

**NORD / LB**

## 2. KMK Digital – Outlook 2021

Donnerstag, 03. Dezember 2020, 14-16 Uhr

Bei Interesse wenden Sie sich bitte an

[markets@nordlb.de](mailto:markets@nordlb.de)

## Covered Bond & SSA View

NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

# Inhalt

<b>Marktüberblick</b>	
<b>Covered Bonds</b>	<b>3</b>
<b>SSA/Public Issuers</b>	<b>6</b>
<b>UOB beendet Dornröschenschlaf an Singapurs Primärmarkt</b>	<b>9</b>
<b>Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick</b>	<b>12</b>
<b>Update: Belgische Regionen als Investmentalternative</b>	<b>18</b>
<b>EZB-Tracker</b>	
<b>Asset Purchase Programme (APP)</b>	<b>28</b>
<b>Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)</b>	<b>33</b>
<b>Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP</b>	<b>36</b>
<b>Charts &amp; Figures</b>	
<b>Covered Bonds</b>	<b>37</b>
<b>SSA/Public Issuers</b>	<b>43</b>
<b>Ausgaben im Überblick</b>	<b>46</b>
<b>Publikationen im Überblick</b>	<b>47</b>
<b>Ansprechpartner in der NORD/LB</b>	<b>48</b>

## Floor-Analysten:

**Dr. Frederik Kunze**

Covered Bonds

[frederik.kunze@nordlb.de](mailto:frederik.kunze@nordlb.de)

**Dr. Norman Rudschuck, CIIA**

SSA/Public Issuers

[norman.rudschuck@nordlb.de](mailto:norman.rudschuck@nordlb.de)

**Henning Walten, CIIA**

Covered Bonds

[henning.walten@nordlb.de](mailto: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

#### Primärmarkt dürfte sich 2021 mit EUR 105 Mrd. wieder etwas lebhafter präsentieren

Der Primärmarkt brachte in der vergangenen Woche mit Deals aus den Niederlanden und Singapur zwei weitere Emissionen hervor. Damit summiert sich das Primärmarktvolumen im laufenden Jahr auf bisher EUR 92,2 Mrd. Nachdem das Emissionsvolumen in 2020 vor allem vor dem Hintergrund der durch COVID-19 bedingten Marktverwerfungen hinter den Erwartungen zurückblieb, rechnen wir für das kommende Jahr immerhin mit einem Primärmarktvolumen in der Größenordnung von EUR 105 Mrd., was in Verbindung mit den für das Kalenderjahr 2021 erwarteten Fälligkeiten (EUR 134 Mrd.) gleichwohl erneut einen nennenswerten Rückgang des Benchmarkvolumens zur Folge hätte. Unsere Erwartungen für das Jahr 2021 und mögliche Faktoren, die in diesem Zusammenhang zu einem erhöhten Prognoserisiko beitragen sollten, stellen wir ausführlich im Rahmen unserer in der kommenden Woche erscheinenden Outlook-Ausgabe des NORD/LB Covered Bond & SSA View vor. Zudem werden wir im Anschluss daran unseren Outlook im Rahmen unserer Kapitalmarkttagung Digital am 03. Dezember 2020 vorstellen. Sollten Sie Interesse an der Veranstaltung haben, kontaktieren Sie gern Ihre/n Kundenbetreuer\*in oder wenden Sie sich per Mail an [markets@nordlb.de](mailto:markets@nordlb.de).

#### Rabobank und United Overseas Bank gehen erfolgreich auf ihre Investoren zu

Nachdem im November mit der AEGON Bank und der de Volksbank bereits zwei Institute aus den Niederlanden am Markt aktiv waren, folgte vergangenen Donnerstag mit der Rabobank ein weiterer Emittent aus dem Benelux-Staat. Mit 20 Jahren wählte die Bank dabei erneut eine lange Laufzeit, wodurch die Anzahl der mindestens 20y-Deals in 2020 auf sechs steigt. Die Transaktion über EUR 1,0 Mrd., welche zunächst ohne konkrete Volumenangabe in die Vermarktung ging konnte im Vergleich zur Guidance drei Basispunkte enger bei ms +3bp gepreist werden. Die Rendite lag trotz der langen Laufzeit mit +0,066% nahe der Nulllinie. Am gestrigen Dienstag folgte mit der United Overseas Bank (UOB) dann nach längerer Abstinenz (vgl. [Artikel](#)) wieder eine EUR-Benchmark aus Singapur. Der Deal über eine Laufzeit von sieben Jahren ging, genau wie die Anleihe der Rabobank, zunächst lediglich mit dem Label „EUR-Benchmark“ in die Vermarktungsphase. Ausgehend von einer guten und breiten Nachfrage und einem finalen Orderbuch von EUR 2,1 Mrd. wurden letztlich EUR 1,0 Mrd. zu ms +17bp an den Markt gebracht, was eine Einengung gegenüber der Guidance von fünf Basispunkten bedeutet. Die Emissionsrendite lag bei -0,210%. Zudem handelt es sich mit EUR 1,0 Mrd. um den größten jemals aus Singapur am Markt für EUR-Benchmarks platzierten Covered Bond.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Volume	Spread	Rating
United Overseas Bank	SG	24.11.	XS2264978623	7.0y	1.00bn	ms +17bp	- / Aaa / AAA
Rabobank	NL	19.11.	XS2264087110	20.0y	1.00bn	ms +3bp	- / Aaa / -

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

**Oma Savings Bank begibt zweite EUR-Subbenchmark in 2020**

Die finnische Oma Savings Bank hat in der vergangenen Woche ihre zweite EUR-Subbenchmark des laufenden Jahres platziert. Der Deal über EUR 250 Mio. und einer Laufzeit von sieben Jahren ging zunächst mit ms +14bp area in die Vermarktung und wurde schließlich vier Basispunkte enger bei ms +10bp gepreist. Die Transaktion war nahezu fünf-fach überzeichnet und ging mit einer Emissionsrendite von -0,274% an den Markt. Als Subbenchmark mit einem AAA-Rating von S&P eignet sich der Deal unserer Ansicht nach als Level 2A-Asset im Rahmen der LCR-Steuerung und profitiert zudem von einem bevorzugten Risikogewicht gemäß CRR von 10%. Das finnische Institut verfügt damit über insgesamt vier EUR-Subbenchmarks im Gesamtvolumen von EUR 1,05 Mrd. Mit ihren zwei Transaktion (2x EUR 250 Mio.) ist die Bank zudem für rund ein Viertel des in diesem Jahr am Markt für EUR-Subbenchmarks platzierten Volumens (EUR 2,05 Mrd.) verantwortlich. Ähnlich wie im EUR-Benchmarksegment hinkt der Gesamtmarkt jedoch deutlich hinter dem Volumen des Vorjahres hinterher. EUR 2,05 Mrd. bedeutet im Vergleich zu 2019 (EUR 3,8 Mrd.) einen Rückgang um rund 46%.

**Anpassung der Covered Bond-Gesetzgebung in Dänemark: S&P legt Einschätzung vor**

Die Risikoexperten von Standard & Poor's (S&P) haben jüngst ihre Einschätzungen zu den Implikationen der EU Harmonisierung für den dänischen Covered Bond-Markt präsentiert und sind dabei insbesondere auf den aktuellen Vorschlag der dänischen Finanzaufsicht eingegangen. Die S&P-Analysten weisen grundsätzlich darauf hin, dass das dänische Covered Bond-Rahmenwerk bereits zu einem großen Anteil die EU-Vorgaben erfüllt, wobei Änderungsbedarfe insbesondere in Bezug auf den 180-Tage-Liquiditätspuffer sowie mit Blick auf abzuändernde Spezifikationen der Regelungen für die Übersicherungsanforderungen, Fälligkeitsverschiebungen sowie Joint Funding im Rahmen des Vorschlages adressiert werden. Hervorzuheben sind auch die Implikationen für das Labelling. So können Soerligt Doekkede (Real)kreditobligationer (SDK) bzw. Mortgage Covered Bonds dänischer Gesetzgebung zukünftig das Label „Premium“ auf sich anwenden lassen, während Real Kreditobligationer und Skibskreditobligationer die Anforderungen an das Labelling entsprechend nicht erfüllen. Insgesamt erwächst aus den Vorschlägen zur Anpassung der dänischen Gesetzgebung, die ab dem 08. Juli 2022 vollumfänglich gelten würden, nach Auffassung der S&P-Experten kein unmittelbarer Änderungsbedarf mit Blick auf die Ratingeinschätzungen der derzeit durch die Agentur bewerteten dänischen Covered Bond-Programme.

**BBVA und Banco Sabadell sprechen über Fusion**

Bereits [in unserer Ausgabe vom 14. Oktober](#) haben wir uns der Konsolidierung im spanischen Bankenmarkt gewidmet und mögliche Zusammenschlüsse von Covered Bond-Emittenten beleuchtet. Neben Bankia und CaixaBank sowie Liberbank und Unicaja Banco haben mittlerweile auch BBVA und Banco Sabadell [offiziell Gespräche über eine mögliche Fusion bestätigt](#). Während BBVA in der November-Zusammensetzung des iBoxx EUR Covered mit sechs Deals im Gesamtvolumen von EUR 7,50 Mrd. vertreten ist, sind es bei der Banco Sabadell fünf Deals über insgesamt EUR 5,45 Mrd. Ein fusioniertes Institut würde damit zu den größten Covered Bond-Emittenten des Landes gehören. Auf Basis der iBoxx-Daten käme eine CaixaBank nach Fusion mit Bankia aktuell auf EUR 19,54 Mrd. an EUR-Benchmarks, gefolgt von Banco Santander, welche derzeit über 14 Benchmarks im Volumen von EUR 18,75 Mrd. verfügt. An dritter Stelle würde dann das fusionierte Institut aus BBVA und Banco Sabadell mit einem ausstehenden EUR-Benchmarkvolumen von EUR 12,95 Mrd. rangieren. Der spanische Covered Bond-Markt in 2021 dürfte somit unter anderem durch Fusionen (weitere nicht ausgeschlossen) geprägt sein.

**EZB-Chefvolkswirt Lane äußert sich unter anderem zu PEPP und TLTRO**

In einem [Interview mit der französischen Zeitung „Les Échos“](#) hat der EZB-Chefvolkswirt Philip Lane über die geldpolitischen Herausforderungen der Corona-Krise gesprochen. So geht er zwar aktuell davon aus, dass die neuerlichen Lockdowns einen geringeren Einfluss auf die ökonomische Entwicklung haben werden als jene Phase im Frühjahr, eine wesentliche Verbesserung der Lage bis Jahresende sieht er aber nicht. Eine Rückkehr zum BIP-Wachstum aus 2019 erwartet er zudem nicht vor Herbst 2022. Mit Blick auf die Laufzeit des PEPP gibt er zu bedenken, dass zuerst die pandemiebedingte Störung der normalen Wirtschaftsaktivität vorüber sein muss, damit ein Ende des PEPP gerechtfertigt wäre – ein Ende nach überstandener Krise sei aber ausgemacht. Bezüglich der Bereitstellung von Zentralbankliquidität über TLTRO-Tender stellt er klar, dass die Konditionen eines solchen Tenders vielschichtig sind und daher auch im Rahmen einer Anpassung multidimensional betrachtet werden sollten. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die EZB am 10. Dezember sowohl mit Blick auf das PEPP-Volumen als auch die TLTRO-Konditionen aktiv wird, da Lane ebenfalls unterstrich, dass beide Instrumente aus Sicht der EZB eine sehr hohe Effektivität aufweisen. In den beiden vergangenen beiden Wochen zog die Ankaufaktivität des Eurosystems unter den beiden Programmen APP & PEPP wieder deutlich an und es wurden wöchentlich netto rund EUR 30 Mrd. an Assets erworben. So führten die Ankäufe unter dem CBPP3 in den vergangenen drei Wochen jeweils zu einem Anstieg des Programmolumens, was zuletzt Mitte August der Fall war.

# Marktüberblick

## SSA/Public Issuers

Autor: Dr. Norman Rudschuck, CIIA

### **Outlook 2021**

In der kommenden Woche wird unser Ausblick auf das Jahr 2021 erscheinen. Dieser wird auch die möglichen geldpolitischen Anpassungen im Rahmen der EZB-Sitzung am 10. Dezember 2020 beinhalten, da wir hiervon natürlich große Strahlkraft für das kommende Jahr erwarten. Zudem werden wir unseren Outlook für institutionelle Investoren am 03. Dezember 2020 im Rahmen unserer Kapitalmarktkonferenz Digital vorstellen. Sollten Sie Interesse an der Veranstaltung haben, kontaktieren Sie bitte Ihre/n Kundenbetreuer\*in direkt oder senden eine Mail an [markets@nordlb.de](mailto:markets@nordlb.de) für eine personalisierte Einladung.

### **Blockadehaltung lähmt EU und blockiert somit Corona-Hilfen**

Gerade einmal 16 Minuten dauerte die Debatte der Staats- und Regierungschefs über die ungarische und polnische Blockade des EUR 1.800 Mrd. schweren Corona-Pakets aus EU-Haushalt und Aufbaufonds am Donnerstagabend. Ein Video-Gipfel sei schlicht nicht das richtige Format, um den Konflikt zu lösen, hieß es laut FAZ im Nachgang. Deshalb sei es unter den anderen „Chefs“ abgesprochen gewesen, nicht zu reagieren. Zu Wort kamen demnach Merkel, Michel, Orbán, Morawiecki und der neue Verbündete Janša aus Slowenien. Zur Erinnerung: Ungarn und Polen hatten unlängst ein Veto gegen das Paket eingelegt. Sie lehnen ab, dass die EU künftig EU-Hilfen wegen Verstößen gegen rechtsstaatliche Grundsätze kürzen kann. Gesetze, die die Freiheit der Justiz einschränken oder die Unabhängigkeit der Richter einschränken, wären dann dort nicht mehr möglich. Nun wächst insbesondere im Süden Europas die materielle Angst, dass das vor allem in Südeuropa dringend benötigte Geld nicht mehr halbwegs pünktlich fließen könne. Von dort kommt nun eine neue Idee, wie die anderen EU-Staaten den Druck auf die beiden Länder erhöhen könnten. Der Europaabgeordnete Sven Giegold von den Grünen wirbt dafür, den Corona-Fonds einfach im Rahmen der in den EU-Verträgen vorgesehenen sogenannten verstärkten Zusammenarbeit zu verabschieden. „Dann ist der Druck aus dem Kessel und die Regierungen in Warschau und Budapest müssen ihren Bürgern und Unternehmen erklären, warum sie erstmal leer ausgehen“, sagt Giegold. Die EU ist jedoch für ihre ausgleichende Haltung und Einstimmigkeit bekannt. Der pragmatische Ansatz muss also ggf. warten, bis sich die Fronten weiter verhärten. Die FAZ liefert hier weitere Beispiele: Schon 2010 beschlossen 14 Staaten so gemeinsame Regeln zum Scheidungsrecht. Im Jahr darauf wurde so der Weg für die Einführung des EU-Patents in 25 Mitgliedstaaten freigemacht. Zudem verhandelt eine Gruppe von derzeit noch neun Mitgliedstaaten, darunter Deutschland, seit Jahren über die Einführung einer Finanztransaktionssteuer im Rahmen der verstärkten Zusammenarbeit. Zudem: Der Vorschlag aus dem Europaparlament würde an der Blockade des EU-Haushalts 2021 bis 2027 nichts ändern. Den könnten Ungarn und Polen weiter blockieren. Im Extremfall müsste damit also Anfang des kommenden Jahres ein Nothaushalt in Kraft treten. Die EU könnte dann Monat für Monat über ein Zwölftel der Mittel aus dem Haushalt 2020 verfügen. Sie wäre damit nicht völlig handlungsunfähig. Es könnte aber nur ein Teil des Geldes wirklich abfließen, weil für viele Programme ohne Haushalt 2021 bis 2027 die Rechtsgrundlage fehlt.

**MuniFin: SREP-Entscheidung bleibt wegen Corona aus**

Aufgrund der bekanntermaßen noch andauernden Pandemie wird die EZB in diesem Jahr keine Entscheidung über den jährlichen Prozess der aufsichtlichen Überprüfung und Bewertung (SREP-Entscheidung) treffen. Stattdessen hat die EZB unter anderem der MuniFin einen Operational Letter zugesendet, in dem bestätigt wird, dass die Kapitalpuffer-Anforderung (P2R), die MuniFin im letzten Jahr auferlegt wurde, mit 2,25% unverändert in Kraft bleibt. Unter Berücksichtigung dieser Kapitalpuffer-Anforderung beträgt das Gesamtverhältnis der SREP-Kapitalanforderungen (TSCR) derzeit 10,25%. Die Mindesthöhe der Gesamtkapitalquote einschließlich P2R und anderer Kapitalpufferanforderungen beträgt 13,38%. Die Kapitaladäquanzquote von MuniFin übersteigt die Anforderung um ein Vielfaches. Ende Juni 2020 betrug die Gesamtkapitalquote der Gruppe 113,8%. Die Finnen werden von der EZB beaufsichtigt und der kontinuierliche SREP-Prozess ist Teil der von der EZB durchgeführten Bankenaufsichtsaktivitäten. Ziel der Bankenaufsicht ist es, sicherzustellen, dass die Kreditinstitute über angemessene Risikomanagementmethoden sowie über ausreichendes Kapital und Liquidität verfügen.

**„Finance in Common“ – 450 Förderbanken weltweit schließen sich zusammen**

Zum ersten Mal überhaupt haben sich laut KfW-Pressemitteilung Repräsentanten von 450 öffentlichen Entwicklungsbanken zu einem Gipfel zusammengefunden und eine globale Koalition begründet. Angesichts großer Herausforderungen wie der Corona-Pandemie, dem Klimawandel, einem rasanten Artenschwund und wachsender Ungleichheit gelobten die öffentlichen Banken, ihre Kräfte vermehrt zu bündeln und gemeinsam mehr zu erreichen. „Finance in Common“ lautete der Titel der zweitägigen digitalen Zusammenkunft, der signalisieren sollte, dass die wichtigsten Entwicklungsbanken dieser Welt künftig im Gleichklang arbeiten und nach ähnlichen Kriterien „gemeinsam finanzieren“. Für die KfW nahm Vorstandsvorsitzender Dr. Günther Bräunig an dem Gipfeltreffen teil. Zu den 450 Entwicklungsbanken gehören große wie die Asiatische oder Afrikanische Entwicklungsbank, die KfW, die Agence Française de Développement, auf deren Initiative der Gipfel stattfand, aber auch regionale und kleinere Institutionen aus allen Gegenden der Welt. Teilnahmen zum Beispiel auch die Entwicklungsbanken von Namibia, Puerto Rico oder Saint Lucia. Ebenfalls mit von der Partie waren Entwicklungsbank-Assoziationen wie der International Development Finance Club (IDFC). Der IDFC wurde bereits 2011 auf Initiative der KfW gegründet; er bildet mit seinen 26 finanzkräftigen Mitgliedern gewissermaßen den harten Kern der neuen, umfassenden aber losen Banken-Koalition. Zusammen stünden diese 450 Entwicklungsbanken für 10% der weltweiten jährlichen Investitionen. Sie bekräftigten, ihre Finanzierungen auf die nachhaltigen Entwicklungsziele (SDGs) und das Pariser Klimaschutzabkommen auszurichten. Zum Abschluss verabschiedeten die 450 Banken eine „Gemeinsame Erklärung“ (Joint Declaration), in der sie ihre neue Koalition begründeten und sich zu verstärkter Zusammenarbeit bereitklärten. Darin verpflichteten sie sich außerdem, ihre Strategien, Investitionsmuster und Aktivitäten besser aufeinander abzustimmen, auf den Klimaschutz und die SDGs auszurichten und private Mittel in Richtung kohlenstoffarmen Wirtschaften umzulenken. Alle beteiligten Banken wollen außerdem konkrete Pläne zum Ausstieg aus der Kohlefinanzierung umsetzen (die KfW hat diesen Schritt mit der Abschlussliste für neue Finanzierungen bereits im Juli 2019 vollzogen). Bis zur nächsten Klimakonferenz in Glasgow, im November 2021, sollten alle anwesenden Banken ihre Portfolios an den SDGs ausgerichtet haben. So unterstrich es zumindest UN-Generalsekretär António Guterres. Emmanuel Macron nannte die Banken-Koalition „kühn“ und bezeichnete sie als wichtigen Baustein zur Stärkung des Multilateralismus.

### Primärmarkt

Während ESM (Ziel 2020: EUR 11 Mrd.) und EFSF (EUR 19,5 Mrd.) ihre Schäfchen für 2020 bereits ins Trockene gebracht haben, mandatierte die EU am Montag wie vergangene Ausgabe von uns prognostiziert für einen 15-jährigen SURE-Bond. Der Deal ging bereits am Dienstag (gestern) vollständig über die Bühne. Interessanterweise testete die EU bereits vergangene Woche diese Laufzeit mit einem Tap (EUR 395 Mio.) für ihre Macro-Financial Assistance (MFA). Die Guidance lag bei ms -3bp, das Pricing bei ms -5bp. Gestern lag die Guidance bei ms -2bp, das Pricing war jedoch mit ms -5bp exakt so wie der Tap vergangene Woche. Das eingesammelte Volumen war mit EUR 8,5 Mrd. jedoch ungleich höher. Die Orderbücher erreichten gegen Mittag mehr als EUR 90 Mrd. Für 2021 plant der ESM übrigens mit EUR 8 Mrd. (ECCL und weitere Pandemie-Hilfen ausgeklammert) und der EFSF mit EUR 16,5 Mrd. Damit dürfte insbesondere der EFSF einer der größten Player am Markt mit negativem Net Supply sein, denn ihrem Fundingziel stehen Fälligkeiten in Höhe von EUR 22,3 Mrd. gegenüber, sodass dem Markt rund EUR 6 Mrd. liquide Bonds entzogen werden, da wir hier bereits mit finalen Zahlen planen können im Gegensatz zu EIB, EU, KfW und weiteren großen Spielern am Markt. Details dazu lesen Sie in der kommenden Woche in unserem Ausblick für 2021. Zuvor hatten wir bereits NIESA, BERGER, LCFB sowie HESSEN auf dem Schirm, welche wir chronologisch näher beleuchten wollen. Niedersachsen wählte eine siebenjährige Laufzeit im Benchmarkformat und erzielte einen Spread von ms -4bp bei Preisfestlegung. Das Orderbuch umfasste mehr als EUR 685 Mio. Selbst ein Basispunkt Tightening gegenüber der Guidance war möglich. Kein Tightening und auch keine sonstigen Informationen lieferte hingegen Berlin für ihre 25-jährige Benchmarktransaktion. Der Preis lag bei ms +11bp. Jedoch performte die Anleihe bereits einen Basispunkt im Sekundärmarkt (ms +10bp). Hierbei handelt es sich um eine vergleichsweise selten gezeigte Laufzeit am Markt. Es ist nicht Berlins längste Laufzeit im Benchmarkformat, da dieses Jahr bereits das 30-jährige Segment angezapft wurde. Gemeinhin wurde der Deal als (zu) teuer wahrgenommen. Letzte Woche hatten wir den bevorstehenden Deal der belgischen LCFB länger beschrieben, diese Woche widmen wir uns in unserem [SSA-Artikel](#) länger allen belgischen Regionen. Passend dazu erfreute sich der Deal gewisser Beliebtheit bei doppelter Überzeichnung und vier Basispunkte Tightening gegenüber der Guidance. Ein Pricing von +26bp über der Referenzanleihe (BGB 0.9% 06/22/29) ergeben circa einen Spread von ms +11bp. Hessen hingegen wählte kurze vier Jahre für ihre Benchmark. Zum Deal wurde nichts über Guidance und Preis hinaus bekannt (beides bei ms -8bp). Somit blieb das Orderbuch für Externe verschlossen. Gestern haben dann noch die belgische Region Wallonien (30y), Baden-Württemberg (Tap, 2040er-Laufzeit und EUR 400 Mio. WNG) sowie CADES (5y, Social Bond) für zeitnahe Deals mandatiert. Wir rechnen bei allen Transaktionen bereits heute mit dem Pricing.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Volume	Spread	Rating
EU	SNAT	24.11.	EU000A285VM2	14.6y	8.50bn	ms -5bp	AAA / Aaa / AA
HESSEN	DE	23.11.	DE000A1RQD19	3.8y	0.50bn	ms -8bp	- / - / AA+
LCFB	BE	19.11.	BE0002750314	8.6y	0.60bn	ms +11bp	- / Aa3 / -
BERGER	DE	19.11.	DE000A289LF5	25.0y	0.50bn	ms +11bp	AAA / Aa1 / -
NIESA	DE	18.11.	DE000A3H20D1	7.0y	0.50bn	ms -4bp	AAA / - / -

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

## Covered Bonds

# UOB beendet Dornröschenschlaf an Singapurs Primärmarkt

Autor: Dr. Frederik Kunze

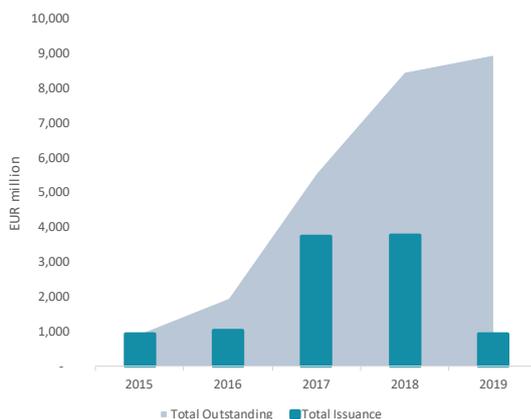
### Covered Bond-Markt Singapur: Das Ende eines Dornröschenschlafs?

In den Jahren 2016 bis 2018 war für den Covered Bond-Markt Singapur insbesondere mit Blick auf das EUR-Benchmarksegment eine dynamische Entwicklung zu konstatieren. Allerdings ging bis zur aktuellen Handelswoche der letzte Deal in diesem Teilmarkt auf den September 2018 zurück. Damals platzierte die United Overseas Bank (UOB) eine Benchmark über EUR 500 Mio. (UOBSP 0 1/4 09/11/23) erfolgreich am Markt. Auch im sich dem Ende neigenden Emissionsjahr 2020 ist es die UOB, welche den Dornröschenschlag in Singapurs EUR-Benchmarksegment ein Ende setzte und mit einem Bond über EUR 1,0 Mrd. (UOBSP 0 12/01/27) auf ihre Investoren zuzug (vgl. [Marktteil](#)). Wir begrüßen dieses Lebenszeichen außerordentlich, wobei wir hier keinen direkten bzw. unmittelbaren Zusammenhang zur jüngsten MAS-Anpassung in Bezug auf das für Covered Bond-Emittenten gültige Emissionslimit herstellen würden. Die von den Regulatoren bereits im Oktober 2020 bekannt gegebene Erhöhung der Obergrenze für ausstehende Covered Bonds von 4% auf 10% (der Total Assets) würden wir aber langfristig durchaus als Wachstumsimpuls auch für das EUR-Benchmarksegment des Landes ansehen. Die jüngsten Entwicklungen in Singapur möchten wir zum Anlass nehmen, kurz auf den Teilmarkt einzugehen und einen Ausblick für das Jahr 2021 zu geben.

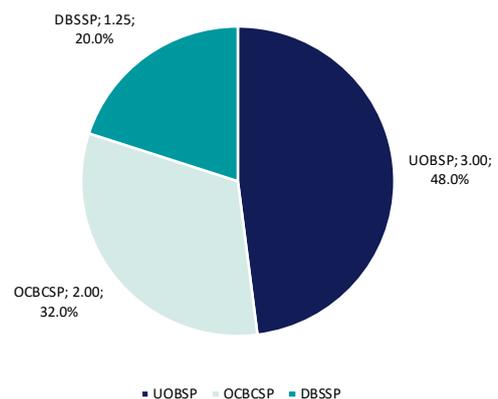
### Covered Bond-Markt Singapur: Volumen von EUR 8,99 Mrd. ausstehend

Zum Berichtsstichtag 31. Dezember 2019 belief sich das ausstehende Volumen der drei am Markt aktiven Emittenten – neben UOB sind dies die DBS Bank sowie die Oversea-Chinese Banking Corporation (OCBC) – auf Basis von ECBC-Daten auf EUR 8,99 Mrd., wobei der größte Anteil EUR-Emissionen (EUR 5,25 Mrd. bzw. 58%) zuzurechnen war. Im Jahr 2019 wurden jedoch ausschließlich Non-EUR-Emissionen begeben, welche sich auf EUR 914 Mio. summieren und auf zwei Bonds in AUD (DBSSP Float 10/25/22; AUD 750 Mio.) bzw. USD (UOBSP 1 5/8 09/05/22; USD 500 Mio.) verteilen. Im laufenden Jahr markiert der EUR-Deal der UOB die erste öffentliche Covered Bond-Platzierung aus Singapur überhaupt.

SG: Ausstehendes Volumen Covered Bonds (EUR Mrd.)



SG: BMK ausstehend nach Emittenten (EUR Mrd.)



### Singapur: Gesetzgebung im Überblick

Designation	Singapore Covered Bonds
Special covered bond law	Yes
Cover assets (incl. substitute cover)	Mortgage loans
Owner of assets / Specialist bank principle	Issuer / No
Geographical scope	-
Loan to value - Mortgage loans	80%
Preferential claim by law	Yes
Cover register	Yes
Substitute assets / Limit of substitute assets	Yes / 15%
Minimum OC	3% nominal value
Asset encumbrance	10% issue limit ( <i>new</i> )
UCITS compliant / CRD compliant / ECB eligible	No / No / No

Quelle: Nationale Gesetzgebung, ECBC, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### Aufholbedarf im EUR-Benchmarksegment?

In den Jahren 2016 bis 2018 wurden insgesamt zehn EUR-Benchmarkemissionen von den drei aktiven Emittenten an den Markt gebracht (UOB und OCBC jeweils: vier Bonds; EUR 2 Mrd. und DBS Bank zwei Bonds; EUR 1,25 Mrd.), sodass sich nach unserer Auffassung allein auf Basis dieses zugegebenermaßen auf einem vergleichsweise kurzen Zeitraum fußenden Emissionsmusters für das kommende Jahr ein gewisser Aufholbedarf ergibt. Für die Einschätzung einer lebhafteren Emissionsaktivität im EUR-Primärmarkt spricht zudem die Grundannahme, dass die international aufgestellten Geldhäuser in Singapur über hypotheekarisch-gedekte Schuldverschreibungen ihren Zugang zu Funding in der europäischen Gemeinschaftswährung demonstrieren wollen könnten. Dieser Argumentation folgend würden wir zudem nicht ausschließen, dass es im Jahr 2021 auch zu Debütemissionen weiterer Institute aus Singapur kommen könnte. Wir würden eine derartige Entwicklung zwar nicht als unmittelbare Konsequenz der Limitanpassung sehen, würden hier aber durchaus einen gewissen Zusammenhang herstellen. Schließlich birgt auch nach Einschätzung der Risikoexperten von Moody's die angepasste Vorgabe das Potenzial, zu einer besseren Marktliquidität bzw. niedrigeren Refinanzierungsrisiken beizutragen. Zudem könnte ein größerer Covered Bond-Markt in der Tendenz die systemische Relevanz gedeckter Schuldverschreibungen in Singapur erhöhen. In Verbindung mit dem grundsätzlich erhöhten Emissionspotenzial je Emittent verringern sich in der Folge zudem auch unter der Annahme von Skaleneffekten die relativen administrativen Kosten eines Covered Bond-Programms.

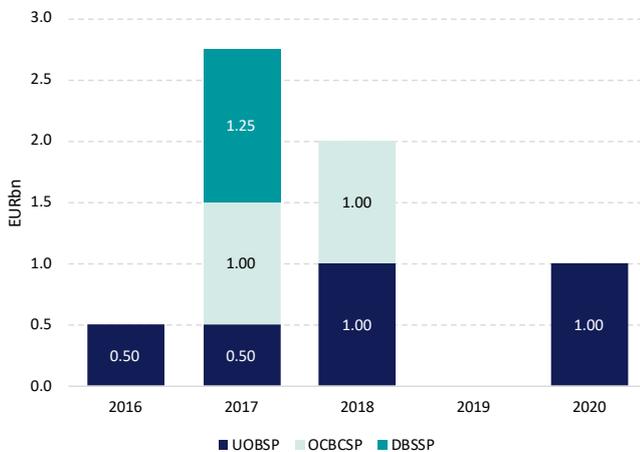
### Emissionserwartungen für 2021

Insgesamt erachten wir für das Jahr 2021 ein Emissionsvolumen von EUR 1,0 bis maximal 1,5 Mrd. als realistisch, was unter der Annahme von Emissionen im Volumen von EUR 500 Mio. für zwei bis maximal drei Emissionen sprechen würde. Dabei kalkulieren wir auch das Debüt eines Emittenten mit ein und sehen diesbezüglich insbesondere Standard Chartered Singapore als vielversprechenden Kandidaten an. Nicht nur aber auch vor dem Hintergrund der durch die COVID-19-Krise ausgelösten Unsicherheiten ist auch unsere Emissionserwartung einem erhöhten Risiko ausgesetzt. Während Phasen erhöhter Volatilität an den internationalen Finanzmärkten bei Emittenten aus Overseas-Jurisdiktionen wie Singapur eine gewisse Zurückhaltung auslösen könnten, sind es vor allem Bewegungen in Bezug auf die EUR/USD Cross Currency Basis Swapsreads, die sowohl eine geringere als auch eine höhere Aktivität im EUR-Segment zur Folge haben könnten.

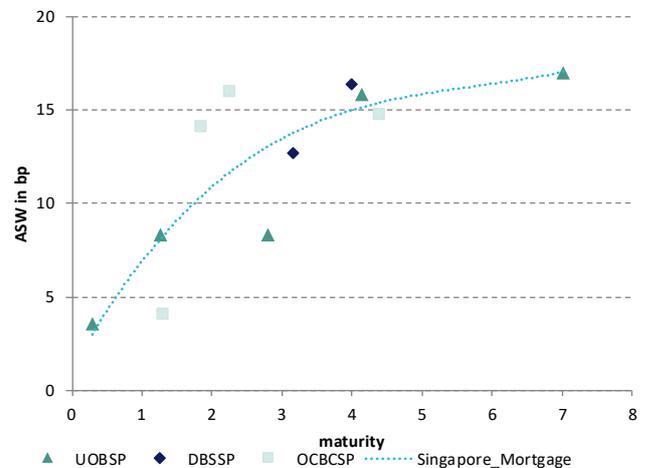
### Spreadentwicklungen Singapur

Die Spreadlandschaft wird mit der neuen UOBSP 0 12/01/27 (7y; EUR 1,0 Mrd.; Reoffer Spread ms +17bp) nunmehr durch insgesamt 11 EUR-Benchmarks vorgegeben, wobei die UOBSP 0 1/4 03/09/21 mit einer Restlaufzeit von 0,3 Jahren nicht mehr im iBoxx EUR Covered vertreten ist. Mit ms +17bp lag der Reoffer Spread für den jüngsten UOB-Deal nach unseren Berechnungen innerhalb der Kurve, was unter der Annahme nachlaufender Sekundärmarktpreise wenigstens für den ausstehenden UOB-Deal mit einer Restlaufzeit von 4,2 Jahren (UOBSP 0 1/2 01/16/25) dezente Spreadeinengungen implizierte, die in der Folge entsprechend zu beobachten waren. Tatsächlich entspricht die Differenz des Reoffer-Spread des neuen Singapur-Deals zum arithmetischen Mittel deutscher Pfandbriefe im 7y Laufzeit-Bucket mit 15 Basispunkten nahezu dem historischen Mittelwert des Abstands zu Pfandbriefen vs. Singapore Covered Bonds im 5y Laufzeit-Bucket (arithmetisches Mittel seit November 2018: 16 Basispunkte), was aus unserer Sicht für ein faires relatives Pricing der jüngsten Transaktion spricht. Ausgehend von unserer Erwartung sich bis zur Jahresmitte 2021 dezent einengender Pfandbriefspreads rechnen wir für Covered Bonds aus Singapur über alle Laufzeitbänder ebenfalls mit leichten Spreadrückgängen in der Größenordnung von vier Basispunkten.

Singapur: BMK-Emissionen nach Jahren (EUR Mrd.)



Singapur: Spreadlandschaft (EUR Benchmarks)



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

### Fazit

Die UOB hat dem Dornröschenschlaf Singapurs im EUR-Benchmarksegment ein Ende gesetzt. Wir sehen nach diesem ausdrücklichen Lebenszeichen in Form der größten Transaktion aus Singapur überhaupt durchaus Potenzial für nachfolgende Emissionen in 2021. Die regulatorischen Anpassungen der MAS, die sowohl das Emissionspotenzial auf Instituts-ebene erhöht als auch Anreize für potenzielle Debütanten schafft, sich am Markt zu zeigen, dürften durchaus stützend wirken. Gleichzeitig sehen wir den Antritt aus Singapur auch als Indikation dafür an, dass die Asien-Pazifik-Region insgesamt wieder an Dynamik mit Blick auf den Primärmarkt gewinnen sollte. In der Folge ist nach unserer Auffassung auf entsprechende Ankündigungen auch aus Neuseeland und Australien zu achten.

## Covered Bonds

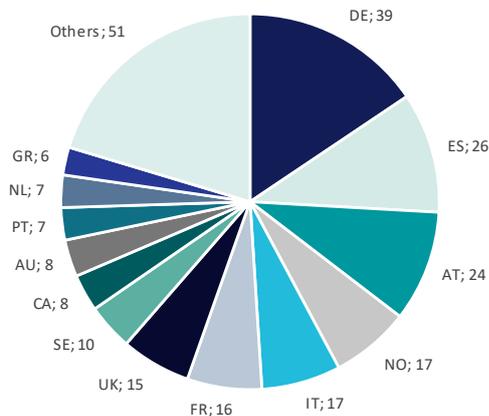
# Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick

Autor: Henning Walten, CIIA

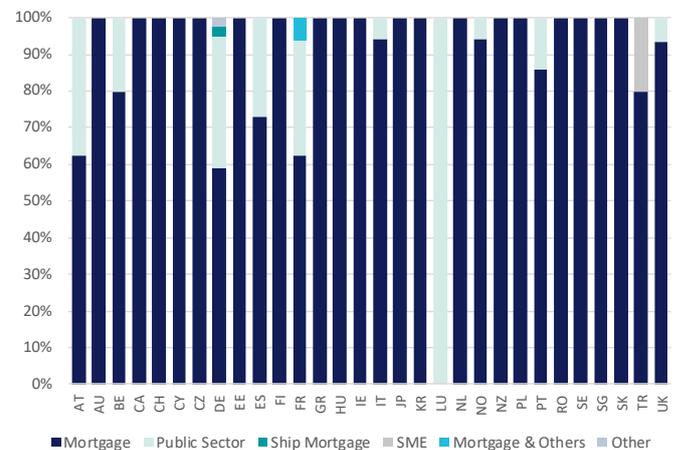
### 251 geratete Covered Bond-Programme

Die Ratingagentur Moody's hat ihren quartalsweise erscheinenden Report zu ihren Ratingaktivitäten im Covered Bond-Segment veröffentlicht. Hierzu greift Moody's mehrheitlich auf Ratingberichte des II. Quartals 2020 zurück. Demnach wurden für insgesamt 251 Covered Bond-Programme Ratingeinschätzungen vorgenommen (Vorquartal: 247). Mit einer Anzahl von 205 machen hypothekarisch-besicherte Programme 81,7% von Moody's Covered Bond-Universum aus. Des Weiteren ratet Moody's 42 öffentliche Programme (16,7%), welche sich jedoch hauptsächlich auf Deutschland (14 Programme; 33,3%), Österreich (9; 21,4%), Spanien (7; 16,6%) sowie Frankreich (5; 11,9%) konzentrieren. Mit Blick auf die Verteilung nach Jurisdiktionen kann konstatiert werden, dass nahezu 80% der Programme auf jene 13 Länder entfallen, in denen mindestens sechs Programme geratet wurden. Die verbleibenden 51 Programme verteilen sich hingegen auf insgesamt 17 Jurisdiktionen, von denen die EUR-Benchmarkjurisdiktionen Japan nur ein Programm aufweist.

### Anzahl der Programme mit Moody's-Rating



### Verteilung der Programmarten nach Land



Quelle: Moody's, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

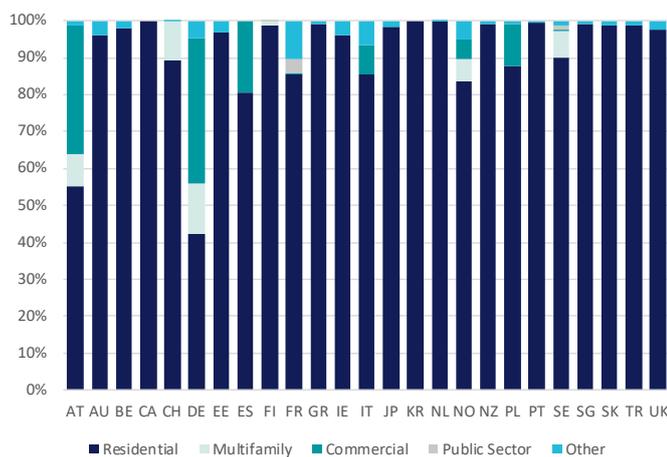
### Fokus auf Mortgage-Programme aus EUR-Benchmarkjurisdiktionen

Mit Blick auf das Moody's Ratinguniversum bei Covered Bonds kann also zweifelsohne ein Fokus auf Mortgage-Programme festgestellt werden, welche zudem nahezu vollständig in EUR-Benchmarkjurisdiktionen zu verorten sind. Lediglich aus Tschechien (2 Programme), Ungarn (2), Zypern (1) und Rumänien (1) verzeichnen wir derzeit keine ausstehenden Covered Bond-Emissionen im EUR-Benchmarksegment. Aus diesen Gründen fokussieren wir uns nachfolgend auf jene hypothekarisch-besicherten Programme, die aus EUR-Benchmarkjurisdiktionen aufgesetzt wurden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass aus den hierzu betrachteten Programmen nicht zwingend EUR-Benchmarks emittiert worden sein müssen. Vielmehr soll die Eingrenzung mit Blick auf Moody's gesamtes Covered Bond-Universum einer besseren Vergleichbarkeit von Kennzahlen aus Investorensicht dienen.

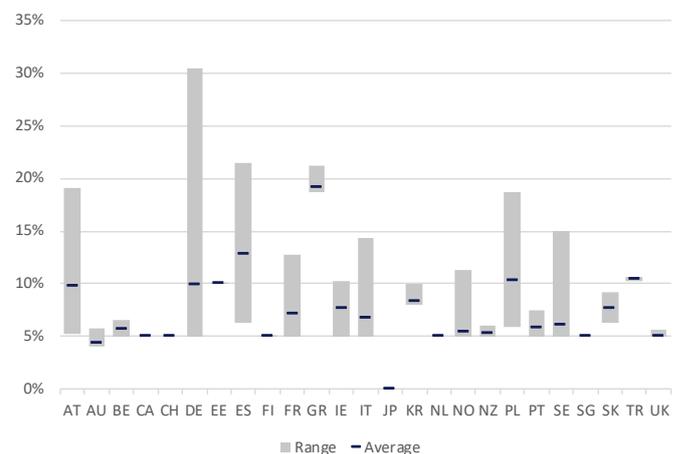
### Mortgage-Programme mehrheitlich mit wohnwirtschaftlichem Charakter

Mit Blick auf die von Moody's vorgenommene Klassifizierung der Deckungswerte der einzelnen Programme kann festgehalten werden, dass Emissionen durchschnittlich zu 83,4% durch wohnwirtschaftliche Assets gedeckt sind. Quoten von durchschnittlich unter 75% weisen nur Deutschland (42,2%) und Österreich (55,4%) auf. Über nennenswerte Anteile an Multi-Family-Assets verfügen neben Deutschland (13,6%) auch die Schweiz (10,8%) sowie Österreich (8,3%), wohingegen in Deutschland (39,3%), Österreich (35,2%), Spanien (19,6%) und Polen (11,2%) der Anteil an gewerblichen Assets besonders hoch ist. Deckungswerte des öffentlichen Sektors werden hingegen erwähnenswert nur in Frankreich (3,8%) und Schweden (1,2%) herangezogen, in beiden Fällen allerdings nur zu einem Bruchteil der Deckungsstockvolumina.

Struktur der Deckungsstöcke (Mortgage-Programme)



Collateral Score nach Land (Mortgage-Programme)



Quelle: Moody's, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

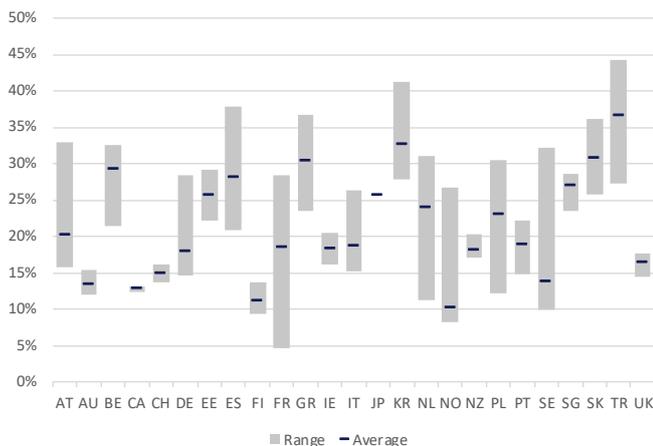
### Der Collateral Score als Indikator der Deckungsstockqualität

Als eine wichtige Kennzahl in Moody's Covered Bond-Universum kann der Collateral Score genannt werden. Dieser wird seitens der Ratingagentur zur Beurteilung der Qualität der Deckungswerte herangezogen, wobei ein niedriger Wert eine hohe Qualität eines Deckungsstocks anzeigt. Der obenstehenden Grafik kann dabei neben dem jeweils durchschnittlichen Collateral Score auf nationaler Ebene auch die Bandbreite der Ausprägungen entnommen werden. Mit Kanada, der Schweiz, den Niederlanden und Singapur weisen vier Jurisdiktionen Scores von maximal 5% auf. Erkennen ist zudem, dass die Bandbreite an Collateral Scores in diesen Jurisdiktionen vergleichsweise gering ist. Für Österreich, Deutschland, Spanien, Italien, Polen und Schweden zeichnen sich hingegen national deutlich heterogenere Bilder mit Blick auf die Qualität der gerateten Covered Bond-Programme. Dabei ist in Griechenland, Spanien, Polen und der Türkei von der geringsten durchschnittlichen Qualität der in den Deckungsstöcken enthaltenen Assets auszugehen. Auf globaler Ebene zeichnet sich wenig überraschend ein sehr differenziertes Bild. Während sich diese Heterogenität in einigen Jurisdiktionen auch national widerspiegelt, existiert auch eine Vielzahl an Ländern in denen die durch Moody's gerateten Programme ein hohes Maß an vergleichbarer Deckungsstockqualität aufweisen. Japan stellt eine Besonderheit dar, da es sich bei dem Programm von SMBC um mit Aaa gerateten RMBS besicherte Covered Bonds handelt.

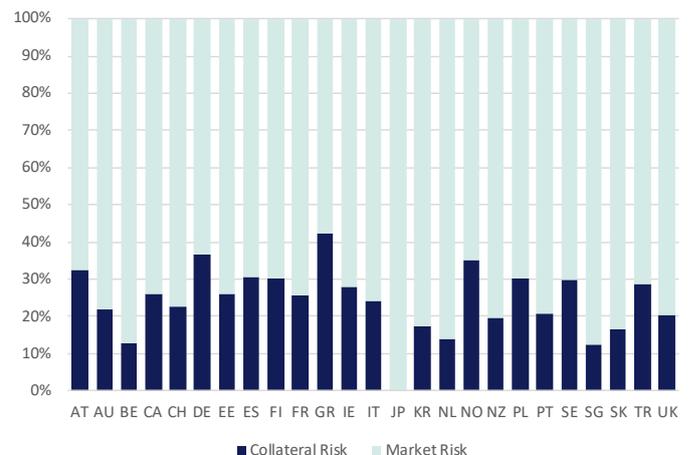
### Cover Pool Losses als Zwei-Komponenten-Kennzahl

Mit Hilfe der Cover Pool Losses (CPL) spiegeln die Ratingexperten von Moody's die zu erwartenden Verluste in der Deckungsmasse nach einem Ausfall des Emittenten wider. Das Risiko setzt sich dabei aus den zwei Komponenten Marktrisiko (Refinanzierungs-, Zins- und Währungsrisiken) und Collateral Risiko (Asset Qualität und Kreditrisiko) zusammen. Ähnlich wie beim Collateral Score ist hier im globalen Vergleich erneut ein hohes Maß an Heterogenität zu erkennen, welches sich nicht nur beim Blick auf die durchschnittlichen Cover Pool Losses sondern auch mit Blick auf die Bandbreite der nationalen Ausprägungen zeigt. So fallen die Cover Pool Losses in Kanada, Finnland und Norwegen besonders gering aus, während sie in der Slowakei, der Türkei und Südkorea besonders hoch sind. Eine geringe Bandbreite weisen dabei die Programme aus Kanada, der Schweiz und UK auf, was teilweise jedoch auf die geringe Anzahl an Programmen zurückzuführen ist. In den etablierten EUR-Benchmarkjurisdiktionen weisen die größten Bandbreiten mit Blick auf die Cover Pool Losses Frankreich, Schweden und die Niederlande auf.

#### Cover Pool Losses nach Land (Mortgage-Programme)



#### CPL-Risikokomponenten nach Land (Mortgage-Programme)



Quelle: Moody's, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

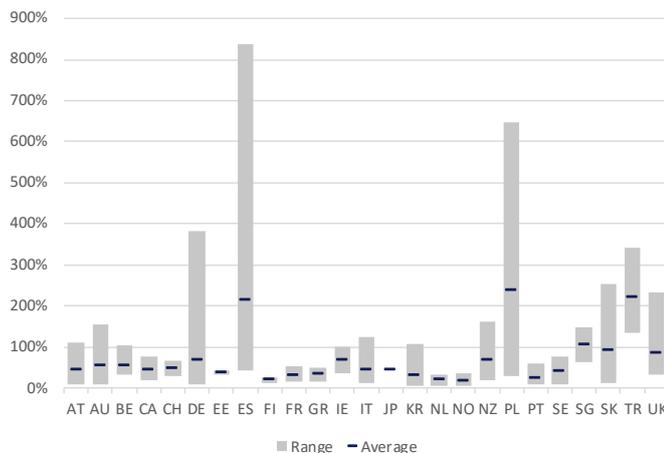
### Refinanzierungs-, Zins- und Währungsrisiko bestimmen zu erwartende Verluste

Der oberen rechten Abbildung ist zu entnehmen, dass der Beitrag der beiden Komponenten (Collateral Risiko und Marktrisiko) auf nationaler Ebene durchaus erhebliche Unterschiede aufweist. So liegt der Anteil des Collateral Risikos an den Cover Pool Losses insbesondere in Griechenland, Norwegen und Deutschland relativ hoch. Einen vergleichsweise geringen Anteil an den Cover Pool Losses aufgrund einer rückläufigen Qualität des Deckungsstocks im Falle einer Insolvenz eines Emittenten ist hingegen in Belgien, den Niederlanden und Singapur zu verzeichnen. Eine Sonderrolle kommt dabei erneut dem Programm aus Japan zu, das aufgrund seiner Deckungsstockstruktur (ausschließlich RMBS-Transaktionen als Cover Assets) über kein Collateral Risiko verfügt. Grundsätzlich lässt sich ableiten, dass die Cover Pool Losses mehrheitlich durch das Marktrisiko beeinflusst werden, also Verluste im Insolvenzfall des Emittenten den Kategorien Refinanzierungs-, Zins- und Währungsrisiko zuzuschreiben werden und weniger der Qualität der Deckungswerte geschuldet sind.

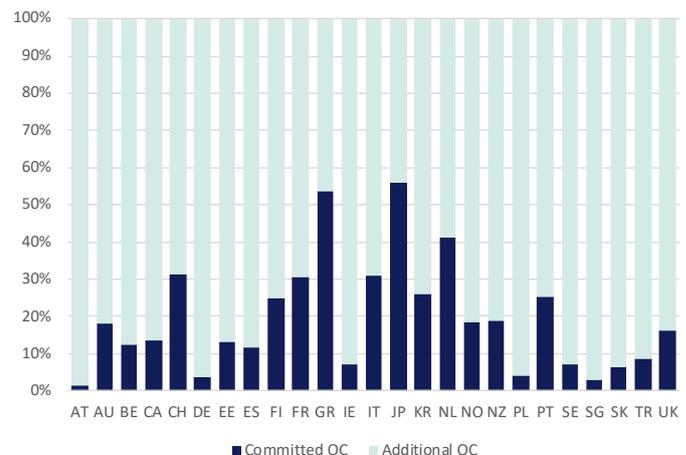
### Spanische Programme mit heterogener hoher Übersicherung

Auch mit Blick auf die Übersicherungsniveaus der von Moody's gerateten Programme zeigen sich im internationalen Vergleich wenig überraschend deutliche Unterschiede. Die größte nationale Heterogenität zeigt sich dabei in Spanien, Deutschland und Polen (lediglich drei Programme), wobei wir das Programm der Bausparkasse Schwäbisch Hall bei der OC-Betrachtung außen vor gelassen haben, da dieses mit einer OC von 6.891,6% zu einer zu großen Verzerrung der Darstellung beigetragen hätte. Während das spanische Programm mit der geringsten OC mit 43,1% übersichert ist, betrug die OC des Programms der Kutxabank im II. Quartal 2020 838,7%. Eine ebenfalls hohe Streuung der Übersicherungsquoten zeigt sich zudem in der Slowakei und der Türkei. Auf der anderen Seite existieren mit Estland, Finnland und den Niederlanden auch Jurisdiktionen in denen sich die Übersicherungslevels der einzelnen Programme auf einem vergleichsweise ähnlichen Niveau befinden. Teilweise sind geringe Bandbreiten, wie bspw. bei Estland, jedoch auch durch die Anzahl an gerateten Programmen begründet.

### Übersicherung nach Land (Mortgage-Programme)



### Zusammensetzung der Übersicherung (Mortgage-Programme)



Quelle: Moody's, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

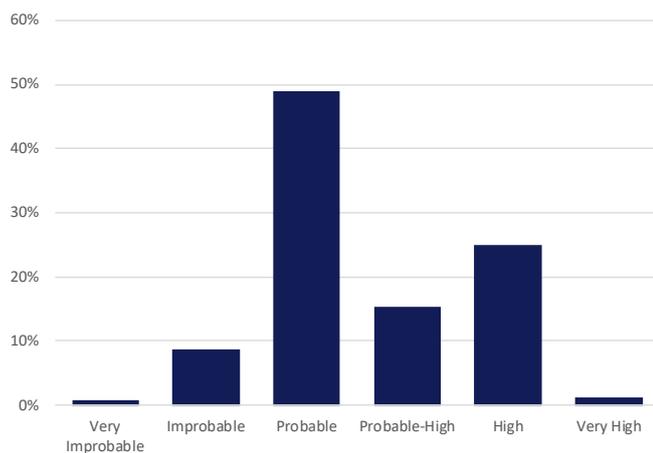
### Committed OC als Ausgangspunkt der freiwilligen Übersicherung

Auch die Übersicherung lässt sich in Subkomponenten unterteilen. So kann diese gegenüber der Ratingagentur zum Erhalt einer bestimmten Ratingbeurteilung zugesichert worden sein oder auf gesetzlichen Anforderungen beruhen. Die Committed OC kann somit als eine Art Untergrenze der Übersicherung verstanden werden, die nicht ohne Weiteres oder überhaupt nicht unterschritten werden kann. Im Gegensatz dazu ist die tatsächliche Übersicherung unter Umständen nur eine temporäre Ausprägung, welche durch Neuemissionen oder Fälligkeiten ggf. einer gewissen Volatilität unterliegt. Mit Blick auf den Anteil der Committed OC an den OC-Levels zeigt sich, dass insbesondere die Übersicherung in Österreich, Deutschland, Polen und Singapur zu einem hohen Anteil auf freiwilliger Basis bereitgestellt wird und dementsprechend vergleichsweise einfach reduziert werden könnte. Im Gegensatz dazu setzt sich die Übersicherung in Griechenland und Japan je rund zur Hälfte aus zugesicherter und freiwilliger Überdeckung zusammen. Insgesamt lässt sich festhalten, dass der größere Anteil der Übersicherung seitens der Emittenten auf freiwilliger bzw. nicht-zugesicherter Basis bereitgestellt wird. Dabei bedeutet ein hoher Anteil an Committed OC keineswegs auch eine hohe Übersicherung (siehe bspw. Griechenland).

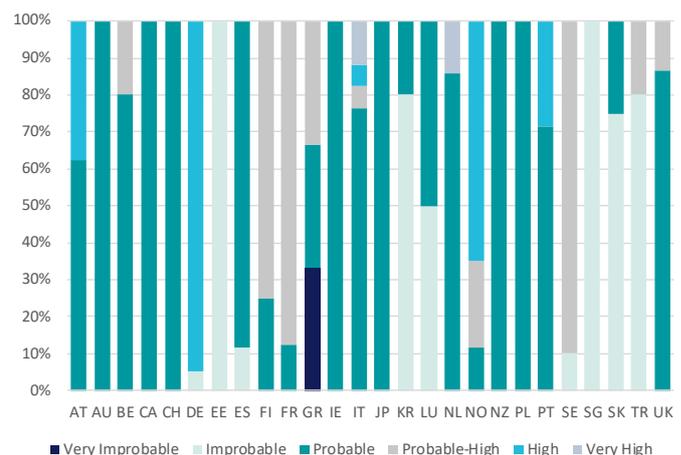
### TPI verlinkt Covered Bond-Rating mit dem Emittentenrating

Eine weitere von Moody's bereitgestellte Kennzahl ist der Timely Payment Indicator (TPI), welcher eine Aussage darüber trifft, wie wahrscheinlich die pünktliche Bedienung der Zahlungsverpflichtungen nach Ausfall eines Emittenten ist, wobei in sechs Stufen von „Very High“ bis „Very Improbable“ differenziert wird (siehe untenstehende Tabelle). Die TPI-Ausprägung bemisst zudem das potenzielle Covered Bond-Rating auf eine bestimmte Anzahl von Notches über dem Emittentenrating. Der TPI Leeway gibt hingegen an, um wie viele Stufen der Covered Bond-Ankerpunkt herabgestuft werden kann, ohne dass dies eine Ratingverschlechterung aufgrund der TPI-Methodik für das Covered Bond-Programm nach sich zieht. Der untenstehenden Grafik kann entnommen werden, dass rund die Hälfte aller durch Moody's gerateten Mortgage-Programme über einen TPI von „probable“ verfügen. Die Ränder sind mit Anteilen von 0,8% bzw. 1,2% hingegen weniger stark vertreten.

### Timely Payment Indicator (TPI) (Mortgage-Programme)



### TPIs nach Land (Mortgage-Programme)



Quelle: Moody's, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

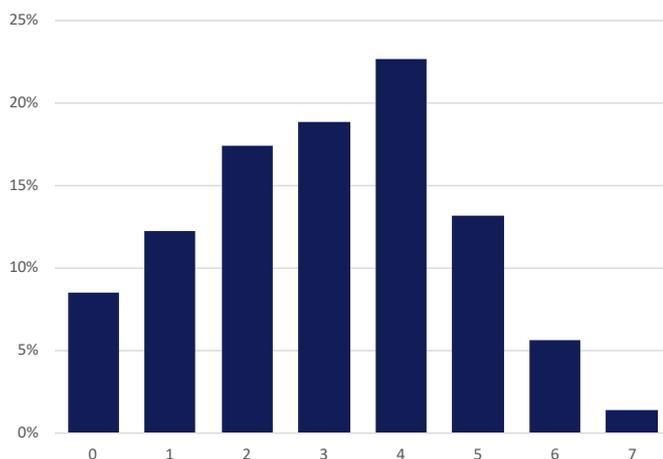
### Nationale Einschätzungen vielfach gleich

In insgesamt neun EUR-Benchmarkjurisdiktionen verfügen die Programme über jeweils nur eine einzige Ausprägung des Timely Payment Indicators. Während diese in sieben Fällen „Probable“ entspricht, verfügen die Programme in Estland und Singapur ausschließlich über TPIs von „Improbable“. Insgesamt verfügen lediglich drei Programme (2x IT und 1x NL) über die höchstmögliche Ausprägung „Very High“. Am unteren Ende („Very Improbable“) sind hingegen nur zwei griechische Programme zu identifizieren. Mindestens drei unterschiedliche Stufen der zeitnahen Anspruchsbedienung sind hingegen nur in Griechenland, Italien und Norwegen vorzufinden. In Deutschland wird dabei für 37 der 39 Programme von einer hohen Wahrscheinlichkeit für eine zeitnahe Bedienung der Zahlungsverpflichtungen nach Ausfall des Emittenten ausgegangen. Eine ebenfalls hohe Wahrscheinlichkeit wird darüber hinaus insbesondere für Programme aus Norwegen (11 von 17 Programmen) und Österreich (9 von 24 Programmen) gesehen.

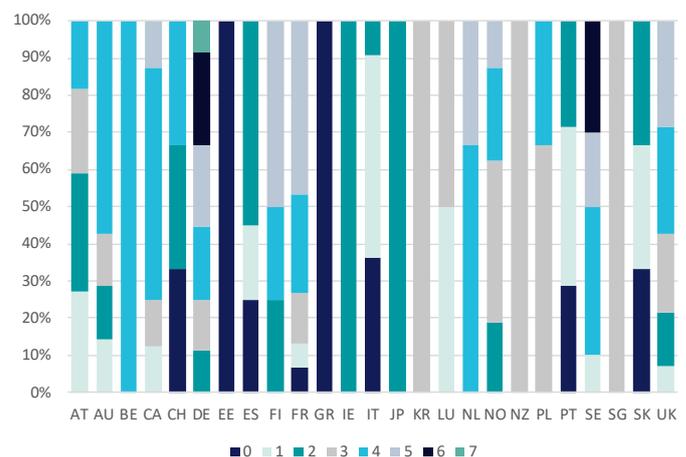
### Ausreichend Puffer mit Blick auf Herabstufungen

Wie bereits erwähnt existiert neben dem TPI auch noch die Kennzahl TPI Leeway, welche angibt, um wie viele Stufen der relevante Covered Bond-Ankerpunkt herabgestuft werden kann, ohne dass dies eine Ratingverschlechterung im Sinne des TPI-Frameworks für das Covered Bond-Programm nach sich zieht. Demnach verfügen insgesamt 20 der durch Moody's gerateten Covered Bond-Programme über keinen entsprechenden Puffer. Dies bedeutet, dass im Falle einer Herabstufung des Covered Bond Anchor ein Downgrade des Programms die direkte Folge wäre. Mehr als die Hälfte der Programme entfallen auf die Kategorien 2, 3, 4, womit im Gros den Programmen ein ausreichender Puffer attestiert werden kann.

### TPI leeways in Notches (Mortgage-Programme)



### TPI Leeways in Notches nach Land (Mortgage-Programme)



Quelle: Moody's, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### Deutschland, Frankreich, Schweden und UK mit teilweise hohen Puffern

Auf Ebene der nationalen Covered Bond-Märkte kann ein ums andere Mal konstatiert werden, dass sich diese durch eine hohe Heterogenität auszeichnen. So verfügen die gerateten Programme in Deutschland, Frankreich, und UK über mindestens fünf verschiedene Ausprägungen des TPI Leeways. Besonders hohe TPI Leeways und damit Ratingpuffer sind in Deutschland, Frankreich, Schweden und UK zu verorten, da hier mindestens vier Programme über einen TPI Leeway von mindestens fünf Notches verfügen. In Griechenland, Italien und Spanien verfügen hingegen jeweils mindestens vier geratete Programme über keinen Puffer, wobei dies im Fall von Griechenland sämtlich durch Moody's gerateten Programme sind.

### Fazit

Das aktuelle Reporting der Ratingagentur Moody's zeigt einmal mehr, welche Bedeutung Moody's-Ratings für die Ratinglandschaft im EUR-Benchmarksegment haben. Wenig überraschend lässt sich aus den Daten ein global sehr heterogenes Bild bezüglich einzelner Ratingkennziffern ableiten. Mit Hilfe des vorliegenden Artikels wollen wir eine bessere und schnellere Einordnung der Kennziffern sowohl im internationalen als auch nationalen Vergleich ermöglichen, um die Qualität bzw. Eigenschaften eines Covered Bond-Programms bedarfsgerecht analysieren zu können.

## SSA/Public Issuers

# Update: Belgische Regionen als Investmentalternative

Autor: Dr. Norman Rudschuck, CIIA

### Einleitung und Gliederung Belgiens

Fast wie von uns bestellt, begab die belgische LCFB (Communauté française de Belgique; [siehe Marktteil](#)) unlängst eine Benchmark-Anleihe am Primärmarkt und bereitet uns somit den Boden für die nachfolgende Einleitung. Wie bereits in den letzten Jahren schon häufiger geschehen soll im Rahmen dieser Publikation ein erneuter Blick auf die belgischen Gebietskörperschaften geworfen werden. Diese stellen aufgrund einer Vielzahl an unterschiedlichen Emittenten und signifikanten Pick-ups im Vergleich zu belgischen Staatsanleihen und deutschen Bundesländern eine interessante Anlagealternative dar. Der Fokus soll hier erneut auf den Ebenen unterhalb des Föderalstaats und den Gemeinschaften liegen: Den Regionen und Provinzen. Es gibt drei regionale Einrichtungen, die nach ihrem jeweiligen Territorium benannt sind. Von Norden nach Süden betrachtet sind dies: die Flämische Region, die Region Brüssel-Hauptstadt und die Wallonische Region. Neben den drei Regionen zählt der Föderalstaat drei Gemeinschaften, die über die Sprache definiert werden: Die flämische, französische und deutschsprachige Gemeinschaft. Während die Flämische Gemeinschaft ihre Kompetenzen in den flämischen Provinzen und in Brüssel ausübt, findet sich die französische Gemeinschaft in den wallonischen Provinzen und ebenfalls in Brüssel wieder. Die deutschsprachige Gemeinschaft Belgiens ist die mit Abstand kleinste Gemeinschaft und umfasst neun Gemeinden im äußersten Osten der wallonischen Provinz Lüttich. Die Gemeinschaften wurden mit der ersten Staatsreform (1970) eingeführt. Die Zuständigkeitsbereiche der Regionen und Gemeinschaften wurden daraufhin immer wieder in verschiedenen Reformen erweitert. Bei der zweiten Staatsreform (1980) erhielten die flämische und die wallonische Region sowohl ein Parlament als auch eine Regierung. Die Region um die Hauptstadt Brüssel erhielt ihre Institutionen dagegen erst während der dritten Staatsreform (1988/89). Die Mitglieder der Regionalparlamente werden alle fünf Jahre von der Bevölkerung direkt gewählt. Neben dem Regionalparlament und der Regionalregierung gibt es in Wallonien Parlamente und Regierungen der französischsprachigen und deutschsprachigen Gemeinschaft. Somit gibt es in Wallonien faktisch drei Parlamente und drei Regierungen. In Flandern wiederum sind die Regionaleinrichtungen und die Einrichtungen der Flämischen Gemeinschaft verschmolzen, weshalb es hier nur ein Parlament und eine Regierung gibt. Sowohl die Regionen als auch die Gemeinschaften können in bestimmten Bereichen verfassungsgeberische Zuständigkeiten ausüben. Die Wahl zur belgischen Abgeordnetenkammer fand am 26. Mai 2019 und somit parallel zur Europawahl statt. Gleichzeitig wurden auch das flämische Parlament sowie die Parlamente Walloniens und der Region Brüssel-Hauptstadt neu gewählt. Aufgrund der hohen regionalen Verbundenheit und Stärke der meisten belgischen Parteien gestaltete sich die Regierungsbildung innerhalb der Regionen um einiges leichter als auf nationaler Ebene. So werden die jeweiligen Regionalparlamente von den Interessenvertretern der jeweiligen Gemeinschaft dominiert.

### **Aufbau der Provinzen**

Seit der 4. Staatsreform gibt es zehn belgische Provinzen. Im Zuge der Reform wurde die Provinz Brabant abgeschafft und durch zwei neue Provinzen ersetzt: Flämisch-Brabant und Wallonisch-Brabant. Das Gebiet der Region Brüssel-Hauptstadt fällt seit dem Wirksamwerden der Aufteilung im Jahr 1995 nicht mehr unter die Einteilung in Provinzen. Die Provinzen sind autonome Einrichtungen, stehen jedoch unter der Aufsicht des Föderalstaates, der Gemeinschaften und vor allem der Regionen. Sie verfügen über einen Provinzrat, dessen Mitglieder direkt für sechs Jahre gewählt werden. Der Rat fasst Beschlüsse allgemeiner Art, stimmt über die Provinzordnungen ab und erstellt den Haushaltsplan. Sechs Abgeordnete bilden die „Ständige Abordnung.“ Diese führt die Beschlüsse des Provinzrates aus und sorgt für die tägliche Verwaltung. Ihren Vorsitz führt der Gouverneur, der nicht gewählt, sondern unter der Verantwortung des Außenministers durch den König ernannt und abgesetzt wird.

### **Belgische Provinzen**

Namentlich lauten die fünf flämischen Provinzen: Antwerpen, Limburg, Ostflandern, Flämisch-Brabant und Westflandern. Die – ebenfalls fünf – wallonischen Provinzen heißen: Wallonisch-Brabant, Hennegau, Lüttich, Luxemburg und Namur. Die nächstkleinere Einheit sind die sog. (Verwaltungs-)Bezirke. Die Bezirke werden auf Französisch als Arrondissements und auf Niederländisch als Arrondissementen bezeichnet. Manchmal wird die Bezeichnung Arrondissement auch auf Deutsch verwendet, obwohl Bezirk der amtliche Begriff ist. Eine nähere Betrachtung wäre an dieser Stelle im Rahmen der Publikation zu kleinteilig.

### **Spannungen zwischen den Gemeinschaften belasten die belgische Politik**

Die politische und gesellschaftliche Landschaft Belgiens ist etwa seit der Unabhängigkeit von den Niederlanden im Jahr 1830 geprägt vom dauerhaften Konflikt zwischen den Regionen Flandern und Wallonien. Beginnend mit einem Streit über die offizielle Amtssprache, wird die heutige Auseinandersetzung vor allem von wirtschaftlichen Themen dominiert. Hierbei haben sich die grundlegenden Verhältnisse seit dem Zweiten Weltkrieg gänzlich umgekehrt. Während Wallonien zu Beginn des 20. Jahrhunderts als florierender Standort der Kohle- und Stahlindustrie operierte, galt das nördliche Flandern als strukturschwach. Mit dem Niedergang dieser Industriezweige in den 1950er Jahren und einem nur schleppend umgesetzten Strukturwandel im französischsprachigen Teil Belgiens, kehrte sich das ökonomische Kräfteverhältnis zugunsten Flanderns um. Wachstums- und Wohlstandstreiber ist hierbei vor allem der tertiäre Sektor. Die Diskrepanz zeigt sich heute unter anderem durch die Arbeitslosenquote, die vor dem Ausbruch der Corona-Pandemie Ende 2019 in Wallonien mit 13,1% mehr als doppelt so hoch war wie in Flandern (5,9%). Die Arbeitslosenquote Belgiens betrug zu diesem Zeitpunkt 9,2%. Die Unabhängigkeitsbewegung innerhalb der flämischen Gesellschaft richtet sich dadurch neben den kulturellen und sprachlichen Aspekten auch auf den Sozialstaat, von dem die Wallonen im besonderen Maße profitieren. In den letzten Jahren haben sich die separatistischen Tendenzen weiter verstärkt, trotz einer bereits eingeräumten, weitestgehend autonomen Verwaltung der Regionen durch die jeweiligen lokalen Regierungen. Dies resultiert auch aus der komplizierten Kompetenzverteilung zwischen den einzelnen Verwaltungsebenen. Aufgrund der festgefahrenen Debatte über die zukünftige Struktur Belgiens und einer möglichen Unabhängigkeit Flanderns ist in Zukunft mit einem Anwachsen der nationalistischen Tendenzen und einem zunehmenden Auseinanderdriften der beiden betroffenen Regionen zu rechnen.

**Aktuelle politische Situation**

Vom schwelenden Konflikt profitierten zuletzt zunehmend die politischen Ränder, was sich in der letzten Wahl bemerkbar machte, bei der Flandern stark rechts und Wallonien stark links stimmte. Während in Wallonien die kommunistische Parti du Travail de Belgique (PTB) 13,8% auf sich vereinen konnte, erzielte im flämischen Teil des Königreichs der rechtsextreme Vlaams Belang ein Ergebnis von 18,7%. Bezeichnend ist, dass zwei separatistische, flämische Parteien landesweit prozentual die meisten Stimmen auf sich vereinen konnten. Aufgrund einer zersplitterten Parteienlandschaft konnte im Anschluss an die Wahl nach zähen Sondierungen keine Regierung gebildet werden. In Folge des Ausbruchs der Corona-Pandemie wurde im März 2020 eine Übergangsregierung unter der geschäftsführenden Ministerpräsidentin Sophie Wilmès gewählt, welche für sechs Monate im Amt blieb. Diese war in ihrer Handlungsfähigkeit jedoch extrem eingeschränkt. So durften ausschließlich Gesetze zur Bekämpfung der wirtschaftlichen und finanziellen Folgen der Pandemie verabschiedet werden. Aufgrund der Gräben zwischen den politischen Fraktionen war monatelang unklar, wie der politische Stillstand aufgehoben und das Machtvakuum ausgefüllt werden kann. Am 30. September 2020 einigten sich sieben Parteien (Open VLD, MR, PS, sp.a, CD&V, Ecolo und Groen) auf eine Koalition, die „Vivaldi-Koalition“ genannt wird, mit Alexander De Croo (Open VLD) als Premierminister. Belgien bekam am 01. Oktober 494 Tage nach der Parlamentswahl und erstmals seit Dezember 2018 eine Regierung mit parlamentarischer Mehrheit. Die Koalition setzt sich damit zusammen aus Christdemokraten, Sozialdemokraten, Liberalen und Grünen und kommt auf 53% der Sitze im Parlament. Wichtige Themen auf der Agenda der Koalition sind etwa der geplante Atomausstieg 2025, die Förderung von nachhaltiger Mobilität und – vor dem Hintergrund der Corona-Krise – ein Ausbau des Gesundheitswesens. In Anbetracht der unterschiedlichen Positionen innerhalb der Regierung sowie dem Erstarken der Kräfte am linken und rechten Rand im Parlament sind weite Teile der belgischen Bevölkerung hinsichtlich der bevorstehenden Legislaturperiode skeptisch gestimmt. So gab es von Seiten der flämischen Separatisten bereits den Vorwurf, die Koalition sei „anti-flämisch“ und erste Proteste gegen die Vivaldi-Koalition wurden initiiert. Ob sich die Lage im weiteren Verlauf durch die lang ersehnte Regierungsbildung beruhigt oder ob die gesellschaftliche Spaltung weiter zunimmt, wird sich in den nächsten Monaten zeigen. Ein wichtiger Faktor dabei ist sicherlich auch, ob Belgien die zweite Welle der Pandemie in den Griff bekommt. Schwierigkeiten bei der Regierungsbildung in Belgien sind nichts Neues: Bereits nach der Wahl 2010 hat es über ein- einhalb Jahre gedauert, bis sich die Koalitionsparteien einigen konnten.

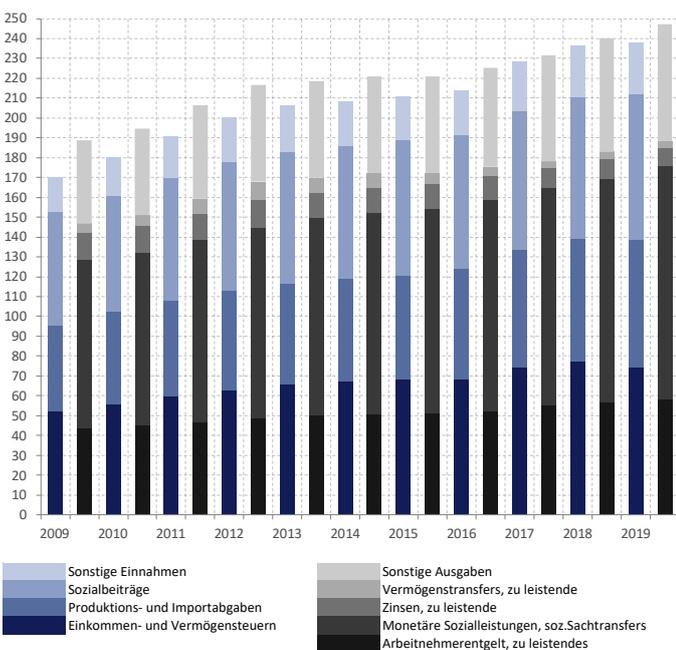
**Gewisser „Kontrollverlust“ in der zweiten Corona-Infektionswelle**

Die erste Welle der Corona-Pandemie hat Belgien vergleichsweise hart getroffen, mithilfe von wirkungsvollen Maßnahmen kam das Land aber recht glimpflich davon. Die derzeit in ganz Europa grassierende zweite Welle trifft Belgien allerdings noch deutlich härter. Mit einer 7-Tage-Inzidenz von über 1.000 gehörte Belgien Anfang November zu den am stärksten betroffenen Ländern der Welt. Mittlerweile ist der Wert zwar auf unter 300 zurückgegangen, verbleibt damit allerdings leicht über dem europäischen Niveau. Zwischenzeitlich galten etwa 20% der Ärzte und des Pflegepersonals als infiziert und die Krankenhäuser im ganzen Land drohten angesichts täglich steigender Einlieferungen zu kollabieren. In den vergangenen Wochen sahen sich die Entscheidungsträger angesichts der Notlage gezwungen, auch positiv getestetes Personal in den Krankenhäusern einzusetzen, sofern keine Krankheitssymptome vorlagen. Zuletzt sprach sogar der Gesundheitsminister von einem „Kontrollverlust“ über die Dynamik des Infektionsgeschehens. Um die Situation in den Griff zu bekommen gelten im ganzen Land wieder sehr strenge Maßnahmen.

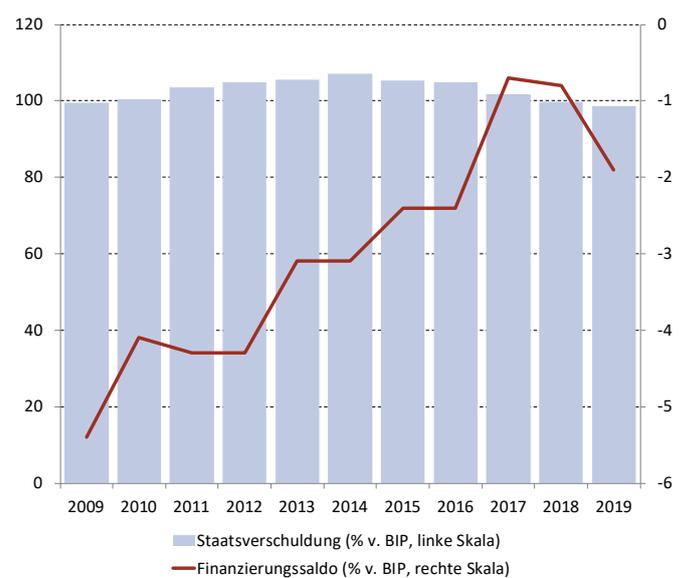
### Belgische Wirtschaft im Überblick

Mit einem realen BIP pro Kopf von EUR 35.950 im Jahr 2019 (2018: EUR 35.510) schneidet Belgien im Vergleich zur gesamten Europäischen Union (EUR 28.610) überdurchschnittlich ab. Die weiter oben angesprochenen, regionalen Disparitäten machen sich allerdings auch hier deutlich bemerkbar: Walloniens BIP pro Kopf lag 2018 (letzter verfügbarer Wert) mit EUR 25.700 weit hinter dem von Flandern (EUR 36.600) und dem der Region Brüssel-Hauptstadt (EUR 61.300). Mit einem Anteil von 78,2% an der Bruttowertschöpfung ist der Dienstleistungssektor der mit Abstand wichtigste Wirtschaftssektor Belgiens. Die Industrie macht 21,3% der Bruttowertschöpfung aus und die Landwirtschaft 0,5%. Belgien ist sehr exportabhängig und gehört mit Ausfuhren in Höhe von EUR 444,6 Mrd. zu den fünf größten Exporteuren der EU. Die Export- und Importquoten sind mit jeweils rund 82% des BIP sehr hoch. Mit 51,4% machen die Konsumausgaben der privaten Haushalte mehr als die Hälfte des BIPs Belgiens aus. Zwar hat die Staatsverschuldung in Relation zum BIP in den letzten Jahren leicht abgenommen, 2019 war Belgien mit einer Verschuldung in Höhe von 98,7% des BIP hinter Griechenland, Italien und Portugal dennoch der am vierthöchsten verschuldete Staat der EU. Die notwendigen Maßnahmen der Regierung zur Bewältigung der durch die Pandemie ausgelösten Wirtschaftskrise belasten die Staatsfinanzen erheblich: Da Belgien als außenhandelsorientierte Volkswirtschaft besonders von der Corona-Krise betroffen ist, wird die Staatsverschuldung im Jahr 2020 auf bis zu 122% des BIP steigen. Für das BIP wird ein Rückgang von 8% erwartet und das Budgetdefizit soll im Jahr 2020 auf 9% des BIP ansteigen (1,9% im Jahr 2019). Trotz eines prognostizierten starken Wachstums von 6,5% für das Jahr 2021 wird das belgische BIP noch über 2021 hinaus unter dem Niveau von 2019 bleiben.

Staatseinnahmen versus Staatsausgaben (Mrd. EUR)



Staatsverschuldung versus Finanzierungssaldo



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

### Kapitalmarktauftritt

Einen Kapitalmarktauftritt unterhalb des belgischen Föderalstaats (offiziell: Königreich Belgien; Bloombergticker: BGB; umgangssprachlich: OLOs) haben derzeit sortiert nach ihrem Ticker:

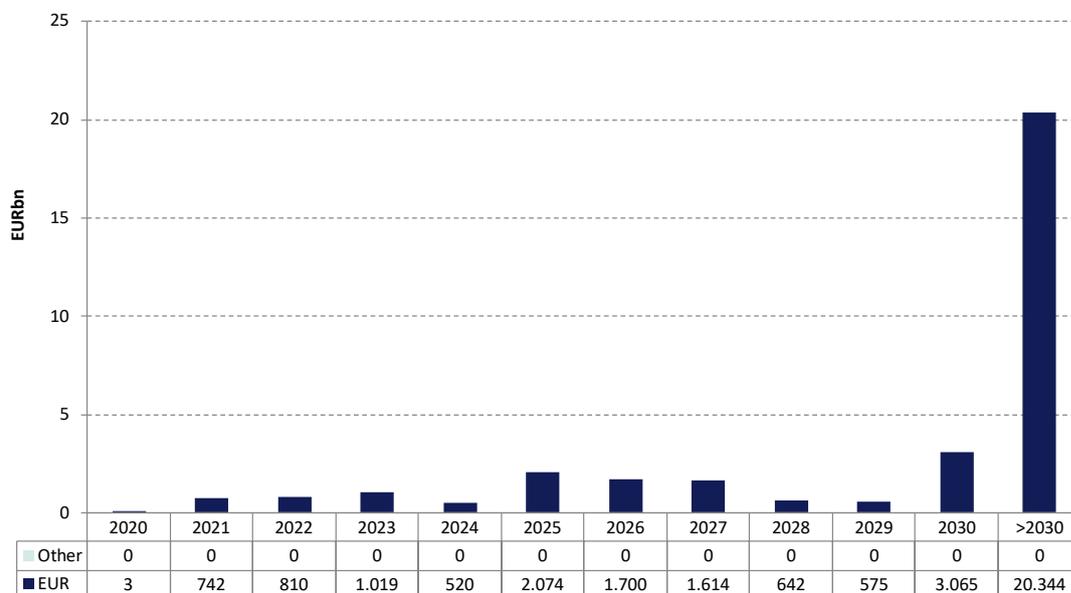
- ANTWRP (Provincie Antwerpen)
- BLMBRB (Province of Vlaams-Brabant)
- **BRUCAP** (Region des Bruxelles-Capitale)
- BRUGGE (City of Brugge)
- DGBE (Deutschsprachige Gemeinschaft Belgiens)
- FLEMCT (City of Aalst, Beringen, Boom, Bree, Brugge, Lier, Wachetebeke, Zaventem)
- **FLEMSH** (Ministeries Van de Vlaamse Gemeenschap)
- **FRBRTC** (Brussels Municipalities Regional Fund / klassifiziert als Agency)
- GHENTB (City of Ghent ASBL)
- HASSLT (City of Hasselt)
- HOGENT (Hogeschool Gent)
- IZEGEM (City of Izegem)
- **LCFB** (Communaute Francaise de Belgique)
- MECHLN (Stad Mechelen)
- REGWAL (Caisse d'Investissement de Wallonie)
- VILLIE (Ville de Liege)
- VLNAMR (Ville de Namur)
- **WALLOO** (Region Wallonne)
- ZAVENT (Gemeente Zaventem)
- ZOTTGM (Stad Zottegem)

**Hervorgehoben:** Bereits angekauft im Rahmen des PSPP/PEPP  
 Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### Ausstehende Volumina am belgischen Sub-Sovereign-Markt

Der regionale Gesamtmarkt umfasst EUR 33,1 Mrd. Hier liegen FLEMSH mit EUR 12,5 Mrd. und WALLOO mit EUR 9,4 Mrd. weit vorn. Danach folgen LCFB mit EUR 5,5 Mrd. sowie BRUCAP bzw. DGBE mit EUR 4,5 Mrd. bzw. EUR 0,4 Mrd. FLEMSH führt dieses Ranking seit Jahren an. Aufgrund der verstärkten Emissionstätigkeit durch Benchmarkanleihen konnte WALLOO zum zweitgrößten regionalen belgischen Emittenten aufsteigen. Diesen Platz hatte zuvor die französische Gemeinschaft (LCFB) inne. Aufgrund von Private Placements bis zu 100 Jahren ist die gesamte belgische Sub-Sovereign-Struktur der ausstehenden Bonds als sehr kleinteilig zu bezeichnen. Dies veranschaulicht auch die nachstehende Grafik. Darunter leidet zum einen die Liquidität, liefert andererseits jedoch einen Pick-up als Illiquiditätsprämie, was wir weiter unten untersuchen. Definition bzw. Abgrenzung zu SOCWAL und FRBRTC: Hier handelt es sich um Agencies, die auf der Ankaufliste des Eurosystems stehen. Bei den beiden handelt es sich um lokale öffentliche Emittenten (Société Wallone du Credit Social bzw. Brussels Municipalities Regional Fund).

### Fälligkeitsprofil belgischer Regionen



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

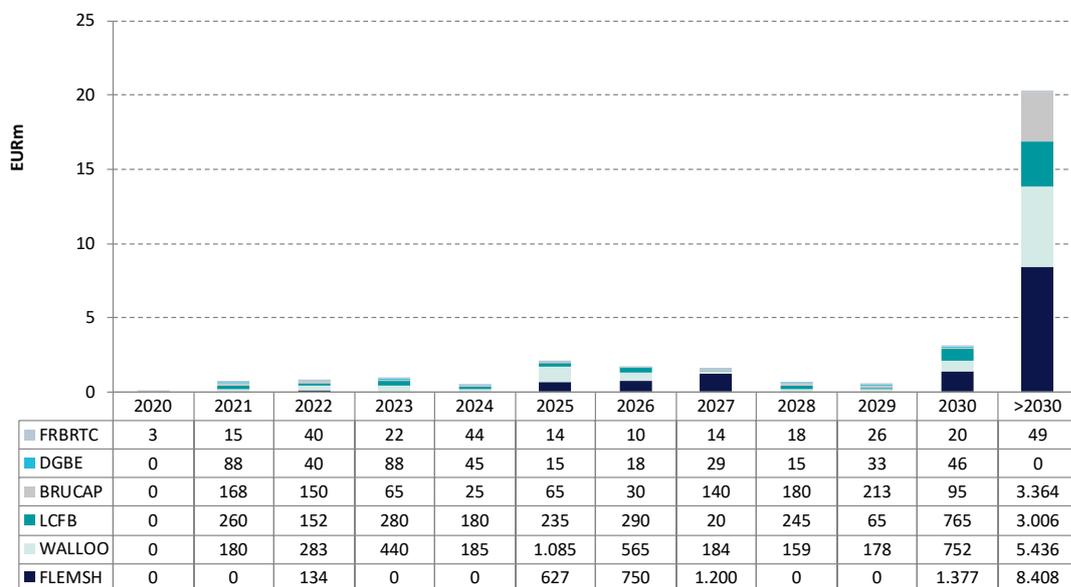
### Ausstehendes Volumen

Nicht alle o.g. Ticker sind Regionen. Teilweise sind auch Gebietskörperschaften oder andere regionale Vehikel bzw. Agencies am Kapitalmarkt aktiv. Nichtsdestotrotz stehen in obiger Abgrenzung mittlerweile 558 Bonds aus. Bei unserer ersten Betrachtung im September 2016 waren es rund 300 Anleihen und vergangenes Jahr 467 Titel. Das täuscht jedoch über die Granularität der belgischen Regionalanleihen hinweg: Insgesamt stehen nun EUR 33,1 Mrd. aus, nachdem es im September 2016 lediglich knapp EUR 12 Mrd. und im Vorjahr (2019) EUR 20,1 Mrd. waren. Fremdwährungen konnten wir damals wie heute keine ausmachen, das FX-Segment hat dementsprechend keinen Anteil an der Zusammenstellung der Verbindlichkeit, es wird einzig über die Laufzeiten diversifiziert. Dabei werden rund EUR 20 Mrd. erst nach 2030 fällig, was eine sehr langfristig gewählte Refinanzierung darlegt. Nachdem 2016 nur drei Bonds größer/gleich EUR 500 Mio. ausstehend waren und somit das Benchmarkformat erreicht hatten, stehen derzeit 17 Bonds mit Volumina von EUR 500 Mio. bis EUR 2 Mrd. aus. Dazu zählen neben den fünf wallonischen Anleihen mittlerweile bereits elf Bonds der Flämischen Gemeinschaft sowie seit Juni 2020 ein Titel der LCFB. Allein 2020 kamen acht Anleihen größer/gleich EUR 500 Mio. hinzu. Randnotiz: Der belgische Staat war auch bereits im Segment Green Bonds unterwegs, wie es auch Deutschland und Frankreich bereits taten.

### Fix-Kupons dominant bei Bonds belgischer Regionen

Fixe Kupons machen den dominanten Anteil bei Anleihen der belgischen Regionen aus. Von den von uns ermittelten Bonds (558) sind 483 Anleihen mit einem fixen Kupon ausgestattet. Dies entspricht 86,6%. Es folgen Bonds mit der Klassifizierung „Floating“ (7,2%), gefolgt von dem kleinen Rest, der mit „Variable“ bezeichnet wird. Kaum nennenswert sind die Anteile von Zerobonds und Step-up-Kupons. Hierbei unterscheidet Bloomberg in der Nomenklatur Floater (klassische FRNs, z.B. 3-M Euribor +70bp) von Inflation linked Bonds („Variable“). Insgesamt sind belgische Regionen somit durchaus aufgeschlossen gegenüber Nischenprodukten für ihre Refinanzierung (Private Placements). Der Anteil von Fix-Kupons, gemessen z.B. an deutschen Bundesländern, ist eher hoch (Länder: circa 69%).

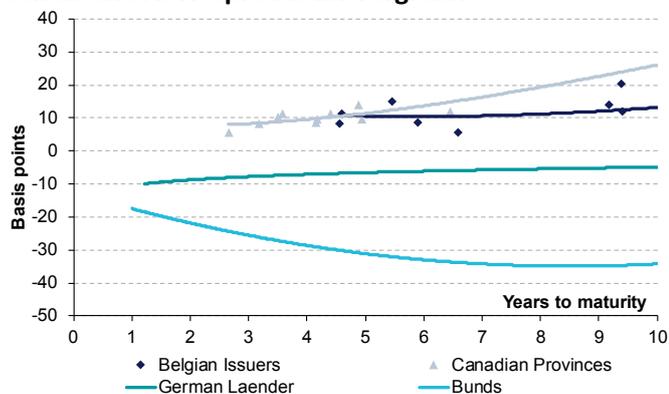
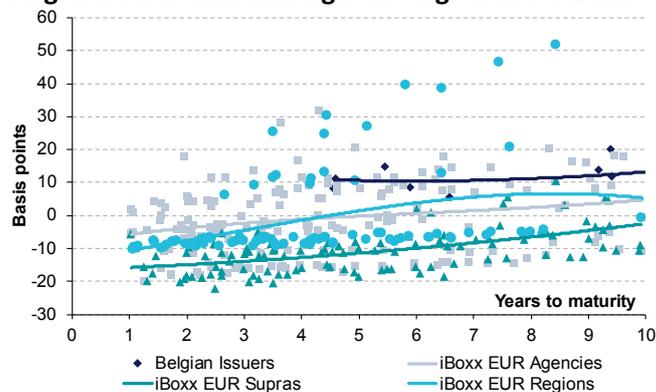
### Ausstehende Anleihen ausgewählter belgischer Regionen



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

### Belgische Regionen mit Pick-up vs. OLOs und deutschen Peers

Wenig überraschend handeln belgische Regionen im Vergleich zu belgischen Govies und der deutschen Vergleichsgruppe am weitesten. Am kurzen Ende stehen dabei keine Bonds aus. Der weiteste Spread ist zwischen vier und sechs Jahren zu verzeichnen, wo in einem Cluster drei EUR-Benchmarks zu verzeichnen sind. Zwei Bonds in diesem Cluster stammen von der Emittentin Flämische Gemeinschaft (FLEMSH 1.341 06/25 & FLEMSH 0 3/8 10/26); sie handeln bei einem ASW-Spread von rund ms +7bp bzw. ms +8bp. Gegenüber Bunds beträgt der Spread signifikante +45bp bzw. +49bp. Dieser Pick-up ist zuletzt natürlich schwankend gewesen und eher größer als 2019. Vergleichbare Werte sind auch für den Bond WALLOO 0 1/4 05/26 zu messen. Bei möglichen Switchideen sind allerdings Ratingnachteile (gegen deutsche Peers, meist AAA) zu berücksichtigen. Die Flämische Gemeinschaft verfügt über Ratings von (AA / Aa2 / -) und Wallonien über (- / A2 / -). Belgische Govies sind (AA- / Aa3 / AA) geratet. Regulatorisch sind belgische Regionen und Govies identisch zu beurteilen wie ihre deutschen Pendanten (LCR-Level 1; RW 0%, Solvency II: präferiert), die allerdings meist ein AAA-Rating aufweisen und in der Regel um ein vielfaches liquider am Sekundärmarkt gehandelt werden können. Die Bonds FLEMSH 1 3/8 11/33 & WALLOO 1 ¼ 05/34 wurden um weitere Anleihen im ultralangen Segment ergänzt. Die späteste Fälligkeit im EUR-Benchmarksegment stellt unverändert FLEMSH 1 01/23/51 dar. Zusätzlich zu den hier explizit genannten Bonds existieren noch EUR-Benchmarks von belgischen Regionen zwischen 13-30 Jahren Restlaufzeit. Aufgrund der eingeschränkten Liquidität auch im Peergroup-Vergleich haben wir diese Anleihen nicht näher beleuchtet. Zudem sind belgische Regionen aufgeschlossen für Private Placements und maßgeschneiderte Laufzeitwünsche von institutionellen Investoren.

**Generische ASW-Spreads im Vergleich****Vergleich ASW-Kurven belgische Regionen vs. iBoxx**

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research; Daten vom 23.11.2020 eod

**Belgische Regionen vs. iBoxx Regions**

Auch verglichen mit dem iBoxx Regions handeln belgische Regionen mit Aufschlägen. Am langen Ende beträgt die Spreaddifferenz inzwischen um die 10bp. Am kurzen Ende der belgischen Regionen (um 5y) ist der Spread geringer. Teilweise deutlicher fallen die Unterschiede wieder vs. Agencies und Supras aus. Gegen die iBoxx Agencies-Kurve berechneten wir am kurzen Ende einen Spread um die 10bp. Am langen Ende liegt der höher. Verglichen mit den durchschnittlich noch besser gerateten Supras und der i.d.R. deutlich höheren Liquidität der Bonds dieser regelmäßigen Emittenten, liegt der Spread am kurzen Ende um die 25bp. Am langen Ende engt sich diese Differenz minimal ein. Insgesamt weisen belgische Regionen verglichen mit ihren Peers (außer spanische Regionen) die weitesten Spreads auf und können so – bei eingeschränkter Liquidität – Pick-up für Investoren generieren. Zudem sind belgische Regionen wie dargelegt aufgeschlossen für PP und gewisse Rendite- sowie Laufzeitvorstellungen von institutionellen Investoren.

**EZB-Ankaufprogramme**

Interessant ist der Blick in die Ankaufstätigkeit des Eurosystems: Dort befinden sich unter den Agencies vier belgische Namen: FRBRTC, SOCWAL, FONWAL und SWLBEL. Diese haben teilweise nicht einmal (im Rahmen der EZB-Kriterien ankaufbare) Bonds ausstehen. Bis dato wurde unverändert ein Bond des Brussels Municipalities Regional Fund (FRBRTC) angekauft sowie drei der Société Wallone du Credit Social. Im Unterschied dazu gelangten im Zeitverlauf bereits neun Bonds mit dem Ticker WALLOO, zwölf FLEMSH sowie fünf bzw. drei ISINs von LCFB und BRUCAP auf der Einkaufsliste des Eurosystems. Insbesondere die Anleihen von SOCWAL sind mit EUR 18-50 Mio. ausstehenden Volumens sehr klein bemessen. FRBRTC unterbietet dies bei dem einen angekauften Bond mit ausstehenden EUR 10 Mio. sogar noch. Damit gehören die Titel zu den kleinsten erworbenen ISINs des bisherigen PSPP/EAPP bzw. PEPP. Insbesondere die FLEMSH-Bonds sind mit bis zu EUR 1,25 Mrd. deutlich liquider. Dies gilt auch für WALLOO (EUR 1 Mrd.). Klein bleiben die Anleihegrößen dennoch im Vergleich zu deutschen Bundesländern. Von diesen wurden im Vergleich bereits mehr als 430 unterschiedliche ISINs angekauft.

### Regulatorische Übersicht für RGLAs\* / \*\*

Emittent	Risikogewicht	LCR-Klassifizierung	NSFR-Klassifizierung	Solvency II-Klassifizierung
<b>Belgische Regionen</b>	<b>0%</b>	<b>Level 1</b>	<b>0%</b>	<b>präferiert (0%)</b>
Deutsche Bundesländer	0%	Level 1	0%	präferiert (0%)
Französische Regionen	20%	Level 2A	15%	präferiert (0%)
Italienische Regionen	20%	Level 2A	15%	nicht-präferiert (Einzelfallprüfung)
Österreichische Bundesländer	0%	Level 1	0%	präferiert (0%)
Spanische Regionen	0%	Level 1	0%	präferiert (0%)

\*Regional governments and local authorities

\*\* Anmerkung: Das aktuelle LCR-Level ist ohne explizite Garantie des jeweiligen Nationalstaates abhängig vom jeweiligen Rating (siehe CQS-Einstufung sowie LCR-Klassifizierung von Aktiva).

Quelle: NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

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

EU	Zentralbanken der Mitgliedstaaten
<b>Belgien</b>	<b>Institut de Réescompte et de Garantie/- Herdiscontering- en Waarborginstituut</b>
Dänemark	Eksport Kredit Fonden, Eksport Kredit Fonden A/S, Danmarks Skibskredit A/S und KommuneKredit
Deutschland	Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), Unternehmen, die aufgrund des Wohnungsgemeinnützigkeitsgesetzes als Organe der staatlichen Wohnungspolitik anerkannt sind und nicht überwiegend Bankgeschäfte betreiben, sowie Unternehmen, die aufgrund dieses Gesetzes als gemeinnützige Wohnungsunternehmen anerkannt sind (z.B. Rentenbank, L-Bank, IFBHH, IBSH etc.)

Quelle: CRD IV, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

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

Land	Gebietskörperschaften
<b>Belgien</b>	<b>Gemeinden (Communauté/Gemeenschappen), Regionen (Régions/Gewesten), Städte (Communes, Gemeenten) &amp; Provinzen (Provinces, Provincies)</b>
Deutschland	Bundesländer, Gemeinden & Gemeindeverbände
Frankreich	Regionen (région), Kommunen (commune), Départements

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

### Zusammenfassung für belgische Regionen

<b>Risikogewichtung</b>	0%
<b>LCR-Klassifizierung</b>	Level 1 (EBA-Liste)
<b>NSFR-Klassifizierung</b>	0%
<b>Solvency II-Klassifizierung</b>	Präferiert (0%)

Issuer	Einwohner	Arbeitslosenquote	BIP pro Kopf (2018)	Ausstehendes Volumen	Anzahl Bonds	Rating
FLEMSH	6,6 Mio.	4,0%	EUR 36.600	EUR 12,5 Mrd.	29	(AA / Aa2 / -)
WALLOO	3,6 Mio.	7,5%	EUR 25.700	EUR 9,5 Mrd.	154	(- / A2 / -)
LCFB	-	-	-	EUR 5,5 Mrd.	136	(- / Aa3 / -)
BRUCAP	1,2 Mio.	15,1%	EUR 61.300	EUR 4,5 Mrd.	130	(- / - / AA)
DGBE	-	-	-	EUR 0,4 Mrd.	22	(- / - / -)
Königreich Belgien	11,5 Mio.	6,3%	EUR 35.510	EUR 362,4 Mrd.	30	(AA- / Aa3 / AA)

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

**Haftungsmechanismus**

Interessanterweise gibt es weder einen horizontalen Finanzausgleich noch eine explizite Garantie des Königreich Belgiens für die Regionen. Somit ist der Föderalstaat mit entsprechenden Transferzahlungen betraut (vertikale Struktur). Die Spannungen zwischen Flandern und Wallonien sind dabei als erheblich zu bezeichnen. Somit lässt sich festhalten, dass sowohl zwischen den Regionen und Gemeinschaften als auch im Verhältnis zum Föderalstaat keine Beistands- oder Haftungsmechanismen festgelegt wurden. Allerdings sieht es beispielsweise Moody's als „hochwahrscheinlich“ an, dass die Föderalregierung im Falle von Zahlungsschwierigkeiten unter die Arme greifen würde.

**Fazit**

Vor dem Hintergrund des sich in 2020 noch einmal verschärften Niedrigzinsumfeldes ergeben sich in gewissen Nischen immer wieder interessante Investmentmöglichkeiten – teilweise verstärkt durch die grassierende Pandemie. So sind auch unsere Studien zu kanadischen Provinzen bzw. australische Bundesstaaten bzw. zum Auckland Council zu interpretieren. Sie ergänzen das klassische SSA-Portfolio um Laufzeit und/oder Rendite, tragen aber in jedem Fall zur Diversifikation bei. Dass hier immer wieder Opportunitäten entstehen, zeigt die Benchmarktransaktion der LCFB in der vergangenen Woche. Noch mehr ist jedoch auf FLEMSH und WALLOO bezüglich des emittierten Volumens zu achten. Wenn gleich der belgische Markt abseits von Staatsanleihen mit EUR 33,1 Mrd. trotz Wachstums in den vergangenen Jahren ohne Umschweife als klein bezeichnet werden darf, umfassen flämische Bonds das größte Volumen. Interessant ist, dass es keine Währungsdiversifikation gibt. Nicht zuletzt, weil das Eurosystem im Rahmen des PSPP bzw. PEPP auch bereits belgische Bonds erworben hat, stehen Emittenten der zweiten und dritten Reihe immer mal wieder im Fokus sich selten bietender Investmentalternativen. Diese Titel sind somit aus Renditegesichtspunkten und auch regulatorisch interessant sowie für Private Placements zugänglich. Es gilt zu beobachten, ob und mit welchen Maßnahmen Belgien die Ausbreitung der Corona-Pandemie eindämmen kann. Die zweite Welle der Pandemie könnte der Wirtschaft angesichts der aktuellen Entwicklungen stärker schaden als bisher angenommen.

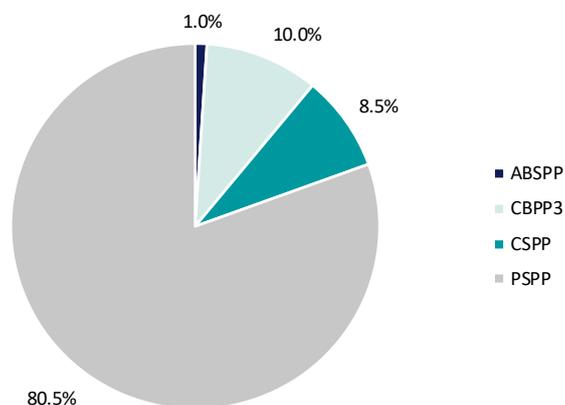
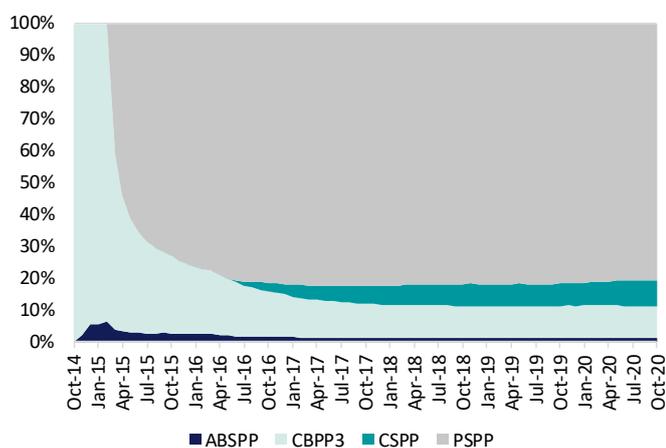
## EZB-Tracker

### Asset Purchase Programme (APP)

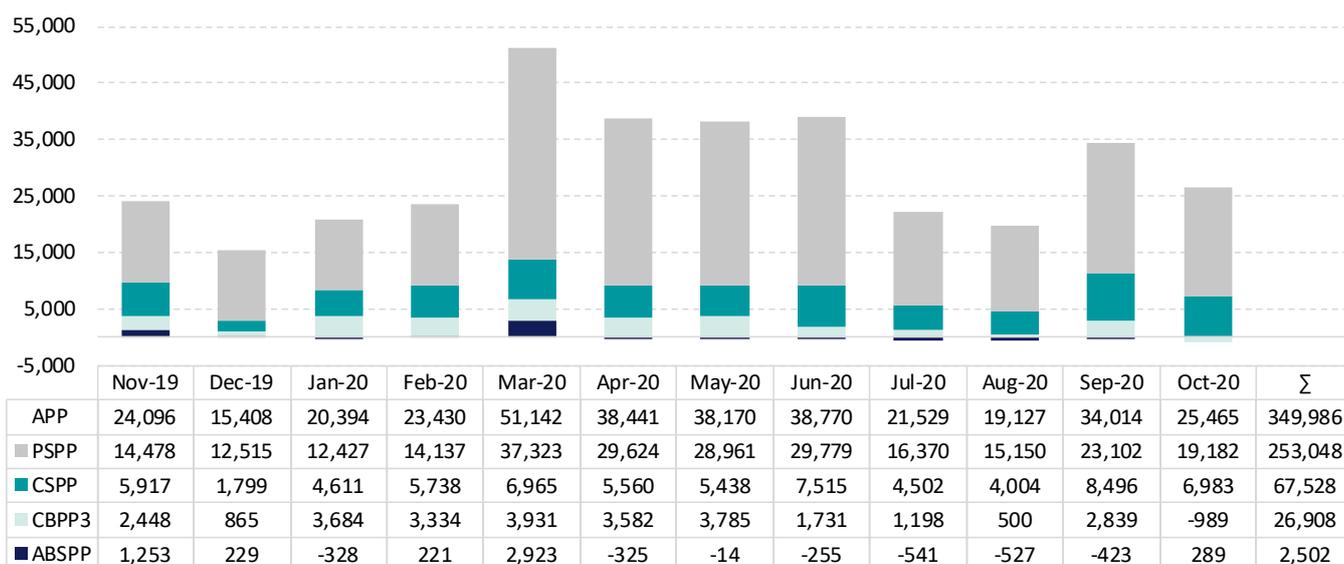
#### Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	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
$\Delta$	+289	-989	+6,983	+19,182	+25,465

#### Portfoliostruktur

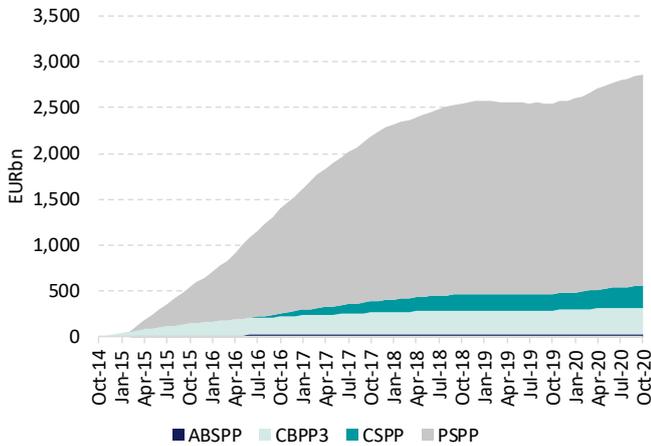


#### Monatliche Nettoankäufe (in EURm)

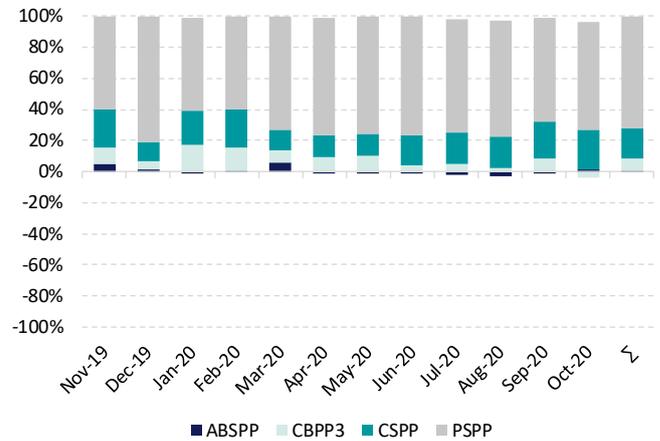


Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

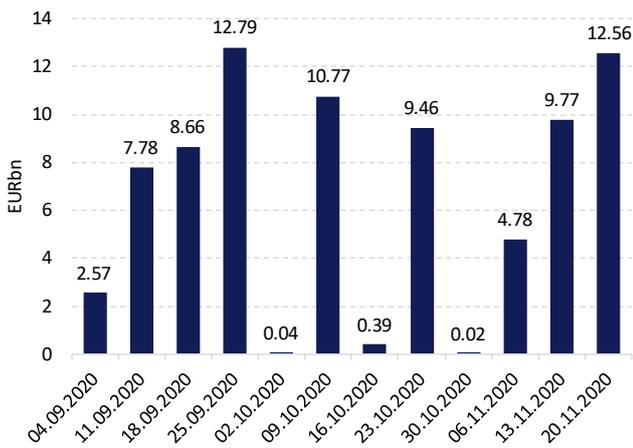
### Portfolioentwicklung



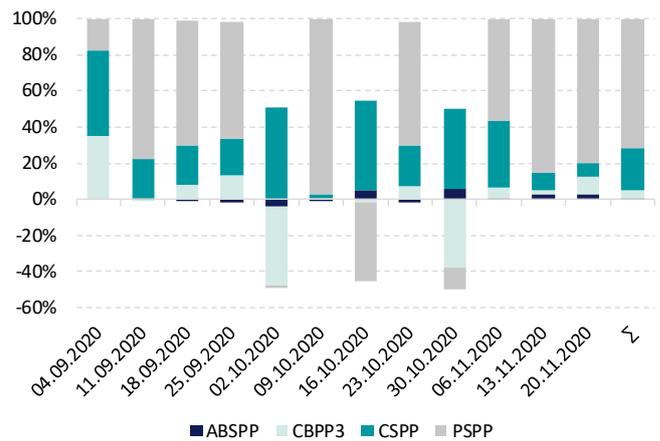
### Verteilung der monatlichen Ankäufe



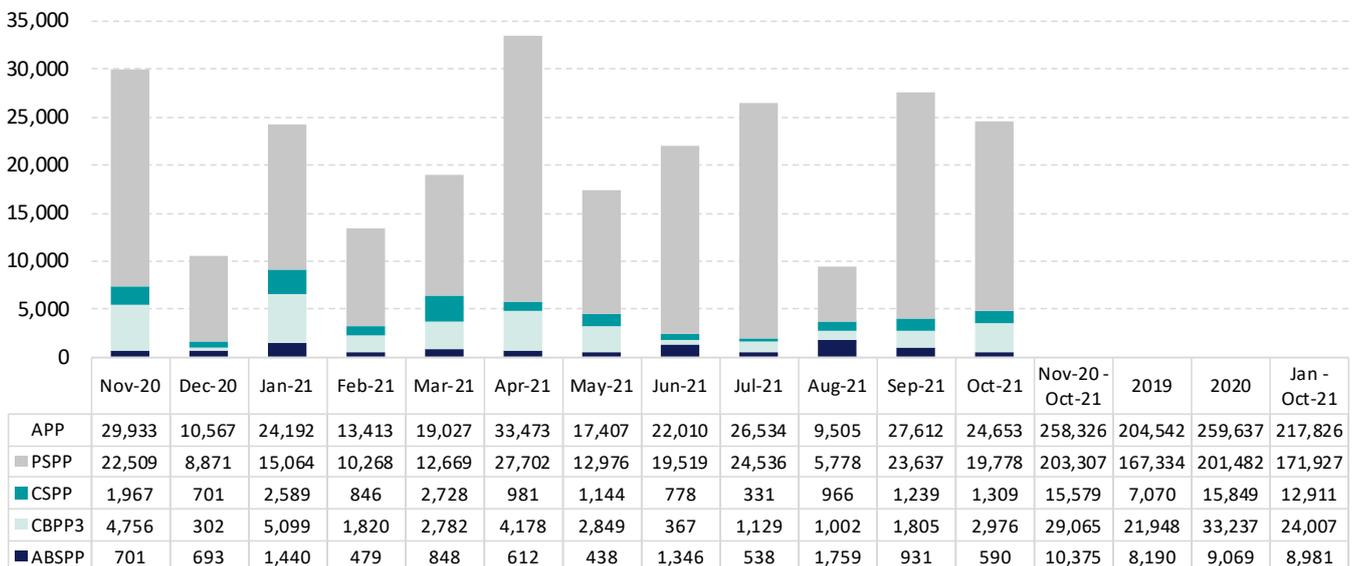
### Wöchentliches Ankaufsvolumen



### Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



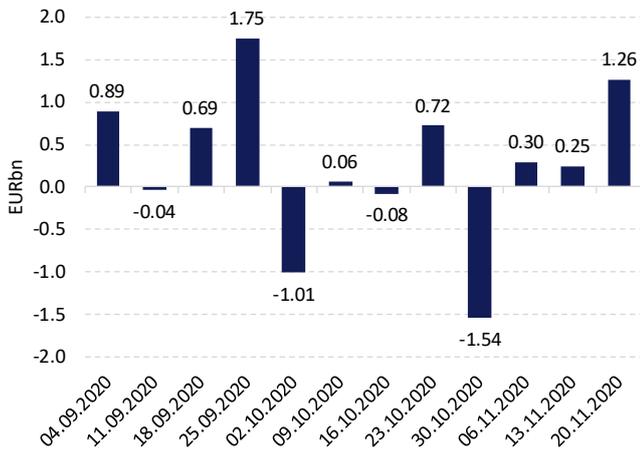
### Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



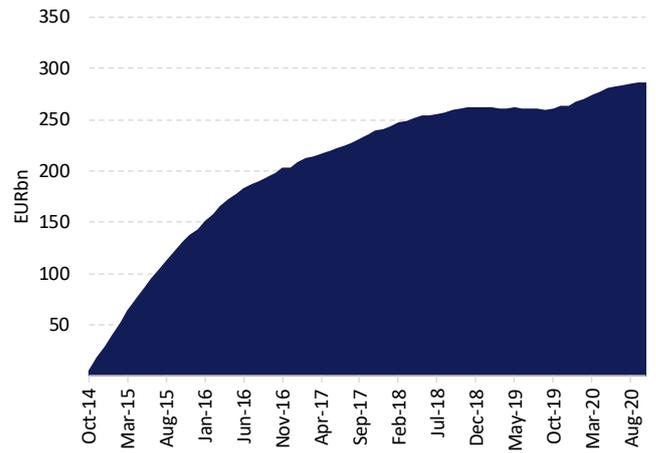
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)

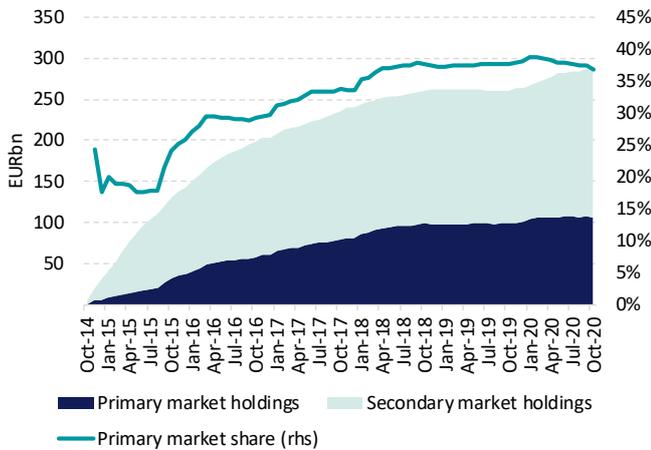
#### Wöchentliches Ankaufsvolumen



#### Entwicklung des CBPP3-Volumens



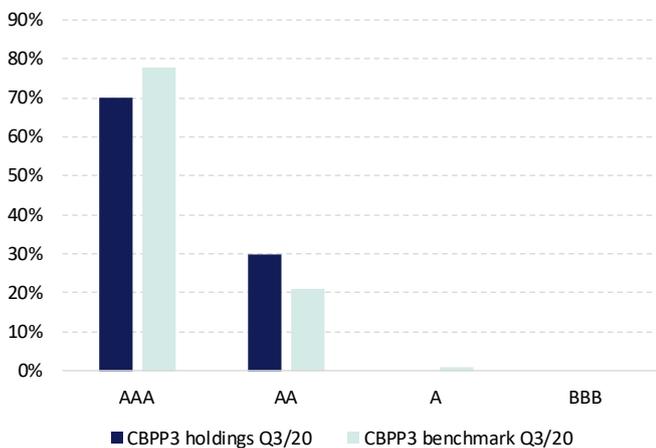
#### Primär-/Sekundärmarktanteile



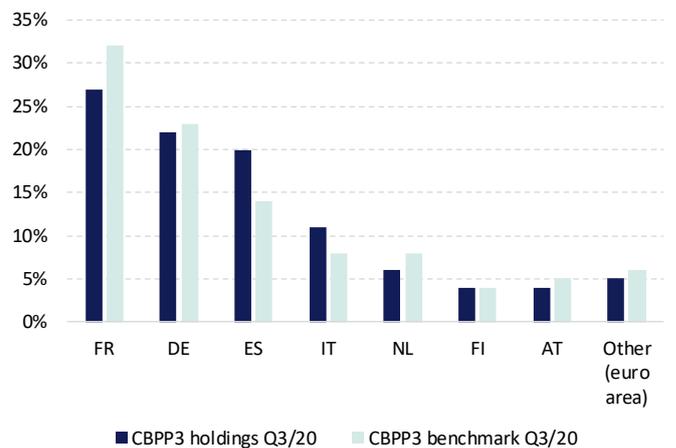
#### Veränderung der Primär-/Sekundärmarktanteile



#### CBPP3-Struktur nach Ratings

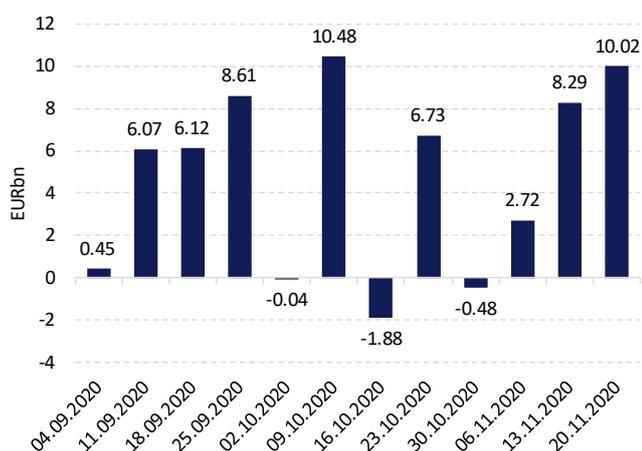


#### CBPP3-Struktur nach Jurisdiktionen

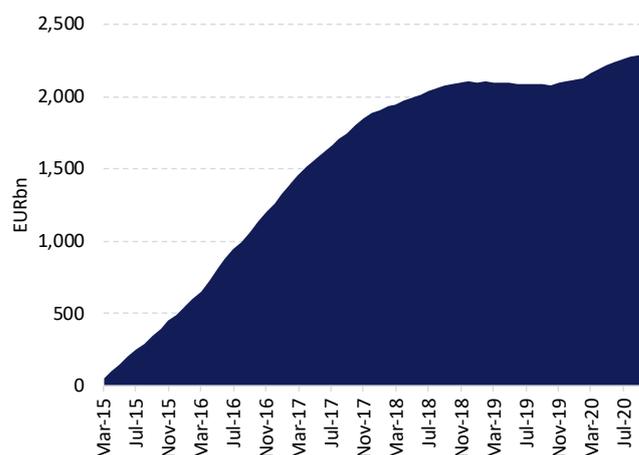


## Public Sector Purchase Programme (PSPP)

### Wöchentliches Ankaufsvolumen



### Entwicklung des PSPP-Volumens



### Gesamtverteilung der PSPP-Ankäufe per Monatsende

Land	Adjustierter Verteilungsschlüssel <sup>1</sup>	Ankäufe (EUR Mio.)	Erwartete Ankäufe (EUR Mio.) <sup>2</sup>	Differenz (EUR Mio.)	Ø Restlaufzeit in Jahren	Marktdurchschnitt in Jahren <sup>3</sup>	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
<b>Total / Avg.</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.424.055</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>7,26</b>	<b>8,22</b>	<b>-1,0</b>

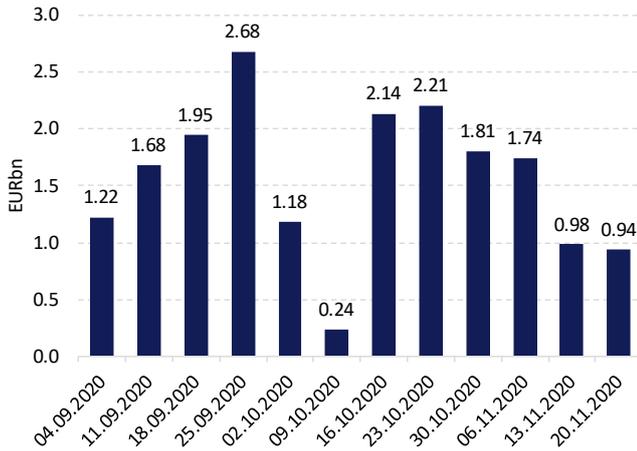
<sup>1</sup> Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras und die Disqualifikation Griechenlands

<sup>2</sup> Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel <sup>3</sup> Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit der für das PSPP ankaufbaren Anleihen

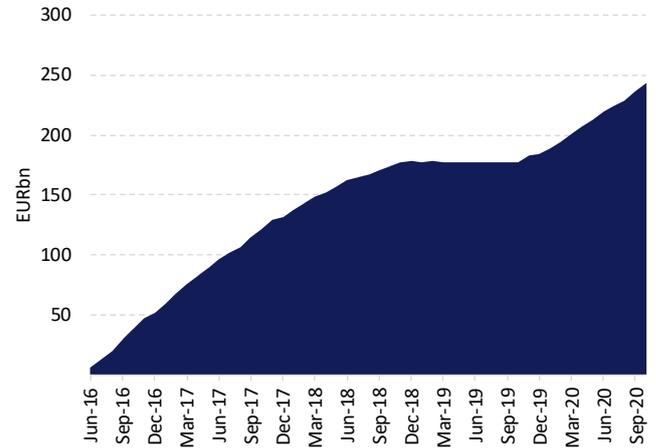
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)

#### Wöchentliches Ankaufsvolumen

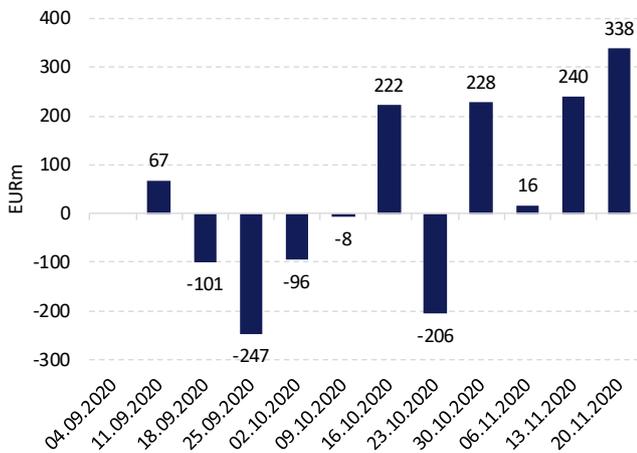


#### Entwicklung des CSPP-Volumens

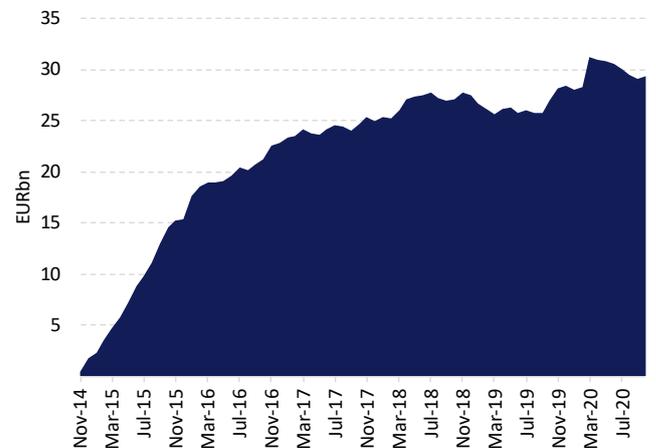


### Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)

#### Wöchentliches Ankaufsvolumen



#### Entwicklung des ABSPP-Volumens



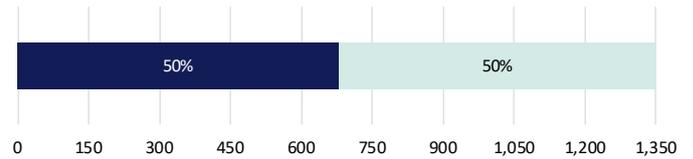
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

#### Volumen des Ankaufprogramms (in EURm)

	PEPP
Sep-20	567,183
Oct-20	629,169
<b>Δ</b>	<b>+61,985</b>

#### Bereits investiertes Volumen (in EURbn)



#### Geschätzte Portfolioentwicklung

##### Angenommenes künftiges Ankauftempo

##### Wöchentliches Netto-Ankaufvolumen

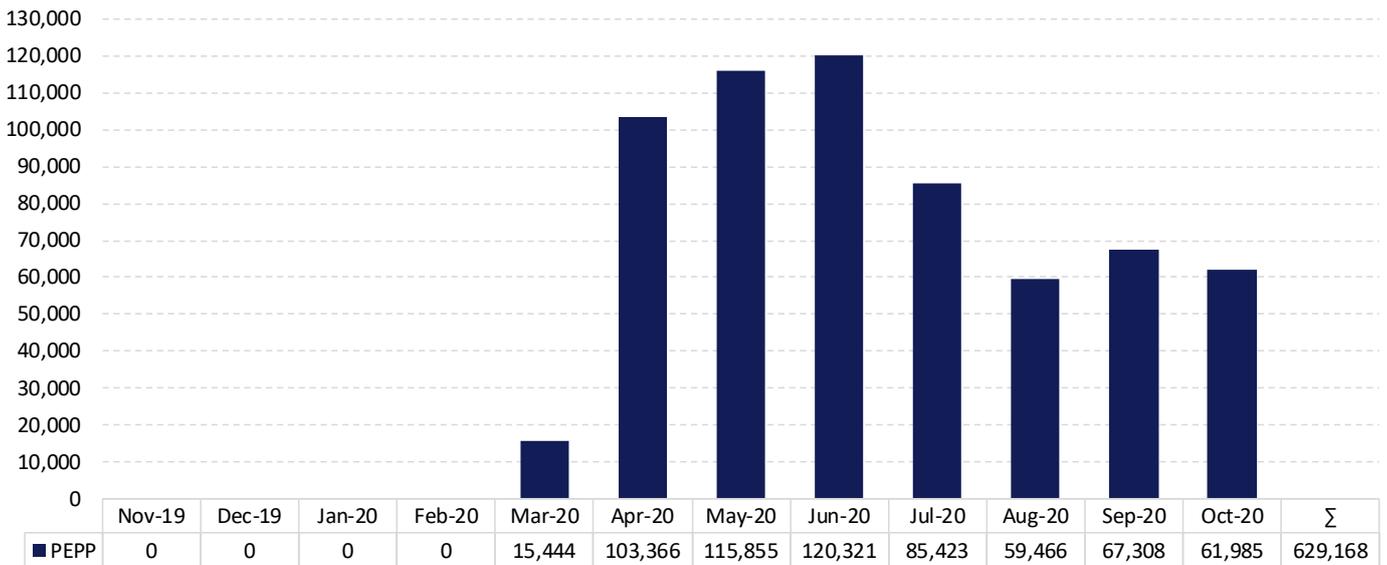
##### PEPP-Limit erreicht in ...

Durchschnittliches bisher angekauftes wöchentliches Nettovolumen

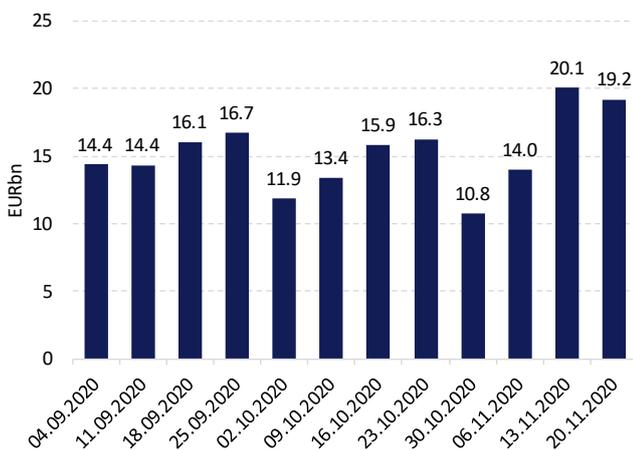
EUR 20.0bn

33 Wochen (09.07.2021)

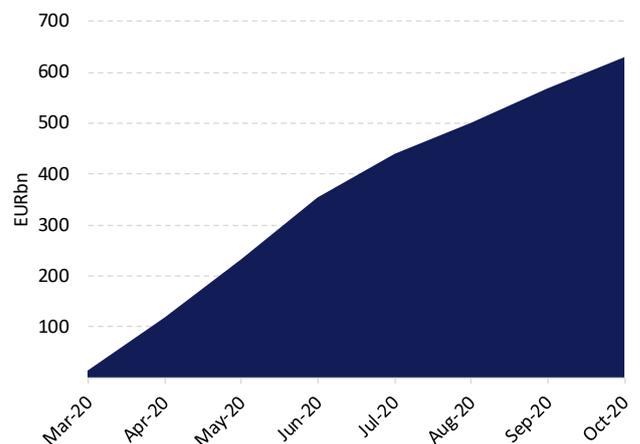
#### Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



#### Wöchentliches Ankaufvolumen



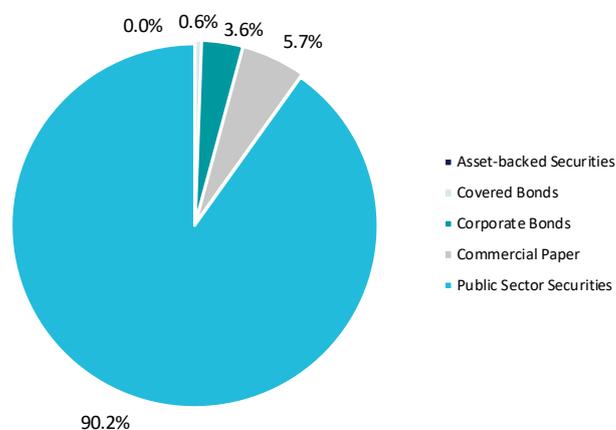
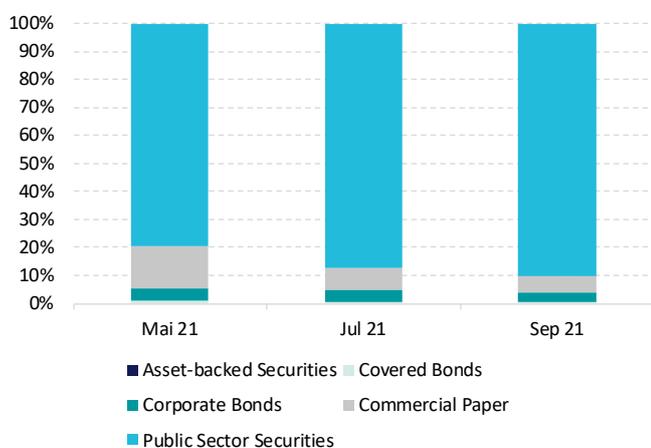
#### Entwicklung des PEPP-Volumens



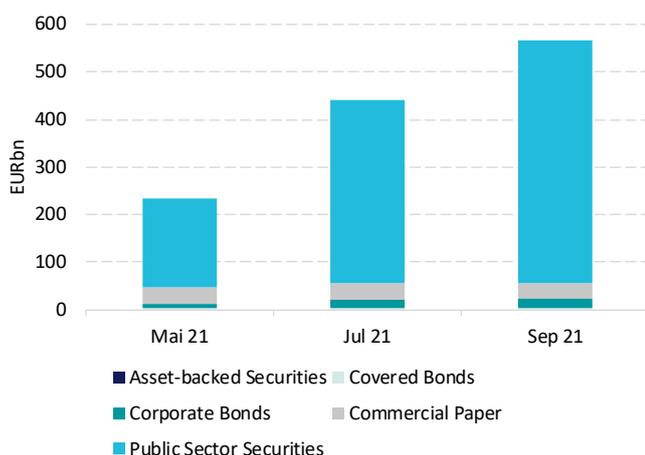
### Volumina der Assetklassen (in EURm)

	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

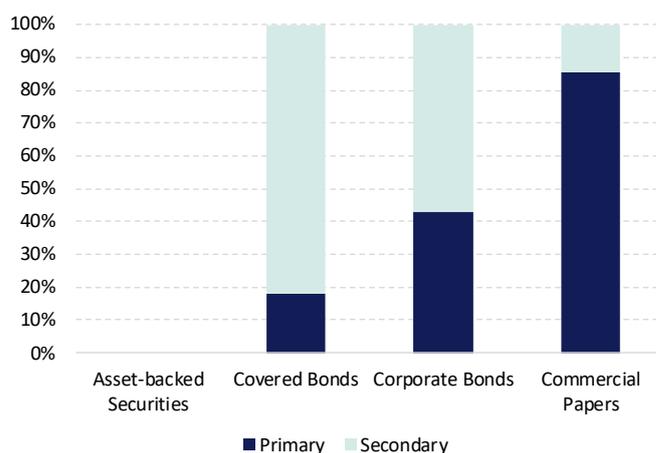
### Portfoliostruktur



### Portfolioentwicklung



### Anteil der Primär-/Sekundärmarktankäufe



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

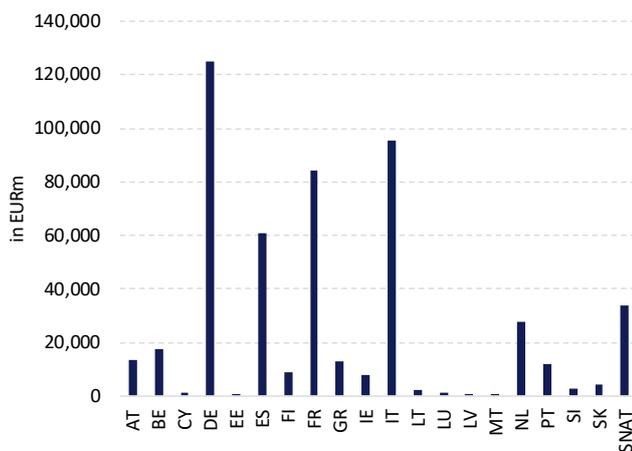
	Asset-backed Securities		Covered Bonds		Corporate Bonds		Commercial Papers	
	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär
Bestand in EURm	0	0	557	2,566	8,735	11,683	27,281	4,707
Anteil	0.0%	0.0%	17.8%	82.2%	42.8%	57.2%	85.3%	14.7%

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

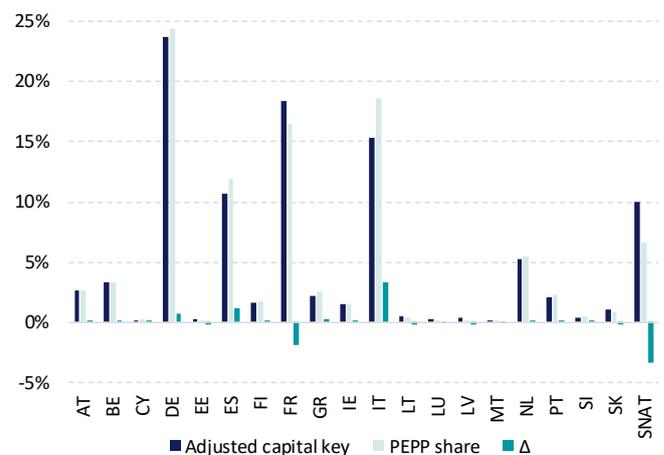
## Überblick über Public Sector Assets unter dem PEPP

Jurisdiktion	Bestand (in EURm)	Adj. Verteilungs- schlüssel <sup>1</sup>	PEPP- Anteil	Δ zum adj. Verteilungs- schlüssel <sup>2</sup>	Ø Restlaufzeit (in Jahren)	Marktdurchschnitt <sup>3</sup> (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
<b>Total / Avg.</b>	<b>511,650</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>-</b>	<b>6.9</b>	<b>7.2</b>	<b>-0.3</b>

## Bestand Öffentlicher Anleihen nach Jurisdiktionen



## Abweichungen vom adjustierten Kapitalschlüssel

<sup>1</sup> Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras<sup>2</sup> Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel <sup>3</sup> Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit der für das PEPP ankaufbaren Anleihen

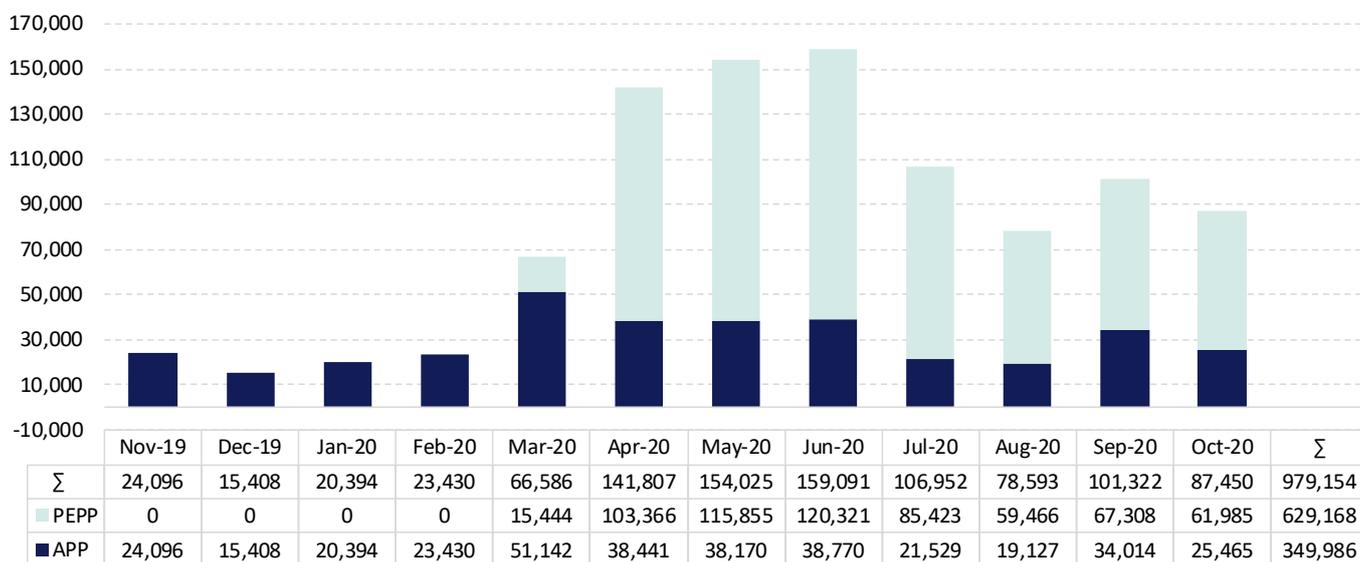
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy &amp; Floor Research

## Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP

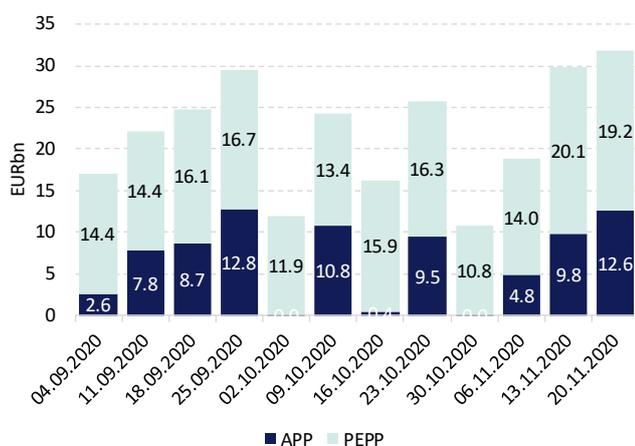
## Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

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

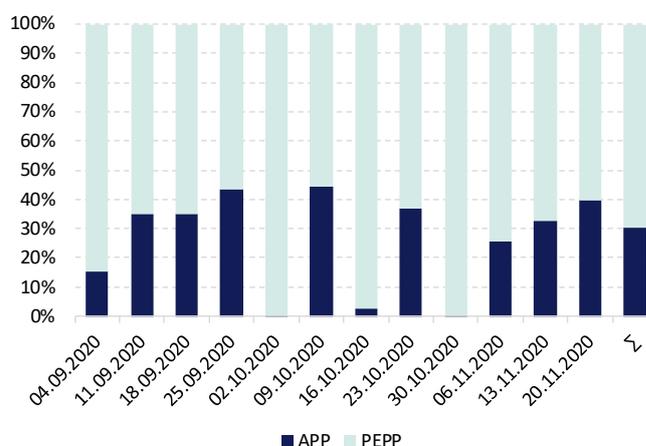
## Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



## Wöchentliches Ankaufvolumen



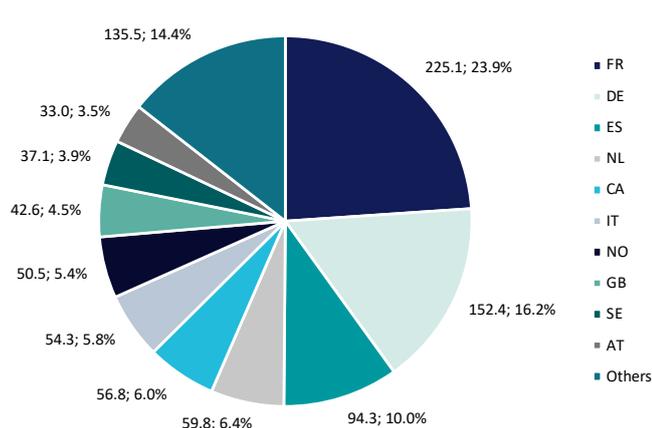
## Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



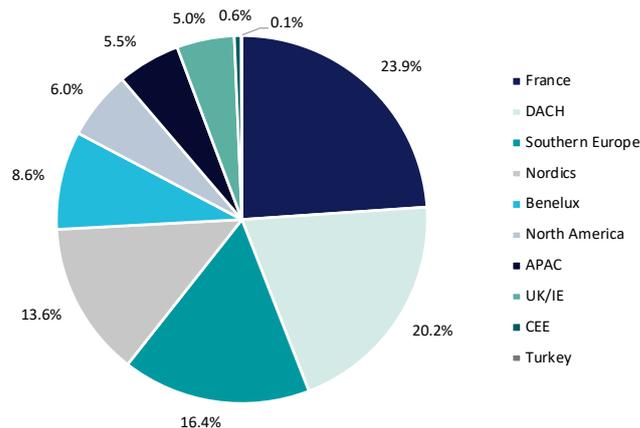
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy &amp; Floor Research

# Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



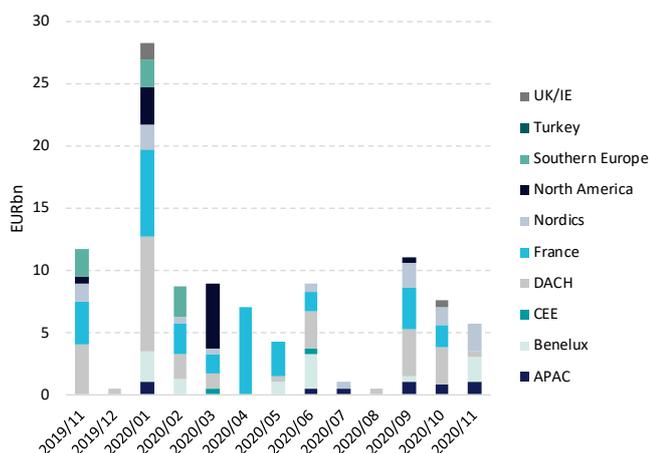
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



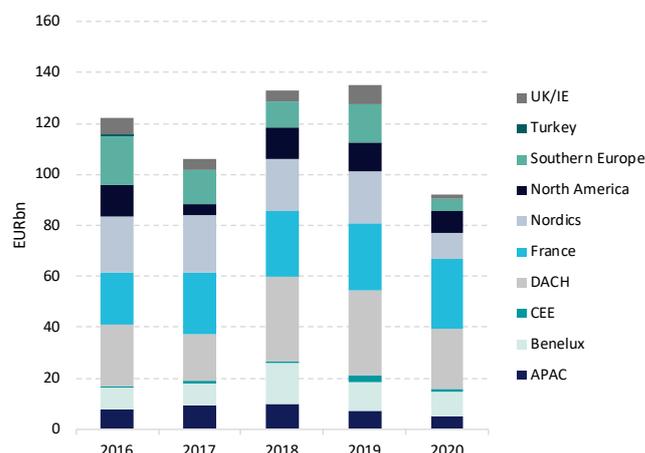
Top-10 Jurisdiktionen

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	152.4	227	12	0.60	8.2	4.7	0.51
3	ES	94.3	75	3	1.15	11.4	4.0	1.90
4	NL	59.8	59	0	0.96	11.0	7.3	0.97
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	3.7	0.62
8	GB	42.6	46	0	0.94	8.2	3.1	1.24
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

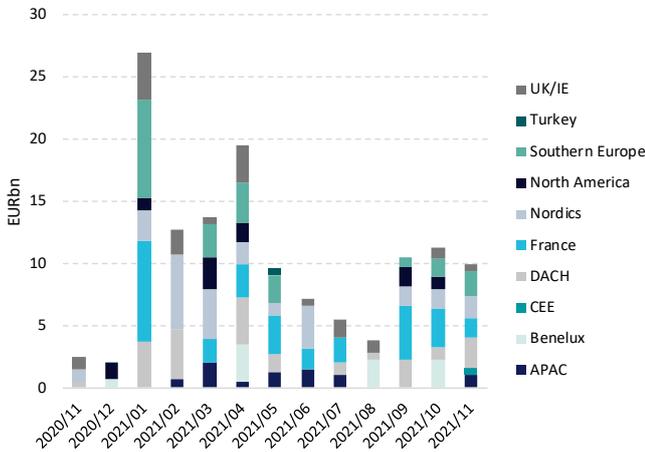


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

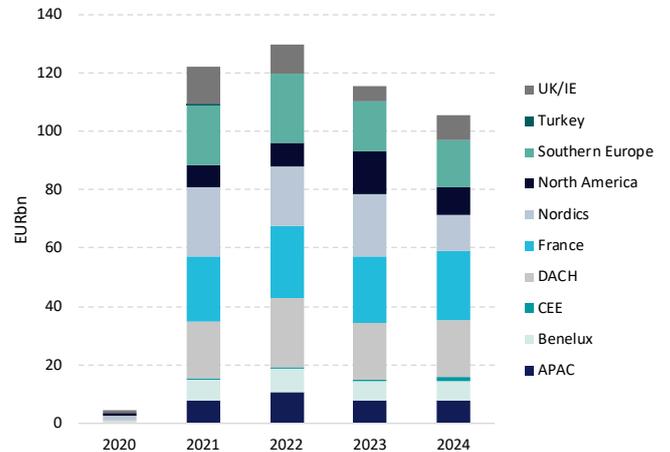


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

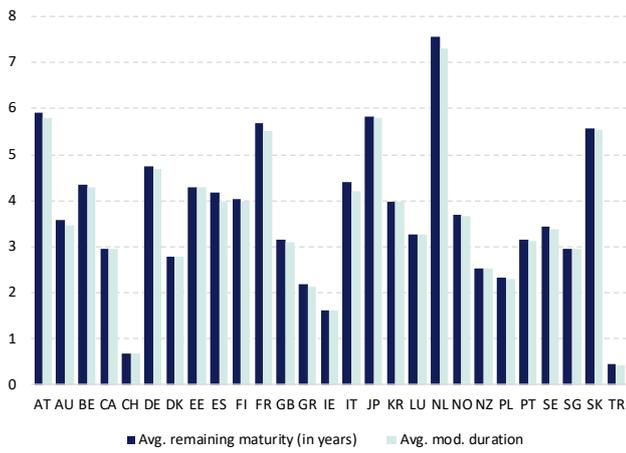
### EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



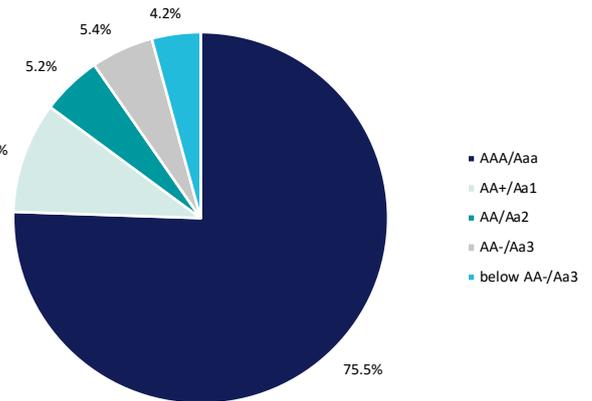
### EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



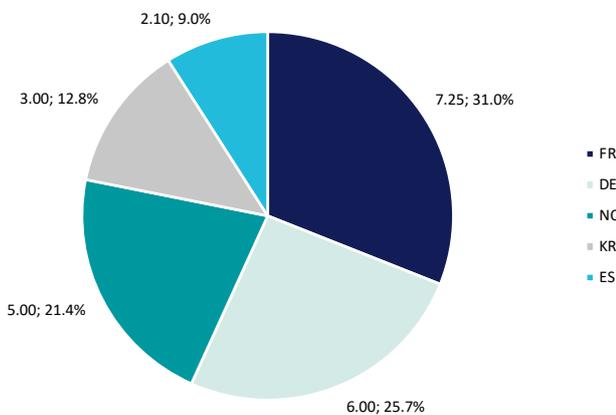
### Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



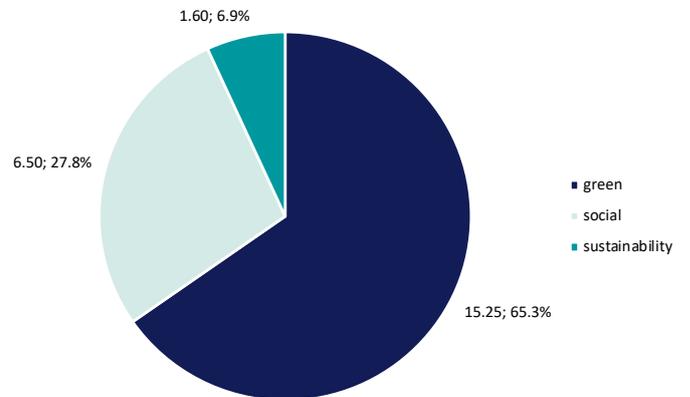
### Ratingverteilung (volumengewichtet)



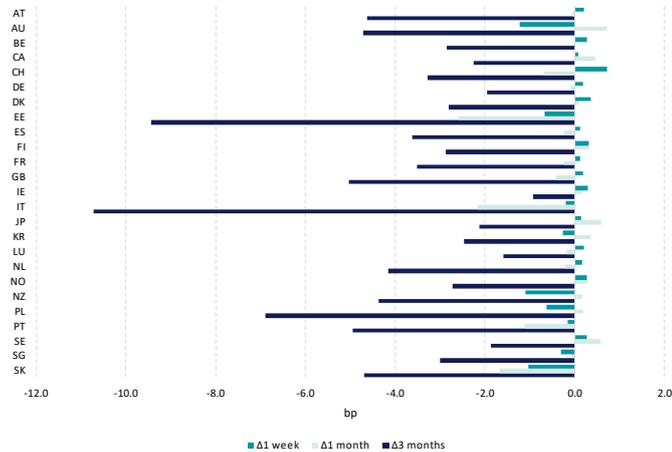
### EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Land (in EURbn)



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



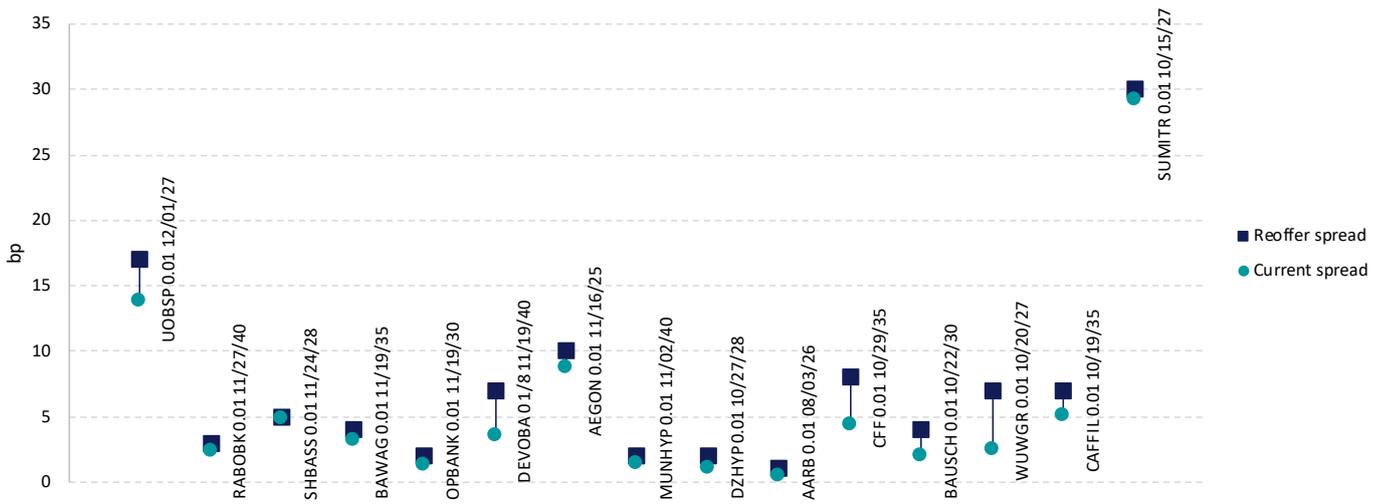
### Spreadveränderung nach Land



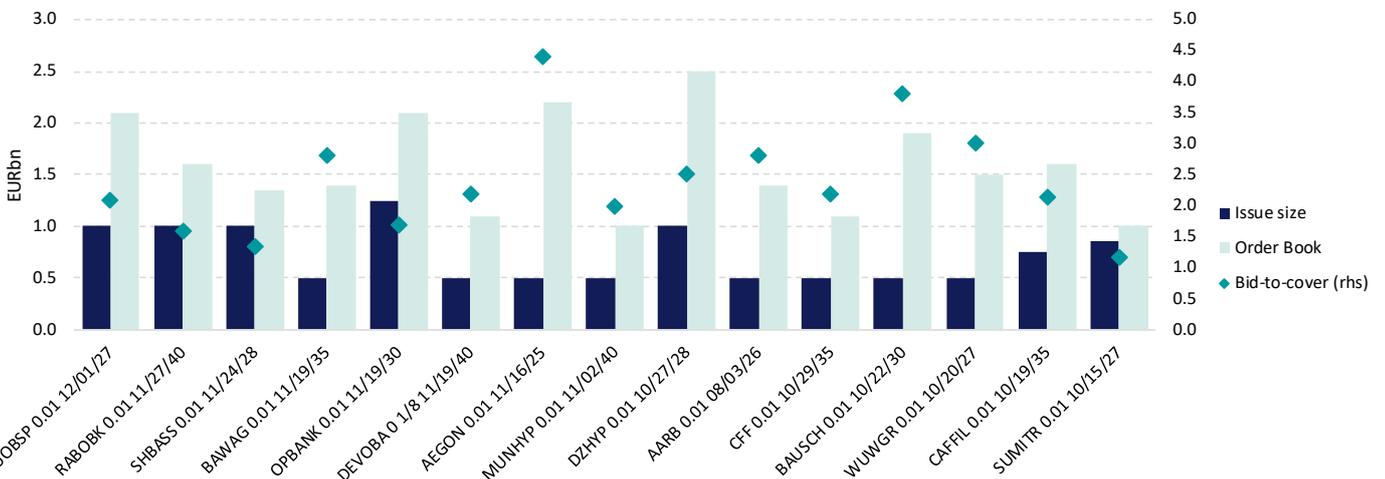
### Covered Bond Performance (Total Return)



### Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

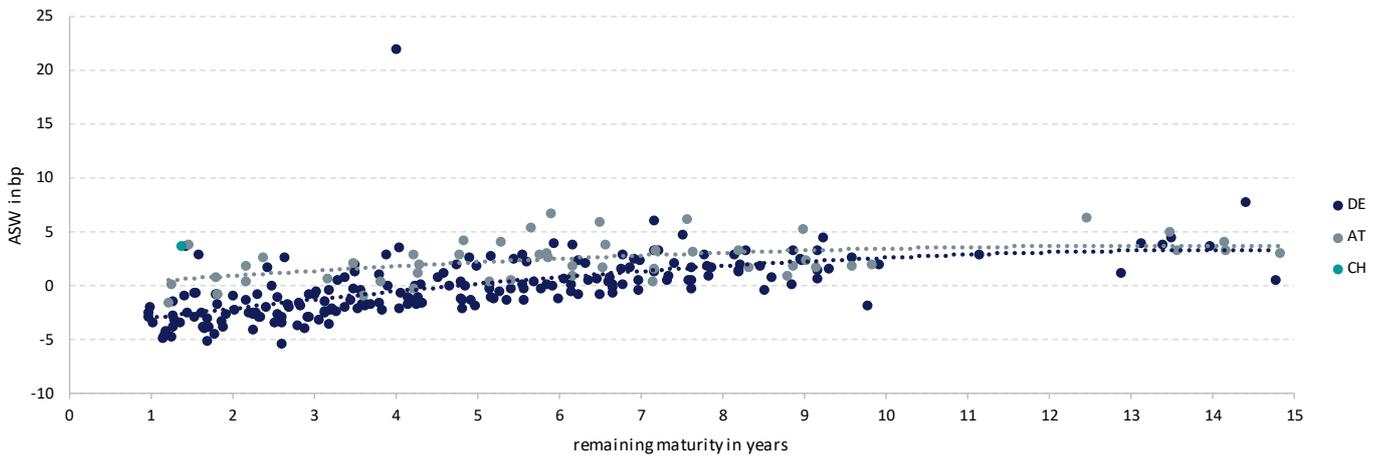


### Orderbücher der letzten 15 Emissionen

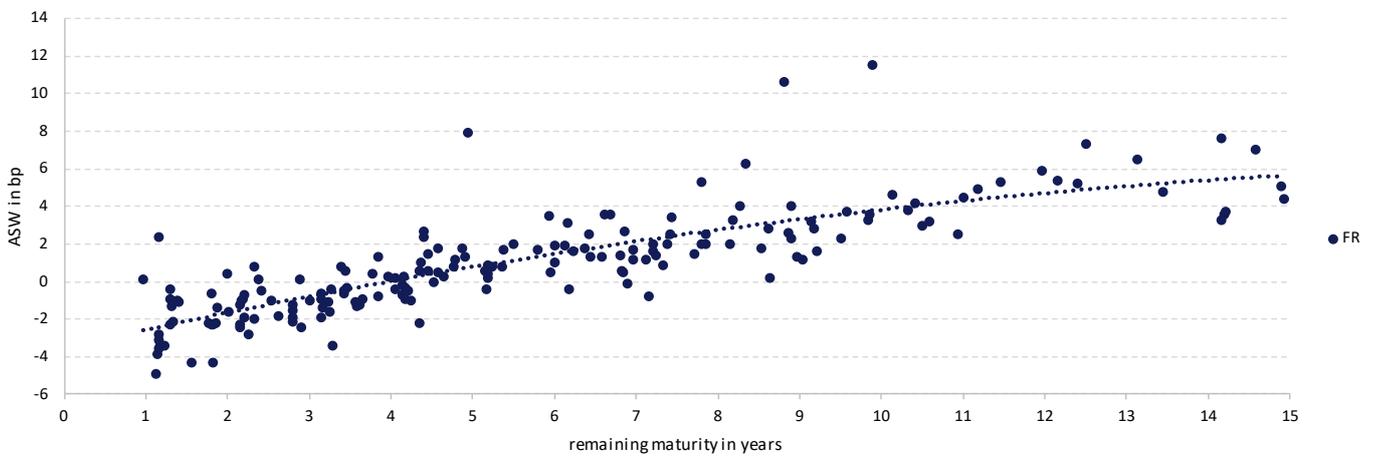


### Spreadübersicht<sup>1</sup>

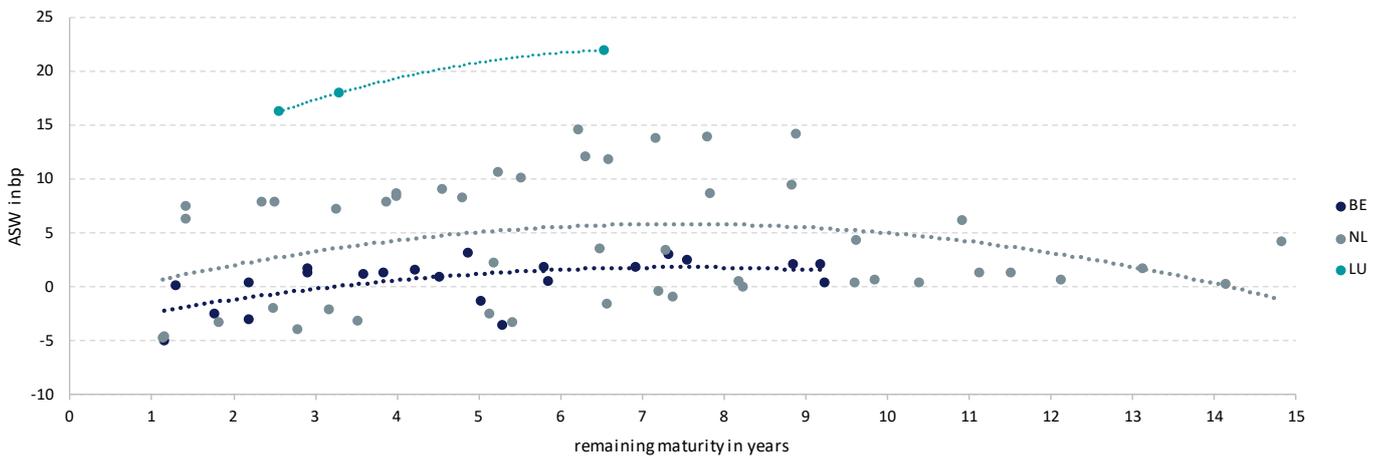
#### DACH



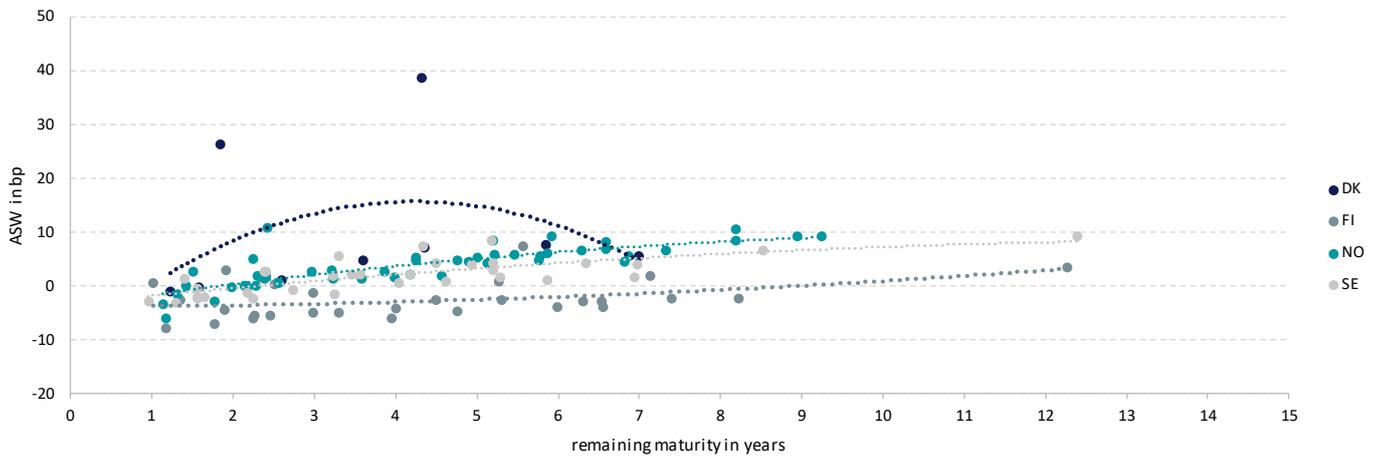
#### France



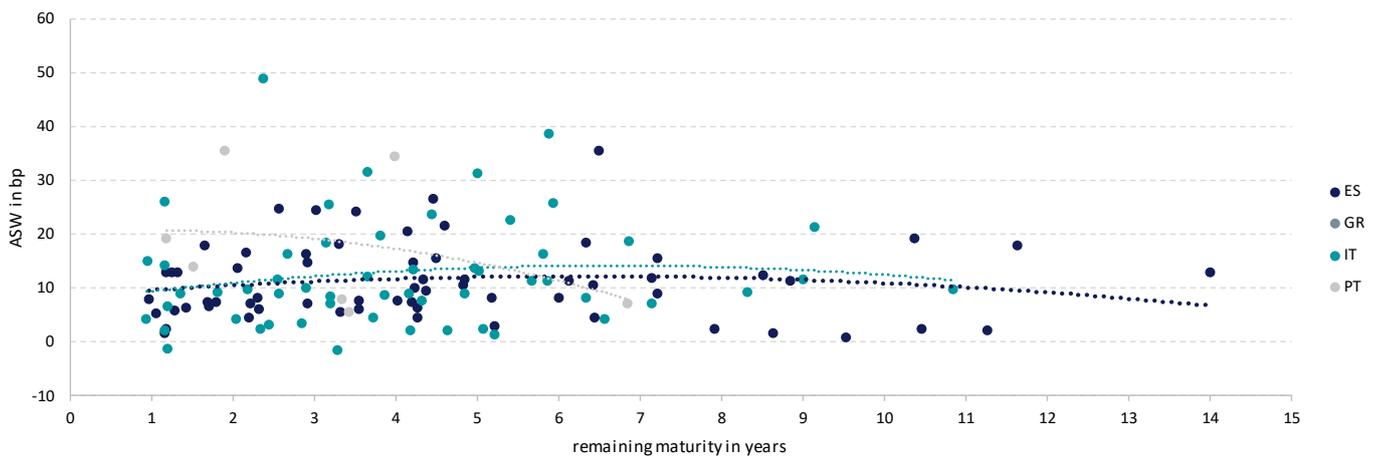
#### Benelux



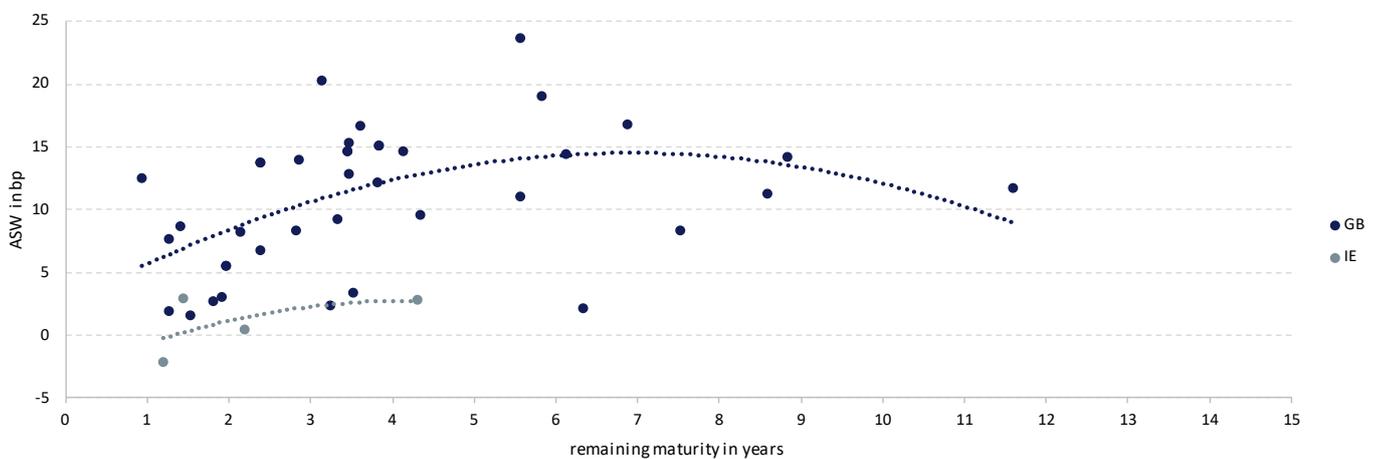
**Nordics** 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪



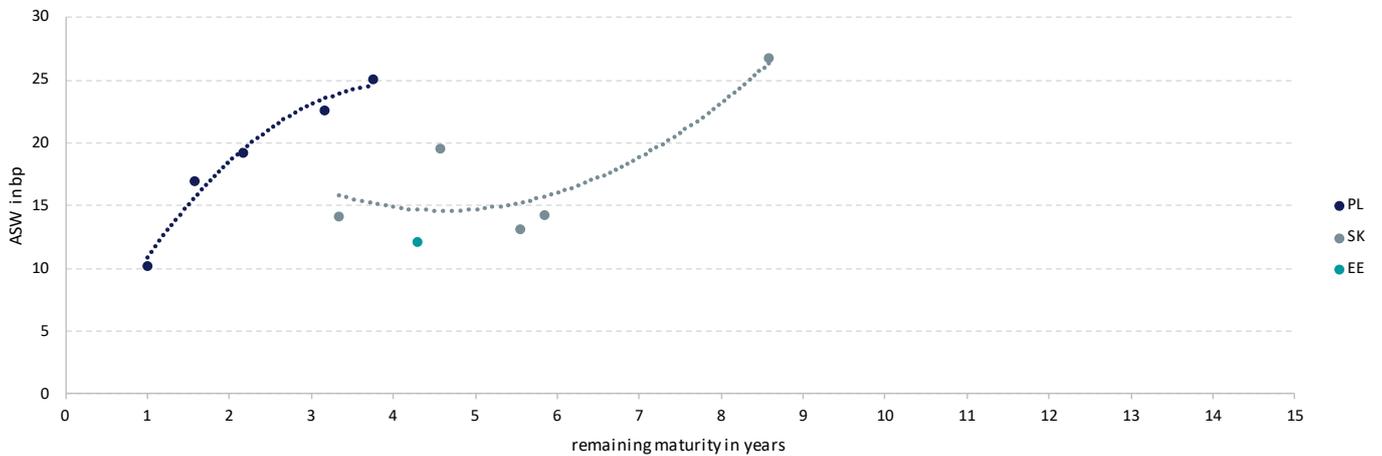
**Southern Europe** 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



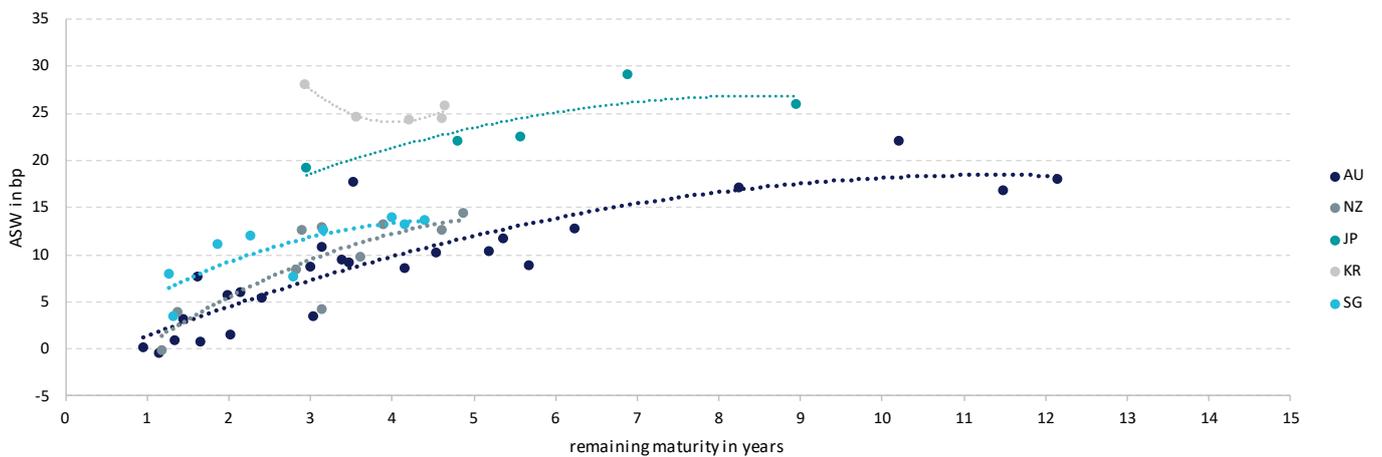
**UK/IE** 🇬🇧 🇮🇪



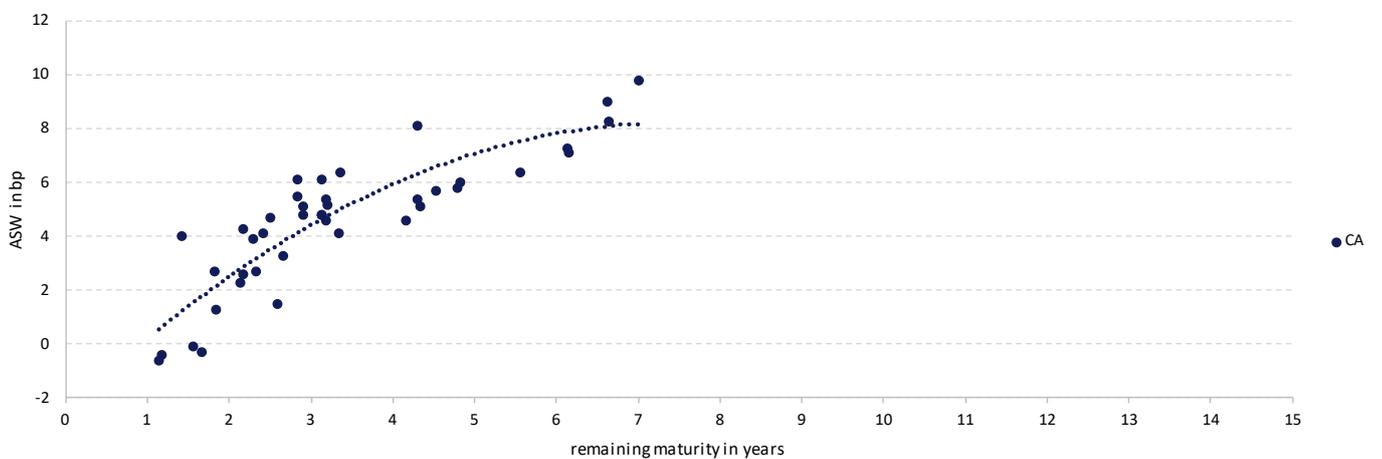
**CEE** 



**APAC** 



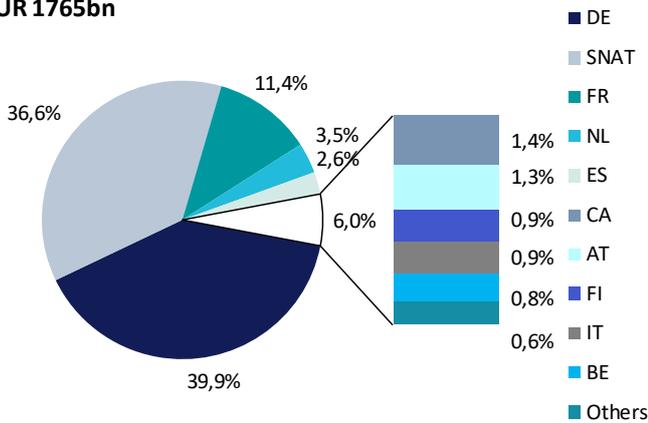
**North America** 



# Charts & Figures SSA/Public Issuers

## Ausstehendes Benchmarkvolumen

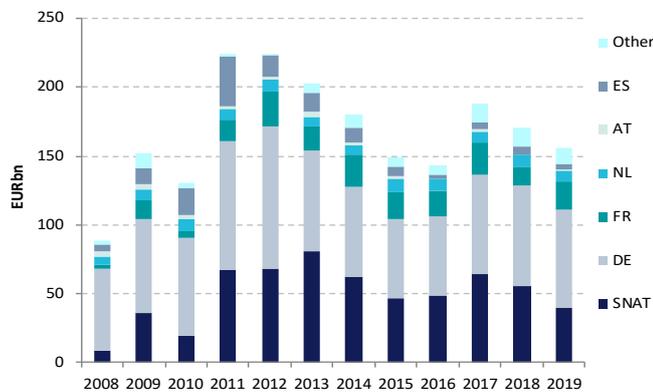
EUR 1765bn



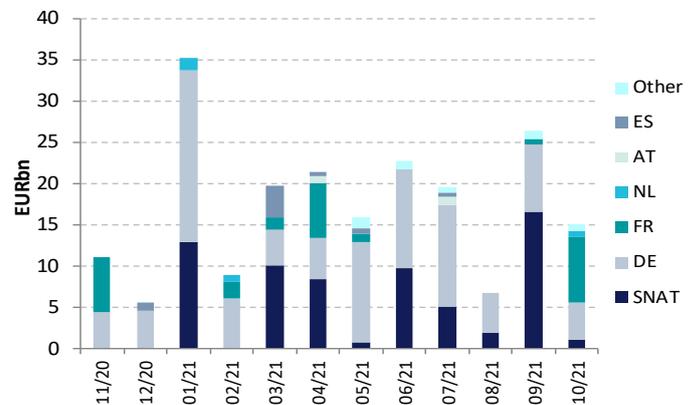
## Top 10 Länderübersicht (EUR Benchmarks)

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

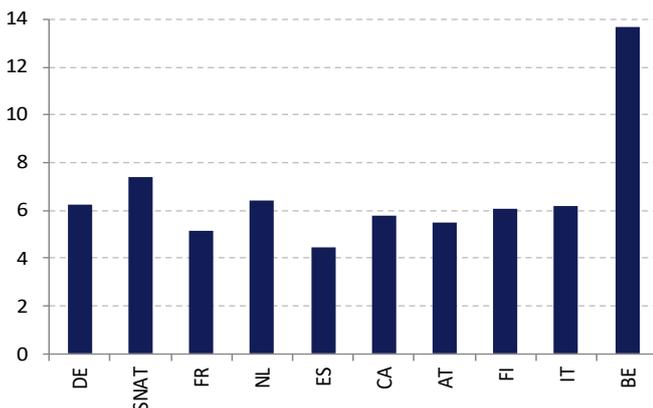
## Benchmarkemissionen je Jahr



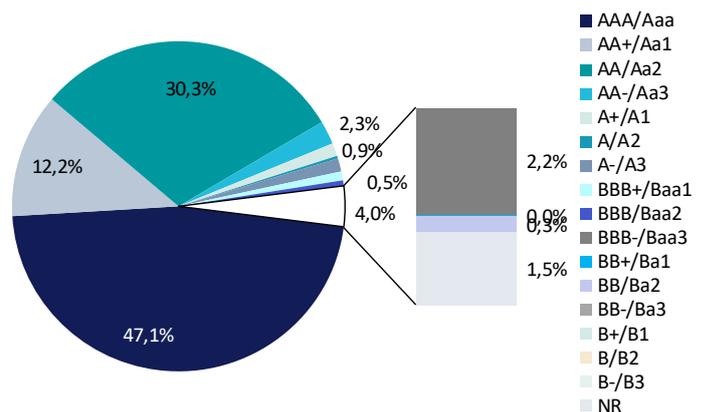
## Benchmarkfälligkeiten je Monat



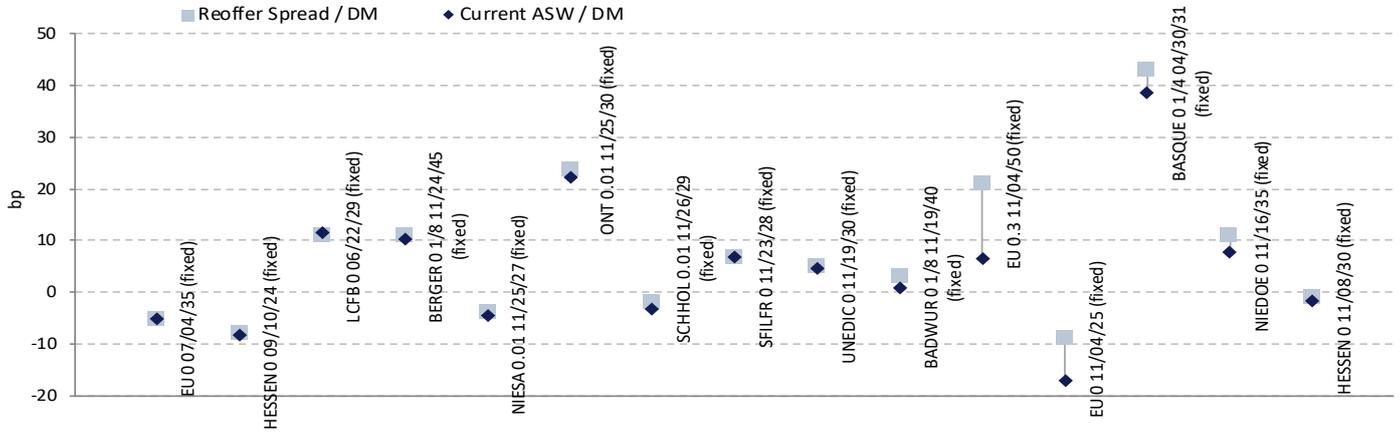
## Vol. gew. Modified Duration nach Land



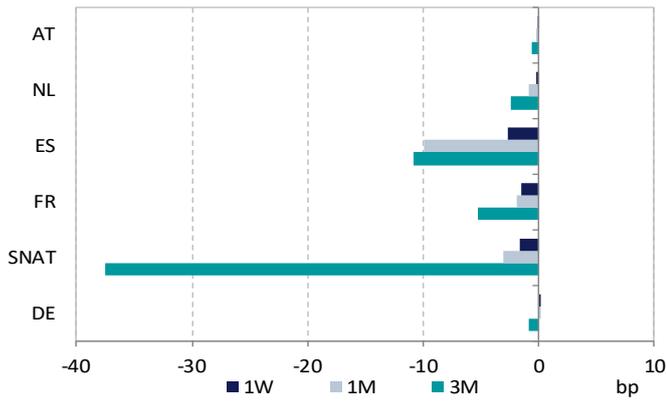
## Ratingverteilung (volumengewichtet)



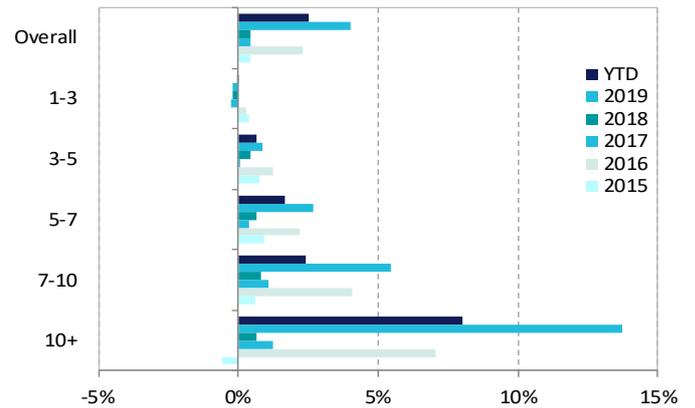
### Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



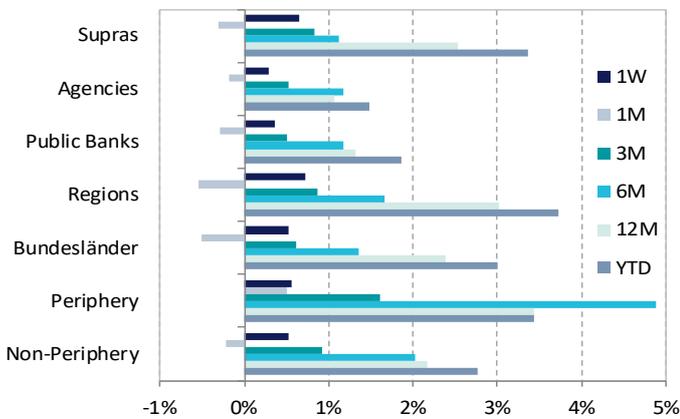
### Spreadentwicklung nach Land



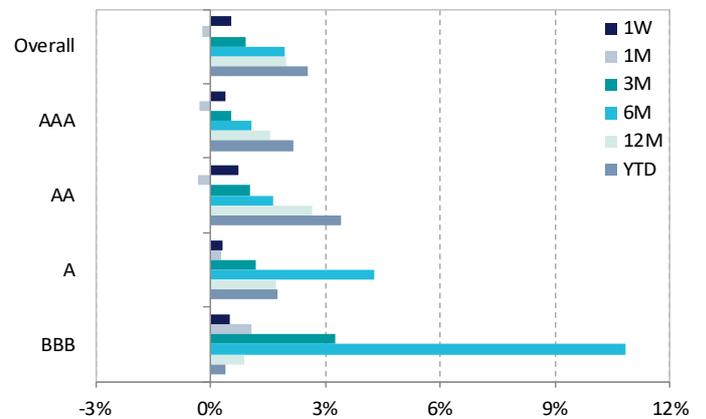
### SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



### SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

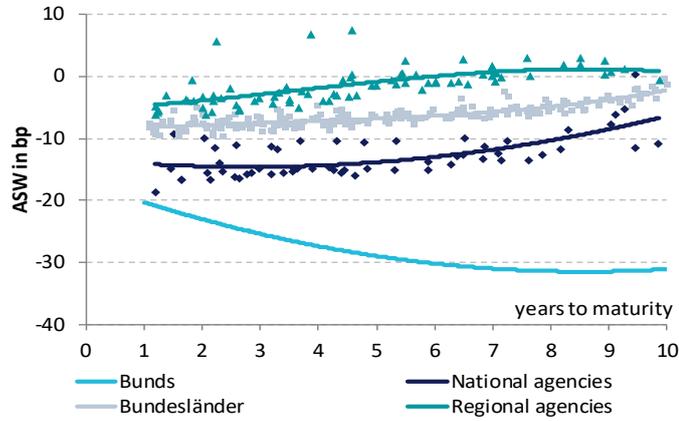


### SSA-Performance nach Rating (Total Return)

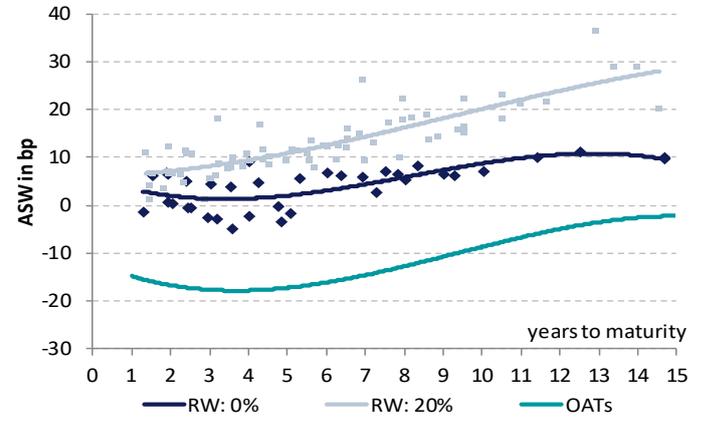


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

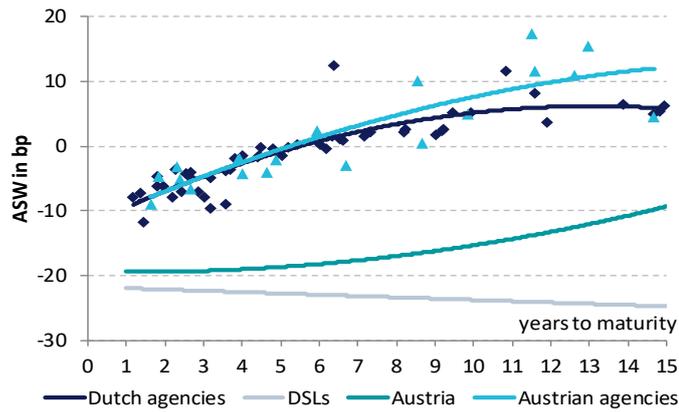
### Germany (nach Segmenten)



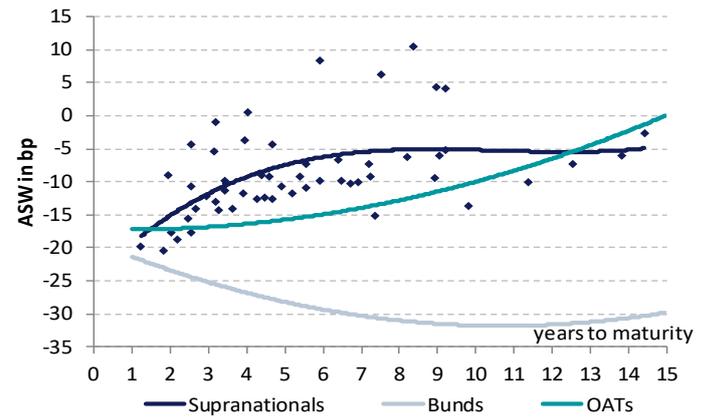
### France (nach Risikogewichten)



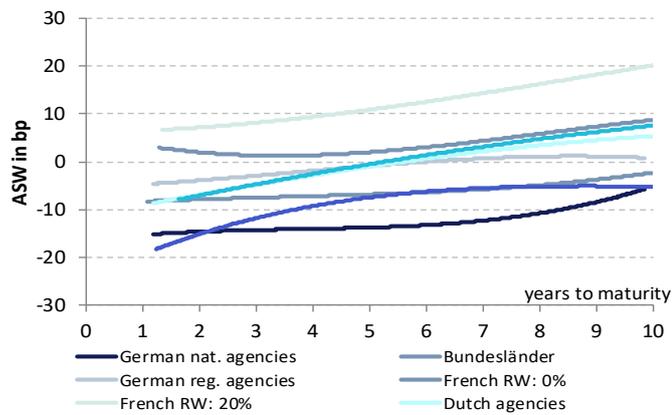
### Netherlands & Austria



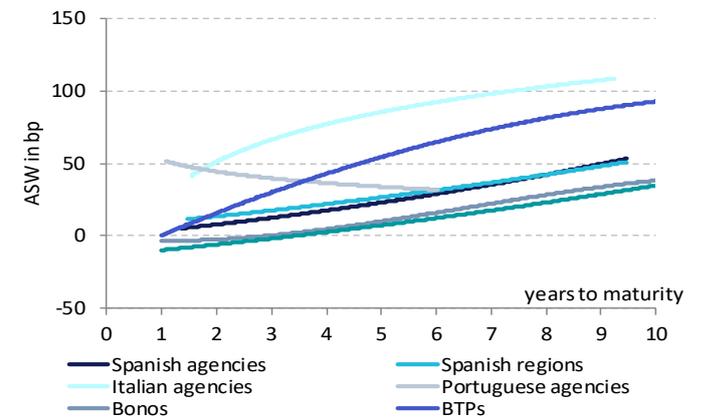
### Supranationals



### Core



### Periphery



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

# Anhang

## Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
<a href="#">44/2020 ♦ 18. November</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Primärmarkt 2021: Ungarische EUR-Benchmarks ante portas?</li> <li>Deutsche Pfandbriefsparkassen im III. Quartal 2020</li> <li>Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes</li> </ul>
<a href="#">43/2020 ♦ 11. November</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Neuzugang im Benchmarksegment: HSBC Bank Canada nimmt EUR-Debüt ins Visier</li> <li>OP Mortgage Bank: Erster Green Covered Bond aus Finnland</li> <li>Transparenzvorschrift § 28 PfandBG Q3/2020</li> </ul>
<a href="#">42/2020 ♦ 04. November</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Covered Bond-Rahmenwerk und Liquidity Coverage Ratio: EU-Kommission legt Entwurf für angepasste LCR-Regelungen vor</li> <li>Das Covered Bond-Universum von Fitch: Ein Überblick</li> </ul>
<a href="#">41/2020 ♦ 28. Oktober</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>EZB: Das Jahr der Eule – Bestandsaufnahme und Ausblick</li> <li>Renditeentwicklungen am Covered Bond-Markt</li> </ul>
<a href="#">40/2020 ♦ 21. Oktober</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Deutsche Bausparkassen: EUR-Benchmarkdebüts und Anforderungen an Investments in Soft Bullet-Bonds</li> <li>Non-performing Loans in Cover Pools – Kein einheitlicher Umgang auf Länderebene</li> </ul>
<a href="#">39/2020 ♦ 14. Oktober</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Spanien: Emittentenkonsolidierung voraus?</li> <li>PfandBG bekommt Möglichkeit zur Fälligkeitsverschiebung</li> <li>Die EU hat Großes vor – „SURE“ und „Next Generation EU“</li> </ul>
<a href="#">38/2020 ♦ 07. Oktober</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Neuer Emittent aus Japan – Sumitomo Mitsui Trust Bank mit EUR-Benchmarkdebüt</li> <li>Ein halbes Jahr PEPP: Ein Zwischenfazit</li> </ul>
<a href="#">37/2020 ♦ 30. September</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Deckungsstockcharakteristika im internationalen Vergleich</li> </ul>
<a href="#">36/2020 ♦ 23. September</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bausparkasse Schwäbisch Hall vor EUR-Benchmarkdebüt</li> <li>Update: Auckland Council – Anlagealternative in Down Under</li> </ul>
<a href="#">35/2020 ♦ 16. September</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick</li> <li>Update Down Under: Victoria (TCV)</li> </ul>
<a href="#">34/2020 ♦ 26. August</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten – Europäische Zentralbank legt Zahlen für Q2/2020 vor</li> <li>Update: New South Wales (NSWTC)</li> </ul>
<a href="#">33/2020 ♦ 19. August</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Deutsche Pfandbriefsparkassen im II. Quartal 2020</li> <li>ECBC veröffentlicht Jahresstatistik für 2019</li> </ul>
<a href="#">32/2020 ♦ 12. August</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Transparenzvorschrift § 28 PfandBG Q2/2020</li> <li>Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes</li> <li>Europäische Atomgemeinschaft (EAG bzw. Euratom)</li> </ul>
<a href="#">31/2020 ♦ 05. August</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>PEPP: Zweites Reporting gibt erneut wertvolle Einblicke</li> </ul>
<a href="#">30/2020 ♦ 29. Juli</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>LCR-Levels und Risikogewichte von EUR-Benchmarks</li> <li>Update: Funding deutscher Bundesländer (ytd)</li> </ul>
<a href="#">29/2020 ♦ 22. Juli</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>iBoxx Covered Indizes: Aktueller Stand und Kriterien</li> <li>Update: Gemeinschaft deutscher Länder</li> </ul>

## 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](mailto:michael.schulz@nordlb.de)



**Dr. Norman Rudschuck**

SSA/Public Issuers  
+49 511 361-6627  
+49 152 090 24094  
[norman.rudschuck@nordlb.de](mailto:norman.rudschuck@nordlb.de)



**Melanie Kiene**

Banks  
+49 511 361-4108  
+49 172 169 2633  
[melanie.kiene@nordlb.de](mailto:melanie.kiene@nordlb.de)



**Henning Walten**

Covered Bonds  
+49 511 361-6379  
+49 152 545 67178  
[henning.walten@nordlb.de](mailto:henning.walten@nordlb.de)



**Dr. Frederik Kunze**

Covered Bonds  
+49 511 361-5380  
+49 172 354 8977  
[frederik.kunze@nordlb.de](mailto: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

### Corporate Sales

Schiffe/Flugzeuge	+49 511 9818-9440
Immobilien/Strukturierte Finanzierung	+49 511 9818-8150
Firmenkunden 1	+49 511 9818-4006
Firmenkunden 2	+49 511 9818-4003

**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](http://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 Ausstattungsmerkmale 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](http://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](http://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: 25. November 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](http://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/empfehlungsubersicht\\_renten](http://www.nordlb-pib.de/empfehlungsubersicht_renten). Das Passwort lautet "renten/Liste3".

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