Rudschuck, CIIA

SSA/Public Issuers

norman.rudschuck@nordlb.de

Henning Walten, CIIA

Covered Bonds

henning.walten@nordlb.de

NORD/LB:

[Markets Strategy & Floor Research](#)

NORD/LB:

[Covered Bond Research](#)

NORD/LB:

[SSA/Public Issuer Research](#)

Bloomberg:

[RESP NRDR <GO>](#)

Marktüberblick

Covered Bonds

Autoren: Henning Walten, CIAA // Dr. Frederik Kunze

Outlook 2021: Covered Bonds erneut mit negativer Net Supply

Wie bereits in der letzten Ausgabe angekündigt enthält diese Ausgabe unseren [Outlook für den Covered Bond-Markt in 2021](#). Darin beleuchten wir nicht nur die relevanten Faktoren, welche in den kommenden zwölf Monaten den Markt beeinflussen, sondern veröffentlichen auch unsere Emissionsprognose für die einzelnen Teilmärkte sowie unsere Spreadprognose. Ergänzt wird der Outlook durch einen [gesonderten Artikel](#), der sich mit der EZB-Sitzung am 10. Dezember befasst und mögliche Beschlüsse bzgl. der geldpolitischen Ausrichtung in 2021 eruiert.

Primärmarkt bereits im traditionellen Jahresendmodus

Unter anderem bedingt durch das Thanksgivingfest am vergangenen Donnerstag in den USA und dem daran anschließenden Brückentag waren seit Mittwoch letzter Woche keine neuen EUR-Benchmarktransaktionen am Markt zu vermelden. Ein weiterer Grund für die Abstinenz an Neuemissionen dürfte auch das bevorstehende Jahresende sein. So wird es bereits in der letzten Novemberwoche traditionell ruhig am Markt für Covered Bonds im EUR-Benchmarksegment, da die meisten Institute im laufenden Jahr ihre Fundingaktivitäten abgeschlossen haben sollten. Dieser Umstand dürfte somit auch das Marktgeschehen im Dezember beherrschen. So wurden in den vergangenen fünf Jahren lediglich sechs Neuemissionen (EUR 5,25 Mrd.) im Dezember an den Markt gebracht. Wenn überhaupt, dürften Emittenten nur noch vereinzelt den Weg an den Primärmarkt finden. Auch dürften die Augen der Marktteilnehmer bereits jetzt mit gewisser Spannung nach Frankfurt auf die EZB-Sitzung am 10. Dezember gerichtet sein. So ist auf Grund der Kommunikation im Vorfeld bereits seit einiger Zeit von einer Anpassung des PEPP-Volumens (wir erwarten eine Aufstockung von EUR 400 Mrd.) sowie einer Verlängerung des Programms (hier erwarten wir Verschiebung von Juni 2021 auf Dezember 2021) auszugehen. Ebenfalls dürfte die EZB ihr Instrument zur Bereitstellung längerfristiger Zentralbankliquidität (TLTRO) anpassen. Denkbar wären hier eine Verlängerung des TLTRO III-Tenders über März 2021 (TLTRO III.7) hinaus sowie mögliche Anpassungen an den Konditionen, wobei hier wiederum der Zeitraum des bevorzugten Zinssatzes (derzeit: Juni 2020 bis Juni 2020) sowie die Zinssätze an sich adjustiert werden könnten. Die Ergebnisse des letzten Tenders des laufenden Jahres (TLTRO III.6) erfolgt ebenfalls am Tag der EZB-Sitzung, dürfte unseren Erwartungen nach jedoch nicht übermäßig in Anspruch genommen werden, da einerseits im laufenden Jahr bereits massiv Zentralbankliquidität in Anspruch genommen wurde und zudem die taggleichen Entscheidungen abgewartet werden dürften. Darüber hinaus ist nicht auszuschließen, dass die Notenbanker auch weiter Instrumente anpassen oder einführen, um die sich der jüngst wieder zugespitzten Corona-Lage im neuen Jahr unverzüglich und angemessen entgegen zu treten. Zuletzt darf dabei auch nicht das Signal vernachlässigt werden, dass die EZB damit einmal mehr an den Markt senden würde.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Volume	Spread	Rating
-	-	-	-	-	-	-	-

S&P äußert sich zum niederländischen Covered Bond-Markt

Die Ratingexperten von S&P sehen den niederländischen Covered Bond-Markt in einer guten Verfassung und attestieren dem Markt in der mittleren Frist stabile Ratings und Outlooks für die Mehrheit der emittierenden Institute. Das geht aus ihren jüngst veröffentlichten Market Insights hervor. Demnach gehen die Risikoexperten derzeit von einem nur mäßigen Einfluss der Corona-Pandemie auf den Covered Bond-Markt aus, auch wenn sie gleichzeitig einen hohen Grad an Unsicherheit für den weiteren Verlauf 2021 hervorheben. Für die niederländische Realwirtschaft erwarten sie hingegen einen starken aber nicht andauernden Einfluss. Mit Blick auf die Umsetzung der Anforderungen der Covered Bond-Richtlinie in nationales Recht kommen die Experten zu der Einschätzung, dass zwar ein gewisser Anpassungsbedarf vorhanden ist, dieser jedoch limitiert ist. Wichtigster Punkt dürfte hier die Anforderungen an verlängerbare Laufzeitstrukturen sein, welche in den Niederlanden sowohl in Form von Soft Bullet- als auch CPT-Bonds vorkommen. So handelt es sich bei den Niederlanden um den größten Markt für EUR-Benchmarks im CPT-Format. EUR 10,05 Mrd. der insgesamt EUR 20,05 Mrd. im iBoxx EUR Covered enthaltenen CPT-Deals entfallen auf das Land. Jedoch unterliegen diese Bonds gewissen Restriktionen, da nicht zuletzt die EZB seit geraumer Zeit keine Anleihen mit einer solchen Struktur mehr ankauft. So emittierte die NN Bank als ehemals reiner CPT-Emittent im laufenden Jahr erstmals eine EUR-Benchmark im Soft Bullet-Format. S&P sieht diesen Schritt in einem Rückgang der Attraktivität von CPT-Bonds auf Investorensseite begründet. Dieser Umstand dürfte jüngst auch die AEGON Bank veranlasst haben über die Auflegung eines Soft Bullet-Programms nachzudenken. Derzeit emittiert das Institut EUR-Benchmarks ausschließlich im CPT-Format.

Covered Bond-Gesetzgebung Schweden: Moody's kommentiert Anpassungsvorschlag

Mit dem Näherrücken der Deadline zur Einarbeitung der Regelungen der Richtlinie des europäischen Pakets zur Covered Bond-Harmonisierung in die nationalen Gesetzgebungen der Mitgliedsländer mehren sich auch die verfügbaren Vorschläge zur Gesetzesanpassung. In einem aktuellen Sektorberichts kommentierten die Risikoexperten von Moody's jüngst einen entsprechenden Vorschlag der schwedischen Regierung. Insgesamt sehen die Analysten eine aus den Anpassungen hervorgehende Verbesserung des schwedischen Rahmenwerks mit Blick auf die Risikobewertung der Covered Bonds. Auch in Schweden ist in diesem Kontext die verpflichtende Einführung des 180-Tage-Liquiditätspuffers zu nennen. In Bezug auf die zugelassenen Deckungswerte bewerten die Moody's-Analysten den Inhalt des Vorschlages dahingehend, dass der Verzicht auf eine zusätzliche Zulassung von neuen Deckungswerten, die über die in Schweden derzeit zugelassenen Cover Assets (im wesentlichen Mortgage und Public Sector Assets) ebenfalls eine erhöhte Kreditqualität der Covered Bond-Emissionen des Landes impliziert. Die gesetzlich vorgeschriebene minimale Übersicherung wird auf 5% (bisher 2%) auf nominaler und barwertiger Basis angehoben, was eine strengere Vorgabe darstellt, als sie von der Richtlinie gefordert wird und von der angepassten Anforderung gemäß Artikel 129 CRR dahingehend abweicht, als dass die 5%-Vorgabe der CRR nicht als gesetzliches Minimum zu verankern ist. In Bezug auf verlängerbare Laufzeitstrukturen sieht der Vorschlag einen Ansatz vor, der die Zustimmung der Finanzaufsicht zu jeder Verlängerung erfordert. Dieser Vorschlag weicht von anderen Ansätzen – so zum Beispiel dem für das deutsche PfandBG (vgl. [Covered Bond & SSA View vom 14. Oktober](#)) – signifikant ab. Die Moody's-Experten sehen insgesamt eine eher geringere Inanspruchnahme dieser Regelung auf Seiten der Emittenten.

Marktüberblick

SSA/Public Issuers

Autor: Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Outlook 2021

In der heutigen Ausgabe präsentieren wir Ihnen unseren [Ausblick auf das Jahr 2021](#). Dieser wird im SSA-Segment maßgeblich bestimmt durch die Corona-Maßnahmen öffentlicher Emittenten sowie den bevorstehenden geldpolitischen Anpassungen im Rahmen der EZB-Sitzung am 10. Dezember. Zudem werden wir unseren Outlook für institutionelle Investoren am morgigen Donnerstag, 03. Dezember 2020, im Rahmen unserer Kapitalmarktkonferenz Digital 2.0 vorstellen. Sie sind noch nicht angemeldet? Bitte senden Sie eine Mail an markets@nordlb.de für eine personalisierte Einladung

EU: Very SURE – bereits EUR 39,5 Mrd. der EUR 100 Mrd. eingesammelt

In fünf Transaktionen hat die EU als Emittent bereits EUR 39,5 Mrd. eingesammelt. Damit sind unsere Erwartungen für 2020 (Basisszenario: EUR 25 Mrd.) weit übertroffen worden. Auch die letzte Transaktion mit EUR 8,5 Mrd. war bei einer Bid-to-cover-Ratio von 13,4x erheblich überzeichnet. Alle fünf Orderbücher seit Programmstart summiert ergeben EUR 522 Mrd. Mit den Laufzeiten 5, 10, 15, 20 und 30 Jahren hat sich die Emittentin zudem in kürzester Zeit eine soziale SURE-Kurve aufgebaut. Alle Bonds performten im Nachgang deutlich. Die New Issue Premium sank zwar im Zeitverlauf für jede Transaktion etwas ab, dies minderte das Interesse aber keinesfalls, wie die Überzeichnungsquoten nicht nur letzte Woche zeigten. Über 70% der jüngsten Transaktion wurde bei ESG-orientierten Investoren platziert. Damit verbleiben für 2021 noch gut EUR 60 Mrd. SURE-Funding für die EU, welche alle als Social Bonds erfolgen werden. Wenigstens in 2020 und 2021 wird die EU somit größter Emittent in EUR-Social Bonds sein – gefolgt von UNEDIC und CADES. Die Europäische Kommission hat in einem ersten Schritt insgesamt EUR 17 Mrd. an Italien, Spanien und Polen in der ersten Tranche der finanziellen Unterstützung an die Mitgliedstaaten im Rahmen des SURE-Instruments ausgezahlt. Im Rahmen der ersten Maßnahmen hat Italien EUR 10 Mrd. erhalten, es folgen Spanien (6) und Polen (1). Sobald alle SURE-Auszahlungen abgeschlossen sein werden, wird Italien insgesamt EUR 27,4 Mrd. erhalten haben, es folgen Spanien (21,3) und Polen (11,2; [siehe nachstehende Tabelle](#)). Mittlerweile sind über EUR 31 Mrd. zeitnah an die betroffenen Länder verteilt worden und decken sich damit exakt mit dem Funding vor der jüngsten Transaktion. Zur Erinnerung: Die Unterstützung in Form von Darlehen zu günstigen Bedingungen soll den Mitgliedstaaten dabei helfen, den sprunghaft gestiegenen öffentlichen Ausgaben zur Erhaltung der Beschäftigung zu begegnen. Insbesondere werden sie dazu beitragen, die Kosten zu decken, die unmittelbar mit der Finanzierung nationaler Kurzarbeitsprogramme und anderer ähnlicher Maßnahmen zusammenhängen, die sie als Reaktion auf die Coronavirus-Pandemie, insbesondere für Selbstständige, eingeführt haben. Unter anderem nicht beworben für das Programm haben sich bisher die Schwergewichte Deutschland und Frankreich. Sollten sie noch Hilfe aus dem Programm beantragen wollen, wovon wir nicht ausgehen, blieben für beide in Summe maximal noch EU 9,7 Mrd. zum Aufteilen. Zudem fehlen noch kleinere Länder wie Finnland, Luxemburg und Dänemark.

Bereits genehmigte finanzielle Unterstützung in 18 Mitgliedsstaaten (EUR 90,3 Mrd.)

Belgien	EUR 7.800 Mio.	Litauen	EUR 602 Mio.
Bulgarien	EUR 511 Mio.	Malta	EUR 244 Mio.
Kroatien	EUR 1.000 Mio.	Polen	EUR 11.200 Mio.
Zypern	EUR 479 Mio.	Portugal	EUR 5.900 Mio.
Tschechien	EUR 2.000 Mio.	Rumänien	EUR 4.000 Mio.
Griechenland	EUR 2.700 Mio.	Slowakei	EUR 631 Mio.
Irland*	EUR 2.500 Mio.	Slowenien	EUR 1.100 Mio.
Italien	EUR 27.400 Mio.	Spanien	EUR 21.300 Mio.
Lettland	EUR 192 Mio.	Ungarn	EUR 504 Mio.

* Über Irlands Antrag wird in den kommenden Wochen noch befunden.

Quelle: EU-Kommission, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Primärmarkt

Wie oft taten sich in dieser Rubrik die Regionen hervor: BADWUR, WALLOO, BREMEN sowie GOVMAD sind hier mit unterschiedlichsten Varianten zu nennen. Chronologisch starten wir mit Baden-Württemberg, welche einen Tap (EUR 400 Mio.) für ihre 2040er-Laufzeit zu ms +2bp an den Markt brachten. Der Deal war überzeichnet und Name sowie Laufzeit sind weiterhin gut gesucht. Die belgische Region Wallonien sammelte sogar EUR 1 Mrd. für 30 Jahre ein. Das Orderbuch lag bei über EUR 4,3 Mrd. Der Spread lag letztlich 37 Basispunkte über der interpolierten Referenzkurve belgischer Staatsanleihen (OLOs). Dies entspricht circa ms +67bp. Wie wir in unserem Artikel letzte Woche (Update: [Belgische Regionen als Investmentalternative](#)) dargelegt haben, lassen sich mittlerweile Benchmark-Titel belgischer Regionen nicht mehr an einer Hand abzählen. In 2021 erwarten wir weitere Benchmarks aus diesem Segment. Ebenfalls einen sehr erfolgreichen Deal hat die Hansestadt Bremen geprintet: EUR 250 Mio. (WNG) als Tap ihrer 2040er-Laufzeit zu ms +8bp. Der Spread lag zwar höher als bei BADWUR, jedoch war der Deal Bremens mehr als vierfach überzeichnet und konnte gegenüber der Guidance noch einen Basispunkt reinziehen. Nur 27% des Deals gingen nach Deutschland/Österreich. Die letzte Region, die sich zeigte, war das portugiesische Madeira. Elegante EUR 458 Mio. wurden für 14 Jahre eingesammelt. Der Deal kam 88 Basispunkte über der portugiesischen Referenzkurve bzw. zu ms +124bp. Die Rendite lag bei 1,141%. Dafür ist in weiten Teilen das Rating (Baa3) verantwortlich. Madeiras Titel sind zudem Bestandteil der Ankaufprogramme PSPP bzw. PEPP. Den größten Deal brachte CADES mit EUR 3 Mrd. und übertrumpfte somit aggregiert alle vorher beschriebenen Transaktionen in puncto Volumina. Der Social Bond (5y) kam 16 Basispunkte über der französischen Kurve bzw. zu ms flat. Das Orderbuch lag bei über EUR 4,3 Mrd. Montag und Dienstag war es dann ruhiger am Primärmarkt. So hatten die EU-Finanzminister Zeit, die ESM-Reform bzw. -Transformation voranzutreiben und neue Griechenland-Hilfen (EUR 767 Mio.) zu beschließen.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Volume	Spread	Rating
GOVMAD	Other	26.11.	PTRAMBOM0010	14.0y	0.46bn	ms +124bp	- / Ba3 / -
CADES	FR	25.11.	FR0014000UG9	5.3y	3.00bn	ms flat	AA / Aa2 / -
WALLOO	Other	25.11.	BE0002754357	30.1y	1.00bn	ms +67bp	- / A2 / -

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

Covered Bonds/SSA

Die EZB vor ihrer wegweisenden Sitzung für 2021

Autoren: Dr. Frederik Kunze // Dr. Norman Rudschuck, CIIA // Henning Walten, CIIA

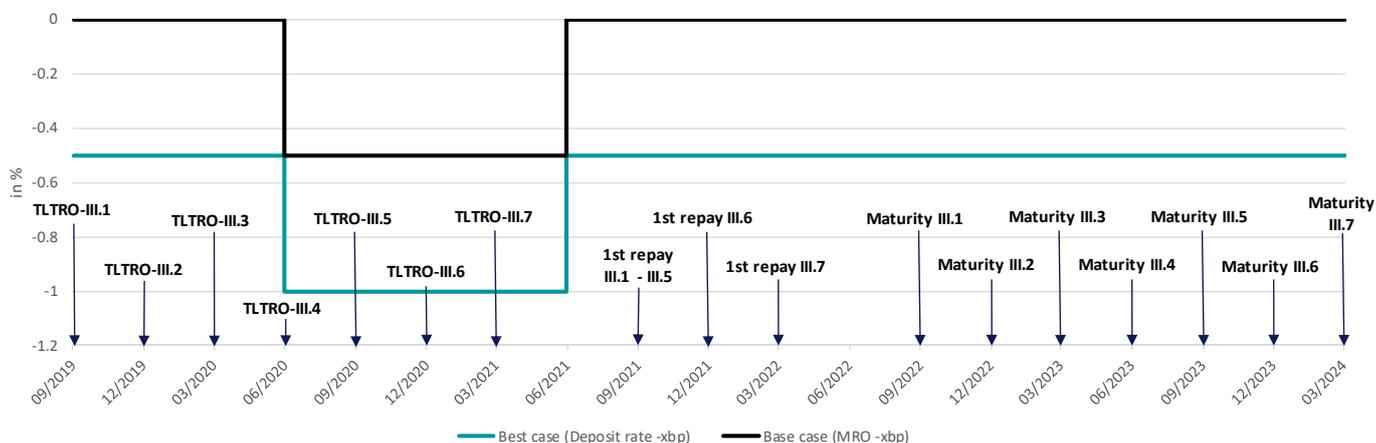
EZB-Sitzung am 10. Dezember dürfte den Ton für 2021 angeben

Aus der in acht Tagen zur Veröffentlichung anstehenden Leitzinsentscheidung der Europäischen Zentralbank (EZB) dürften nach unserer Einschätzung erhebliche Anpassungen mit Blick auf die geldpolitische Ausrichtung der Notenbanker vom Main hervorgehen, die das Fixed Income-Segment direkt (und indirekt) betreffen werden. Diese Sicht der Dinge leitet sich nach unserem Verständnis insbesondere aus der Überprüfung der derzeit laufenden unkonventionellen geldpolitischen Instrumente wie den Wertpapierankaufprogrammen (PEPP und APP) sowie den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften der EZB (TLTRO) ab. Gleichwohl drängt sich am aktuellen Rand die Frage auf, inwieweit die Notenbank des gemeinsamen Währungsraums in der Lage ist, auf Sicht der kommenden Monate oder gar Jahre, die eigene Geldpolitik dahingehend anzupassen, dass auch deren Einfluss auf Rates-Produkte – allen voran Anleihen öffentlicher Emittenten und Covered Bonds – abnimmt. Die Teuerungsrate bei den EMU-Verbraucherpreisen zeigt unmissverständlich an, dass sich das Inflationsziel der EZB (auf mittlere Sicht unter, aber nahe 2%) in weiter Ferne befindet und auch die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer deuten hier keine allzu zügige Trendwende an. Rein ökonomisch dürften die bisherigen und die – auch im Kontext der im IV. Quartal 2020 zu beobachtenden Anstiege der Covid-19-Fallzahlen – zu erwartenden Belastungen für den Arbeitsmarkt für zurückhaltende Impulse auf der Nachfrageseite sorgen. Im Rahmen des vorliegenden Artikels möchten wir den Einfluss zu erwartender Adjustierungen der geldpolitischen Steuerungsgrößen der EZB-Notenbanker sowohl auf das SSA-Segment als auch auf den Markt für Covered Bonds diskutieren.

Anpassungen an PEPP und TLTRO dürfen als ausgemacht gelten

Wie im Rahmen der Kommunikation hochrangiger Notenbanker im Vorfeld der letzten EZB-Sitzung des Jahres bereits mehrfach in Aussicht gestellt wurde, gehen auch wir bereits jetzt von Anpassungen am PEPP sowie den TLTRO III-Konditionierungen aus. Aus unserer Sicht erscheint eine Aufstockung des PEPP-Volumens um EUR 400 Mrd. dabei genauso angemessen wie eine Verlängerung des temporären Ankaufprogramms um mindestens sechs Monate bis Jahresende 2021, da auch seitens der EZB aktuell nicht davon ausgegangen wird, dass die Corona-Pandemie und ihre Folgen bereits zur Mitte des kommenden Jahres überstanden sind. Auch mit Blick auf die EZB-seitige Bereitstellung von Zentralbankliquidität kann am 10. Dezember ein nicht unerheblicher Impuls für den Markt erwartet werden, wie wir nachfolgend darlegen. Ebenfalls möglich sind aus unserer Sicht weitere Anpassungen an bereits bestehenden Instrumenten sowie ggf. sogar die Etablierung neuer Instrumente, da die EZB in den vergangenen Wochen eine umfangreiche Überprüfung des gesamten geldpolitischen Instrumentariums in Aussicht gestellt hatte. Die aktuelle Verschärfung dürfte dabei ihr übriges getan haben, auch wenn Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel kürzlich darauf hinwies, dass es weniger darum ginge, die Geldpolitik weiter zu lockern. Vielmehr sei eine Aufstockung bzw. Anpassung der eingesetzten Maßnahmen der erneuten Zuspitzung der Lage geschuldet. Insofern würde es sich also eher um eine Reaktion zu handeln, die das Ziel verfolgt, geldpolitisch Schritt zu halten.

TLTRO III-Zeitplan



Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

TLTRO: Neuauflagen und Anpassungen denkbar

Von den derzeit laufenden TLTRO III-Operationen stehen mit dem TLTRO III.6- (Dezember 2020) sowie dem TLTRO III.7-Tender (März 2021) noch zwei Tender an (vgl. Tabelle). Die freiwilligen Rückzahlungen von TLTRO III.1 bis TLTRO III.5 können zudem frühestens im September 2021 beginnen. Der bisherigen Kommunikation zufolge ist für die kommende Sitzung davon auszugehen, dass das aktuelle TLTRO III-Programm angepasst wird. Denkbar sind hierbei u.a. eine Verlängerung des Programms über den März 2021 (TLTRO III.7) hinaus genauso wie Anpassungen an den Konditionen. Hier könnte die EZB einerseits den Zeitraum des bevorzugten Zinssatzes (aktuell gültig zwischen Juni 2020 und Juni 2021) ausdehnen und/oder den Zinssatz noch weiter absenken. Eine deutliche Verbesserung der Konditionen dürfte sich dabei in einem geringeren Primärmarktangebot für Covered Bonds niederschlagen und somit spreadunterstützend wirken. Perspektivisch würde zudem eine Neuauflage eines dann möglichen TLTRO IV-Programms in Frage kommen, wobei wir hierzu noch keine Impulse im Kontext der Sitzung am 10. Dezember erwarten. Schließlich haben die vorherigen Runden gezeigt, dass die jeweilige TLTRO-Neuauflage genutzt wurde, um die älteren Tender zu rollieren, sodass bereits vor Fälligkeit entsprechende Rückzahlungen vorgenommen wurden. Der Frage, ob es zu einer (römisch) vierten oder sogar fünften TLTRO-Runde (IV bzw. V) kommt, schließt sich unmittelbar die Frage nach der Ausgestaltung bzw. Konditionsgestaltung der neuen Operationen an. Schließlich sind es genau diese Steuerungsgrößen wie Laufzeit und Zinssatz, welche Einfluss auf das Covered Bond-Segment nehmen würden. In der Tendenz würden längere Laufzeiten und niedrigere Zinssätze einen dämpfenden Effekt auf die Primärmarktaktivität entfalten. Als frühesten Termin für TLTRO IV würden wir einen Termin um den Quartalswechsel Q3/Q4 2021 erachten, da hier aktuell ein erster Rolltermin von TLTRO III auf TLTRO IV zeitlich zu verorten wäre. Eine entsprechende Kommunikation würden wir in diesem Fall jedoch deutlich früher erwarten. So wurde die Auflegung von TLTRO III am 07. März 2019 rund ein halbes Jahr vor seinem ersten Tender verkündet. Dieser Argumentation folgend wäre eine EZB-Kommunikation zu TLTRO IV ein Thema für den ersten Quartalswechsel des Jahres 2021.

Was könnte die EZB zu neuen Maßnahmen bzw. Neuauflagen verleiten?

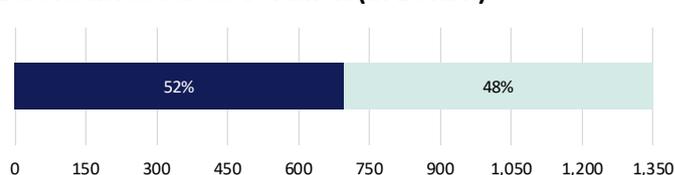
Die geldpolitische Ausrichtung der EZB folgt dem Mandat der Preisniveaustabilität bzw. dem 2%-Inflationsziel. Doch auch die Wahrung der Finanzmarktstabilität fällt in den Aufgabenbereich der Notenbanker. Mit Blick auf die Eskalation der Corona-Krise zu Beginn des Jahres [unterstrich Lagarde unlängst](#), dass Maßnahmen der Notenbanken erfolgreich zur Beruhigung der Märkte beigetragen haben. Entsprechend dürfen bei allen Einschätzungen zur künftigen Geldpolitik notwendige Reaktionen auf neuerliche Schockereignisse nicht ausgeschlossen werden – weder ökonomisch ausgelöste konjunkturelle Dämpfer noch pandemisch. Die EZB hatte auf ihrer letzten Sitzung angekündigt, den gesamten Instrumentenkasten überprüfen zu wollen. Eine weitere Zinssenkung schließen wir für die Sitzung im Dezember jedoch aus, an Erhöhungen wird zudem auf Jahre hinaus nicht zu denken sein. Zudem ist wichtig festzuhalten, dass die EZB in ihren letzten volkswirtschaftlichen Prognosen bereits Erfolge bei der Impfstoffentwicklung eingepreist hatte, wobei in diesem Zusammenhang festzuhalten ist, dass der konjunkturelle Erholungsprozess un stetig bzw. durch Brüche gekennzeichnet sein dürfte. Folglich sollte in acht Tagen der Fokus hauptsächlich und erneut auf der Adjustierung der quantitativen Maßnahmen liegen, was einen regelrechten Schwenk ausschließen würde.

Tiering-Multiplier: Anpassung im Jahr 2021 denkbar

Die Negativzinsen stellen für den Bankensektor eine Belastung dar, die es aus Sicht der EZB abzumildern gilt. Über den eingeführten Staffelfzins bzw. das Tiering bei der Verzinsung der Überschussliquidität bei der EZB wird hier eine entsprechende Entlastung geschaffen. Gleichwohl geht der derzeit geltende Multiplier von 6, mit dem die erforderliche Mindestreserve der einzelnen Institute multipliziert wird, um auf den entsprechenden Betrag an mit 0,00% zu verzinsender Überschussreserve zu kommen, auf den [12. September 2019](#) zurück. Die für die Eurozone zusammengefasste Überschussliquidität ist seit dem Ausbruch der Corona-Krise ausgehend von einem bereits hohen Niveau (31. März 2020: EUR 1.910 Mrd.) um 61,5% auf EUR 3.085 Mrd. (Stichtag: 30. September 2020) gestiegen. Zwar ist die Belastung der Geschäftsbanken aus der Überschussliquidität auch vor dem Hintergrund der großzügigen TLTRO III-Konditionen zu bewerten. Allerdings verschiebt sich hier das Verhältnis aus TLTRO III-Volumen und Überschussliquidität unseres Erachtens zu Ungunsten des Bankensektors. Um hier das Ausmaß der Belastungen weiterhin maßgeblich abzumildern, wäre – insbesondere unter der Annahme weiterer Anstiege der Überschussliquidität – eine Anpassung des Multipliers nach unserer Einschätzung zunehmend wahrscheinlich. Während dieser Schritt für den Bankensektor insgesamt eine verbesserte Ertragslage zur Folge hätte, könnte eine signifikante Anpassung für das Covered Bond-Segment insbesondere einen Rückgang der Nachfrage von Bank-Treasuries bedeuten. Dies würde insbesondere für diejenigen Emissionen gelten, die eine negative Rendite aufweisen.

Volumen des Ankaufprogramms PEPP (in EURm)

	PEPP
Sep-20	567,183
Oct-20	629,169
Δ	+61,985

Bereits investiertes Volumen (in EURbn)

Geschätzte Portfolioentwicklung
Angenommenes künftiges Ankauftempo
Wöchentliches Netto-Ankaufvolumen
PEPP-Limit erreicht in ...

Durchschnittliches bisher angekauftes
wöchentliches Nettovolumen

EUR 19.9bn

33 Wochen (16.07.2021)

Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

PEPP muss zum Jahresende noch einmal aufgestockt werden

Ausgehend von der mittlerweile wieder ernstesten Lage mit Blick auf die Entwicklung der Fallzahlen und dem „Lockdown light“ nicht nur in Deutschland sehen wir derzeit nur eine geringe Wahrscheinlichkeit dafür, dass die EZB bereits zu Ende Juni 2021 zu der Einschätzung kommt, dass die Pandemielage im Griff oder gar überstanden ist und sie die Nettoankäufe unter dem PEPP somit beendet. Vielmehr gehen wir davon aus, dass die EZB nun das PEPP-Volumen noch ein weiteres Mal um voraussichtlich EUR 400 Mrd. aufstocken wird und zugleich die Laufzeit verlängern muss. Mancherorts war zu vernehmen, dass jeder Wert unter EUR 500 Mrd. bereits eine Enttäuschung sei. Dies sehen wir entspannter und zugleich konservativer. Zielgerichtet müssen die Maßnahmen sein, um ihre Wirkung zu entfalten, nicht überbordend. Ähnlich wie bei der ersten erfolgten Aufstockung dürfte dabei somit insbesondere die Signalwirkung von Bedeutung sein und als Kommunikation des Handlungsspielraums seitens der EZB verstanden werden. Auch die Reinvestition der Fälligkeiten über 2022 hinaus wäre für uns nicht überraschend.

Mögliche PSPP-Ausweitung steht im Schatten des PEPP

Nur ein Viertel der von Nachrichtenagenturen wie Reuters oder Bloomberg befragten Ökonomen hat zuletzt erwartet, dass das ältere und weniger leistungsfähige Programm (APP) zur quantitativen Lockerung ausgeweitet wird. In Summe ist das APP Ende Oktober EUR 2.867,9 Mrd. schwer gewesen und damit immer noch viermal so groß wie das PEPP. Mit mindestens EUR 1.750 Mrd. wird sich Letzteres aber Monat für Monat im Jahresverlauf 2021 in deutlich kürzerer Zeit dem einstigen Schwergewicht APP annähern. Zudem gilt auch klar Sinn und Zweck der beiden Programme zu unterscheiden. Das APP dient nicht der Krisenbekämpfung der Pandemie und ist deutlich unflexibler. Angekauft wird jedoch ein ziemlich ähnliches Anleihen-Universum. Wichtig ist, nicht nur gemäß der [EZB](#), dass PEPP-Käufe von APP-Käufen getrennt sind und nicht mit APP-Käufen konsolidiert werden können. Dies bedeutet, dass das PEPP im Vergleich zum APP eine eigenständige geldpolitische Maßnahme bleibt. Im Einklang mit diesen Schutzmaßnahmen wird das APP auch nicht die Merkmale des PEPP erben. So verlas es zumindest Yves Mersch am 02. November in Frankfurt. Leider hält sich die EZB bei den veröffentlichten ISIN-Listen hier nicht an diese strikte Trennung, sodass die Listen konsolidiert und vermischt sind, die Portfolios leider nicht. Das hätten wir uns seit Monaten anders gewünscht, um die Trennung noch klarer zu unterstreichen.

Fazit und Kommentar

Unseren jeweiligen Ausblicken für 2021 mit Blick auf die Fixed Income-Segments [SSA](#) und [Covered Bonds](#) haben wir heute die Vorausschau auf die wegbestimmende letzte EZB-Sitzung des Jahres vorangestellt. So kündigte die EZB in den vergangenen Wochen eine umfangreiche Überprüfung ihres gesamten Instrumentenkastens an. Darüber hinaus haben im Zuge von Auftritten und Interviews hochrangige Vertreter der Notenbank vom Main bereits der breiten Öffentlichkeit einige mögliche Überlegungen zugänglich gemacht. Nicht zuletzt deshalb schauen wir gebannt auf die Sitzung am 10. Dezember. Für die letzte turnusmäßige Zusammenkunft des EZB-Rates in 2020 mit anschließender Pressekonferenz erwarten wir in unserem Basisszenario eine Ausweitung des PEPP um EUR 400 Mrd. Zudem prognostizieren wir eine zeitliche Streckung der Nettoankäufe bis mindestens Jahresende 2021 (bisher: 30. Juni 2021) sowie eine Verlängerung des Reinvestitionshorizontes (bisher Ende 2022). Auch Anpassungen am TLTRO-Programm dürften bereits jetzt ausgemachte Sache sein. Hier erwarten wir ebenfalls eine zeitliche Verlängerung sowie eine Anpassung der Konditionen zur Aufnahme von Zentralbankliquidität. Das zu beschließende Maßnahmenbündel wird uns weit bis über das Jahresende 2020 beschäftigen, zu sehr grassierte die Pandemie bis in den Dezember hinein in einer zweiten Welle. Die EZB ist quasi gezwungen, im Rahmen ihres geldpolitischen Entscheidungsfindungsprozesses dynamisch auf die Lage zu reagieren. Dabei stellt das PEPP nach und nach das ältere und weniger leistungsfähige APP, für das wir zunächst keine Anpassungen erwarten, in den Schatten, sodass eine korrekte Prognose hier nur homöopathische Auswirkungen auf das Inflationsziel des Eurosystems hätte. Wichtig zu beachten ist, dass bei der Ableitung der volkswirtschaftlichen Erwartungen auch auf Seiten der EZB Erfolge mit Blick auf die Impfstoffentwicklung bereits implizit enthalten waren. Zudem sind wir noch weit von einer Herdenimmunität entfernt, was auch ein Grund dafür sein dürfte, dass der konjunkturelle Erholungsprozess in 2021 keineswegs in voller Breite und stetig von Statten gehen dürfte. 2020 endet in gut vier Wochen, aber nicht nur die bevorstehende EZB-Entscheidung, auch Corona wird uns über den Jahreswechsel nicht zuletzt deshalb weiterhin fest im Griff haben.

Covered Bonds

Outlook 2021: Waiting for the game changer?

Autoren: Dr. Frederik Kunze // Henning Walten, CIIA

COVID-19 auch 2021 bestimmender Faktor

Während mit Blick auf die Primärmarktaktivitäten der Start in das laufende Jahr 2020 noch als normal bezeichnet werden kann, sorgte die Corona-Pandemie ab Ende Februar für eine zuvor nicht erwartete Wendung. Während es zunächst die allgemeine Verunsicherung am Markt war, sorgten spätestens die massiven Gegenmaßnahmen der Zentralbanken und Regierungen für einen Pfad der auch im kommenden Jahr 2021 der bestimmende Faktor für den (Covered Bond-)Markt bleiben wird. Im Rahmen unseres Covered Bond-Outlooks 2021 geben wir nachfolgend unsere Einschätzung für die im kommenden Jahr zu erwartende Primärmarktaktivität sowie die von uns erwartete Spreadentwicklung ab. Einmal mehr unterliegen diese Erwartungen dabei einem Prognoserisiko, welches in Zeiten einer Pandemie ungleich höher ist als es in „normalen“ Zeiten ohnehin schon ist. So zeigt bspw. die in Europa aktuell grassierende zweite Welle, dass die vorübergehend entspanntere Lage im Spätsommer durchaus als Trugschluss angesehen werden mag. Neben dem aktuellen Infektionsgeschehen dürften daher in 2021 vermehrt die mittel- bis langfristigen Folgen für die Wirtschaft in den Vordergrund rücken, da die kurzfristigen Auswirkungen der Krise in 2020 mit signifikanten Bemühungen adressiert wurden. Die Lage in 2021 dürfte damit weiterhin genauso spannend wie herausfordernd bleiben. Für die internationalen Covered Bond-Märkte sind die daraus resultierenden Einflussfaktoren ebenfalls äußerst vielschichtig. So beeinflusst die Geldpolitik der Notenbanker bzw. der um Krisenwerkzeuge erweiterte Instrumentenkasten der Zentralbanken sowohl das Angebot an als auch die Nachfrage nach Covered Bonds. Die Frage der Geschwindigkeit der weiteren konjunkturellen Erholung ist zudem aus einer Vielzahl an Gründen ausschlaggebend für den Refinanzierungsbedarf und damit das Emissionsverhalten der Institute. So stellt sich in diesem Zusammenhang unter anderem die Frage nach der weiteren Entwicklung der Kreditbücher der Geldhäuser auf Basis der Kundennachfrage. Zudem sind für einige Jurisdiktionen Zuwächse bei den Einlagen oder auch sich einengende Spreads bei Senior Unsecured Bonds maßgeblich für ein rückläufiges Funding via Covered Bonds, während anderenorts die Kreditvergabe – trotz einer möglicherweise höheren Nachfrage – durch einen konservativen Umgang mit möglicherweise steigenden NPL-Quoten in den Kreditportfolien eher gedämpft werden dürfte. Doch auch mit Blick auf die Frage nach der Attraktivität der Assetklasse Covered Bonds für Investoren müssen im Jahr 2021 die aus Geldpolitik und Pandemieverlauf entstehenden Wirkungskräfte berücksichtigt werden. So dürfte auch in den kommenden zwölf Monaten die EZB in einen bereits unterversorgten Markt massiv eingreifen und die Spreads niedrig halten. Negative Renditen werden bei den zu erwartenden Swapniveaus das Benchmarksegment weiterhin prägen und könnten die Nachfrage von Real Money-Investoren beeinträchtigen, während aus Relative Value-Gesichtspunkten das Emissionsverhalten der öffentlichen Hand ebenfalls ein bedeutender Einflussfaktor bleiben dürfte. Im Rahmen unseres Outlooks berücksichtigen wir diese und andere Faktoren und stellen unsere Erwartungen für 2021 vor. Dabei gehen wir auch auf weitere Trends ein, die das Covered Bond-Segment auch über das Kalenderjahr 2021 hinaus prägen werden.

Bei einem erwarteten Emissionsvolumen in Höhe von EUR 105 Mrd. wird das EUR-Benchmarksegment in 2021 schrumpfen

Während das in 2020 emittierte EUR-Benchmarkvolumen (rund EUR 92 Mrd.) ca. 30% geringer als in 2019 (rund EUR 136 Mrd.) ausfiel, erwarten wir zum jetzigen Zeitpunkt eine Erholung im Vergleich zum Jahr 2020, jedoch noch keine Rückkehr zu den Volumina aus dem Jahr 2019. Folglich prognostizieren wir für den Primärmarkt in 2021 EUR-Benchmarkemissionen in Höhe von EUR 105 Mrd. Ausgehend von wiederum erwarteten Fälligkeiten in Höhe von EUR 134 Mrd. dürfte der Markt für in Euro denominierte Benchmarkanleihen in 2021 um EUR 29 Mrd. zurückgehen. Dabei wird insbesondere in der ersten Jahreshälfte der Net Supply, wie bereits in der zweiten Jahreshälfte 2020, negativ bleiben. Für die zweiten sechs Monate des kommenden Jahres erwarten wir derzeit hingegen einen nahezu ausgeglichenen Net Supply. Mit Blick auf die Emissionsvolumina auf Jurisdiktionsebene ergibt sich hingegen auf Jahressicht durchaus ein heterogenes Bild, was unter anderem auf Faktoren wie anstehende Fälligkeiten, die Marktreife aber auch den unterschiedlichen Einfluss von konjunktureller Erholung bzw. Geldpolitik zurückzuführen ist.

Angebot und Fälligkeiten 2021 in EURbn

Jurisdiction	Outstanding volume	Maturities 2021	Issues 2021e	Outstanding 12/2021e	Net supply 2021e
AT	33.00	4.50	6.50	35.00	2.00
AU	29.50	5.50	2.00	26.00	-3.50
BE	19.50	3.25	2.50	18.75	-0.75
CA	56.75	7.50	9.00	58.25	1.50
CH	4.75	3.50	0.00	1.25	-3.50
DE	152.36	12.35	17.00	157.01	4.65
DK	8.50	2.50	1.00	7.00	-1.50
EE	0.50	0.00	1.00	1.50	1.00
ES	94.26	15.91	4.50	82.85	-11.41
FI	31.75	3.50	4.00	32.25	0.50
FR	225.12	29.87	24.00	219.25	-5.87
GB	42.56	13.10	5.00	34.46	-8.10
GR	0.50	0.00	0.00	0.50	0.00
HU	0.00	0.00	0.50	0.50	0.50
IE	4.68	1.25	0.00	3.43	-1.25
IT	54.28	5.60	2.00	50.68	-3.60
JP	4.10	0.00	1.50	5.60	1.50
KR	3.00	0.00	2.00	5.00	2.00
LU	2.00	0.50	0.50	2.00	0.00
NL	59.77	3.75	7.50	63.52	3.75
NO	50.45	7.75	6.00	48.70	-1.75
NZ	9.00	2.00	0.50	7.50	-1.50
PL	2.70	0.60	0.50	2.60	-0.10
PT	5.75	0.00	0.50	6.25	0.50
SE	37.08	10.00	4.00	31.08	-6.00
SG	6.25	0.50	1.50	7.25	1.00
SK	2.50	0.00	1.50	4.00	1.50
TR	0.50	0.50	0.00	0.00	-0.50
Σ	941.09	133.93	105.00	912.17	-28.93

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

EZB beeinflusst sowohl Angebot als auch Nachfrage

Die Einflussfaktoren deren Würdigung uns zu der vorgenannten Prognose verleitet haben, möchten wir nachfolgend erörtern. Mit Blick auf die Entwicklung des Covered Bond-Marktes in 2021 ist nach unserer Auffassung als wichtigster Impulsgeber die Politik der Europäischen Zentralbank hervorzuheben. So dürfte die letzte EZB-Sitzung des Jahres am 10. Dezember bereits ein deutliches Signal für den Pfad in 2021 senden. Dabei sollten die dort beschlossenen Anpassungen unter keinen Umständen als abschließend betrachtet werden. Gerade mit Blick auf die Bereitstellung von Zentralbankliquidität (u.a. in Form von TLTRO-Mitteln) hat die EZB in der Vergangenheit ein hohes Maß an Flexibilität gezeigt und die Konditionen des aktuellen TLTRO III-Tender situationsbedingt mehrfach modifiziert. Und auch die Anpassungen an ihren Ankaufprogrammen haben gezeigt, dass die EZB bereit ist, jederzeit auf eine geänderte Marktlage zu reagieren. Grundsätzlich kann für 2021 aber bereits jetzt festgehalten werden, dass der Markteingriff durch die EZB für Covered Bonds spreadunterstützend sein wird. Sei es über die Bereitstellung von Liquidität, was sich auf der Angebotsseite in einem sinkenden Primärmarktangebot ausdrücken würde oder durch die Rolle als Covered Bond-Investor, was wiederum eine weiterhin hohe Nachfrage nach Emissionen sowohl im Primär- als auch Sekundärmarkt nach sich zieht. Beides war bereits im laufenden Jahr in erheblichem Umfang zu beobachten. Neben den prominenten Entscheidungen in Bezug auf Liquidität und Ankaufprogramme war die EZB in 2020 jedoch auch über weitere Instrumente wie bspw. den Tiering-Faktor oder eine temporäre Haircut-reduktion aktiv und dürfte sich diese Flexibilität unabhängig von den Entscheidungen des 10. Dezember auch in 2021 nicht nehmen lassen.

Dynamik der konjunkturellen Erholung und weiterer Pandemieverlauf ebenfalls maßgeblich

Die EZB bezieht beim Einsatz der geldpolitischen Instrumente im Rahmen der Erfüllung ihres Mandats die eigenen Erwartungen in Bezug auf die konjunkturelle Erholung mit ein. Die zu erwartende reale Wirtschaftsaktivität stellt ebenfalls eine maßgebliche Determinante des Emissionsverlaufs in 2021 dar, was darauf zurückzuführen ist, dass die Geschäftstätigkeit der Kreditinstitute aber auch die risikoseitige Aufstellung des Bankensektors im signifikanten Umfang davon vorgegeben werden. Höhere NPL-Quoten, ein Anstieg der Arbeitslosigkeit oder höhere Insolvenzquoten wären dabei nur einige der möglichen mittel- bis langfristigen Folgen, die auch Auswirkungen auf die Fundingbedarfe der Kreditinstitute hätten, da diese Faktoren unter Umständen höhere Sparquoten und damit höhere Einlagen bei den Banken zur Folge hätten, gleichzeitig aber auch über gestiegenes Ausfallpotenzial die Kreditvergabe bremsen und damit auch den Fundingbedarf reduzieren könnten. Andererseits könnte sich der konjunkturelle Erholungsprozess durch die flächendeckende Impfung mit COVID-19-Wirkstoffen beschleunigen. Dies würde dann mit Blick auf den Emissionsverlauf aus vorgenannten Zusammenhängen einen günstigeren Verlauf implizieren. Im Rahmen unserer Prognosen rechnen wir mit einem derartig freundlichen Szenario frühestens in der zweiten Jahreshälfte 2021.

Regulatorisch bedingtes Senior Funding mit dämpfendem Einfluss

Neben der Berücksichtigung der vorgenannten Einflussfaktoren auf den Umfang der Refinanzierungsbedürfnisse von Kreditinstituten, gilt es auch die substitutionalen Beziehungen insbesondere von Covered Bonds und Senior Unsecured Bonds zu bewerten. In diesem Kontext spielen u.a. Erwägungen mit Blick auf die relative Preisvorteilhaftigkeit aber noch viel mehr regulatorische Anforderungen insbesondere in den kommenden Monaten eine bedeutende Rolle. So werden die Geschäftsbanken darum bemüht sein, zunächst ihre vorläufigen MREL- bzw. TLAC-Quoten zu erfüllen, die Anfang 2021 den Kreditinstituten durch die zuständigen Aufsichtsinstanzen individuell mitgeteilt werden. In der Folge rechnen wir für das Jahr 2021 auch mit einem wachsenden Markt für Senior Unsecured Bonds, wobei wir insbesondere bei Senior Non-Preferred von einer vergleichsweise hohen Dynamik ausgehen. Diese Entwicklung identifizieren wir durchaus als Dämpfer für den Covered Bond-Markt – zumindest in Bezug auf das Emissionsvolumen.

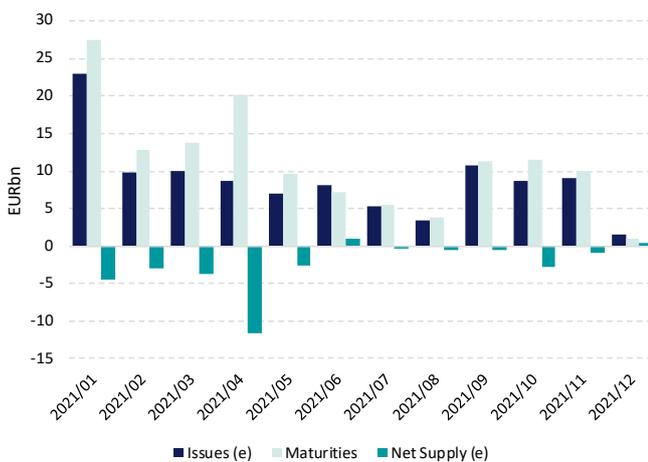
Fremdwährungsemissionen teilweise als Alternative

Als weitere substitutionale Beziehung berücksichtigen wir die Möglichkeit, dass sich für einige Emittenten Fremdemissionen als Alternative zu EUR-Benchmarkanleihen anbieten können. So platzierten unter anderem kanadische Institute in 2020 neben auf Euro lautende Bonds u.a. auch Deals in USD, CHF und AUD. Insbesondere in Verbindung mit den CAD-Emissionen stellen kanadische Emittenten eine Besonderheit dar, da sich das Gros der Platzierungen zeitlich in der ersten Corona-Welle verorten lässt. Gleichwohl bleiben Non-EUR-Benchmarkemissionen für kanadische Geldhäuser wie auch für andere Emittenten (sowohl im Asien-Pazifik-Raum aber auch in Europa) eine mögliche Option, die nicht nur für Institute mit originären Fundingbedürfnissen in der Emissionswährung zu begründen sind. In der Vergangenheit waren es somit auch regelmäßig Überlegungen mit Blick auf die preisliche Vorteilhaftigkeit, die zu einer Emission in Fremdwährung geführt hat. Insofern wird es nach unserer Auffassung insbesondere auf die Kosten des Währungstauschs und damit auf die Bewegungen bei den Cross Currency Basis Swaps spreads ankommen. Neben Transaktionen in US-Dollar dürften auch Deals in GBP in 2021 das Bild prägen. In den Nordics existiert zudem, insbesondere in Schweden, ein Markt der auch aufnahmefähig für Emissionen in heimischer Währung ist und damit ebenfalls Funding über Covered Bonds außerhalb des Euros ermöglichen kann. Für das Jahr 2021 rechnen wir mit einer vergleichsweise stabilen relativen Verteilung auf die Währungsräume, sodass wir einige Sonderfaktoren des Jahres 2020 für die kommenden zwölf Monate zunächst nicht annehmen würden. Dies gilt insbesondere für die massiven Emissionen kanadischer Institute in ihrer Heimatwährung. Auch dürfte eine derzeit wahrscheinliche Seitwärtsbewegung insbesondere bei den EUR/USD (aber EUR/GBP) Cross Currency Basis Swaps spreads nicht zu einer massiven Verschiebung der Emissionsaktivität in den USD- oder GBP-Währungsraum beitragen.

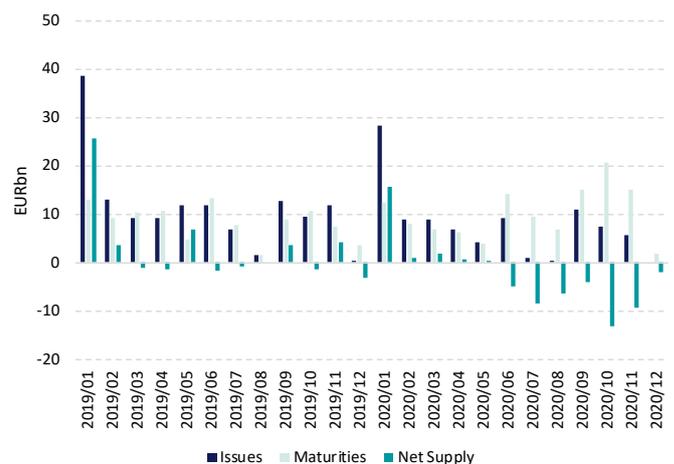
Net Supply im Jahresverlauf als Spreadindikation: Primärmarktsaisonalität robust?

Insbesondere mit Blick auf erwartete Spreadbewegungen ist die Entwicklung markttechnischer Faktoren – und hier vor allem der Net Supply – von hoher Bedeutung. In diesem Kontext berücksichtigen wir für unsere Spreadprognose den Umstand, dass die Primärmarktaktivitäten am Covered Bond-Markt einer gewissen Saisonalität unterliegen. So waren es in der Vergangenheit insbesondere der Jahresauftakt sowie der September, welche durch eine erhöhte Primärmarktaktivität charakterisiert waren. Auch für das Jahr 2020, dem insbesondere mit Blick auf das emittierte Volumen eine gewisse Ausreißerrolle zukommt, war dennoch die vorgenannte Saisonalität zu beobachten. Ausgehend von diesem nicht zuletzt deshalb historisch durchaus robusten Emissionsmuster haben wir unter Berücksichtigung der erwarteten Fälligkeiten jeweils für die Monate Januar bis Dezember die Entwicklung der Net Supply im Verlauf des Jahres 2021 abgeleitet. Eine ausgeprägte negative Net Supply ist auf Basis dieser Auswertung insbesondere für den Verlauf der ersten Jahreshälfte zu erwarten.

Net Supply Forecast 2021



Entwicklung der Net Supply



Quelle: Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Spreadentwicklung in 2021: Spreadunterstützung voraus

Ausgehend von den zuvor genannten Einflussfaktoren und der sich daraus unserer Ansicht nach ergebenden Net Supply für das Jahr 2021 erwarten wir für das erste Halbjahr einen technisch getriebenen spreadunterstützenden Einfluss auf den Markt. Wobei auch hier fundamental begründete und insbesondere sentimentgetriebene Ausschläge nicht ausgeschlossen sind. In beiden Fällen dürften diese, soweit vorhanden, eine Gegenbewegung bedeuten und zu ausweitenden Spreads führen. Im Fokus dürften hier insbesondere Covered Bonds aus der Peripherie stehen. Für UK Benchmarks könnte sich hingegen auch eine nennenswerte Einengung ergeben, wie wir weiter unten darlegen. Mit einer nahezu ausgeglichenen Net Supply in der zweiten Jahreshälfte 2021 dürften sich unserer aktuellen Ansicht nach die Spreads hingegen vorwiegend seitwärts bewegen, da wir auch mit Blick auf die aktuellen Renditeniveaus dem Markt kein unbegrenztes Einengungspotenzial zusprechen würden.

Spread Forecast 2021

as of 11/17/2020					as of 31/12/2021(e)					Expected spread change				
in bp	3y	5y	7y	10y	in bp	3y	5y	7y	10y	in bp	3y	5y	7y	10y
AT	1.5	2.8	3.4	4.0	AT	-2.0	-1.0	0.0	1.0	AT	-3.5	-3.8	-3.4	-3.0
AU	6.4	10.3	14.1	18.0	AU	3.0	7.0	11.0	15.0	AU	-3.4	-3.3	-3.1	-3.0
BE	0.6	1.1	1.6	2.8	BE	-3.0	-2.0	-2.0	0.0	BE	-3.6	-3.1	-3.6	-2.8
CA	4.4	6.6	8.6	9.7	CA	1.0	3.0	5.0	7.0	CA	-3.4	-3.6	-3.6	-2.7
DE	-1.1	0.3	1.5	2.9	DE	-5.0	-3.0	-2.0	0.0	DE	-3.9	-3.3	-3.5	-2.9
DK	12.0	12.4	6.9	6.1	DK	8.0	9.0	3.0	3.0	DK	-4.0	-3.4	-3.9	-3.1
EE	12.5	12.5			EE	9.0	9.0			EE	-3.5	-3.5		
ES_Multi	16.4	22.4	26.6	19.3	ES_Multi	13.0	19.0	23.0	16.0	ES_Multi	-3.4	-3.4	-3.6	-3.3
ES_Single	10.7	10.2	8.1	9.8	ES_Single	7.0	7.0	5.0	7.0	ES_Single	-3.7	-3.2	-3.1	-2.8
FI	-3.6	-2.2	-0.5	1.5	FI	-7.0	-5.0	-4.0	-1.0	FI	-3.4	-2.8	-3.5	-2.5
FR	-0.7	1.0	2.5	5.7	FR	-5.0	-2.0	-1.0	3.0	FR	-4.3	-3.0	-3.5	-2.7
GB	10.1	13.8	13.3	11.8	GB	6.0	10.0	10.0	9.0	GB	-4.1	-3.8	-3.3	-2.8
IE	1.9	3.2			IE	-2.0	0.0			IE	-3.9	-3.2		
IT	11.4	13.9	14.2	13.8	IT	8.0	11.0	11.0	11.0	IT	-3.4	-2.9	-3.2	-2.8
JP	20.9	23.6	26.4	26.7	JP	17.0	20.0	23.0	24.0	JP	-3.9	-3.6	-3.4	-2.7
KR	26.3	25.9			KR	22.0	23.0			KR	-4.3	-2.9		
LU	17.4	20.3	22.4		LU	14.0	17.0	19.0		LU	-3.4	-3.3	-3.4	
NL	3.7	6.1	6.0	4.2	NL	0.0	3.0	3.0	1.0	NL	-3.7	-3.1	-3.0	-3.2
NO	2.0	4.8	7.8	9.3	NO	-2.0	1.0	4.0	6.0	NO	-4.0	-3.8	-3.8	-3.3
NZ	8.7	11.5			NZ	5.0	8.0			NZ	-3.7	-3.5		
PL	20.9	25.6			PL	17.0	22.0			PL	-3.9	-3.6		
PT	19.6	11.1	6.6		PT	16.0	8.0	3.0		PT	-3.6	-3.1	-3.6	
SE	1.0	3.3	4.8	7.7	SE	-3.0	0.0	1.0	5.0	SE	-4.0	-3.3	-3.8	-2.7
SG	11.7	13.9			SG	8.0	11.0			SG	-3.7	-2.9		
SK	18.1	16.2	21.7	29.1	SK	14.0	13.0	18.0	26.0	SK	-4.1	-3.2	-3.7	-3.1

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Wachstumsmärkte, neue Emittenten und mögliche Merger

Nachdem wir in 2020 sowohl einen Neuzugang bei den EUR-Benchmarkjurisdiktionen (Estland) als auch zahlreiche neue Emittenten in bestehenden Märkten zu verbuchen hatten, sehen für diese Entwicklung, trotz des aktuellen Marktumfeldes, auch in 2021 eine Fortsetzung. So erwarten mit der HSBC Bank Canada einen weiteren kanadischen Emittenten im EUR-Benchmarksegment. Wenig konkreter sind hingegen die möglichen Zugänge bspw. aus dem Baltikum oder der Slowakei. Beide Märkte sind vergleichsweise jung und dynamisch und dürften in Zukunft weitere Emissionen hervorbringen. Gleiches gilt für die asiatischen Märkte in Japan und Südkorea, die vor 2020 über jeweils nur einen EUR-Benchmarkemittenten verfügten, in 2020 jedoch um je ein weiteres Institut erweitert wurden. In Japan könnte zudem die Einführung einer gesetzlichen Grundlage zur Emission von Covered Bonds erfolgen, was abhängig von der konkreten Ausgestaltung des rechtlichen Rahmens durchaus das Potenzial nachhaltig engerer Spreads für gesetzliche Covered Bonds aus Japan (insbesondere im Vergleich zu den derzeit ausstehenden vertraglich geregelten EUR-Benchmarks) bereithält. Daher würden wir auch hier einen gewissen Wachstumspfad mit potenzielle weiteren Instituten ausmachen. In Singapur könnte hingegen unter anderem durch die kürzlich erfolgte Anhebung des Emissionslimits weitere Emittenten die Refinanzierung über Covered Bonds in Angriff nehmen. Ein aus unserer Sicht vielversprechender Kandidat ist Standard Chartered Singapore. Des Weiteren könnten sich in den Niederlanden weitere Emittenten der CPT-Struktur abkehren und zu Bonds mit Soft Bullet-Struktur wechseln. Zuletzt sehen wir in Ungarn einen Markt, der in 2021 sein potenzielles Revival im EUR-Benchmarksegment feiern und damit den Kreis der aktiven EUR-Benchmarkjurisdiktionen erweitern könnte. Einen weiteren Einfluss, wenn auch eher in die entgegengesetzte Richtung, dürften Fusionen unter Covered Bond-Emittenten haben. So ist der Zusammenschluss der Intesa Sanpaolo und UBI Banca in Italien bereits beschlossene Sache, während in Spanien mehrere Institute ebenfalls über Zusammenschlüsse sprechen. Eine Entwicklung, die vor dem Hintergrund der Folgen der Pandemie gepaart mit den ohnehin schon bestehenden Herausforderungen für Kreditinstitute nicht nur auf den südeuropäischen Raum begrenzt sein dürfte und den Druck für Konsolidierungen innerhalb des Bankensektors global in den kommenden Jahren erhöhen könnte.

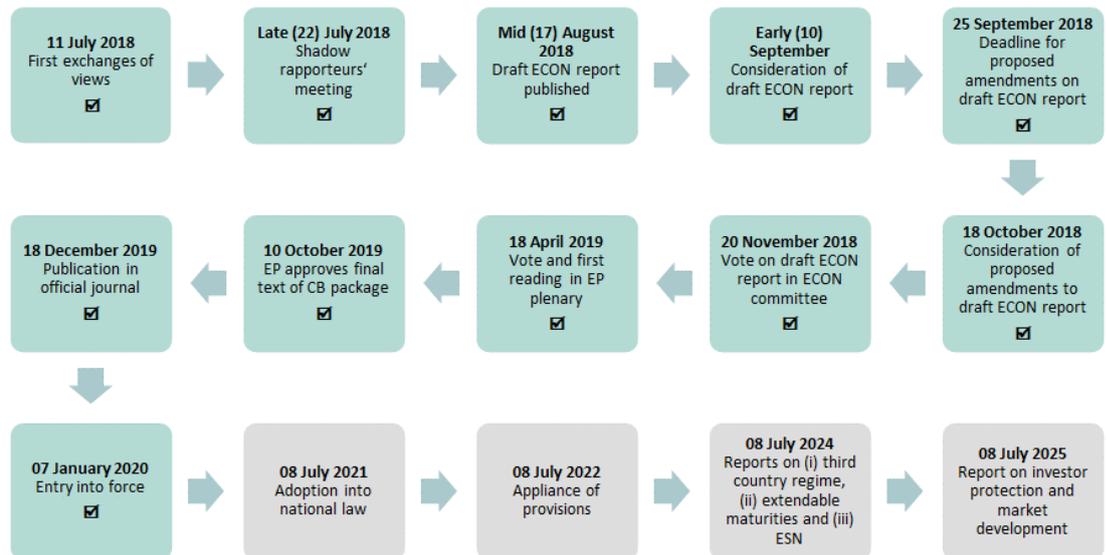
Wachstumspfad von ESG-Anleihen dürfte sich auch in 2021 fortsetzen

Nachdem in den Jahren 2018 und 2019 ESG-Covered Bonds in Höhe von EUR 6,0 Mrd. bzw. EUR 6,5 Mrd. im EUR-Benchmarksegment platziert wurden, waren es trotz des krisengeprägten Verlaufs in 2020 bereits EUR 7,75 Mrd. Drei Deals (EUR 2,25 Mrd.) waren dabei Debütemissionen im ESG-Segment. Analog zum Gesamtmarkt für ESG-Anleihen prognostizieren wir für Covered Bonds im Jahr 2021 ein weiter steigendes Volumen an Deals mit grünen, sozialem und nachhaltigen Charakter, auch wenn der Gesamtmarkt für EUR-Benchmarks in 2021 rückläufig sein wird. Neben den bereits am Markt aktiv gewesenen Instituten dürften sich dabei weitere EUR-Benchmarkemittenten mit Emissionen in diesem Subsegment beschäftigen und in 2021 auf ihre Investoren zu gehen. Neben den ökologischen und gesellschaftlichen Aspekten von ESG-Anleihen ist dabei nicht zu vernachlässigen, dass Covered Bonds im ESG-Format den eigenen Investorenkreis erweitern können, da neben klassischen Covered Bond-Investoren bei ESG-Transaktionen zusätzlich Investoren mit explizit nachhaltigem Anlageverhalten angesprochen werden, für die weniger die Assetklasse als der ESG-Charakter im Vordergrund steht. Einen signifikanten Einfluss sowohl auf das Angebot als auch das Pricing zeichnet sich unserer Ansicht nach derzeit für ESG-Anleihen dabei jedoch nicht ab.

Covered Bond-Harmonisierung: Wichtige Deadline in Juli 2021

Nachdem das Maßnahmenpaket zur Harmonisierung des europäischen Covered Bond-Marktes – bestehend aus einer Richtlinie und einer Verordnung – zu Beginn des laufenden Jahres in Kraft trat, steht im Juli kommenden Jahres der nächste wichtige Meilenstein dieser Initiative an. So müssen zum 08. Juli 2021 die Vorgaben der Richtlinie durch die nationalen Gesetzgeber in nationales Recht umgesetzt sein. Eine verbindliche Anwendung jener Vorgaben muss hingegen erst spätestens zum 08. Juli 2022, da zu diesem Zeitpunkt auch erst die Vorgaben der Verordnung, deren Inhalt keine weitere Umsetzung in nationales Recht erfordert und unmittelbar für alle Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums gilt, anzuwenden sind. Da es sich bei dem 08. Juli 2022 jedoch um den spätmöglichen Termin zur verbindlichen Anwendung der Vorgaben handelt, können die nationalen Gesetzgeber ihre Anpassungen durchaus schon früher zur verbindlichen Anwendung bringen. So sollen Teile der in Deutschland vorgeschlagenen Änderungen (bspw. die gesetzliche Einführung der Möglichkeit zur Laufzeitverlängerung von Pfandbriefen) spätestens zum 08. Juli 2021 in Kraft treten, andere Teile der rechtlichen Anpassungen hingegen erst ab dem 08. Juli 2022. 2021 wird mit Blick auf die juristische Emissionsgrundlage also durchaus eine Vielzahl an Anpassungen bspw. in Bezug auf verlängerbare Laufzeitstrukturen bereithalten. Signifikante Auswirkungen auf die Spreadentwicklung und/oder Primärmarktentwicklungen erwarten wir von dieser Seite aktuell kurzfristig jedoch nicht. Vielmehr sehen wir in den Vorgaben der Covered Bond-Richtlinie, welche wir mehr als Mindeststandards und weniger als Harmonisierung bezeichnen würden, einen langfristigen Nutzen, welcher zu einem transparenteren Markt führen sollte und damit auch einen positiven Effekt auf das emittierte Volumen sowie die Anzahl an Emittenten sowie Jurisdiktionen haben dürfte.

Zeitplan der Harmonisierungsbemühungen



Quelle: Europäische Kommission, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Der Brexit und seine Folgen für UK Benchmarks

Der Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union bleibt auch nicht ohne Konsequenzen für UK Benchmarks. Dieser Umstand wird insbesondere beim Blick auf die Spreadentwicklungen für UK Covered Bonds offenkundig. Gleichwohl rechtfertigt die nach Ende der Übergangsfrist geltende regulatorische Einklassifizierung von UK Benchmarks mit bestenfalls einem Risikogewicht gemäß CRR von 20% bzw. einer unserer Erachtens zu erwartenden Eignung als Level-2A-Asset im Kontext der LCR-Ermittlung die aktuellen Spreadniveaus nicht vollumfänglich. Schließlich weisen die Emissionen kanadischer Institute (ebenfalls 20% Risikogewicht sowie LCR-Level 2A) durchaus engere Spreads auf. Insofern erachten wir die Spreadniveaus als sentimentgetrieben und nicht fundamental begründet. Dies gilt vor dem Hintergrund der Annahme, dass es trotz nicht auszuschließender konjunktureller Rückschläge durch den Brexit nicht zu maßgeblichen und nachhaltigen Belastungen der Kreditqualität der UK Benchmarkprogramme kommen wird.

Covered Bond-Nachfrage in 2021: EZB wird das Bild weiter prägen

Auch im Jahr 2021 werden die Ankaufprogramme der EZB das Bild prägen. So wird das Eurosystem als Nachfrager insbesondere im Rahmen des CBPP3 sowohl am Primär- als auch Sekundärmarkt aktiv sein. Tendenziell wird sich damit auch das Crowding Out der Real Money-Investoren fortsetzen. Neben den Ankaufaktivitäten haben auch weitere Maßnahmen der Notenbanker das Potenzial auf die Covered Bond-Nachfrage einzuwirken. Zu nennen wäre hier das allgemein niedrige Zinsniveau und die damit verbundenen Renditen aber auch der Staffelnzins, der für Banken mit freien Kapazitäten in Bezug auf die von der Verzinsung mit der Deposit Rate befreiten Liquiditätsreservepositionen eine geringere Nachfrage nach Anlagen mit negativer Rendite indiziert. Auf der anderen Seite dürfte sich der ESG-Trend auch auf die Covered Bond-Nachfrage dahingehend auswirken, dass sich Nachfrage in Richtung gedeckter Emissionen verschiebt, die auf Basis von grünen oder sozialen Rahmenwerken begeben wurden.

Fazit

Mit einem Volumen an EUR-Benchmarks in 2021 von EUR 105 Mrd. erwarten wir im kommenden Jahr eine Erholung des Marktes im Vergleich zum Jahr 2020, jedoch noch keine Rückkehr zum Niveau des Vorjahres 2019. Sowohl auf der Angebots- als auch Nachfrageseite wird das nächste Jahr maßgeblich durch die Geldpolitik der EZB sowie den weiteren Pfad der Pandemie beeinflusst bleiben. Mit Blick auf die Spreadentwicklung dürfte der Markt basierend auf historischen Saisonalitätsmustern und der sich daraus fürs erste Halbjahr prognostizierten negativen Net Supply von weiterhin einengenden Spreads charakterisiert sein. Für die zweite Jahreshälfte erwarten wir aktuell hingegen eine nahezu ausgeglichene Nachfrage/Angebots-Situation, wodurch sich Spreads seitwärts bewegen sollten. Mehr als in den Vorjahren sind unsere Prognosen dabei mit einem erhöhten Prognoserisiko behaftet, da nicht zuletzt der Pandemieverlauf insbesondere in der zweiten Jahreshälfte 2020 seine schwierige Vorhersehbarkeit unter Beweis gestellt hat.

SSA/Public Issuers

Outlook 2021: Corona und EZB beherrschen öffentliche Hand

Autor: Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Öffentliche Emittenten zwischen Pandemie und EZB-Ankaufprogrammen

Unseren Ausblick auf die letzte EZB-Sitzung des Jahres vorangestellt, gehen wir im Basisszenario davon aus, dass die EZB nicht nur ihren Instrumentenkasten überdenkt, sondern auch handeln wird. So scheint es, als würden sie das Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) erneut aufstocken und zudem die Laufzeit strecken wird ([siehe separater Artikel](#)). Dabei wäre dann fast schon nebensächlich, ob und wie zusätzlich das Expanded Asset Purchase Programme (EAPP) ausgeweitet und/oder verlängert werden wird, in welchem ebenfalls vorrangig Titel öffentlicher Emittenten erworben werden (Public Sector Purchase Programme; PSPP). Damit wäre der größte Teil der Nachfrageseite durch einen einzigen Player abgedeckt. Die EZB wird auch über das Jahr 2021 hinaus als „Staubsauger“ auf dem SSA-Sekundärmarkt agieren. Staatsfinanzierung durch die Vordertür, sprich am Primärmarkt, wird auch weiterhin untersagt bleiben. Jedoch halten auch die institutionellen Investoren eine Menge trockenes Pulver bereit: Sicher nicht nur, um in das Segment ESG (Anlagekriterien: Environment, Social, Governance) zu investieren, sondern auch, um ihre LCR-Portfolien zu steuern oder Asset-Liability-Management zu betreiben und folglich Aktiv- und Passivseite der Bilanz in Einklang zu bringen. So zeigten zum Beispiel die bisherigen fünf SURE-Transaktionen der EU, dass sie mehr als 13-fach überzeichnet waren und die Orderbücher zwar EUR 522 Mrd. betragen, jedoch „nur“ EUR 39,5 Mrd. zugeteilt wurden. Den überwiegenden Rest bezeichnen wir – trotz möglicherweise inflationierter Orderbücher – als „trockenes Pulver“ für 2021. Somit ist der Anlagenotstand der institutionellen Investoren schnell beschrieben, wenn auch nach Jahren der Niedrigzinsphase weiterhin Bonds mit deutlich negativen Renditen und/oder Spreads gezeichnet werden (müssen).

EZB: Viel hilft viel?

Auch das Jahr 2021 dürfte für das SSA-Segment somit ganz im Zeichen des expansiven geldpolitischen Kurses der EZB stehen. Von einer Ankündigung der Notenbank, die monatlichen Wertpapierkäufe einzustellen, sind wir unseren Analysen nach weit entfernt. Somit ebnet die EZB ein Stück weit den Weg für seitlich tendierende Spreads für den gesamten Jahresverlauf 2021. Zumindest erwarten wir keine technisch getriebene Spreadausweitung am Rentenmarkt, wenngleich eine sentimentgetriebene Ausweitung bei einer 3. Welle möglich wäre (Corona-Schock wie im März/April 2020). Dies gilt insbesondere für die bei uns im Fokus stehenden europäischen Supranationals und Agencies sowie deutsche Bundesländer. Aber auch andere Regionen innerhalb des Eurowährungsraums mit deutlichen geringerem Angebot an Anleihen (so zum Beispiel belgische oder französische Regionen) sind hiervon betroffen. Überseeregionen wie in Kanada oder Down Under profitieren ebenfalls vom Niedrigzinsumfeld mit Blick auf ihre Refinanzierung, sind jedoch auch teilweise stärker von der Pandemie betroffen als Deutschland. Dies gilt auch für nicht vorher-sagbare Naturkatastrophen wie Waldbrände, wodurch das Emissionsvolumen in der Vergangenheit bereits mehrfach unterjährig anstieg. Die EZB-Ratsmitglieder sowie das dem Rat vorstehende Direktorium haben klare Aussagen bisher vermieden und alle Entscheidungen auf die finale Sitzung in 2020 geschoben. Im Folgenden wollen wir davon unabhängig unsere Einschätzungen für 2021 vorstellen.

Der (Net) Supply muss noch differenzierter als in der Vergangenheit betrachtet werden

Mittlerweile haben die meisten Emittenten ihre Refinanzierung für das laufende Jahr (weitestgehend) abgeschlossen bzw. befinden sich auf der Funding-Zielgeraden. Insgesamt dürfte es 2020 zu EUR-Benchmarkemissionen (der von uns analysierten SSAs) in einer Größenordnung von über EUR 300 Mrd. gekommen sein. Nach z.B. rund EUR 190 Mrd. in 2017 oder EUR 166 Mrd. in 2019 ist dies pandemiebedingt ein erheblicher Anstieg. Dass deutsche Bundesländer teilweise zwei Nachtragshaushalte in ihren jeweiligen Landtag einbringen mussten, haben wir Anfang 2020 so nicht kommen sehen. Zudem war nicht zu erwarten, dass nicht nur die EZB mit ungeahnten Summen agiert und hantiert, auch die Europäische Union hat bis dato entschieden gehandelt und bis 2026 noch sehr viel vor. Dies wird das Fundingvolumen in 2021 (und darüber hinaus) ebenfalls maßgeblich beeinflussen. Für das kommende Jahr gehen wir folglich – mit einer gewissen Unsicherheit behaftet – von EUR-Benchmarkemissionen von knapp EUR 400 Mrd. aus. Dies würde dem Volumen von zwei Jahren kumuliert entsprechen rückblickend gesehen auf die letzten zehn Jahre, um nicht zu sagen jemals. Aufgrund der Pandemielage war nach einem ersten Spreadschreck ein sehr hoher Aktionismus insbesondere in EUR-Benchmarks festzustellen. Selbst BAYERN und SAXONY kehrten an den Kapitalmarkt zurück – zwei echte und zugleich rare Alternativen im besten Ratingsegment. Da das Angebot auf eine unverändert hohe Nachfrage treffen wird, könnten die Spreads gerade zu Jahresbeginn vergleichsweise wenig reagieren. Sonst traf hier ein überproportional hohes Angebot auf eine reduzierte (Notenbank-)Nachfrage. Aber den Einstieg in den Ausstieg aus den quantitativen Maßnahmen misslang der EZB auf unverschuldete Art und Weise pandemiebedingt. Je nach Impfstofflage könnten die Spreads sogar erst noch einmal nachgeben, bevor sie sich in etwa auf dem jetzigen Niveau stabilisieren und bis Jahresende in einem recht engen Kanal seitwärts laufen dürften.

Kreditermächtigungen deutscher Bundesländer: 2020 vs. 2021e (in EUR Mrd.)

	2020	2021e
Baden-Württemberg	17,63	14
Bayern	22,33	5
Berlin	11,30	6
Brandenburg	4,30	3
Bremen	4,94	4
Hamburg	5,06	3
Hessen	9,82	7
Mecklenburg-Vorpommern	2,35	2
Niedersachsen	16,18	11
Nordrhein-Westfalen	40,17	25
Rheinland-Pfalz	5,11	8
Saarland	2,00	2
Sachsen	6,79	2
Sachsen-Anhalt	2,10	3
Schleswig-Holstein	4,97	4
Thüringen	1,59	2
Summe	156,64	101

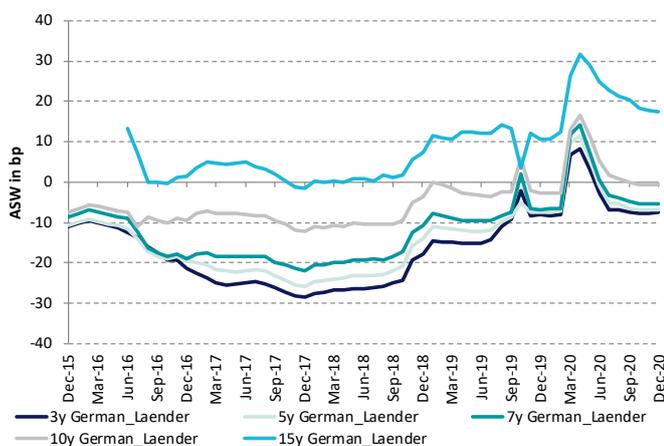
e = estimate

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

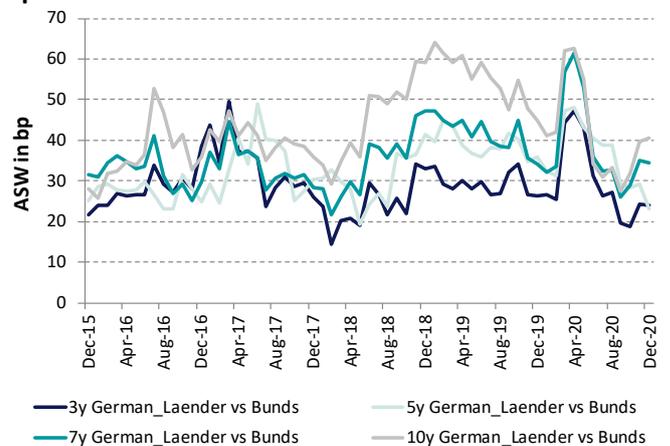
Bundesländer mit niedrigerem Funding als 2020 erwartet, aber höher als 2019

Im Bereich der Regional Bonds stellen die Anleihen deutscher Bundesländer den mit Abstand bedeutendsten Sub-Sovereign-Markt dar – in 2020 haben hier die 16 Länder ihren Vorsprung und somit ihre Bedeutung erneut ausgebaut. Zuvor war allerdings seit Jahren ein Rückgang der Fundingvolumina festzustellen. Für 2021 rechnen wir brutto mit der Platzierung neuer Anleihen im Umfang von über EUR 100 Mrd. Demgegenüber stehen Fälligkeiten in Höhe von knapp EUR 75 Mrd. In beiden Fällen handelt es sich nicht nur um Benchmark-Anleihen, jedoch dürfte der Trend eines positiven Net Supplys somit vorgezeichnet sein und die Relevanz deutscher Länderanleihen in diesem Segment erneut unterstreichen. In den Jahren zuvor profitierten die Haushalte der Bundesländer von der soliden konjunkturellen Entwicklung in Deutschland. Sowohl die gesamtwirtschaftliche Entwicklung pre-Corona als auch die in die Zukunft gerichteten Stimmungsindikatoren deuteten auf eine Fortsetzung des robusten gesamtwirtschaftlichen Umfeldes hin, was sich bis Corona positiv auf die Einnahmen- und Ausgabensituation der öffentlichen Haushalte ausgewirkt hatte. Zum anderen war die Haushaltsdisziplin der Bundesländer vor dem Hintergrund der seit 2020 auch auf Länderebene geltenden Schuldenbremse bereits sehr viel ausgeprägter als in der Vergangenheit. Im Jahr der Aktivierung der Schuldenbremse hätten sich wohl auch selbst die größten Pessimisten nicht träumen lassen, dass diese umgehend aufgrund einer Notlage außer Kraft gesetzt werden muss. Dies ist gesetzlich vorab so eingeplant gewesen mit der Hoffnung, diesen Passus nie bis selten ziehen zu müssen, und wenn dann eher aufgrund einer „normalen“ Rezession. Das für 2021 von uns erwartete und gegenüber 2020 zwar rückläufige Primärmarktangebot, historisch gesehen aber immer noch extrem hohe Volumen, sollte aus unserer Sicht dazu führen, dass die notenbankinduzierten Spreadbewegungen in diesem Segment sehr begrenzt bleiben. Da bei der Refinanzierung der Bundesländer in den letzten Jahren eine stärkere Fokussierung auf lange Laufzeiten zu erkennen war, dürfte dies aus unserer Sicht auch im kommenden Jahr Bestand haben. Mit Stand vom 30. November 2020 wurden seit 2015 über 440 unterschiedliche deutsche Anleihen erworben. Demgegenüber stehen weniger als 90 ISINs von anderen europäischen, regionalen Emittenten (u.a. VDP, IDF, WALLOO, FLEMSH, MADRID).

Spreadbewegungen deutscher Bundesländer



Spreads Bundesländer vs. Bunds



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research; Daten vom 30.11.2020 eod

Andere europäische Regionen im Rahmen des PSPP

Während die deutschen Bundesländer vermutlich bereits wie beschrieben agieren werden, schauen wir auch immer wieder auf die französischen Regionen Île-de-France (IDF) und Ville de Paris (VDP) oder auch auf die belgischen Regionen (u.a. FLEMISH und WALLOO, vgl. [Ausgabe der Vorwoche](#)). Insbesondere die Franzosen tun sich auch immer wieder als grüne Emittenten hervor. Auch aus Madrid kam wieder verstärkt Supply, immerhin wurde diese Region bereits mit 19 unterschiedlichen ISINs in die Bücher des Eurosystems gebucht. Durch das Raster wird auch 2021 unverändert die Generalitat de Catalunya fallen. Das Rating der spanischen Autonomen Gemeinschaft Katalonien (Ticker: GENCAT) liegt weiterhin nicht im Bereich „Investment Grade“ und ist daher auch nicht für das Eurosystem ankaufbar. Andere spanische Regionen hingegen sind schon in nennenswertem Umfang angekauft worden, wie die nachstehende Tabelle zeigt. Auch weniger bekannte Ticker wie die belgischen LCFB und BRUCAP tauchen hier auf. In besagten Regionen erwarten wir in 2021 ebenfalls anziehende Fundingaktivitäten, wie u.a. zuletzt die Benchmarkanleihen aus NIE-DOE, WALLOO oder LCFB unterstrichen. Aber auch GOVMAD sowie AZORES verstärkten den Trend mit ihren Sub-Benchmarks. Interessant ist unverändert, dass nicht ein einziger Bond einer italienischen Region erworben wurde. Wahrscheinlich ist der Gesamtmarkt italienischer Staatsanleihen hinreichend groß, um nicht von BTPs abweichen zu müssen und den Kapitalschlüssel dennoch einhalten zu können. Dies gilt auch für Österreich.

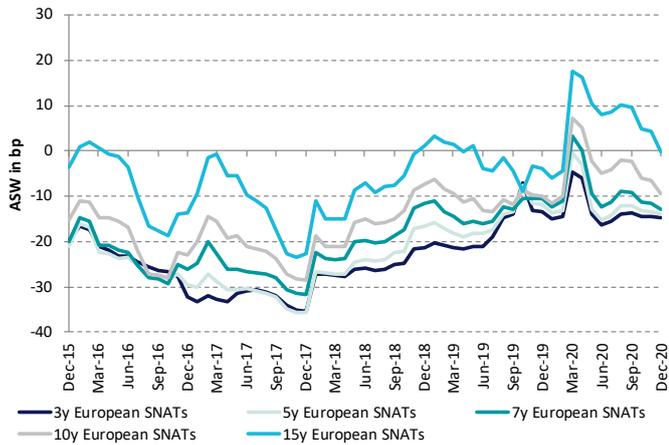
EZB-Ankaufliste für das PSPP – regionale europäische Emittenten²

Emittent	Jurisdiktion	Anzahl bereits angekaufter ISINs	Emittent	Jurisdiktion	Anzahl bereits angekaufter ISINs
BADWUR	DE	20	IDF	FR	4
BAYERN	DE	10	VDP	FR	3
BERGER	DE	46	MADRID	ES	19
BREMEN	DE	37	CASTIL	ES	5
BRABUR	DE	18	BASQUE	ES	10
HESEN	DE	43	ARAGON	ES	1
HAMBRG	DE	24	ANDAL	ES	4
NIESA	DE	52	BALEAR	ES	1
MECVOR	DE	3	JUNGAL	ES	2
NRW	DE	70	NAVARR	ES	1
RHIPAL	DE	32	WALLOO	BE	10
SAARLD	DE	8	FLEMISH	BE	12
SCHHOL	DE	32	LCFB	BE	5
SAXONY	DE	4	BRUCAP	BE	3
SACHAN	DE	6	GOVMAD	PT	1
THRGN	DE	16	AZORES	PT	2
BULABO	DE	1			
LANDER	DE	22			
Summe	Σ	444	Summe	Σ	83

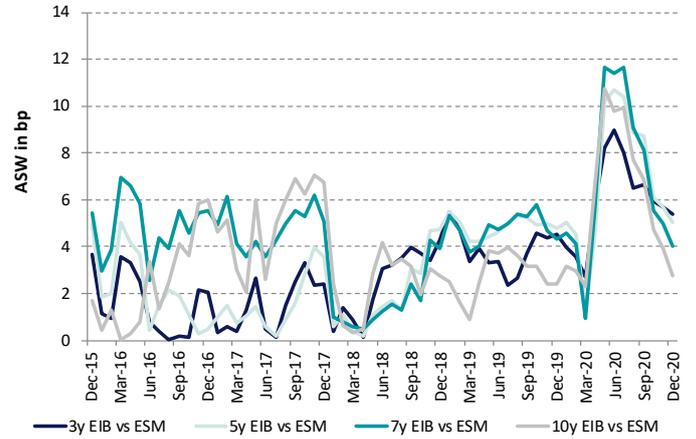
Supranationals unabhängig vom Brexit im Bann politisch-pandemischer Entscheidungen

Die Supranationals stellen nach wie vor eine wichtige Kategorie im SSA-Universum dar. Ein im Regelfall sehr gutes Rating, die hohe Liquidität sowie regulatorische Vorzüge sprechen auch weiterhin für die Anleihen supranationaler Emittenten. Der nach wie vor nicht zu Ende verhandelte Brexit trifft ggf. die EIB als Emittenten am stärksten, da Großbritannien einen der größten Anteile an der supranationalen Entität hält. Vertraglich erwarten wir jedoch erst in den kommenden Jahren eine Einigung bzgl. des eingezahlten Kapitals bzw. der möglichen Umwandlung stiller Reserven und alte Anleihen bleiben auf jeden Fall ohnehin noch unter der Haftung des „alten“ Regimes. Die Gouverneure der EIB, Europas Finanzminister, haben 2019 einstimmig vereinbart, dass der Brexit die Finanzierungstätigkeit und das Geschäftsmodell der EIB nicht beeinträchtigen werde. Der UK-Anteil am eingezahlten Kapital der EIB vor dem Brexit beläuft sich auf EUR 3,5 Mrd. (Rückzahlung in zwölf jährlichen Raten nach dem Brexit), hinzu kommen EUR 35,7 Mrd. nicht eingefordertes Kapital. Das nicht eingeforderte Kapital des Vereinigten Königreichs fällt am Brexit-Tag weg und wird durch eine entsprechende Haftung des Vereinigten Königreichs ersetzt. Zuletzt brachten Rumänien und Polen zusätzliches Kapital ein, sodass die EIB eine höhere Kapitalbasis hat als vor dem Brexit. Ein regelmäßiger Akteur am Primärmarkt wird die EIB dennoch bleiben, die wir mit einem Fundingziel zwischen EUR 65-75 Mrd. – erneut aufgeteilt auf eine Vielzahl unterschiedlicher Währungen – erwarten. Auf europäischer Ebene wird das Bild insgesamt von einigen großen Adressen bestimmt: So lässt sich etwa die Ausweitung der EUR-Benchmarkemissionen in diesem Jahr zu einem großen Teil auf den spürbar gestiegenen Fundingbedarf der EU im Rahmen ihres SURE-Programmes zurückführen. Dies gilt auch für 2021 bzw. wird sogar noch ausgebaut, da auf die bisherigen EUR 39,5 Mrd. noch EUR 60,5 Mrd. folgen werden, gepaart mit den ersten Milliarden des NGEU-Programms („Next Generation EU“: Covid-19-Aufbaupaket). Im Rahmen ihrer eigentlichen Tätigkeit hatte die EU in der Vergangenheit oft weder positiven noch negativen Net Supply. Die Fälligkeiten in 2021 in Höhe von EUR 10 Mrd. werden wie gehabt verlängert. Wir erwarten über EUR 150 Mrd. an zusätzlichem Funding der EU (alles EUR-Benchmarks, teilweise Social und Green). Für den ESM erwarten wir für das kommende Jahr einen Net Supply von „nur“ EUR 2,0 Mrd., während EUR 8 Mrd. an neuer Ware auf den Markt drängen (Fälligkeiten somit EUR 6 Mrd.). Dies gilt vorbehaltlich und mit Ausschluss der bisher nicht bezifferbaren ECCL und Corona-Notfallhilfen des ESM. Für die EFSF erwarten wir abermals eine (deutliche) Reduktion der Neuemissionen (nach z.B. EUR 28,0 Mrd. in 2018 und EUR 49,0 Mrd. in 2017) auf nun EUR 16,5 Mrd. Demgegenüber stehen Fälligkeiten in Höhe von EUR 24 Mrd. Dies entspricht einem negativen Net Supply von EUR 7,5 Mrd. für die EFSF. Hier erwarten wir auch keinerlei Planänderungen. Zudem rechnen wir damit, dass der ESM auch weiterhin mit mindestens einer USD-Anleihe im kommenden Jahr an den Markt kommen wird. Interessant wird zudem sein, wann und wie schnell sich wirklich eine Transformation des ESM in einen Europäischen Währungsfonds (EWF) ergibt – analog zum IWF. Apropos Transformation und politischer Wille: Der Verlust der Einlage Großbritanniens könnte perspektivisch Spreeffekte bei der EIB nach sich ziehen. Aktuell sind solcherlei Entwicklungen allerdings nicht zu erkennen und auch für 2021 halten wir entsprechende Aufschläge für wenig wahrscheinlich, da wir auch keine Ratingveränderung(en) erwarten. Interessant wird sein, wie die sich gerade in Erneuerung bzw. im Umbau befindliche Kapitalmarktstruktur der EIB auf das Segment „Green Bonds“ auswirken wird. Hinzu gesellen sich bis 2026 rund EUR 225 Mrd. Green Bonds der EU sowie mindestens weitere EUR 60 Mrd. Social Bonds allein in 2021. Die EU dominiert diese Segmente in EUR-Benchmarks auf kurze bis mittlere Sicht mit frischem Material.

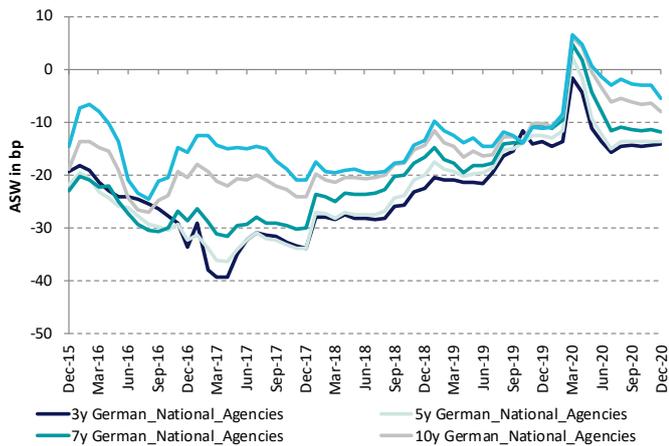
Spreadbewegungen europäischer Supranationals



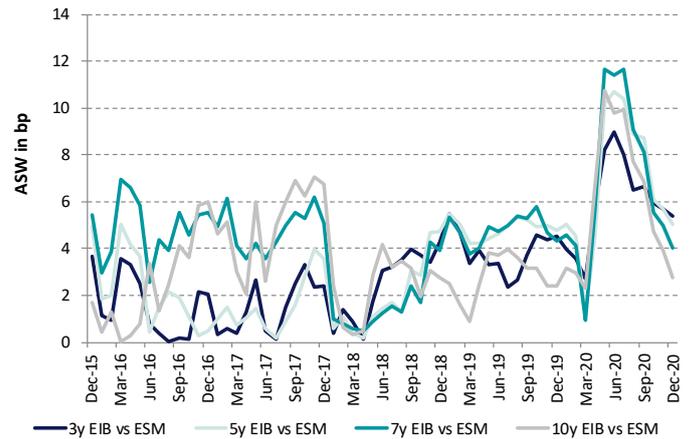
Spreads EIB vs. ESM



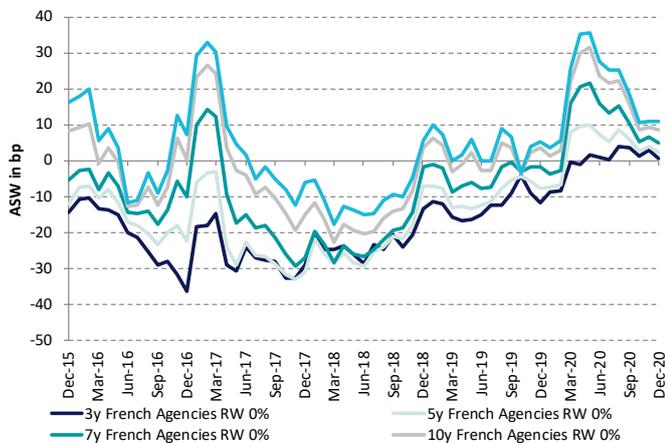
Spreadbewegungen deutscher nationaler Agencies



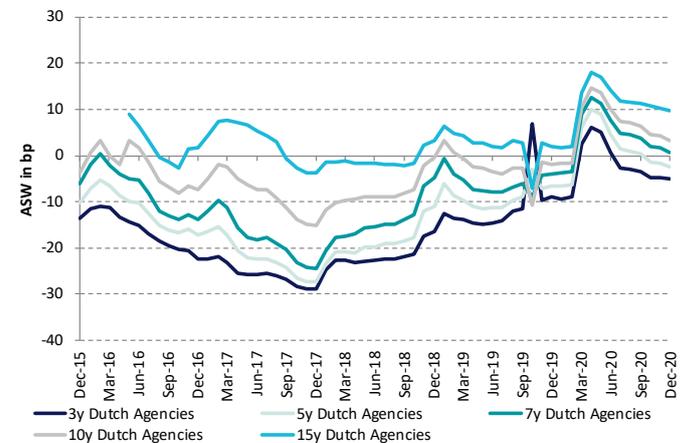
Spreads National/Regional Agencies – Deutschland



Spreadbewegungen französischer Agencies (10%)



Spreadbewegungen niederländischer Agencies



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research; Daten vom 30.11.2020 eod

Deutsche Agencies insgesamt mit stabilem Net Supply

Für den deutschen Agency-Markt rechnen wir insgesamt mit einem stabilen Net Supply bei einem Rückgang der Volumina für klassische Förderprogramme. Vieles wird auch in 2021 durch Corona überlagert sein. Nichtsdestotrotz gehen wir bei dem dominantesten Marktteilnehmer, der KfW, von einem erheblichen Fundingvolumen aus, wenngleich hier auch Töpfe der Bundesregierung wie z.B. der Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF) angezapft werden können. Im Fall der KfW schwankte daher das Fundingvolumen erheblich und wurde im Jahresverlauf nach unten angepasst. Lag der Bedarf 2019 noch bei über EUR 80 Mrd., wurde die Zahl für 2020 von EUR 75 Mrd. auf EUR 65 Mrd. heruntergenommen. In unseren Augen dürfte sich das Gesamtfunding 2021 erneut im Rahmen von EUR 65-75 Mrd. bewegen. Demgegenüber steht ein Fälligkeitsvolumen in Höhe von EUR 66,6 Mrd. Der Net Supply wäre bei einem Erwartungswert von EUR 70 Mrd. dementsprechend positiv (EUR +3,4 Mrd.). Zum anderen ist das Funding deutscher Agencies (dieses Segment beinhaltet nicht nur Förderbanken) in der Vergangenheit auch durch Winding-down Agencies wie FMSWER oder ERSTAA getrieben, die naturgemäß in immer geringerem Umfang ihre Abbauportfolien refinanzieren. Diese beiden Emittenten werden nicht im Rahmen der Ankaufprogramme PSPP und PEPP seitens des Eurosystems erworben und bieten immer einen gewissen Pick-up gegenüber den Förderbanken bei ähnlichem Rating. Wie bereits bei den deutschen Bundesländern rechnen wir hier bei den bekannten Adressen nicht mit steigenden Spreads, da sie weiterhin im Rahmen der quantitativen Steuerung vom Eurosystem nachgefragt werden. Insgesamt gehen wir für den deutschen Markt davon aus, dass die Fundamentalanalyse für die einzelnen Emittenten wieder stärker in den Vordergrund rückt und neben den Nettoinvestitionen die Reinvestments des Eurosystems jedwede Spreadsteigerungen dämpfen.

Franzosen dominieren heterogenen Agency-Markt vor Niederländern und Nordics, Überseeregionen kaum prognostizierbar

Erinnern wir uns kurz an das Fundingziel der EU für 2020: EUR 800 Mio. Pandemiebedingt stieg es auf über EUR 41 Mrd. für 2020 an. Ähnliches galt für UNEDIC, welche mit EUR 3 Mrd. starteten, ihr Fundingziel mehrfach unterjährig nachjustierten und nun statt bei zuletzt vermeldeten EUR 19 Mrd. bereits bei über EUR 20,5 Mrd. liegen. Nicht im Detail betrachten wollen wir daher an dieser Stelle französische Agencies (sowohl Risikogewicht 0% als auch 20%), da dieses gezeichnete Bild der Unsicherheit auch für CADES gilt. Klar ist, dass Player in diesem Segment - wie z.B. UNEDIC und CADES – weiter erhebliche Fundingvolumina am Primärmarkt zu platzieren haben und auch im ESG-Segment unterwegs sein werden. Die Pandemielage ist dynamisch, insbesondere in unserem Nachbarland, aber eine Punktprognose wäre an dieser Stelle unseriös. Deutlich stabiler und vorhersagbarer sind hingegen die niederländischen Förderbanken BNG und NWB. So wird das Funding der BNG für 2021 voraussichtlich wieder bei EUR 15-16 Mrd. liegen. Zudem sind deren Sustainability Bonds sowie Social Housing Bonds bereits sehr etabliert. Ähnliches gilt für die NWB: Unter dem Bloombergticker NEDWBK begibt sie jedes Jahr circa EUR 10 Mrd. Hier tauchen ESG-Kriterien in Form von Water Bonds, Affordable Housing sowie Social Development Goals auf. Beide Niederländer diversifizieren zudem stark über Währungen – stärker diversifizieren nur die Nordics, wobei bis auf die Finnen auch kein Emittent in Euro bilanziert. Ebenfalls schwer prognostizierbar sind EUR-Benchmarks der [kanadischen Provinzen](#), [australischer Regionen](#) oder [des neuseeländischen Auckland Councils](#). Alle Emittenten bevorzugen primär ihre Heimatwährungen, nutzen den Euro nur opportunistisch, sobald sich ein Fenster auf Basis von Cross Currency (XCCY) Swaps öffnet.

ESG-Segment: Environmental (Green), Social, Governance

Das Volumen emittierter Green Bonds nahm seit der ersten Green Bond-Emission in 2007 ohnehin stark und nahezu exponentiell zu. Zwischenzeitlich stagnierte das Wachstum nach 2017 jedoch auf sehr hohem Niveau. Der Wachstumspfad schien folglich zunächst unterbrochen. Nichtsdestotrotz konnte der Meilenstein von über EUR 100 Mrd. Emissionsvolumen per annum übersprungen werden. Einen zusätzlichen Schub erhielt das ESG-Segment sowohl von der grünen Emissionsseite als auch von der Sozialen. Allein das SURE-Programm der EU besteht aus EUR 100 Mrd. Social Bonds, von denen in 2021 noch mindestens EUR 60 Mrd. zu platzieren sein werden. Auch die französischen Emittenten UNEDIC und CADES sind hier in großen Volumina unterwegs. Grundsätzlich wurde hier nicht nur auf Social Housing oder Social Inclusion gesetzt, sondern Corona wurde von zig Emittenten aufgegriffen, um den sozialen Folgen und Folgeschäden zu begegnen. Interessant wird darüber hinaus auch 2021 sein, wie die sich gerade in Erneuerung bzw. im Umbau befindliche Kapitalmarktstruktur der EIB auf das Segment „Green Bonds“ auswirken wird. Nicht nur Ursula von der Leyen will und wird die EIB grüner machen. Der Transformationsprozess ist in vollem Gange und der Weg des Erfinders der Green Bonds ist unverändert als Vorreiter zu bezeichnen. Aber auch die KfW oder Nordrhein-Westfalen haben mittlerweile eine grüne und zugleich liquide Kurve aufgebaut. Hinzu kommt der Plan der EU, in ihrem „Next Generation EU“-Programm (NGEU) mindestens EUR 225 Mrd. bis 2026 als grüne Anleihen emittieren zu wollen.

Fazit und Ausblick

Wir erwarten, dass das SSA-Segment im Jahr 2021 ganz im Zeichen von Corona, der Maßnahmen der öffentlichen Emittenten gegen die Pandemie und den Ankaufprogrammen der EZB stehen wird. Rückläufige Investments (egal ob PSPP oder PEPP) bzw. Tendenzen des Eurosystems in Richtung Drosselung sehen wir keinesfalls. Zudem erwarten wir im Basiszenario keine drastische Bewegung der Spreadlandschaft. Dies verhindern unserer Ansicht nach nicht nur die frischen Milliarden der Nettoankäufe im Rahmen von PSPP und PEPP, sondern auch die milliarden schweren Reinvestitionen in beiden Programmzweigen. Auf Sicht von drei bis fünf Jahren könnten die Spreadlevels aus dem Jahr 2016 eine realistische Zielgröße für die meisten Emittenten innerhalb unserer Coverage sein. Gespannt sind wir zudem auf die Saisonmuster, wie stark der Januar wird (allein auch wegen der EU) und ob diese bereits vor Ostern ihr SURE-Programm schließen können wird. EUR 60,5 Mrd. bedarf es dafür im I. Quartal 2021. Davon unberührt sind politische Diskussionen sowie ökonomische Entwicklungen die z.B. durch einen Handelskrieg, diverse Wahlen, einen Never-ending-Brexit und/oder die Pandemielage induziert werden könnten. Da sind die grüne Transformation der EIB, der EU und des ESM hin zu einem Europäischen Währungsfonds fast schon Randthemen – wenn auch zukunftssträchtiger Natur.

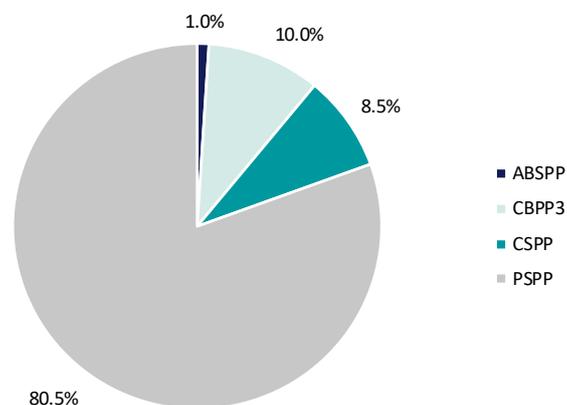
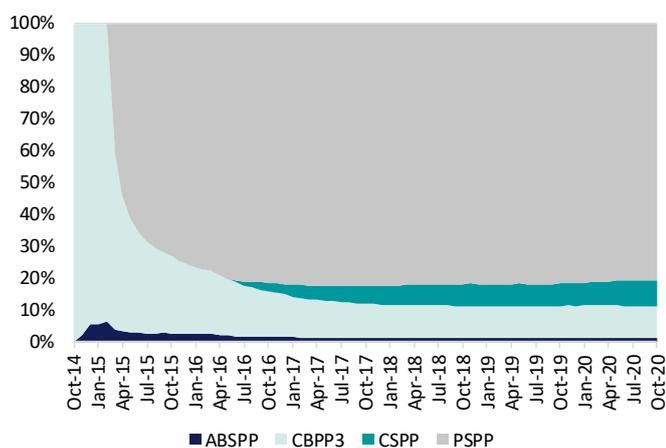
EZB-Tracker

Asset Purchase Programme (APP)

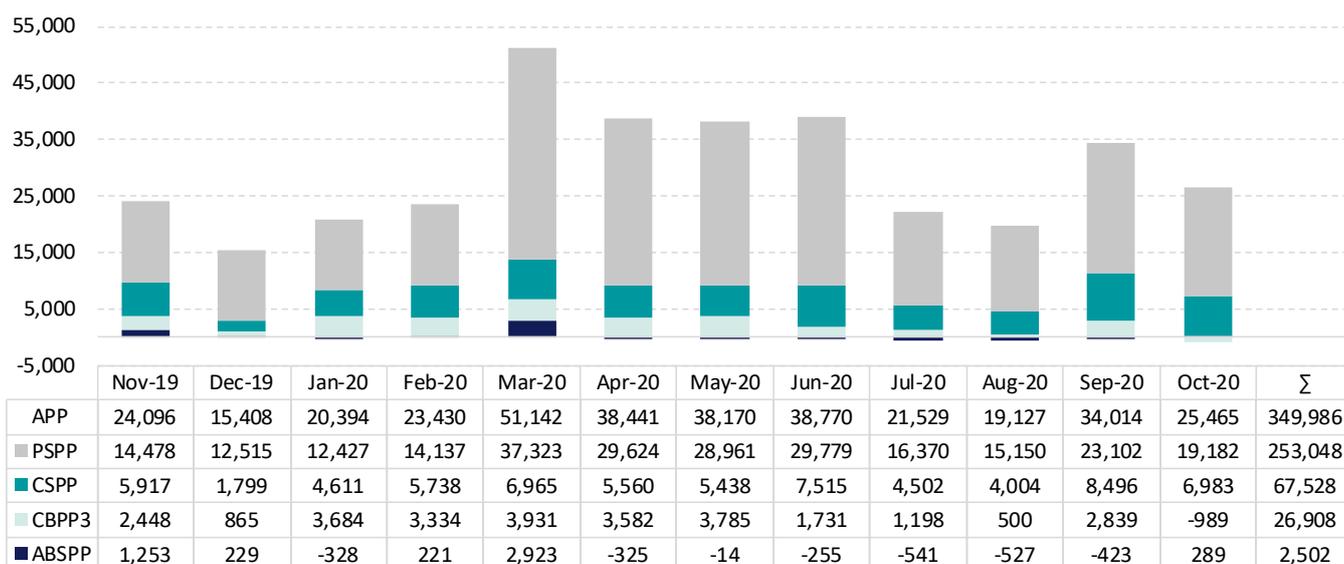
Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Sep-20	29,112	286,852	236,349	2,290,140	2,842,453
Oct-20	29,401	285,864	243,331	2,309,322	2,867,918
Δ	+289	-989	+6,983	+19,182	+25,465

Portfoliostruktur

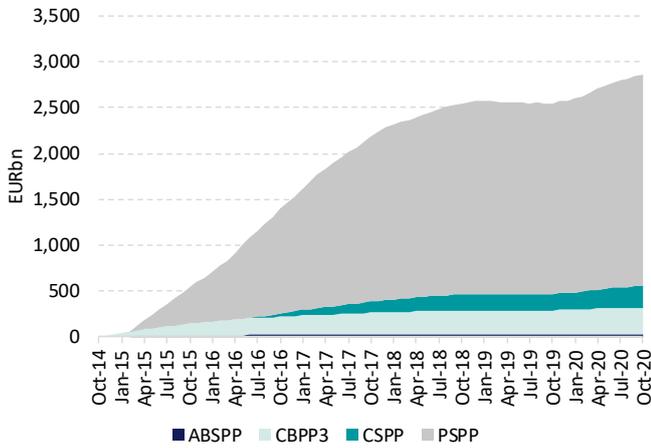


Monatliche Nettoankäufe (in EURm)

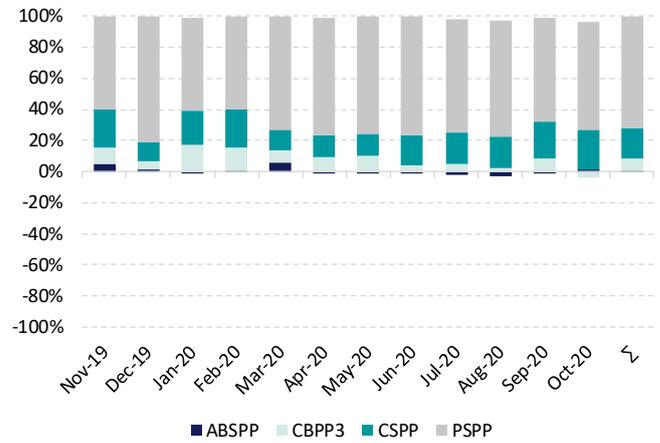


Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

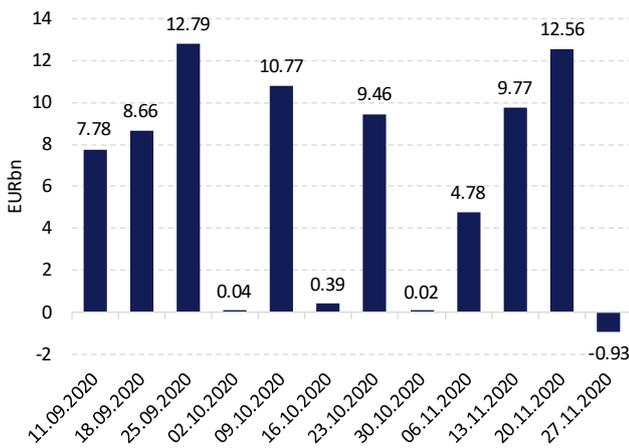
Portfolioentwicklung



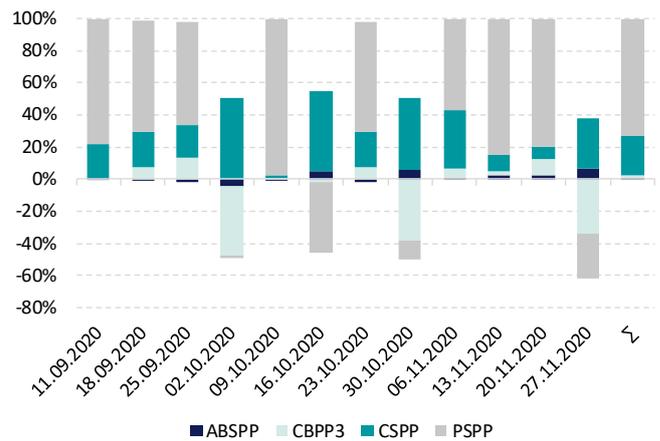
Verteilung der monatlichen Ankäufe



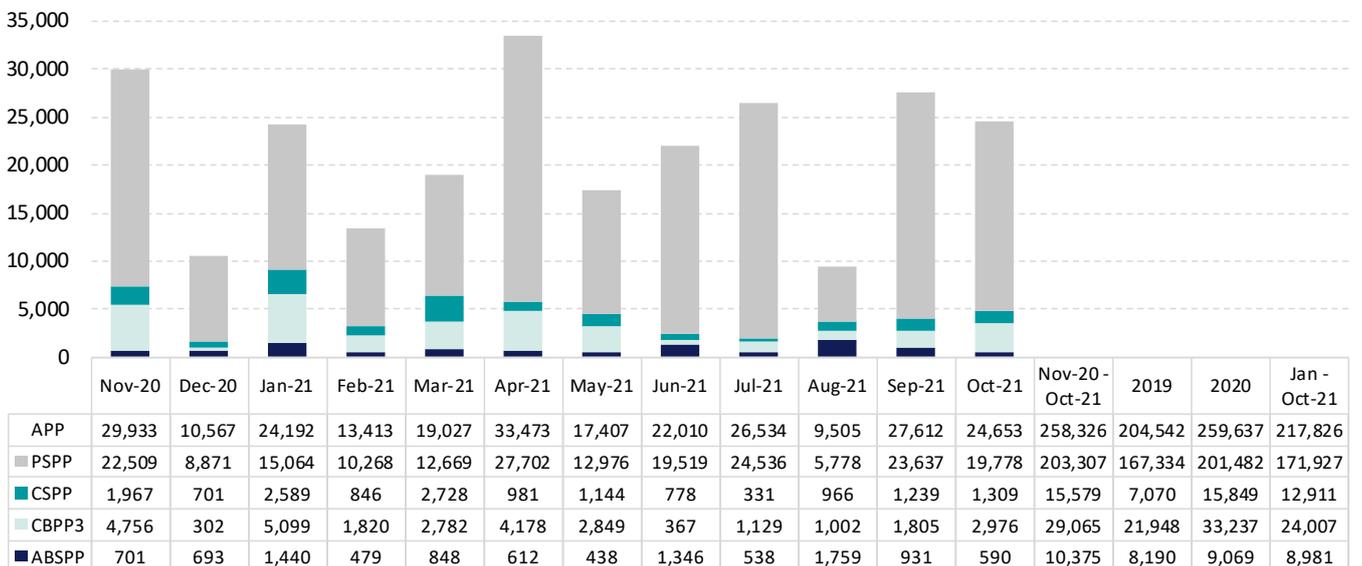
Wöchentliches Ankaufsvolumen



Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



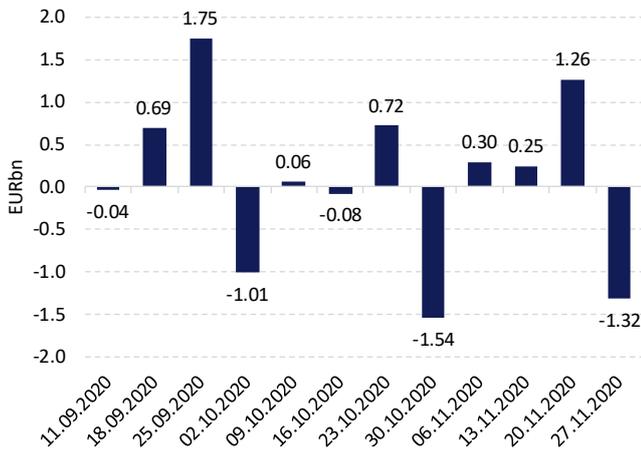
Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



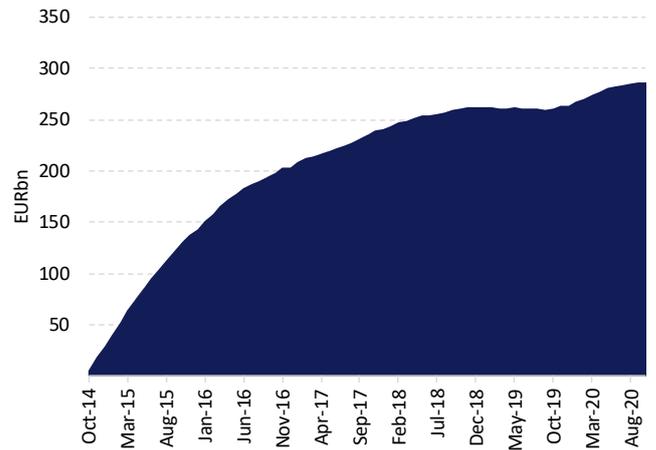
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)

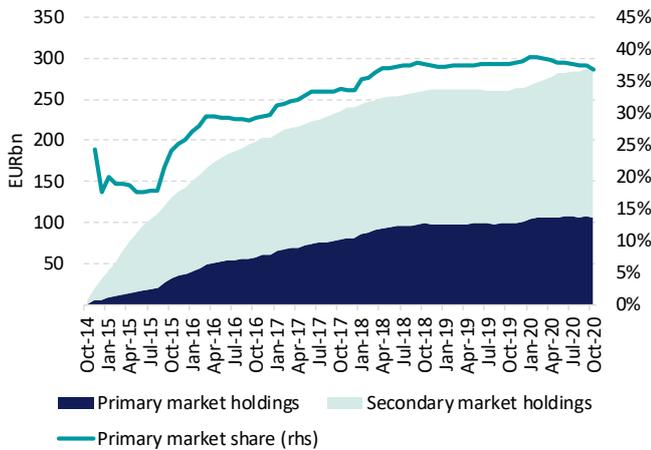
Wöchentliches Ankaufsvolumen



Entwicklung des CBPP3-Volumens



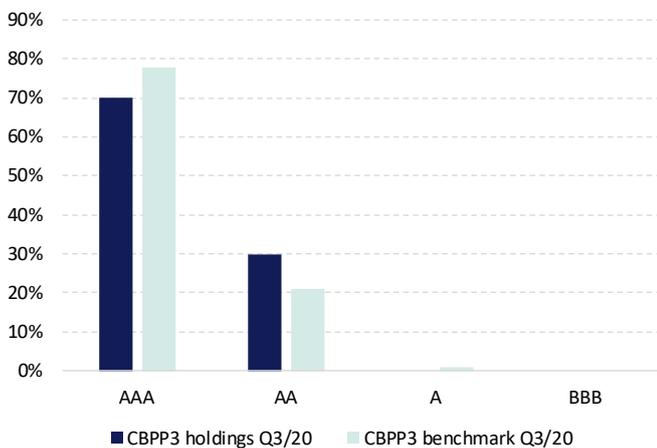
Primär-/Sekundärmarktanteile



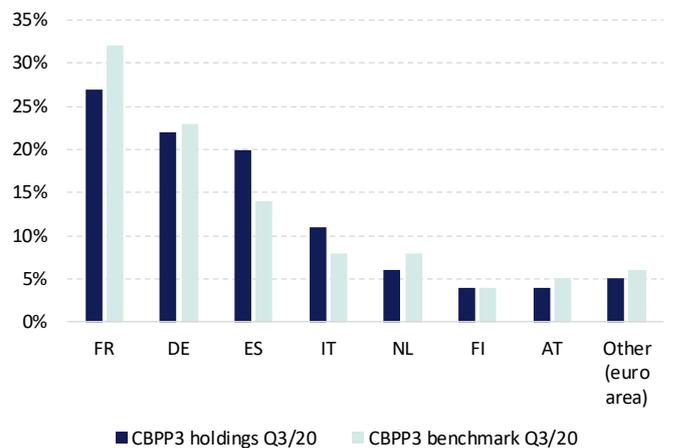
Veränderung der Primär-/Sekundärmarktanteile



CBPP3-Struktur nach Ratings

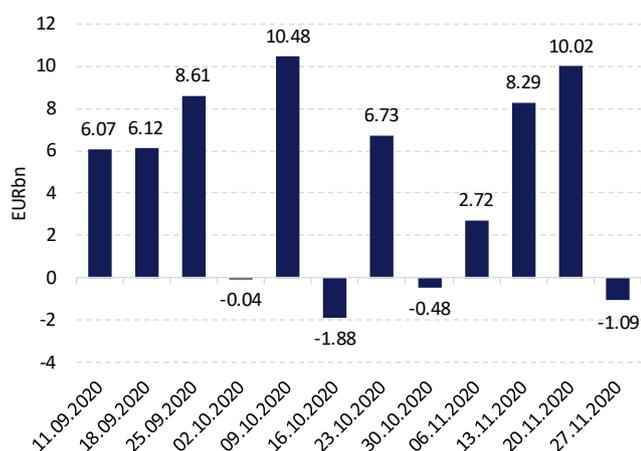


CBPP3-Struktur nach Jurisdiktionen

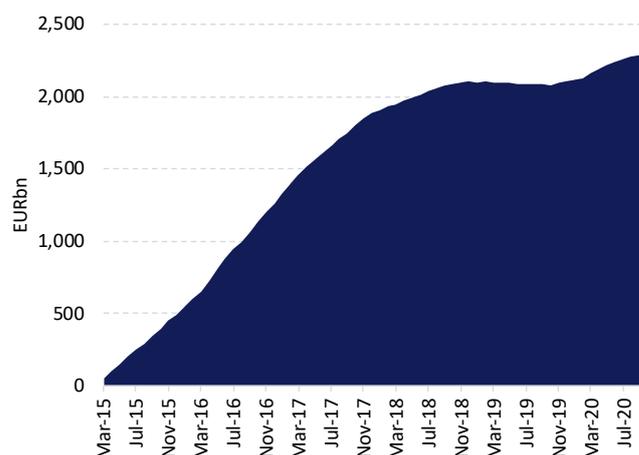


Public Sector Purchase Programme (PSPP)

Wöchentliches Ankaufsvolumen



Entwicklung des PSPP-Volumens



Gesamtverteilung der PSPP-Ankäufe per Monatsende

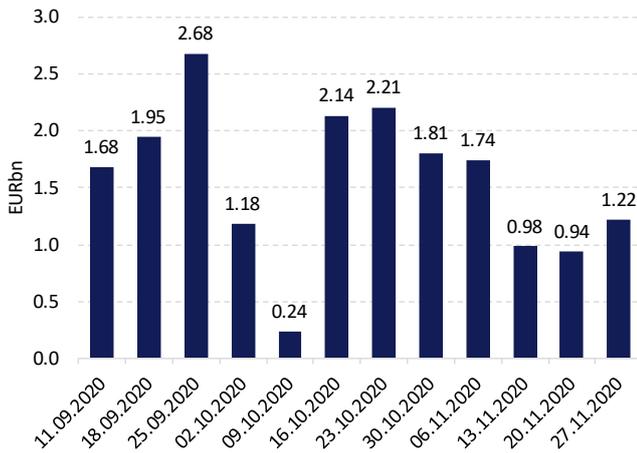
Land	Adjustierter Verteilungsschlüssel ¹	Ankäufe (EUR Mio.)	Erwartete Ankäufe (EUR Mio.) ²	Differenz (EUR Mio.)	Ø Restlaufzeit in Jahren	Marktdurchschnitt in Jahren ³	Differenz in Jahren
AT	2,701%	66.722	65.474	1.248	7,80	8,12	-0,3
BE	3,362%	84.991	81.499	3.492	8,35	10,31	-2,0
CY	0,199%	3.021	4.813	-1.792	10,00	9,16	0,8
DE	24,327%	562.019	589.701	-27.682	6,55	7,60	-1,0
EE	0,260%	225	6.302	-6.077	9,61	9,58	0,0
ES	11,004%	288.271	266.751	21.520	8,10	8,33	-0,2
FI	1,695%	34.826	41.090	-6.264	7,15	7,95	-0,8
FR	18,848%	485.477	456.888	28.589	7,15	8,13	-1,0
IE	1,563%	36.261	37.881	-1.620	8,77	9,86	-1,1
IT	15,677%	413.443	380.029	33.414	7,11	7,72	-0,6
LT	0,360%	4.365	8.716	-4.351	9,61	11,14	-1,5
LU	0,304%	2.773	7.369	-4.596	5,21	6,43	-1,2
LV	0,534%	2.851	12.947	-10.096	9,89	10,38	-0,5
MT	0,097%	1.203	2.346	-1.143	9,96	9,57	0,4
NL	5,408%	115.902	131.097	-15.195	7,57	8,49	-0,9
PT	2,160%	44.950	52.357	-7.407	7,20	7,43	-0,2
SI	0,444%	8.785	10.771	-1.986	9,29	9,97	-0,7
SK	1,057%	13.885	25.619	-11.734	8,29	8,60	-0,3
GR	0,00%	0	0	0	0,00	16,01	0,0
SNAT	10,00%	254.084	242.406	11.679	7,34	8,52	-1,2
Total / Avg.	100,0%	2.424.055	-	-	7,26	8,22	-1,0

¹ Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras und die Disqualifikation Griechenlands² Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel ³ Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit der für das PSPP ankaufbaren Anleihen

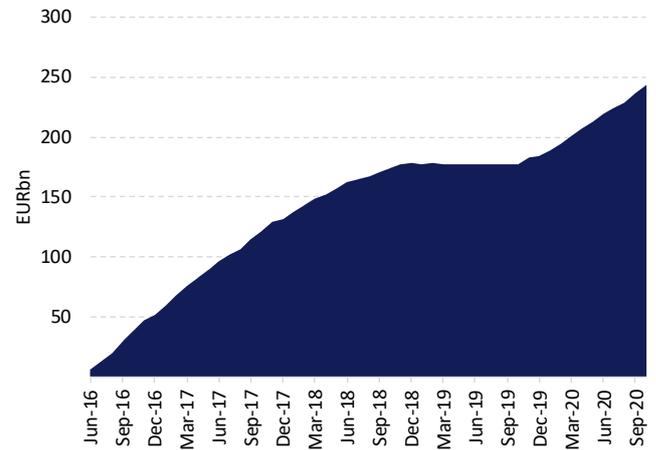
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)

Wöchentliches Ankaufsvolumen

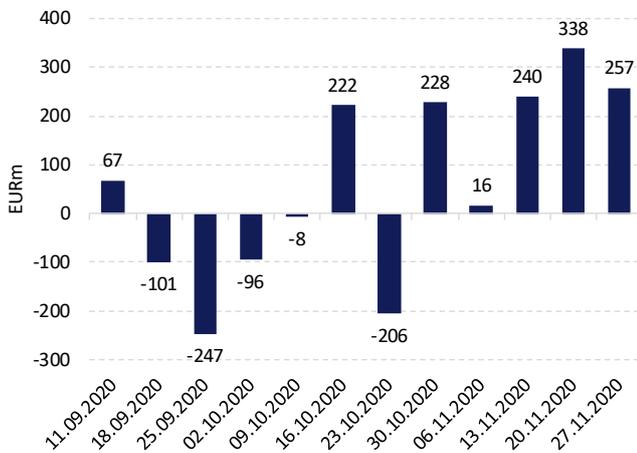


Entwicklung des CSPP-Volumens

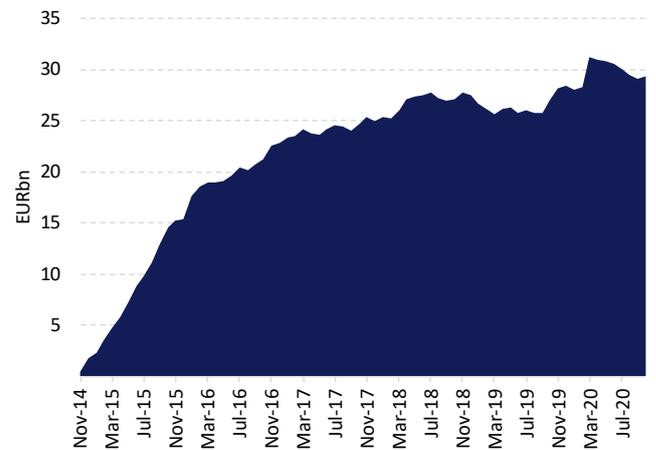


Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)

Wöchentliches Ankaufsvolumen



Entwicklung des ABSPP-Volumens



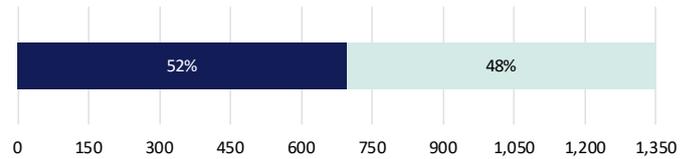
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

Volumen des Ankaufprogramms (in EURm)

	PEPP
Sep-20	567,183
Oct-20	629,169
Δ	+61,985

Bereits investiertes Volumen (in EURbn)



Geschätzte Portfolioentwicklung

Angenommenes künftiges Ankauftempo

Wöchentliches Netto-Ankaufvolumen

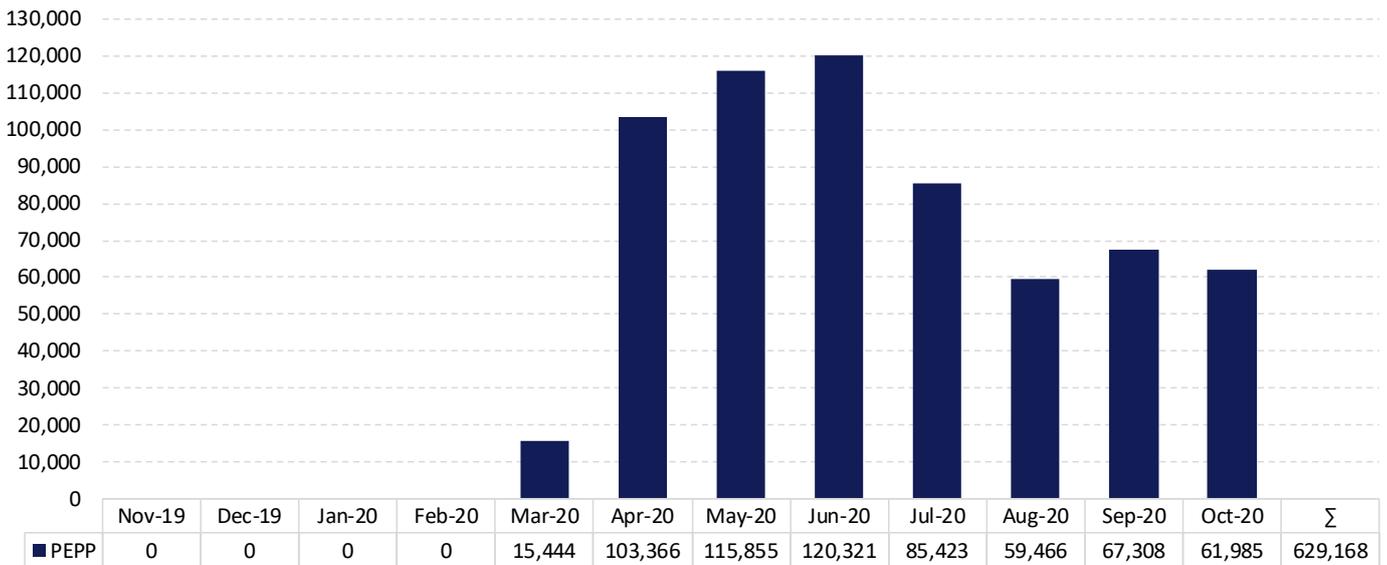
PEPP-Limit erreicht in ...

Durchschnittliches bisher angekauftes wöchentliches Nettovolumen

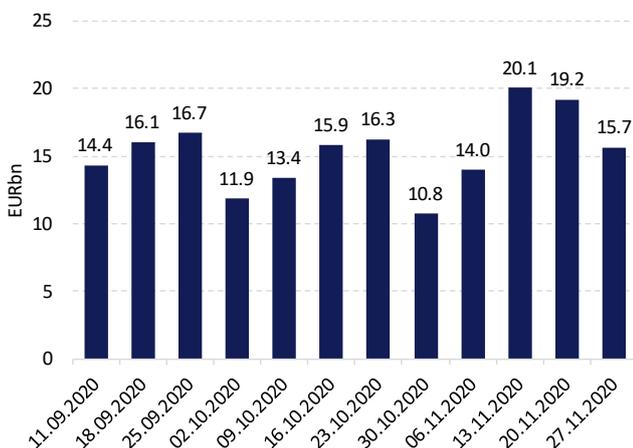
EUR 19.9bn

33 Wochen (16.07.2021)

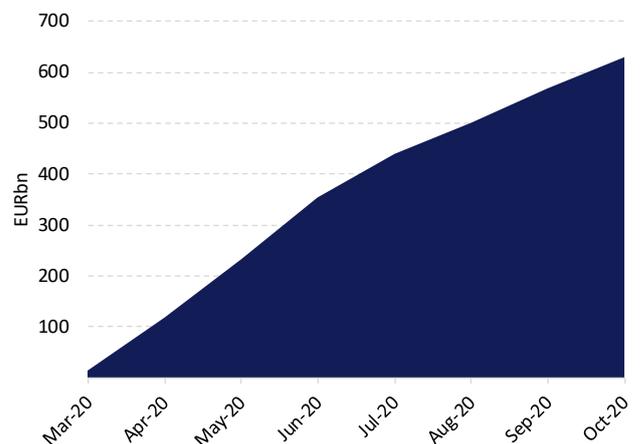
Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



Wöchentliches Ankaufvolumen



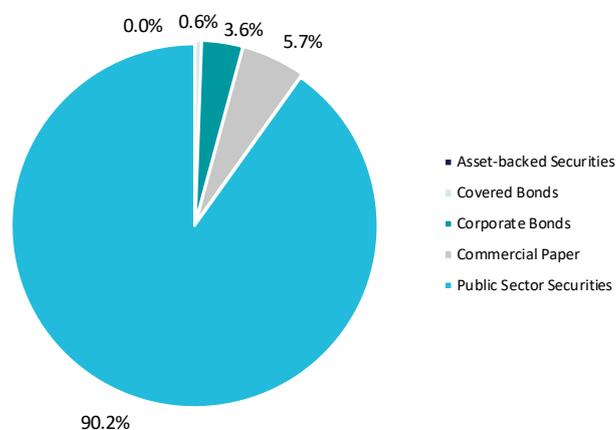
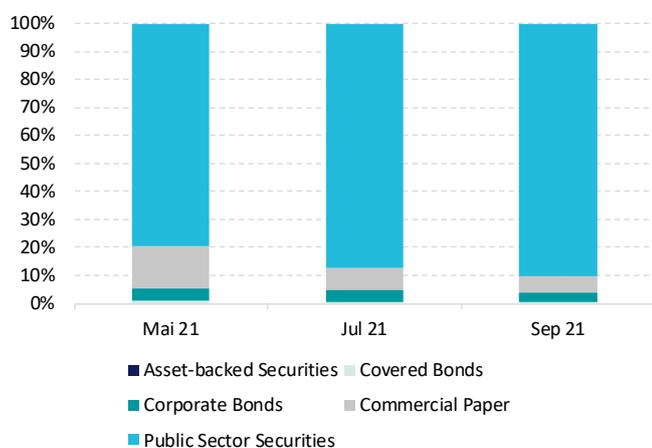
Entwicklung des PEPP-Volumens



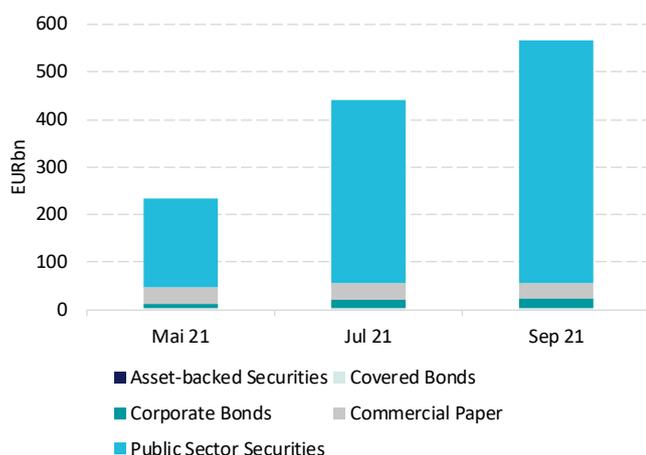
Volumina der Assetklassen (in EURm)

	Asset-backed Securities	Covered Bonds	Corporate Bonds	Commercial Paper	Public Sector Securities	PEPP
Jul-20	0	3,128	17,620	34,845	384,464	440,057
Sep-20	0	3,123	20,418	31,988	510,112	565,641
Δ	0	-5	2,798	-2,857	125,648	125,584

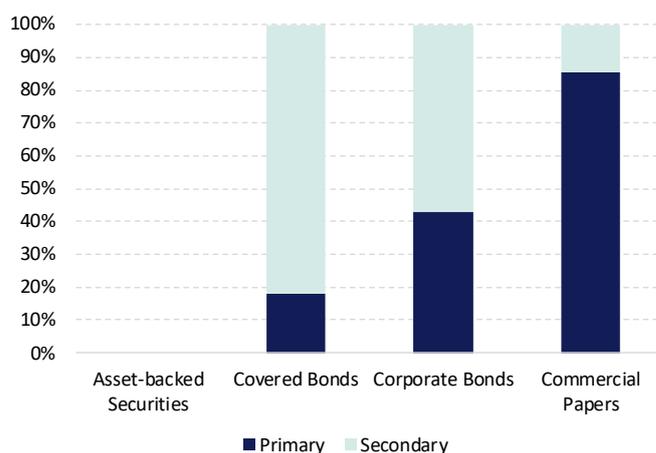
Portfoliostruktur



Portfolioentwicklung



Anteil der Primär-/Sekundärmarktankäufe



Überblick über Private Sector Assets unter dem PEPP zu Ende September 2020

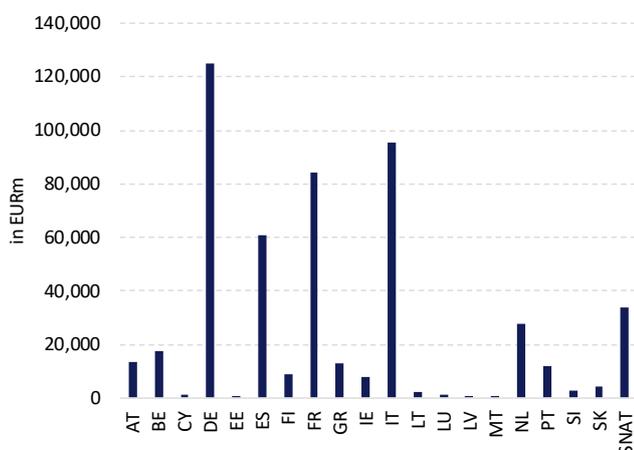
	Asset-backed Securities		Covered Bonds		Corporate Bonds		Commercial Papers	
	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär
Bestand in EURm	0	0	557	2,566	8,735	11,683	27,281	4,707
Anteil	0.0%	0.0%	17.8%	82.2%	42.8%	57.2%	85.3%	14.7%

Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

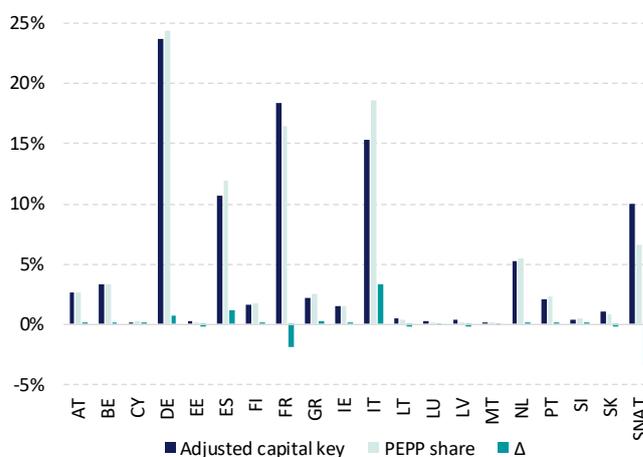
Überblick über Public Sector Assets unter dem PEPP

Jurisdiktion	Bestand (in EURm)	Adj. Verteilungsschlüssel ¹	PEPP-Anteil	Δ zum adj. Verteilungsschlüssel ²	Ø Restlaufzeit (in Jahren)	Marktdurchschnitt ³ (in Jahren)	Differenz (in Jahren)
AT	13,614	2.6%	2.7%	0.0%	10.9	7.2	3.8
BE	17,279	3.3%	3.4%	0.1%	5.9	9.4	-3.5
CY	1,194	0.2%	0.2%	0.0%	11.7	8.1	3.6
DE	125,048	23.7%	24.4%	0.7%	4.5	6.6	-2.1
EE	192	0.3%	0.0%	-0.2%	9.2	7.7	1.6
ES	61,030	10.7%	11.9%	1.2%	8.4	7.4	0.9
FI	8,688	1.7%	1.7%	0.0%	7.3	7.0	0.3
FR	84,237	18.4%	16.5%	-1.9%	9.0	7.4	1.7
GR	12,966	2.2%	2.5%	0.3%	8.3	9.1	-0.8
IE	8,028	1.5%	1.6%	0.0%	8.3	9.6	-1.3
IT	95,243	15.3%	18.6%	3.3%	7.0	6.8	0.2
LT	1,988	0.5%	0.4%	-0.1%	12.0	10.6	1.4
LU	994	0.3%	0.2%	-0.1%	6.4	6.4	0.0
LV	837	0.4%	0.2%	-0.2%	9.7	8.9	0.8
MT	238	0.1%	0.0%	0.0%	7.6	7.9	-0.4
NL	27,795	5.3%	5.4%	0.2%	3.9	7.2	-3.3
PT	11,649	2.1%	2.3%	0.2%	7.0	6.6	0.4
SI	2,481	0.4%	0.5%	0.1%	7.0	8.6	-1.5
SK	4,338	1.0%	0.8%	-0.2%	6.8	8.1	-1.3
SNAT	33,811	10.0%	6.6%	-3.4%	8.1	7.2	0.8
Total / Avg.	511,650	100.0%	100.0%	-	6.9	7.2	-0.3

Bestand Öffentlicher Anleihen nach Jurisdiktionen



Abweichungen vom adjustierten Kapitalschlüssel

¹ Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras² Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel ³ Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit der für das PEPP ankaufbaren Anleihen

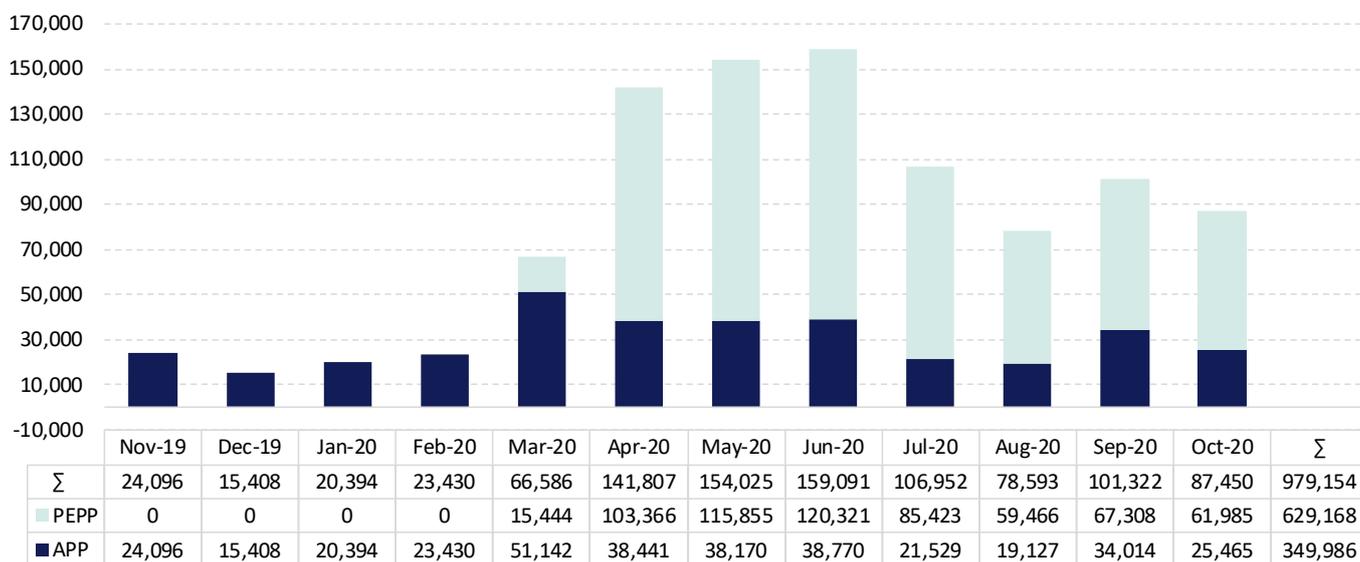
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP

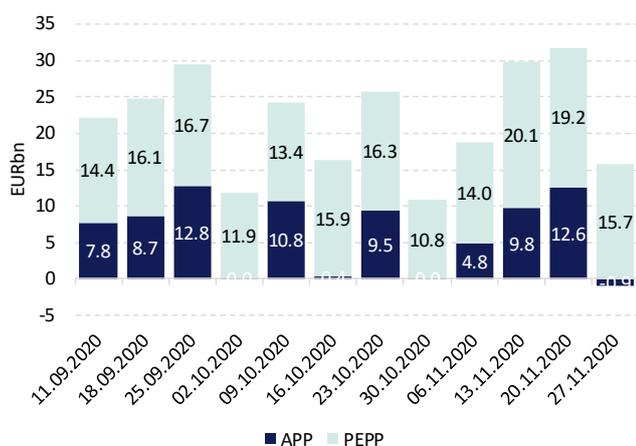
Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	APP	PEPP	APP & PEPP
Sep-20	2,842,453	567,183	3,409,636
Oct-20	2,867,918	629,169	3,497,087
Δ	+25,465	+61,985	+87,450

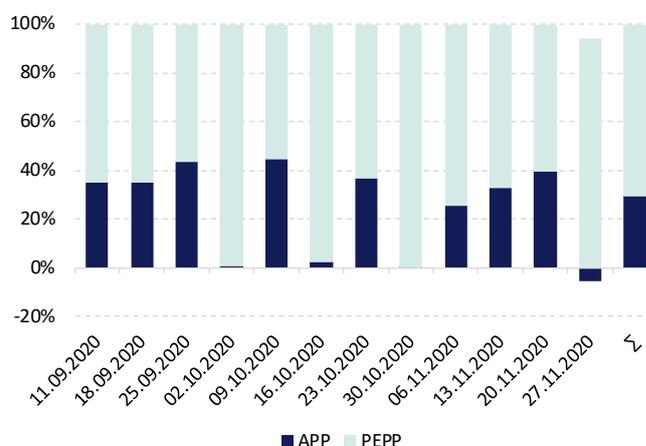
Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



Wöchentliches Ankaufvolumen



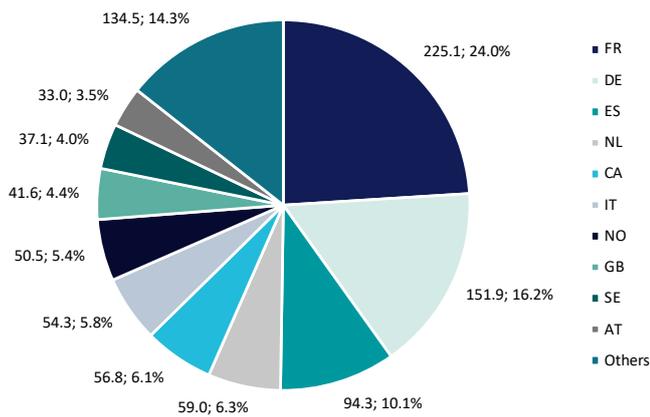
Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



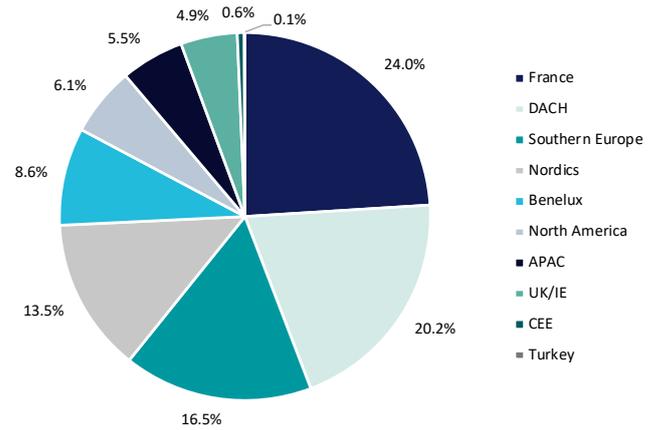
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



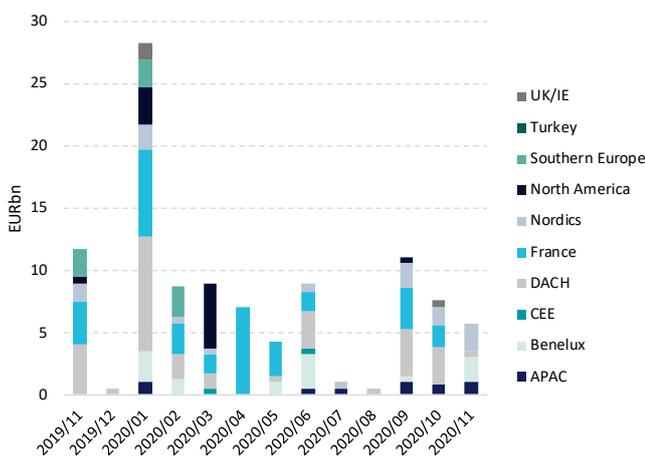
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



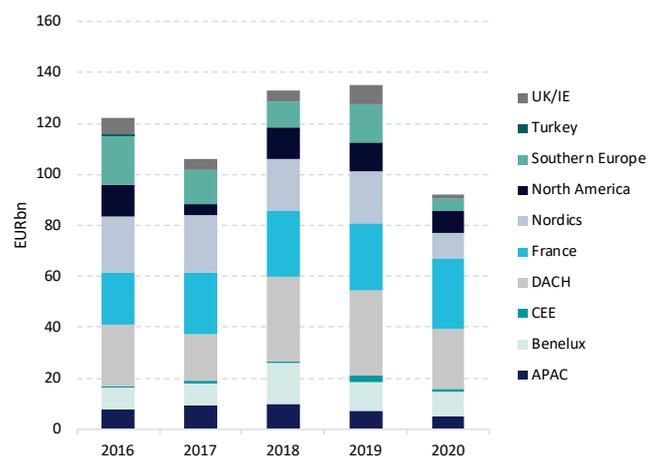
Top-10 Jurisdiktionen

Rank	Country	Amount outst. (EURbn)	No. of BMKs	There of ESG BMKs	Avg. issue size (EURbn)	Avg. initial maturity (in years)	Avg. mod. Duration (in years)	Avg. coupon (in %)
1	FR	225.1	204	7	0.97	10.1	5.5	1.26
2	DE	151.9	226	12	0.61	8.2	4.7	0.51
3	ES	94.3	75	3	1.15	11.4	4.0	1.90
4	NL	59.0	58	0	0.97	11.1	7.4	0.98
5	CA	56.8	48	0	1.16	5.9	2.9	0.32
6	IT	54.3	62	0	0.85	8.9	4.2	1.59
7	NO	50.5	57	6	0.89	7.1	3.6	0.62
8	GB	41.6	45	0	0.94	8.3	3.1	1.23
9	SE	37.1	42	0	0.88	7.3	3.4	0.56
10	AT	33.0	59	0	0.56	9.4	5.8	0.80

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

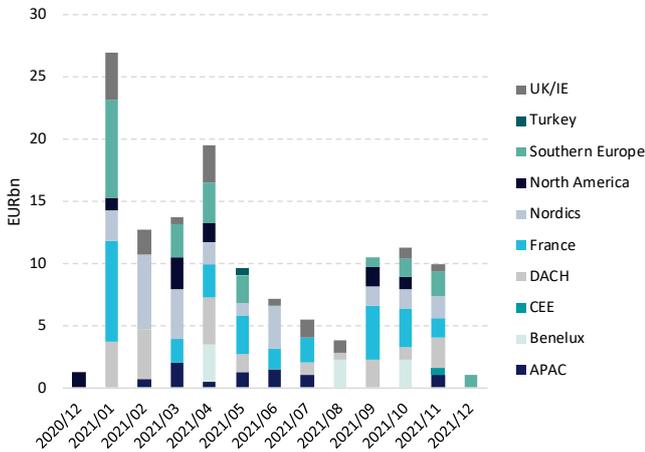


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

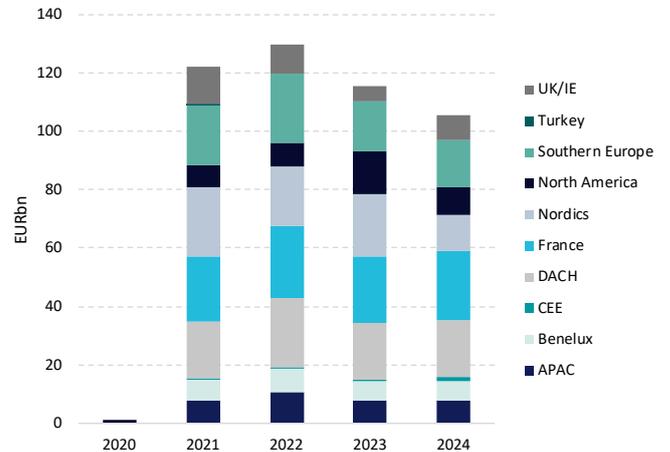


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

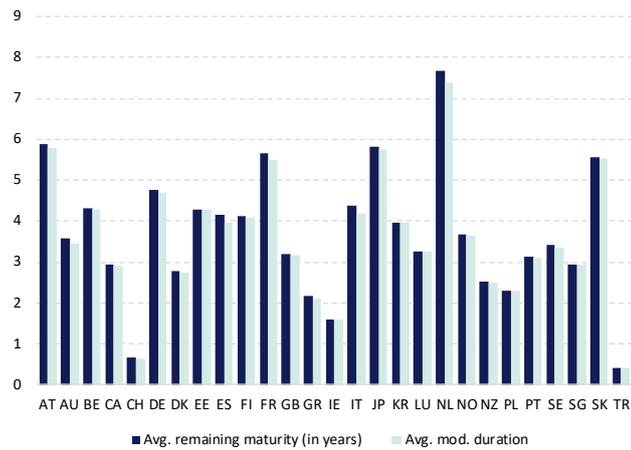
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



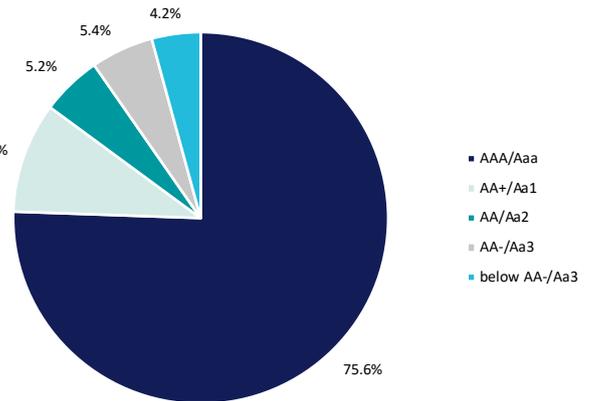
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



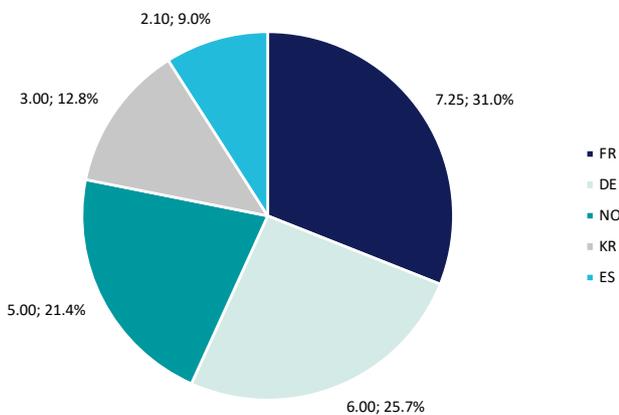
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



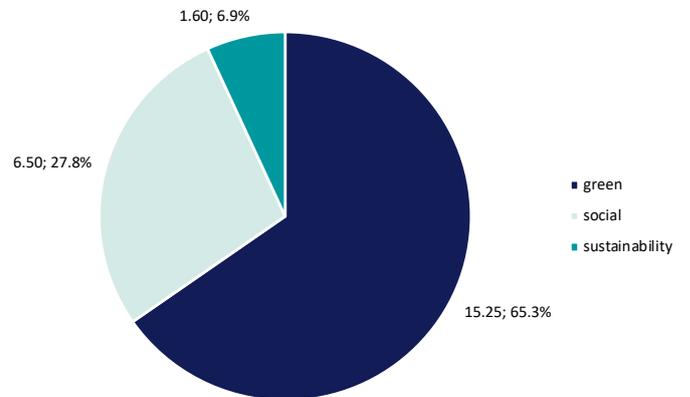
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

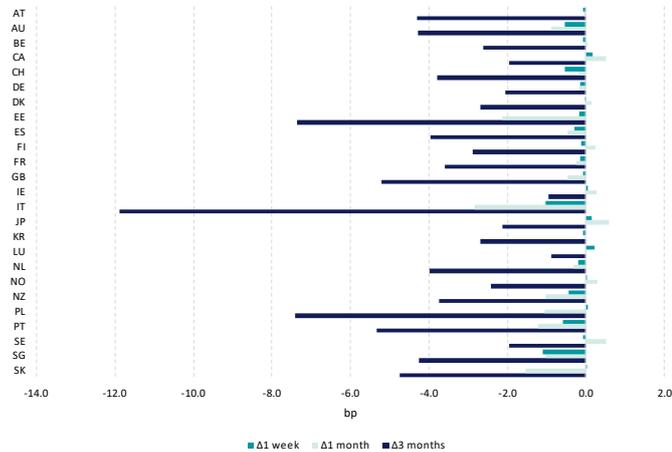


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

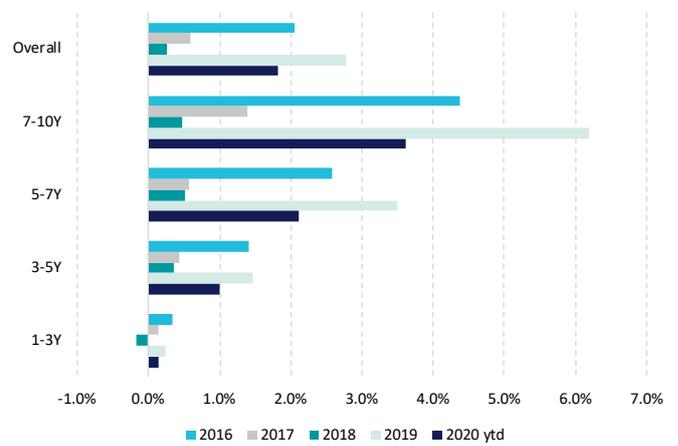


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

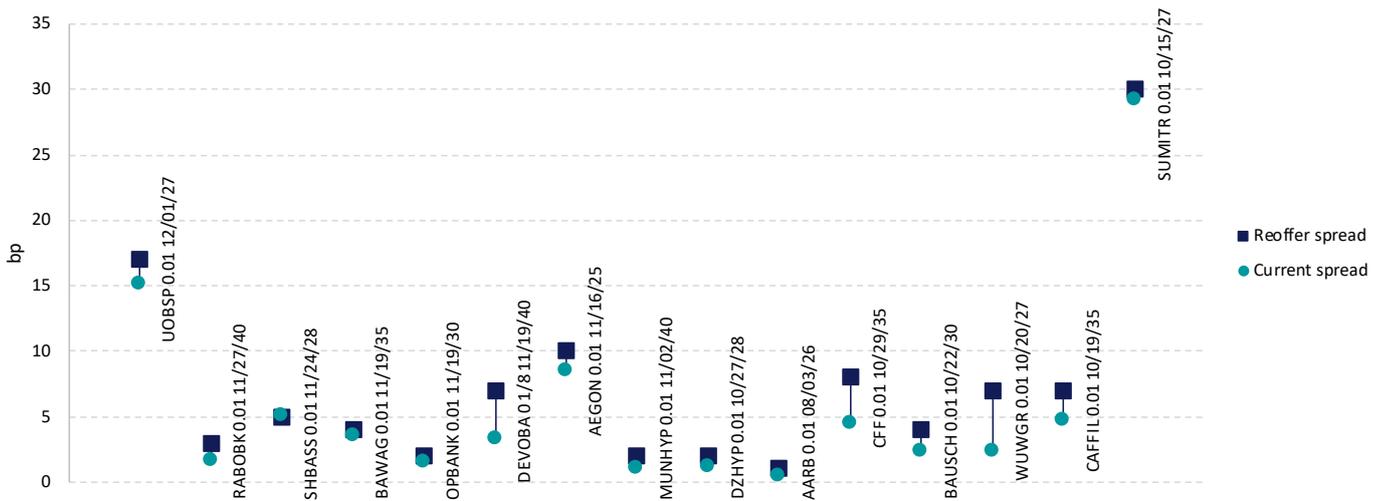
Spreadveränderung nach Land



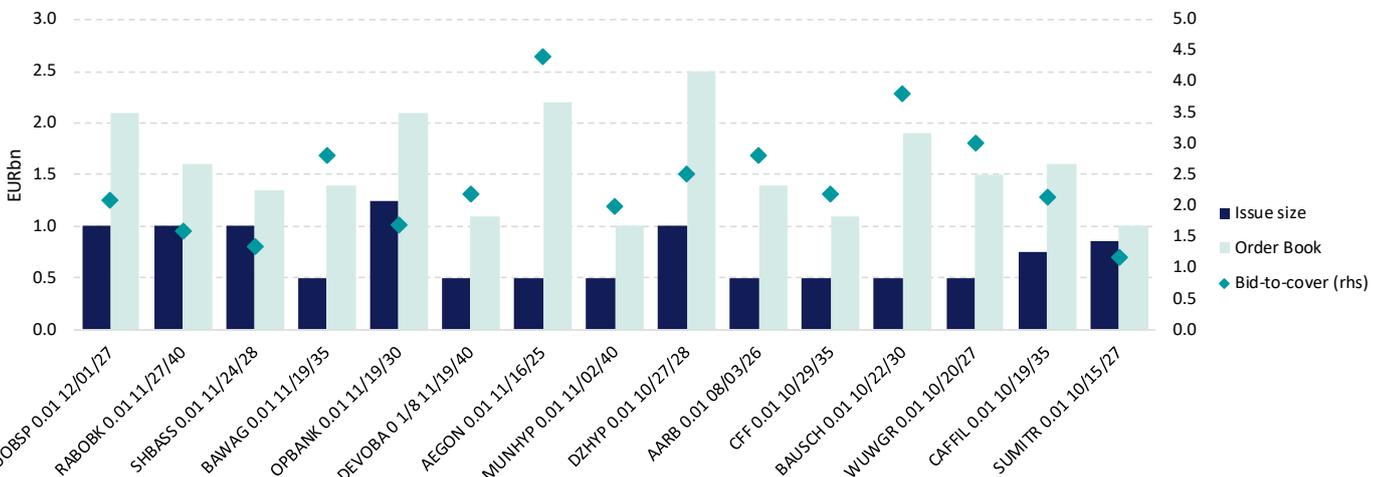
Covered Bond Performance (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

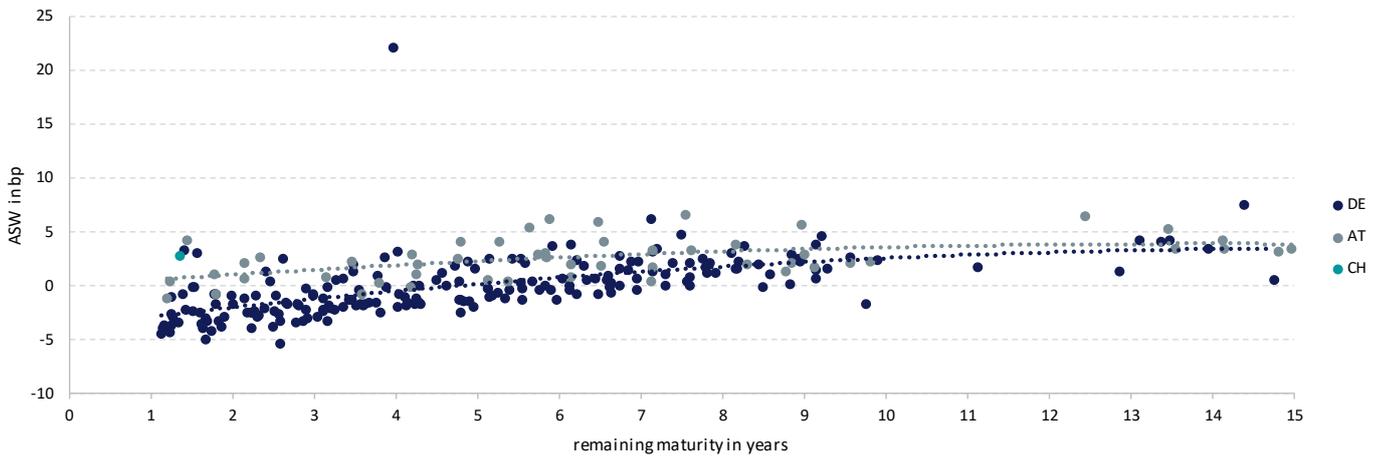


Orderbücher der letzten 15 Emissionen

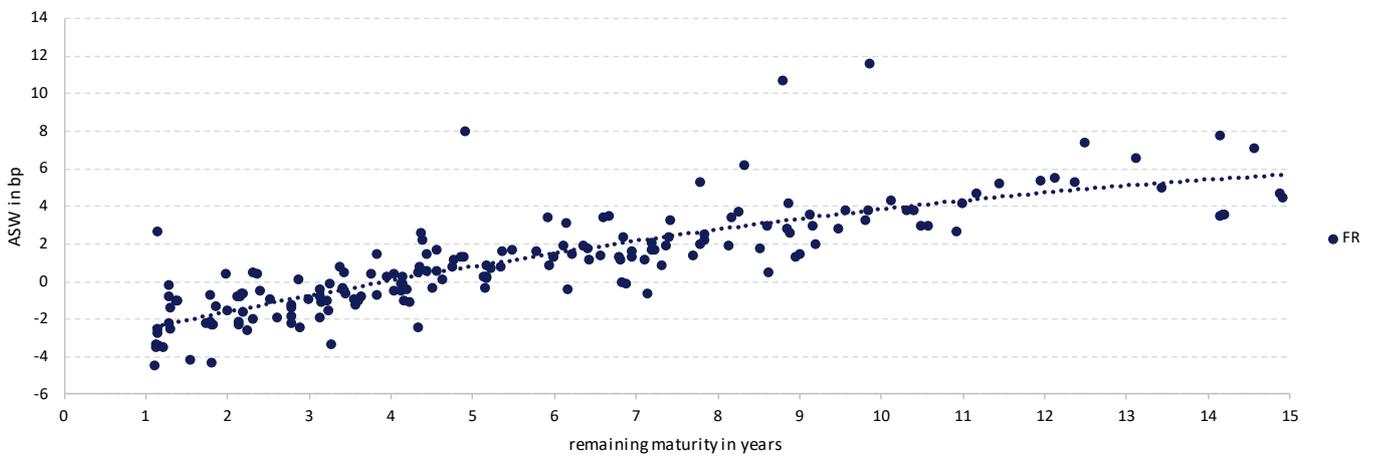


Spreadübersicht¹

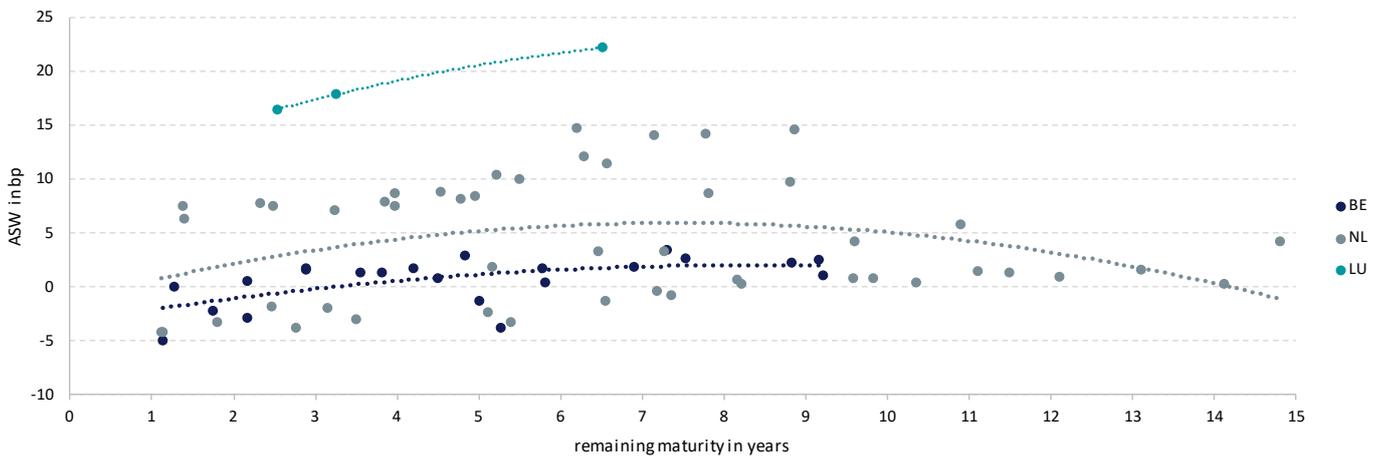
DACH



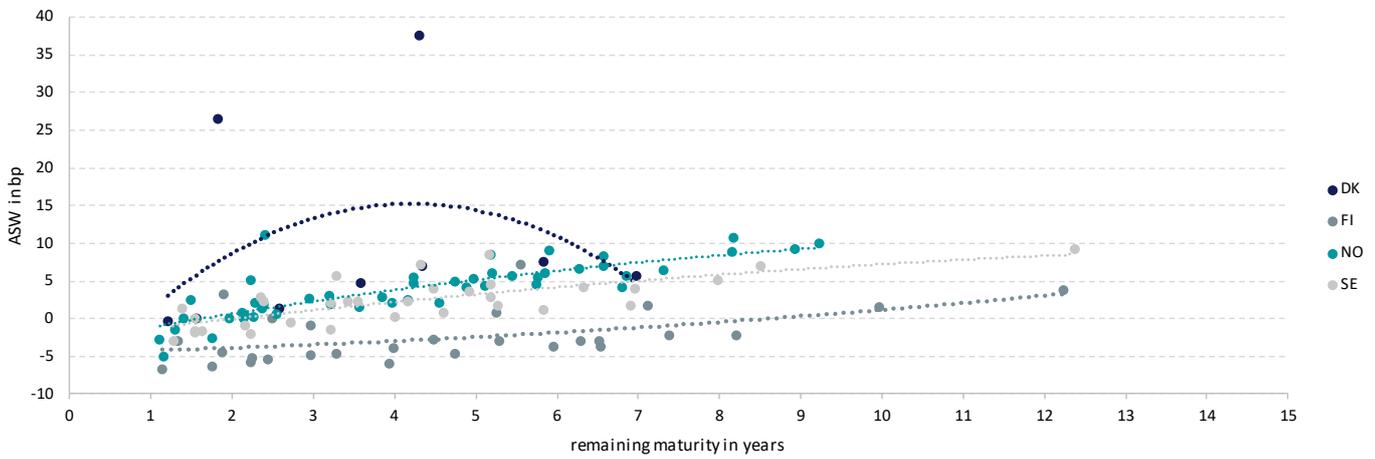
France



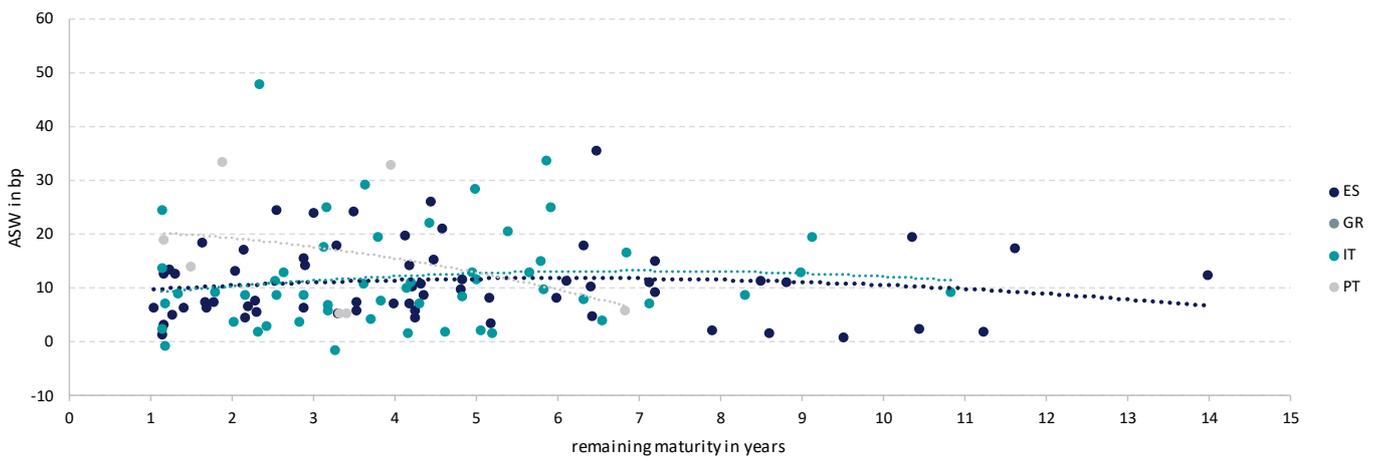
Benelux



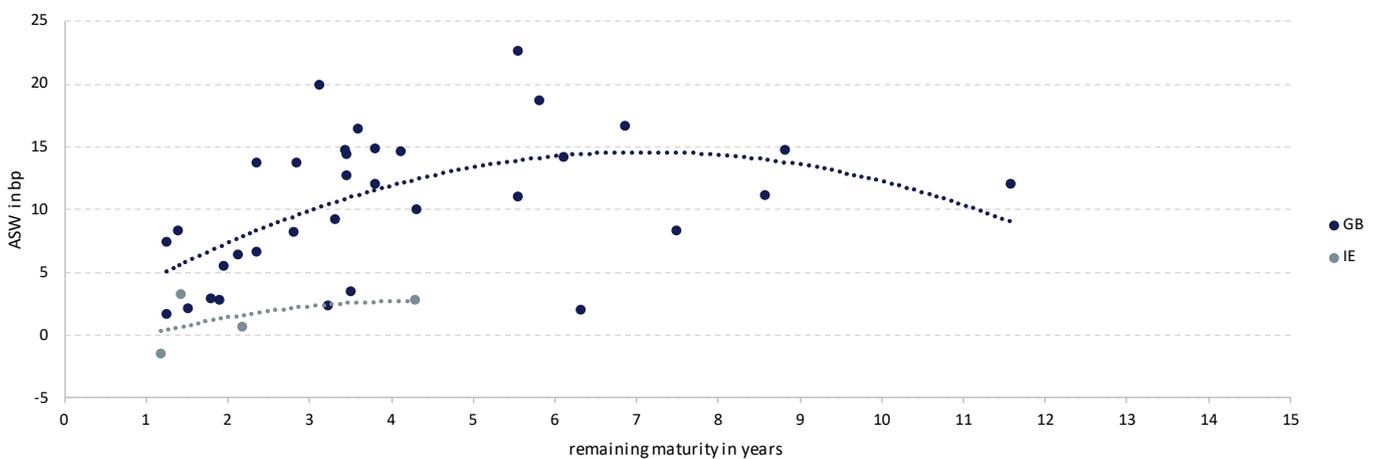
Nordics 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪



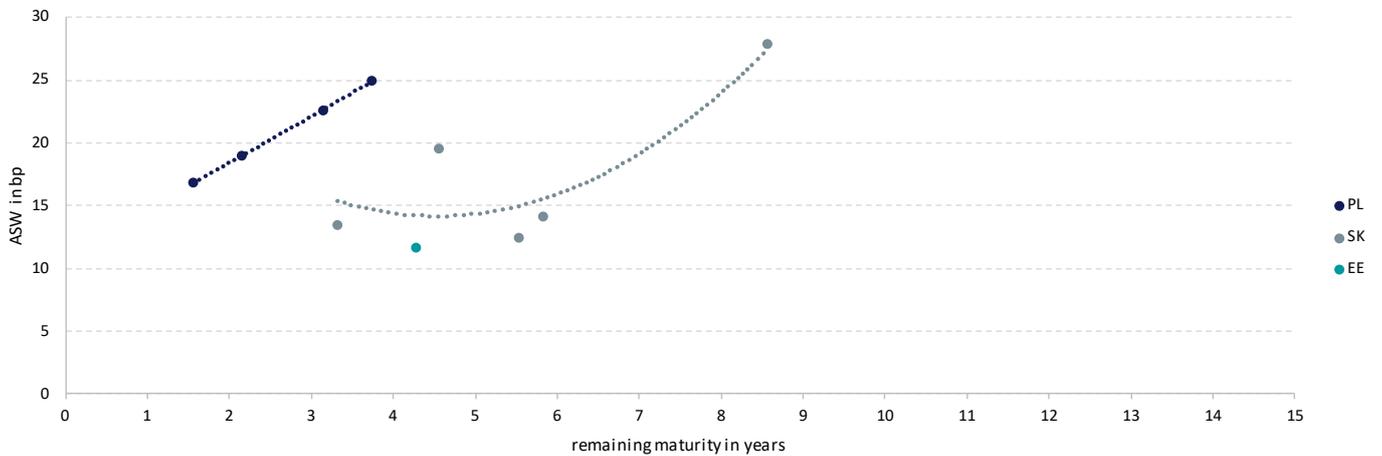
Southern Europe 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



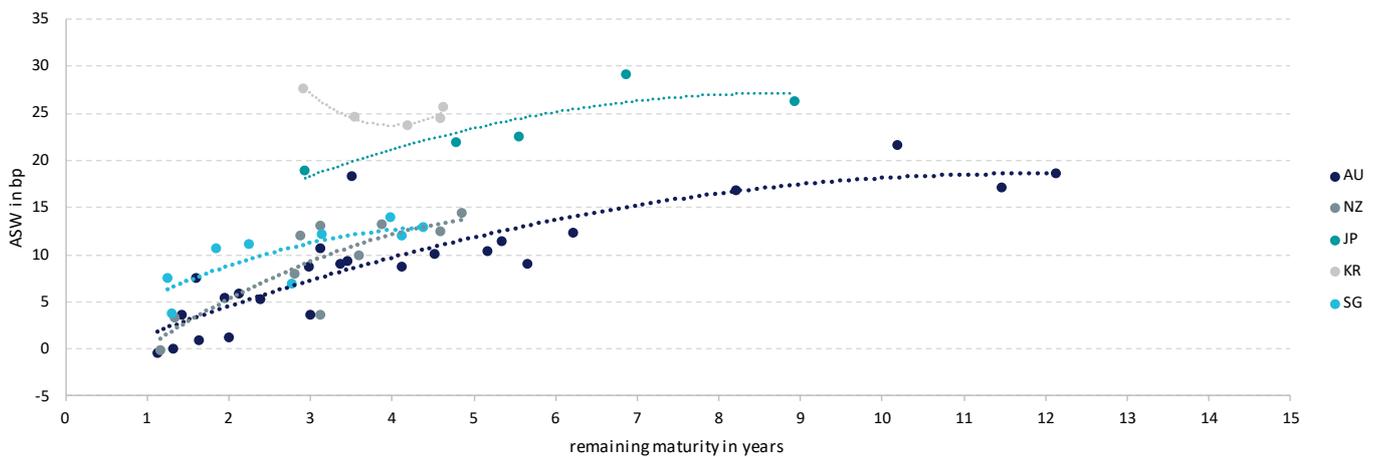
UK/IE 🇬🇧 🇮🇪



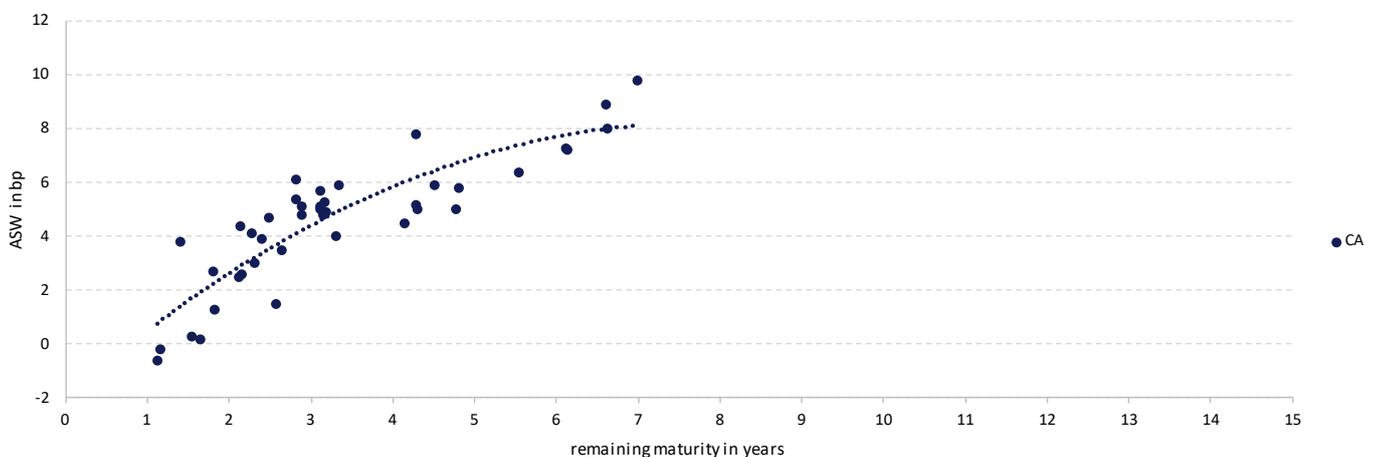
CEE 



APAC 



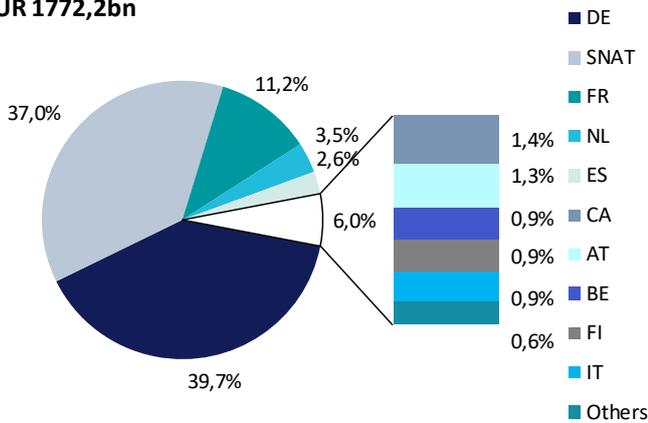
North America 



Charts & Figures SSA/Public Issuers

Ausstehendes Benchmarkvolumen

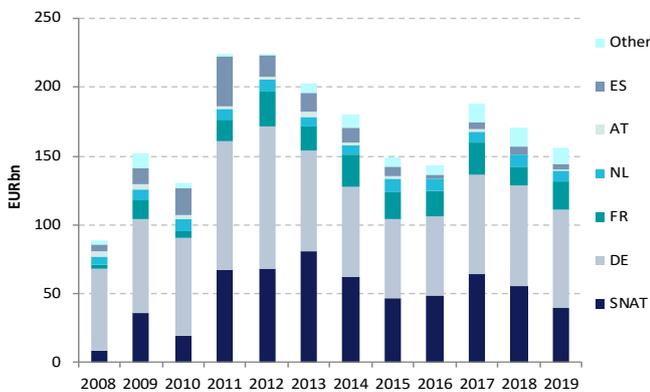
EUR 1772,2bn



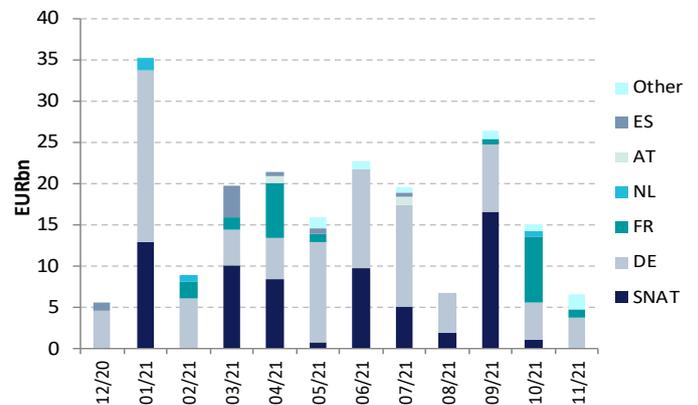
Top 10 Länderübersicht (EUR Benchmarks)

Country	Vol. (€bn)	No. of bonds	ØVol. (€bn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
DE	704,0	547	1,3	6,2
SNAT	646,3	171	3,8	7,4
FR	201,4	142	1,4	5,1
NL	62,2	64	1,0	6,4
ES	45,5	53	0,9	4,5
CA	25,0	18	1,0	5,3
AT	22,5	24	1,4	5,4
FI	16,1	20	0,8	6,2
IT	15,8	20	0,8	6,1
BE	14,7	17	0,8	13,8

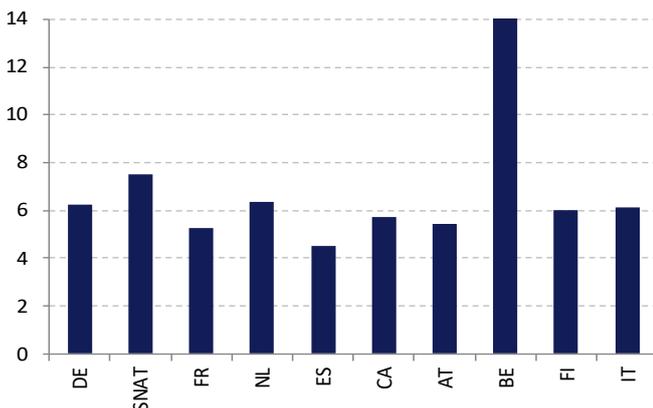
Benchmarkemissionen je Jahr



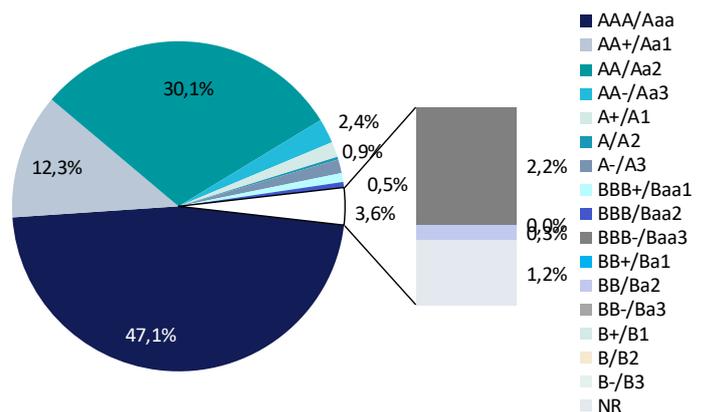
Benchmarkfälligkeiten je Monat



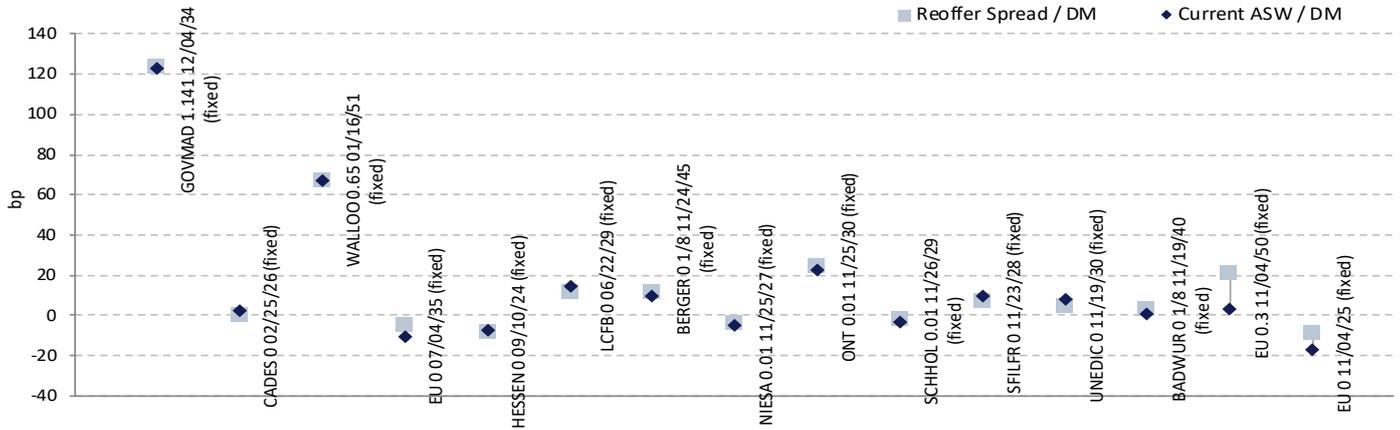
Vol. gew. Modified Duration nach Land



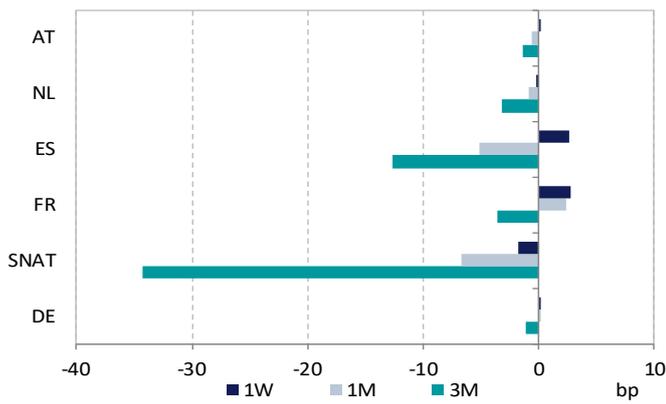
Ratingverteilung (volumengewichtet)



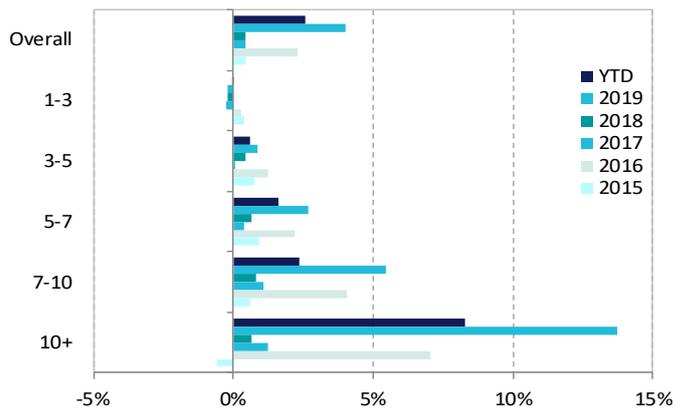
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



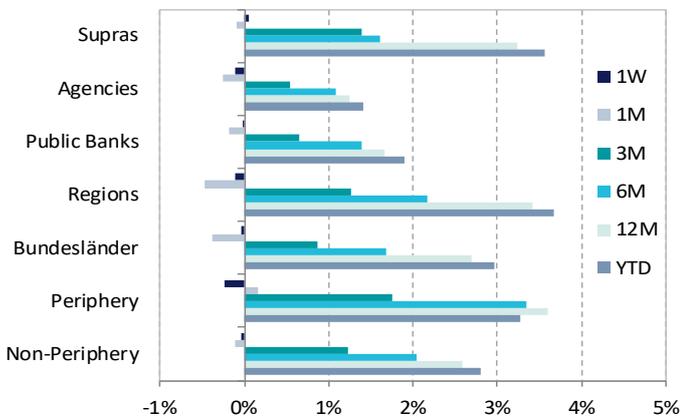
Spreadentwicklung nach Land



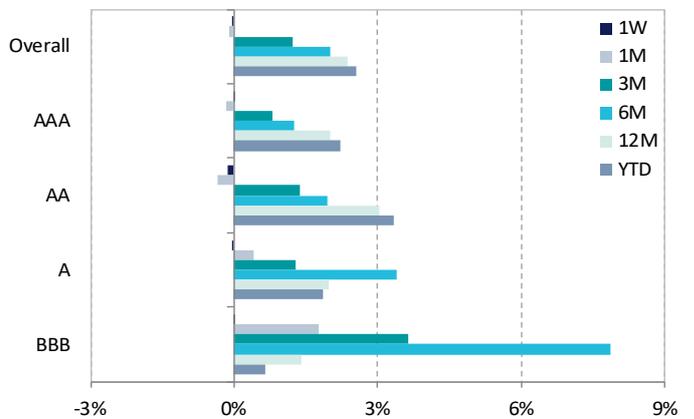
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

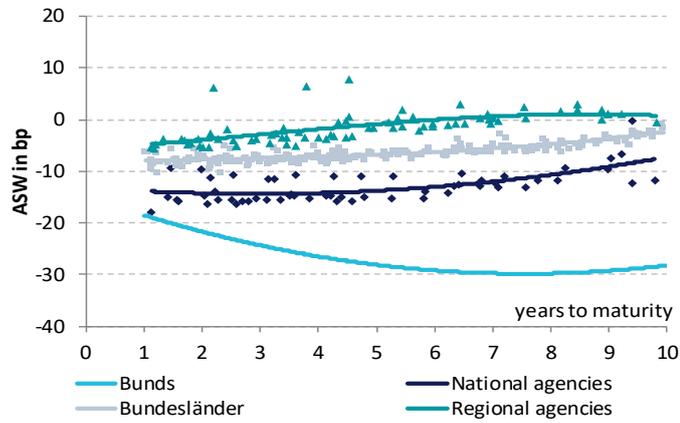


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

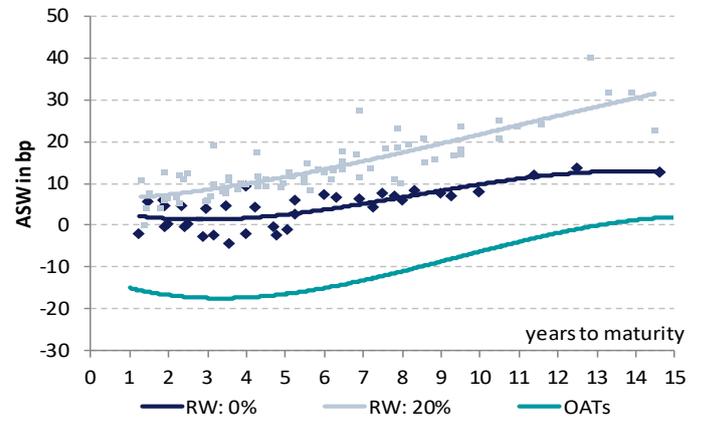


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

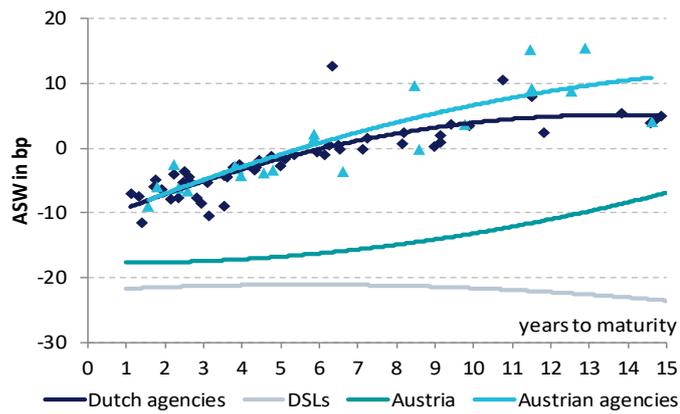
Germany (nach Segmenten)



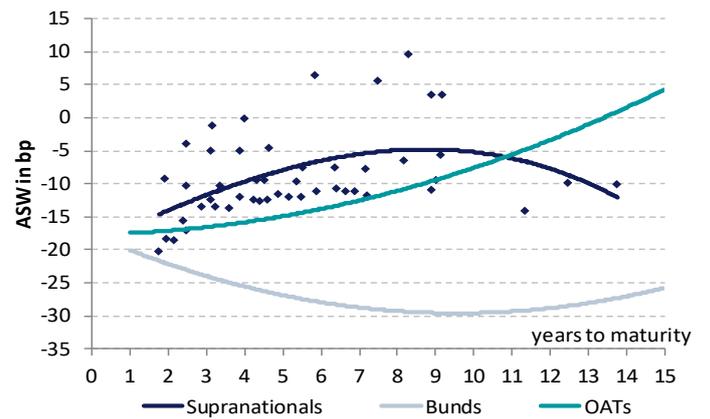
France (nach Risikogewichten)



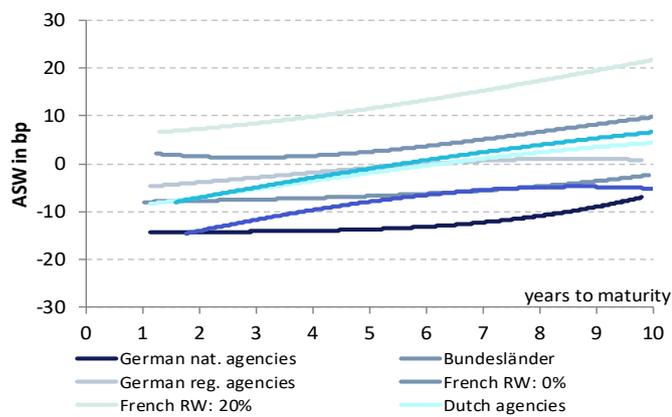
Netherlands & Austria



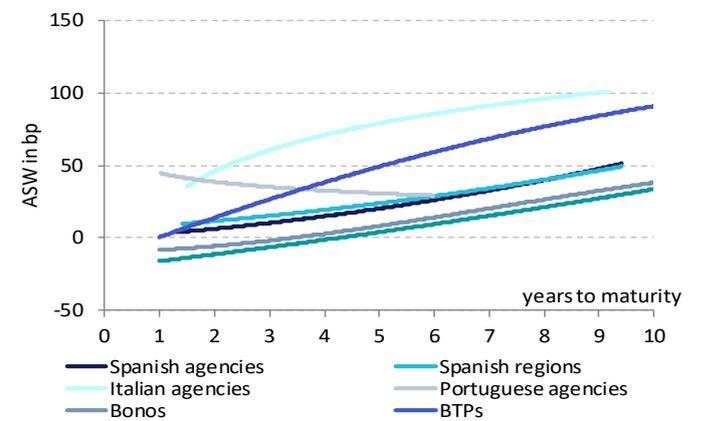
Suprationals



Core



Periphery



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
45/2020 ♦ 25. November	<ul style="list-style-type: none"> UOB beendet Dornröschenschlaf an Singapurs Primärmarkt Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick Update: Belgische Regionen als Investmentalternative
44/2020 ♦ 18. November	<ul style="list-style-type: none"> Primärmarkt 2021: Ungarische EUR-Benchmarks ante portas? Deutsche Pfandbriefsparkassen im III. Quartal 2020 Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes
43/2020 ♦ 11. November	<ul style="list-style-type: none"> Neuzugang im Benchmarksegment: HSBC Bank Canada nimmt EUR-Debüt ins Visier OP Mortgage Bank: Erster Green Covered Bond aus Finnland Transparenzvorschrift § 28 PfandBG Q3/2020
42/2020 ♦ 04. November	<ul style="list-style-type: none"> Covered Bond-Rahmenwerk und Liquidity Coverage Ratio: EU-Kommission legt Entwurf für angepasste LCR-Regelungen vor Das Covered Bond-Universum von Fitch: Ein Überblick
41/2020 ♦ 28. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> EZB: Das Jahr der Eule – Bestandsaufnahme und Ausblick Renditeentwicklungen am Covered Bond-Markt
40/2020 ♦ 21. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> Deutsche Bausparkassen: EUR-Benchmarkdebüts und Anforderungen an Investments in Soft Bullet-Bonds Non-performing Loans in Cover Pools – Kein einheitlicher Umgang auf Länderebene
39/2020 ♦ 14. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> Spanien: Emittentenkonsolidierung voraus? PfandBG bekommt Möglichkeit zur Fälligkeitsverschiebung Die EU hat Großes vor – „SURE“ und „Next Generation EU“
38/2020 ♦ 07. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> Neuer Emittent aus Japan – Sumitomo Mitsui Trust Bank mit EUR-Benchmarkdebüt Ein halbes Jahr PEPP: Ein Zwischenfazit
37/2020 ♦ 30. September	<ul style="list-style-type: none"> Deckungsstockcharakteristika im internationalen Vergleich
36/2020 ♦ 23. September	<ul style="list-style-type: none"> Bausparkasse Schwäbisch Hall vor EUR-Benchmarkdebüt Update: Auckland Council – Anlagealternative in Down Under
35/2020 ♦ 16. September	<ul style="list-style-type: none"> Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick Update Down Under: Victoria (TCV)
34/2020 ♦ 26. August	<ul style="list-style-type: none"> Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten – Europäische Zentralbank legt Zahlen für Q2/2020 vor Update: New South Wales (NSWTC)
33/2020 ♦ 19. August	<ul style="list-style-type: none"> Deutsche Pfandbriefsparkassen im II. Quartal 2020 ECBC veröffentlicht Jahresstatistik für 2019
32/2020 ♦ 12. August	<ul style="list-style-type: none"> Transparenzvorschrift § 28 PfandBG Q2/2020 Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes Europäische Atomgemeinschaft (EAG bzw. Euratom)
31/2020 ♦ 05. August	<ul style="list-style-type: none"> PEPP: Zweites Reporting gibt erneut wertvolle Einblicke
30/2020 ♦ 29. Juli	<ul style="list-style-type: none"> LCR-Levels und Risikogewichte von EUR-Benchmarks Update: Funding deutscher Bundesländer (ytd)

Anhang Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

[Issuer Guide Covered Bonds 2020](#)

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

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG](#)

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Sparkassen](#)

SSA/Public Issuers:

[Issuer Guide – Supranationals & Agenices 2019](#)

[Issuer Guide – Kanadische Provinzen & Territorien 2020](#)

[Issuer Guide – Deutsche Bundesländer 2020](#)

[Issuer Guide – Down Under 2019](#)

Fixed Income:

[ESG Update](#)

[ESG Reportinganalyse](#)

[EZB legt Notfallprogramm zur Corona-Pandemie auf](#)

[EZB reagiert auf Coronarisiken](#)

Anhang

Ansprechpartner in der NORD/LB

Markets Strategy & Floor Research



Michael Schulz

Head
+49 511 361-5309
+49 172 740 4123
michael.schulz@nordlb.de



Dr. Norman Rudschuck

SSA/Public Issuers
+49 511 361-6627
+49 152 090 24094
norman.rudschuck@nordlb.de



Melanie Kiene

Banks
+49 511 361-4108
+49 172 169 2633
melanie.kiene@nordlb.de



Henning Walten

Covered Bonds
+49 511 361-6379
+49 152 545 67178
henning.walten@nordlb.de



Dr. Frederik Kunze

Covered Bonds
+49 511 361-5380
+49 172 354 8977
frederik.kunze@nordlb.de

Sales

Institutional Sales	+49 511 9818-9440
Sales Sparkassen & Regionalbanken	+49 511 9818-9400
Sales MM/FX	+49 511 9818-9460
Sales Europe	+352 452211-515

Origination & Syndicate

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

Treasury

Collat. Management/Repos	+49 511 9818-9200
Liquidity Management	+49 511 9818-9620 +49 511 9818-9650

Trading

Covereds/SSA	+49 511 9818-8040
Financials	+49 511 9818-9490
Governments	+49 511 9818-9660
Länder/Regionen	+49 511 9818-9550
Frequent Issuers	+49 511 9818-9640

Sales Wholesale Customers

Firmenkunden	+49 511 361-4003
Asset Finance	+49 511 361-8150

Disclaimer:

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

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

Diese Information stellt keine Finanzanalyse i.S.v. Art. 36 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565, sondern eine 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. Gleichzeitig stellt diese Information eine Anlageempfehlung bzw. Anlagestrategieempfehlung im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 dar und erfüllt die anwendbaren Bestimmungen dieser Verordnung sowie der Del. VO (EU) 2016/958 sowie des Wertpapierhandelsgesetzes (vgl. hierzu die Zusätzlichen Angaben am Ende dieser Information).

Diese Information ist erstellt worden vom Bereich Markets Strategy & Floor Research, der innerhalb der NORD/LB organisatorisch dem Handelsbereich (Markets) zugeordnet ist und der den Kunden der Bank gegenüber umfangreiche Wertpapierdienstleistungen anbietet. Diesbezüglich können daher zwischen dem Floor Research und dem Handelsbereich Informationen ausgetauscht werden, die ggf. den Inhalt der vorliegenden Information beeinflussen. Vor diesem Hintergrund ist weiterhin nicht auszuschließen, dass die NORD/LB eigene Bestände in den in dieser Information beschriebenen Finanzinstrumente oder von den hierin beschriebenen Emittenten hält, sich an der Emission solcher Finanzinstrumente beteiligt, sonstige Dienstleistungen gegenüber solchen Emittenten erbringt oder andere finanzielle Interessen an diesen Finanzinstrumenten oder Emittenten hat. Es ist ebenfalls nicht auszuschließen, dass die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Markets Strategy & Floor Research indirekt an den Gesamterfolg des Bereiches Markets gebunden ist, eine direkte Verbindung der Vergütung mit Geschäften bei Wertpapierdienstleistungen oder Handelsgebühren ist jedoch untersagt. Vor diesem Hintergrund bestehen potentielle Interessenkonflikte, die die Objektivität der hierin enthaltenen Empfehlungen grds. beeinflussen könnten.

Die NORD/LB hat allerdings umfangreiche Vorkehrungen zum Umgang mit etwaigen Interessenkonflikten und deren Vermeidung getroffen:

Vorkehrungen zum Umgang mit und zur Vermeidung von Interessenkonflikten und zur vertraulichen Behandlung von sensiblen Kunden- und Geschäftsdaten:

Geschäftsbereiche, die regelmäßig Zugang zu sensiblen und vertraulichen Informationen haben können, werden von der Compliance-Stelle als Vertraulichkeitsbereiche eingestuft und funktional, räumlich und durch dv-technische Maßnahmen von anderen Bereichen getrennt. Der Handelsbereich (Markets) ist als ein solcher Vertraulichkeitsbereich eingestuft. Der Austausch von Informationen zwischen einzelnen Vertraulichkeitsbereichen bedarf der Genehmigung der Compliance-Stelle.

Die Weitergabe vertraulicher Informationen, die Einfluss auf Wertpapierkurse haben kann, wird durch die von den Handels-, Geschäfts- und Abwicklungsabteilungen unabhängige Compliance-Stelle der NORD/LB überwacht. Die Compliance-Stelle kann evtl. erforderliche Handelsverbote und -beschränkungen aussprechen, um sicherzustellen, dass Informationen, die Einfluss auf Wertpapierkurse haben können, nicht missbräuchlich verwendet werden und um zu verhindern, dass vertrauliche Informationen an Bereiche weitergegeben werden, die nur öffentlich zugängliche Informationen verwenden dürfen. Die Mitarbeiter des Bereichs Markets Strategy & Floor Research sind verpflichtet, die Compliance-Stelle über sämtliche (einschließlich externe) Transaktionen zu unterrichten, die sie auf eigene Rechnung oder für Rechnung eines Dritten oder im Interesse von Dritten tätigen. Auf diese Weise wird die Compliance-Stelle in die Lage versetzt, jegliche nicht-erlaubten Transaktionen durch diese Mitarbeiter zu identifizieren.

Weitere Informationen hierzu sind unserer Interessenkonflikt-Policy zu entnehmen, die auf Nachfrage bei der Compliance Stelle der NORD/LB erhältlich ist.

Weitere Wichtige Hinweise:

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. Da insoweit allerdings keine neutrale Überprüfung dieser Quellen vorgenommen wird, kann die NORD/LB keine Gewähr oder Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen übernehmen. Die aufgrund dieser Quellen in der vorstehenden Information geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile der Mitarbeiter des Bereichs Markets Strategy & Floor Research der NORD/LB dar. Veränderungen der Prämissen können einen erheblichen Einfluss auf die dargestellten Entwicklungen haben. Weder die NORD/LB, noch ihre Organe oder Mitarbeiter können für die Richtigkeit, Angemessenheit und Vollständigkeit der Informationen oder für einen Renditeverlust, indirekte Schäden, Folge- oder sonstige Schäden, die Personen entstehen, die auf die Informationen, Aussagen oder Meinungen in dieser Information vertrauen (unabhängig davon, ob diese Verluste durch Fahrlässigkeit dieser Personen oder auf andere Weise entstanden sind), die Gewähr, Verantwortung oder Haftung übernehmen).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Australien:

DIE NORD/LB IST KEINE NACH DEM BANKING ACT 1959 OF AUSTRALIA AUTORISIERTE BANK ODER DEPOSIT TAKING INSTITUTION. SIE WIRD NICHT VON DER AUSTRALIAN PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY BEAUFSICHTIGT.

Die NORD/LB bietet mit dieser Information keine persönliche Beratung an und berücksichtigt nicht die Ziele, die finanzielle Situation oder Bedürfnisse des Empfängers (außer zum Zwecke der Bekämpfung von Geldwäsche).

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien:

Die Bewertung individueller Finanzinstrumente auf der Grundlage der in der Vergangenheit liegenden Erträge ist nicht notwendigerweise ein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die Empfänger sollten beachten, dass die verlautbarten Zahlen sich auf vergangene Jahre beziehen.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:

Diese Information stellt keinen Prospekt i.S.d. Dänischen Wertpapierrechts dar und dementsprechend besteht keine Verpflichtung, noch ist es unternommen worden, sie bei der Dänischen Finanzaufsichtsbehörde einzureichen oder von ihr genehmigen zu lassen, da diese Information (i) nicht im Zusammenhang mit einem öffentlichen Anbieten von Wertpapieren in Dänemark oder der Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf einem regulierten Markt i.S.d. Dänischen Wertpapierhandelsgesetzes oder darauf erlassenen Durchführungsverordnungen erstellt worden ist oder (ii) im Zusammenhang mit einem öffentlichen Anbieten von Wertpapieren in Dänemark oder der Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf einem regulierten Markt unter Berufung auf einen oder mehrere Ausnahmetatbestände von dem Erfordernis der Erstellung und der Herausgabe eines Prospekts nach dem Dänischen Wertpapierhandelsgesetz oder darauf erlassenen Durchführungsverordnungen erstellt worden ist.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland:

Es ist empfehlenswert, alle Geschäfts- und Vertragsbedingungen der von der NORD/LB angebotenen Dienstleistungen genau zu prüfen. Falls notwendig, sollten sich Empfänger dieser Information mit einem Fachmann beraten.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland:

Die in dieser Information beschriebenen Finanzprodukte dürfen, direkt oder indirekt, Einwohnern der Republik Finnland oder in der Republik Finnland nicht angeboten oder verkauft werden, es sei denn in Übereinstimmung mit den anwendbaren Finnischen Gesetzen und Regelungen. Speziell im Falle von Aktien dürfen diese nicht, direkt oder indirekt, der Öffentlichkeit angeboten oder verkauft werden – wie im Finnischen Wertpapiermarktgesetz (746/2012, in der gültigen Fassung) definiert.

Der Wert der Investments kann steigen oder sinken. Es gibt keine Garantie dafür, den investierten Betrag zurückzuerhalten. Erträge in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:

Die NORD/LB ist teilweise reguliert durch die „Autorité des Marchés Financiers“. Details über den Umfang unserer Regulierung durch die zuständigen Behörden sind von uns auf Anfrage erhältlich.

Diese Information stellt keine Analyse i.S.v. Art. 24 Abs. 1 der Richtlinie 2006/73/EG, Art. L.544-1 und R.621-30-1 des Französischen Geld- und Finanzgesetzes, sondern eine Marketingmitteilung dar und ist als Empfehlung gemäß der Richtlinie 2003/6/EG und 2003/125/EG zu qualifizieren.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:

Die in dieser Information enthaltenen Informationen beschreiben die Sicht des Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und dürfen vom Empfänger nicht verwendet werden, bevor nicht feststeht, dass sie zum Zeitpunkt ihrer Verwendung zutreffend und aktuell sind.

Erträge in der Vergangenheit, Simulationen oder Vorhersagen sind daher kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse. Investmentfonds haben keine garantierten Erträge und Renditen in der Vergangenheit garantieren keine Erträge in der Zukunft.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Indonesien:

Diese Information enthält allgemeine Informationen und ist nicht auf die Verhältnisse einzelner oder bestimmter Empfänger zugeschnitten. Diese Information ist Teil des Marketingmaterials der NORD/LB.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Irland:

Diese Information wurde nicht in Übereinstimmung mit der Verordnung (EU) 2017/1129 (in der gültigen Fassung) betreffend Prospekte (die „Prospektverordnung“) oder aufgrund der Prospektverordnung ergriffenen Maßnahmen oder dem Recht irgendeines Mitgliedsstaates oder EWR-Vertragsstaates, der die Prospektverordnung oder solche Maßnahme umsetzt, erstellt und enthält deswegen nicht alle diejenigen Informationen, die ein Dokument enthalten muss, das entsprechend der Prospektverordnung oder den genannten Bestimmungen erstellt wird.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Japan:

Diese Information wird Ihnen lediglich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und stellt kein Angebot und keine Aufforderung zur Abgabe von Angeboten für Wertpapiertransaktionen oder Warentermingeschäfte dar. Wenngleich die in dieser Information enthaltenen tatsächlichen Angaben und Informationen Quellen entnommen sind, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich erachten, übernehmen wir keinerlei Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser tatsächlichen Angaben und Informationen.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:

Diese Information wurde allein für Informationszwecke im Zusammenhang mit den hierin enthaltenen Produkten erstellt und ist unter keinen Umständen als ein öffentliches Angebot oder als ein sonstiges (direktes oder indirektes) Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren in einer Provinz oder einem Territorium Kanadas zu verstehen. Keine Finanzmarktaufsicht oder eine ähnliche Regulierungsbehörde in Kanada hat diese Wertpapiere dem Grunde nach bewertet oder diese Information überprüft und jede entgegenstehende Erklärung stellt ein Vergehen dar. Mögliche Verkaufsbeschränkungen sind ggf. in dem Prospekt oder anderer Dokumentation des betreffenden Produktes enthalten.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:

Diese Information wurde Ihnen kostenfrei und lediglich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Alle in der Information enthaltenen Inhalte sind Sachinformationen und spiegeln somit weder die Meinung noch die Beurteilung der NORD/LB wider. Die in der Information enthaltenen Informationen dürfen somit nicht als Angebot, Vermarktung, Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes oder Anlageberatung hinsichtlich der in der Information erwähnten Anlageprodukte ausgelegt werden.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Luxemburg:

Unter keinen Umständen stellt diese Information ein individuelles Angebot zum Kauf oder zur Ausgabe oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder zur Abnahme von Finanzinstrumenten oder Finanzdienstleistungen in Luxemburg dar.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Neuseeland:

Die NORD/LB ist keine in Neuseeland registrierte Bank. Diese Information stellt lediglich eine allgemeine Information dar. Sie berücksichtigt nicht die finanzielle Situation oder Ziele des Empfängers und ist kein persönlicher Finanzberatungsservice („personalized financial adviser service“) gemäß dem Financial Advisers Act 2008.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in den Niederlanden:

Der Wert Ihres Investments kann schwanken. Erzielte Gewinne in der Vergangenheit bieten keinerlei Garantie für die Zukunft. (De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst).

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Österreich:

Keine der in dieser Information enthaltenen Informationen stellt eine Aufforderung oder ein Angebot der NORD/LB oder mit ihr verbundener Unternehmen dar, Wertpapiere, Terminprodukte oder andere Finanzinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen oder an irgendeiner Anlagestrategie zu partizipieren. Nur der veröffentlichte Prospekt gemäß dem Österreichischen Kapitalmarktgesetz kann die Grundlage für die Investmententscheidung des Empfängers darstellen.

Aus Regulierungsgründen können Finanzprodukte, die in dieser Information erwähnt werden, möglicherweise nicht in Österreich angeboten werden und deswegen nicht für Investoren in Österreich verfügbar sein. Deswegen kann die NORD/LB ggf. gehindert sein, diese Produkte zu verkaufen bzw. auszugeben oder Anfragen zu akzeptieren, diese Produkte zu verkaufen oder auszugeben, soweit sie für Investoren mit Sitz in Österreich oder für Mittelsmänner, die im Auftrag solcher Investoren handeln, bestimmt sind.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Polen:

Diese Information stellt keine Empfehlung i.S.d. Regelung des Polnischen Finanzministers betreffend Informationen zu Empfehlungen zu Finanzinstrumenten oder deren Aussteller vom 19.10.2005 dar.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Portugal:

Diese Information ist nur für institutionelle Kunden gedacht und darf nicht (i) genutzt werden von, (ii) in irgendeiner Form kopiert werden für oder (iii) verbreitet werden an irgendeine andere Art von Investor, insbesondere keinen Privatkunden. Diese Information stellt weder ein Angebot noch den Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von in der Information behandelten Wertpapiere dar, noch kann sie als eine Anfrage verstanden werden, Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, sofern diese Vorgehensweise für ungesetzlich gehalten werden könnte. Diese Information basiert auf Informationen aus Quellen, von denen wir glauben, dass sie verlässlich sind. Trotzdem können Richtigkeit und Vollständigkeit nicht garantiert werden. Soweit nicht ausdrücklich anders angegeben, sind alle hierin enthaltenen Ansichten bloßer Ausdruck unserer Recherche und Information, die ohne weitere Benachrichtigung Veränderungen unterliegen können.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Republik China (Taiwan):

Diese Information stellt ausschließlich allgemeine Informationen bereit und berücksichtigt nicht die individuellen Interessen und Bedürfnisse, Vermögensverhältnisse und Investitionsziele von Investoren. Die Inhalte der Information sollen nicht als Empfehlung oder Beratung zum Erwerb eines bestimmten Finanzprodukts ausgelegt werden. Investitionsentscheidungen sollen nicht ausschließlich auf Basis dieser Information getroffen werden. Für Investitionsentscheidungen sollten immer eigenständige Beurteilungen vorgenommen werden, die einbeziehen, ob eine Investition den persönlichen Bedürfnissen entspricht. Darüber hinaus sollte für Investitionsentscheidungen professionelle und rechtliche Beratung eingeholt werden.

NORD/LB hat die vorliegende Information mit einer angemessenen Sorgfalt erstellt und vertraut darauf, dass die enthaltenen Informationen am Veröffentlichungsdatum verlässlich und geeignet sind. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für Genauigkeit oder Vollständigkeit gegeben. In dem Maß, in dem die NORD/LB ihre Sorgfaltspflicht als guter Verwalter ausübt wird keine Verantwortung für Fehler, Versäumnisse oder Unrichtigkeiten in der Information übernommen. Die NORD/LB garantiert keine Anlageergebnisse, oder dass die Anwendung einer Strategie die Anlageentwicklung verbessert oder zur Erreichung Ihrer Anlageziele führt.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Schweden:

Diese Information stellt keinen Prospekt, kein öffentliches Angebot, kein sonstiges Angebot und keine Aufforderung (und auch keinen Teil davon) zum Erwerb, Verkauf, Zeichnung oder anderen Handel mit Aktien, Bezugsrechten oder anderen Wertpapieren dar. Sie und auch nur Teile davon dürfen nicht zur Grundlage von Verträgen oder Verpflichtungen jeglicher Art gemacht oder hierfür als verlässlich angesehen werden. Diese Information wurde von keiner Regulierungsbehörde genehmigt. Jedes Angebot von Wertpapieren erfolgt ausschließlich auf der Grundlage einer anwendbaren Ausnahme von der Prospektpflicht gemäß der EU Prospektverordnung (Verordnung (EU) 2017/1129 und kein Angebot von Wertpapieren erfolgt gegenüber Personen oder Investoren in einer Jurisdiktion, in der ein solches Angebot vollständig oder teilweise rechtlichen Beschränkungen unterliegt oder wo ein solches Angebot einen zusätzlichen Prospekt, andere Angebotsunterlagen, Registrierungen oder andere Maßnahmen erfordern sollte.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Schweiz:

Diese Information wurde nicht von der Bundesbankkommission (übergegangen in die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA am 01.01.2009) genehmigt. Die NORD/LB hält sich an die Vorgaben der Richtlinien der Schweizer Bankiervereinigung zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse (in der jeweils gültigen Fassung). Diese Information stellt keinen Ausgabeprospekt gemäß Art. 652a oder Art. 1156 des Schweizerischen Obligationenrechts dar. Diese Information wird allein zu Informationszwecken über die in dieser Information erwähnten Produkte veröffentlicht. Die Produkte sind nicht als Bestandteile einer kollektiven Kapitalanlage gemäß dem Bundesgesetz über Kollektive Kapitalanlagen (CISA) zu qualifizieren und unterliegen daher nicht der Überwachung durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Singapur:

Diese Information richtet sich ausschließlich an zugelassene Anleger („Accredited Investors“) oder institutionelle Anleger („Institutional Investors“) gemäß dem Securities and Futures Act in Singapur. Diese Information ist lediglich zur allgemeinen Verbreitung gedacht. Sie stellt keine Anlageberatung dar und berücksichtigt nicht die konkreten Anlageziele, die finanzielle Situation oder die besonderen Bedürfnisse des Empfängers. Die Einholung von Rat durch einen Finanzberater („financial adviser“) in Bezug auf die Geeignetheit des Investmentproduktes unter Berücksichtigung der konkreten Anlageziele, der finanziellen Situation oder der besonderen Bedürfnisse des Empfängers wird empfohlen, bevor der Empfänger sich zum Erwerb des Investmentproduktes verpflichtet.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Tschechischen Republik:

Es gibt keine Garantie dafür, den investierten Betrag zurückzuerhalten. Erträge in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Der Wert der Investments kann steigen oder sinken. Die in dieser Information enthaltenen Informationen werden nur auf einer unverbindlichen Basis angeboten und der Autor übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit des Inhalts.

Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich:

Die NORD/LB unterliegt einer teilweisen Regulierung durch die „Financial Conduct Authority“ (FCA) und die „Prudential Regulation Authority“ (PRA). Details über den Umfang der Regulierung durch die FCA und die PRA sind bei der NORD/LB auf Anfrage erhältlich. Diese Information ist „financial promotion“. Empfänger im Vereinigten Königreich sollten wegen möglicher Fragen die Londoner Niederlassung der NORD/LB, Abteilung Investment Banking, Telefon: 0044 / 2079725400, kontaktieren. Ein Investment in Finanzinstrumente, auf die in dieser Information Bezug genommen wurde, kann den Investor einem signifikanten Risiko aussetzen, das gesamte investierte Kapital zu verlieren.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Zypern:

Diese Information stellt eine Analyse i.S.d. Abschnitts über Begriffsbestimmungen der Zypriotischen Richtlinie D1444-2007-01 (Nr. 426/07) dar. Darüber hinaus wird diese Information nur für Informations- und Werbezwecke zur Verfügung gestellt und stellt keine individuelle Aufforderung oder Angebot zum Verkauf, Kauf oder Zeichnung eines Investmentprodukts dar.

Zusätzliche Angaben

Redaktionsschluss: 2. Dezember 2020 08:51h

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte bei der NORD/LB gem. § 85 Abs. 1 WpHG i.V.m. Art. 20 der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Art. 5 und 6 der del. Verordnung (EU) 2016/958

Keine

Quellen und Kursangaben

Für die Erstellung der Anlageempfehlungen nutzen wir emittentenspezifisch jeweils Finanzdatenanbieter, eigene Schätzungen, Unternehmensangaben und öffentlich zugängliche Medien. Wenn in der Information nicht anders angegeben, beziehen sich Kursangaben auf den Schlusskurs des Vortages. Im Zusammenhang mit Wertpapieren (Kauf, Verkauf, Verwahrung) fallen Gebühren und Provisionen an, welche die Rendite des Investments mindern.

Bewertungsgrundlagen und Aktualisierungsrythmus

Für die Erstellung der Anlageempfehlungen verwenden wir jeweils unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Wertpapieranalyse, quantitative / statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen aus der technischen Information. Hierbei ist zu beachten, dass die Ergebnisse der Information Momentaufnahmen sind und die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Erträge ist. Die Bewertungsgrundlagen können sich jederzeit und unvorhersehbar ändern, was zu abweichenden Urteilen führen kann. Der Empfehlungshorizont liegt bei 6 bis 12 Monaten. Die vorstehende Information wird wöchentlich erstellt. Ein Anspruch des Empfängers auf Veröffentlichung von aktualisierten Informationen besteht nicht. Nähere Angaben zu unseren Bewertungsgrundlagen erhalten Sie unter www.nordlb-pib.de/Bewertungsverfahren.

Empfehlungssystematik

Positiv: Positive Erwartungen für den Emittenten, einen Anleihetypen oder eine Anleihe des Emittenten.

Neutral: Neutrale Erwartungen für den Emittenten, einen Anleihetypen oder eine Anleihe des Emittenten.

Negativ: Negative Erwartungen für den Emittenten, einen Anleihetypen oder eine Anleihe des Emittenten.

Relative Value (RV): Relative Empfehlung gegenüber einem Marktsegment, einem einzelnen Emittenten oder Laufzeitenbereich.

Anteile Empfehlungsstufen (12 Monate)

Positiv: 36%

Neutral: 50%

Negativ: 14%

Empfehlungshistorie (12 Monate)

Eine Übersicht über unsere gesamten Rentenempfehlungen der vergangenen 12 Monate erhalten Sie unter www.nordlb-pib.de/empfehlungsuübersicht_renten. Das Passwort lautet "renten/Liste3".

Emittent / Anleihe	Datum	Empfehlung	Gattung	Anlass
--------------------	-------	------------	---------	--------