

Frohes neues und gesundes Jahr  
der fortgesetzten Zinssenkungen

Wir freuen uns stets über Ihr Feedback:  
[msfr@nordlb.de](mailto:msfr@nordlb.de)



## Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

# Inhalt

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Marktüberblick</b>                               |           |
| <b>Covered Bonds</b>                                | <b>3</b>  |
| <b>SSA/Public Issuers</b>                           | <b>7</b>  |
| <b>Jahresrückblick 2024 – Covered Bonds</b>         | <b>11</b> |
| <b>SSA-Jahresrückblick 2024</b>                     | <b>18</b> |
| <b>Charts &amp; Figures</b>                         |           |
| <b>Covered Bonds</b>                                | <b>32</b> |
| <b>SSA/Public Issuers</b>                           | <b>38</b> |
| <b>EZB-Tracker</b>                                  |           |
| <b>Asset Purchase Programme (APP)</b>               | <b>41</b> |
| <b>Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)</b> | <b>42</b> |
| <b>Ausgaben im Überblick</b>                        | <b>43</b> |
| <b>Publikationen im Überblick</b>                   | <b>44</b> |
| <b>Ansprechpartner in der NORD/LB</b>               | <b>45</b> |

## Flooranalysten:

### Covered Bonds/Banks

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

Lukas Kühne  
[lukas.kuehne@nordlb.de](mailto:lukas.kuehne@nordlb.de)

Alexander Grenner  
[alexander.grenner@nordlb.de](mailto:alexander.grenner@nordlb.de)

### SSA/Public Issuers

Dr. Norman Rudschuck, CIAA  
[norman.rudschuck@nordlb.de](mailto:norman.rudschuck@nordlb.de)

Lukas-Finn Frese  
[lukas-finn.frese@nordlb.de](mailto:lukas-finn.frese@nordlb.de)

Tobias Cordes  
[tobias.cordes@nordlb.de](mailto:tobias.cordes@nordlb.de)

**NORD/LB:**  
[Floor Research](#)

**NORD/LB:**  
[Covered Bond Research](#)

**NORD/LB:**  
[SSA/Public Issuers Research](#)

**Bloomberg:**  
[RESP NRDR <GO>](#)

## Marktüberblick

### Covered Bonds

Autoren: Alexander Grenner // Lukas Kühne // Dr. Frederik Kunze

#### Primärmarkt: Baut sich nun endlich eine Bugwelle auf?

In der ersten Ausgabe unserer Wochenpublikation im Jahr 2025 dürfen wir leider noch nicht über erste Auftritte am Primärmarkt für Covered Bonds im EUR-Benchmarkformat berichten. Zwar waren in anderen Assetklassen oder Währungen einige Aktivitäten zu verzeichnen. Allerdings muss für 2025 konstatiert werden, dass das Jahr so behäbig startet, wie 2024 endete – zumindest zunächst! Zum Redaktionsschluss der heutigen Ausgabe des NORD/LB Covered Bond & SSA View können wir immerhin konstatieren, dass der Primärmarkt in die Gänge kommt. So kündigte die LBBW die baldige Platzierung eines Hypothekendarlehenpfandbriefs (5y) an. In 2024 zählte die Emittentin mit einer Platzierung am 02. Januar zu den Instituten, die den Primärmarkt eröffneten. Ebenso die Erste Bank aus Österreich als auch die Commerzbank (Dual Tranche) gingen damals am gleichen Tag auf ihre Investoren zu. Auch in den Jahren 2023 (ebenfalls 02. Januar) und 2022 (04. Januar) wurden die ersten Deals früher gepricing als in 2025. Wir würden es allerdings noch für verfrüht halten, von einem Fehlstart zu sprechen. Schließlich baut sich eine kleine Bugwelle am Primärmarkt auf. In diesem Kontext erachten wir es als bemerkenswert, dass mit Credit Agricole Italia (Ticker: CARPP) eine italienische Emittentin zu den „frühen Vögeln“ am Primärmarkt zählt. Auch die Dealparameter (exp. EUR 750 Mio. & 9y) tragen in der Vorausschau zu einer konstruktiven Eröffnung des Marktes bei. Sowohl der frühe Marktauftritt als auch die Angaben zum Deal stellen aber keine Überraschung dar. So zeigte sich CARPP z.B. auch in 2024 und 2022 in der ersten Januarhälfte am Markt. Für die Gesamtbetrachtung erinnern wir uns an die Jahresstarts aus den Vorjahren: In 2024 standen im Januar EUR 40,6 Mrd. zu Buche. Der Monat Januar in 2023 kam auf ein ähnliches Niveau (EUR 39,7 Mrd.), während in 2022 EUR 27,8 Mrd. platziert wurden. Eine Besonderheit markierte das Jahr 2021. Unter dem Einfluss von „Corona“ muss das Emissionsvolumen in Höhe von EUR 12,8 Mrd. als „Untergrenze“ klassifiziert werden. So wenig werden wir in 2025 nicht sehen – aber auch nicht so viel wie in 2024 und 2023.

| Issuer | Country | Timing | ISIN | Maturity | Size | Spread | Rating | ESG |
|--------|---------|--------|------|----------|------|--------|--------|-----|
| -      | -       | -      | -    | -        | -    | -      | -      | -   |

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

#### Sekundärmarkt: Die spannende Laufzeitfrage

Im harmonischen Einklang mit dem Primärmarkt verweilte auch der Sekundärmarkt in seiner Ruhepause. Mit der angekündigten frischen Ware dürfte nun auch etwas mehr Bewegung in die Handelsbücher kommen. Wir rechnen am Primärmarkt mit einer stärkeren Fokussierung der Emittenten auf die kürzeren bis mittleren Laufzeitbänder. Entsprechend sollten sich die Handelsanfragen auf diesen Bereich verdichten. Ein Überraschungspotenzial sprechen wir aber durchaus den längeren Laufzeiten (>7y) zu. Hier dürfte nicht viel Supply erwartet werden, was für eine Knappheit sprechen sollte. Gleichwohl darf eine nennenswerte Nachfrage nach länger laufenden Deals nicht ausgeschlossen werden. Insofern überrascht es uns nicht, dass Käufer vereinzelt versuchen, sich am Sekundärmarkt mit „Langläufern“ einzudecken. Mit dem angekündigten Deal von CARPP – und möglichen Nachahmern – könnte es hier zu einer neuen Dynamik kommen.

**S&P: Anstieg der in DKK denominierten Covered Bond-Emissionen in 2025 erwartet**

Die Ratingexperten von S&P haben zum Abschluss des Jahres einen Blick auf den dänischen Covered Bond-Markt in 2024 geworfen und sind dabei auch auf relevante Aspekte in 2025 eingegangen. Der Fokus der Emittenten im (derzeit) weltweit zweitgrößten Covered Bond-Markt liegt auf Emissionen in der Heimatwährung (DKK), während in EUR denominierte Benchmarkdeals (Gesamtemissionsvolumen 2024 gemäß S&P-Bericht: EUR 2 Mrd.) nur eine untergeordnete Rolle spielen. Für das Jahr 2025 erwarten die Ratingexperten EUR-Benchmarkemissionen in vergleichbarer Höhe aus Dänemark. Aufgrund eines stärkeren Wohnungsmarktes und dynamischeren Refinanzierungsaktivitäten, getrieben von sinkenden Hypothekenzinsen, sei aber mit einer Zunahme der Covered Bond-Emissionen in DKK zu rechnen. Vor dem Hintergrund des hohen Anteils an variabel verzinsten Darlehen in Dänemark sollte laut S&P die Erschwinglichkeit von Immobilien auch im kommenden Jahr weiter zunehmen. Der prognostizierte Anstieg der Häuserpreise – ausgelöst vornehmlich durch eine geringere Anzahl an Immobilientransaktionen und den höheren Anteil an Refinanzierungen – sollte sich positiv auf die Qualität der Deckungsstücke der Covered Bonds auswirken. Als weiterhin systemisches Risiko sehen die Ratingexperten das CRE-Exposure von dänischen Banken an. Gleichwohl ist S&P überzeugt, dass die aktuellen Übersicherungsquoten die erwarteten Verluste aus dem CRE-Segment auffangen können, ohne dass sich die Ratingeinstufungen ändern sollten. Darüber hinaus unterstützten die engen Beziehungen zwischen dänischen Banken und lokalen Investoren den dänischen Covered Bond-Markt. Der überwiegende Teil der dänischen Covered Bond-Programme wird von S&P mit der Note AAA bewertet und verfügt im Durchschnitt über rund drei ungenutzte Notches an Uplift gegen ein Downgrade des Issuer Credit Ratings. Für das Jahr 2025 rechnen wir in unserer Prognose mit EUR-Benchmarkemissionen im Volumen von EUR 2,5 Mrd., bei Fälligkeiten in Höhe von EUR 1,5 Mrd.

**Deutsche Hypo Immobilienklima sinkt leicht im Dezember**

Im Hinblick auf die aktuelle Entwicklung am deutschen Immobilienmarkt möchten wir an dieser Stelle auf die Dezemberzahlen zum [Deutsche Hypo Immobilienklima](#) eingehen. Der ansteigende Trend seit September setzte sich im Dezember 2024 nicht weiter fort, sodass der Immobilienklimaindex in der aktuellen Monatsumfrage um -1,9% gegenüber der Novemberumfrage sank. Mit Ausnahme des Wohnklimas, bei dem ein Plus von 5,2% im Monatsvergleich zu Buche stand, verzeichneten alle anderen Assetklassen eine negative Entwicklung zum Jahresende. Besonders hohe Rückgänge entfielen auf das Handel- (-5,7% M/M) und Investmentklima (-3,4% M/M). Trotz des Rückgangs beim Büroklima von -4,9% im Monatsvergleich gehörte diese Kategorie auf Jahressicht mit der höchsten Wachstumsquote zu den Gewinnern und konnte im Vergleich zum Dezember 2023 um mehr als 45% zulegen (auf nun 72,4 Punkte). Mit Ausnahme des Logistikklimas weisen alle anderen Unterindizes zweistellige Wachstumsraten auf Jahressicht auf. Das Wohnklima bleibt mit Blick auf den Punktescore der Spitzenreiter unter den Assetklassen. Frank Schrader (Leiter Deutsche Hypo – NORD/LB Real Estate Finance) konstatiert für das vergangene Jahr, dass sich die Investitionstätigkeit auf dem deutschen Immobilienmarkt belebt habe, aber „der Transaktionsmarkt leider noch nicht zu seiner Stärke zurückgefunden“ habe. Mit Blick auf 2025 erwartet Schrader, dass nach der Bundestagswahl die „Dynamik am Immobilienmarkt weiter steigen wird“, auch wenn Unsicherheitsfaktoren bestehen bleiben sollten.

**Portugal: Fitch verbessert Covered Bond-Rating der Banco Comercial Portugues auf AAA und Moody's legt New Issue Report für Covered Bonds der Caixa Geral de Depositos vor**

Wie die Ratingagentur Fitch in einer aktuellen Mitteilung bekanntgab, wurde das Rating der Covered Bonds (Obrigacoes Cobertas, ObC) der Banco Comercial Portugues (Ticker: BCPPL) von AA+ auf die Bestnote AAA mit stabilem Ausblick verbessert. Das Ratingupgrade steht im Einklang mit dem ebenfalls verbesserten Issuer Default Rating (IDR) der Bank, welches seitens Fitch nun mit BBB und positivem Ausblick bewertet wird (zuvor BBB-). Die niedrigste Übersicherungsquote des Covered Bond-Programms der Bank (über die letzten zwölf Monate), die von Fitch für den Bewertungsprozess herangezogen wurde, lag bei 18,6%. Dieser Wert liegt über der Break Even OC, also der mindestens zu erfüllenden Übersicherungsquote für ein bestimmtes Rating, von 18% für das Rating AAA. Für das Rating AA+ lag diese zuvor bei 14,5%. Gleichzeitig geben die Ratingexperten die Risiken zu Verlusten aus Differenzen im Verhältnis von Aktiva und Passiva (ALM Loss) mit 11% sowie zu Kreditverlusten mit 6,8% an. Andere Kennzahlen wie PCU oder Recovery Uplift bleiben unverändert. Die Banco Comercial Portuguese ist aktuell mit keinem ausstehenden Covered Bond im EUR-Benchmark- oder EUR-Subbenchmarksegment vertreten, die letzte Emission geht auf das Jahr 2017 zurück. Zum Jahresstart haben zudem die Risikoexperten von Moody's einen New Issue Report für das portugiesische Hypothekenprogramm der Caixa Geral de Depositos (Rating: Aaa; Poolvolumen: EUR 6,8 Mrd.) vorgelegt. Die Emittentin (Ticker: CXGD) verfügte bis zum Jahresbeginn 2022 noch über eine ausstehende EUR-Benchmark, dürfte aber im Jahr 2025 nach unserer Einschätzung nicht zu den tragenden Säulen in diesem Teilmarkt zählen. Das gesamte ausstehende Volumen portugiesischer Banken im EUR-Benchmarksegment liegt zurzeit bei EUR 5,4 Mrd. Für das aktuelle Jahr rechnen wir mit Neuemissionen in Höhe von EUR 3 Mrd. aus Portugal, was bei keinerlei Fälligkeiten auch gleichzeitig dem Nettoneuemissionsvolumen entsprechen und damit für einen wachsenden Markt sprechen würde.

**Fitch I: Stärkere Ausnutzung der Uplifts über den Emittentenratings**

In einer aktuellen Ausgabe ihres „Covered Bond Protection Dashboards“ gaben die Analysten von Fitch bekannt, dass der Anteil an Covered Bonds, deren Rating eine maximale Anzahl von Notches Uplift gegenüber dem Emittentenrating aufweist, auf 13,4% angestiegen ist. Der letztmals gemessene Wert im Mai 2024 lag noch bei 9,8%. Diese Entwicklung ist zum einen auf eine Verbesserung der Covered Bond-Ratings zurückzuführen, gleichzeitig profitieren Programme auch von einer Anhebung der Emittentenratings. Von den insgesamt 104 von Fitch öffentlich gerateten Covered Bond-Programmen waren 14 anfällig für Issuer Downgrades von bereits einem Notch. Über das gesamte Portfolio hinweg können Emittenten im Durchschnitt um 3,7 Notches herabgestuft werden, ohne dass dies zwangsläufig das jeweilige Covered Bond-Rating beeinflussen würde. Änderungen bei den Emittentenratings sind einer der Hauptgründe für Veränderungen bei den Covered Bond-Ratings. In der gesamten Fitch-Coverage waren Stand November 2024 acht Ratings mit positivem Ausblick versehen, auf der anderen Seite waren vier Programme von einem negativen Ausblick betroffen. Änderungen im Bewertungsansatz von Fitch sind ein weiterer, wenngleich weniger verbreiteter Grund für Covered Bond-Ratingveränderungen. Die von Fitch berechnete durchschnittliche Übersicherungsquote (OC) von 66% der gerateten Programme war im November mindestens doppelt so hoch wie die Break Even OC für das jeweilige Rating (durchschnittlich bei 8%), verglichen mit 63% im Mai. Damit verfügt ein Großteil der bewerteten Programme über komfortable Übersicherungspuffer.

**Fitch II: Italienische Covered Bond-Programme nun mit AA-Rating**

Nach Änderungen der hauseigenen „Covered Bonds Rating Criteria“, der „European RMBS Rating Criteria“ und der „Interest Rate Stresses Rating Criteria“ haben die von Fitch gerateten italienischen Covered Bond-Programme nun ausnahmslos das neue, unter dem Country Cap für Italien bestmögliche Rating von AA erreicht. Die meisten Programme sind zum aktuellen Zeitpunkt mit einem positiven Ausblick versehen, was gleichzeitig auf Italiens Sovereign Issuer Default Rating und einen ausreichenden Puffer gegen mögliche Downgrades zurückzuführen ist. Die oben erwähnten Anpassungen an den verschiedenen Ratingkriterien haben zu Veränderungen beim Break Even-Prozentwert, der für das Rating AA italienischer Covered Bonds notwendig ist, geführt. Die Kennzahl Asset Liability Mismatch könnte als Verlustkomponente allerdings von Faktoren wie revidierten Annahmen zu vorzeitigen Rückzahlungen oder der Berücksichtigung von angepassten Refinanzierungsplänen beeinflusst werden. Fitch ratet zum aktuellen Zeitpunkt sieben Soft Bullet-Programme und ein Conditional Pass Through (CPT)-Programm aus Italien. Die Ratinganpassungen dürften sich unserer Ansicht nach positiv auf den italienischen Covered Bond-Markt auswirken, wo wir in einer ersten Prognose mit einem Emissionsvolumen von EUR 10,0 Mrd. für 2025 rechnen. Dies würde bei Fälligkeiten in Höhe von EUR 9,5 Mrd. einem Nettoemissionsvolumen von EUR 500 Mio. entsprechen.

**vdp-Emissionsklima: Wachsender Pfandbriefmarkt für 2025 erwartet**

Der Verband deutscher Pfandbriefbanken hat zum fünften Mal seine [Umfrage zum Ausblick auf den Pfandbrief-Absatz](#) für die kommenden sechs Monate durchgeführt. Hiernach rechnen die befragten Experten der Mitgliedsinstitute mit einer erhöhten Nachfrage nach Pfandbriefen (Score +21) einhergehend mit einem erwarteten Anstieg des Immobilienkreditgeschäftes (Score +33). Die Gesamtscores, welche neben den kommenden sechs Monaten auch die Stimmung auf dem Pfandbrief- und Kapitalmarkt in den vergangenen sechs Monaten und der Gegenwart messen, befinden sich allerdings wie auch in der letztmaligen Erhebung im Juni 2024 mit -14 Punkten leicht im negativen Bereich. Mit -18 für Pfandbriefe und -8 für unbesicherte Bankanleihen liegen die Scores für die verschiedenen Assetklassen stärker auseinander als noch in der letzten Erhebung. Die Bandbreite reicht hier von -100 bis +100 Punkte. Besonders in den vergangenen sechs Monaten (Score -43) konnte eine deutliche Stimmungsverschlechterung beim Pfandbriefabsatz verzeichnet werden, aktuell liegt diese mit einem Score von -35 Punkten nur geringfügig darüber. Bei den unbesicherten Bankanleihen ist eine gegenläufige Entwicklung zu beobachten, die Stimmung hat sich von +27 Punkten für die vergangenen sechs Monate auf jetzt +42 Punkte sogar noch verbessert. Laut der Umfrage liegt der Hauptfaktor für die negativen Ausblicke bei den Pfandbriefen aktuell bei dem für die Refinanzierung der Emittenten ungünstig liegenden Asset-Swap-Niveau. Auch für die nächsten sechs Monate wird hier nur eine leichte Verbesserung erwartet. Laut den Umfrageteilnehmern könnte sich zudem die Zinsentwicklung in den kommenden sechs Monaten negativ auf die Stimmung bei den Pfandbriefen und auch bei den unbesicherten Bankanleihen auswirken. Die Meinungen über die konkrete Höhe der Zinssenkungen gehen hierbei deutlich auseinander. Insgesamt planen die vdp-Mitgliedsinstitute für 2025 auf dem Pfandbriefmarkt mit EUR 49,9 Mrd. an Neuemissionen, bei Fälligkeiten in Höhe von EUR 45,8 Mrd. Dies spräche für einen wachsenden Pfandbriefumlauf im nun siebten Jahr in Folge. Sascha Kulig, Mitglied der vdp-Geschäftsleitung, rechnet trotz einiger Belastungsfaktoren mit einer soliden Pfandbriefnachfrage in den kommenden sechs Monaten.

## SSA/Public Issuers

### Marktüberblick

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

#### **Ausgewählte deutsche Fundingzahlen 2025**

Das Jahr ist noch sehr frisch, umso lohnender ist ein Blick auf die geplanten Fundingzahlen, die bis dato bereits von den Emittenten hierzulande veröffentlicht wurden. Nachdem die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW; Ticker: KFW) in das Jahr 2024 zunächst mit einem geplanten Refinanzierungsbedarf i.H.v. EUR 90-95 Mrd. startete, wurde dieser zur Jahreshälfte auf EUR 80 Mrd. revidiert. Für 2025 beabsichtigt das größte deutsche Förderinstitut, sich nunmehr frische Mittel i.H.v. EUR 65-70 Mrd. am Kapitalmarkt zu beschaffen. Rund EUR 10 Mrd. sollen dabei durch die Emission von [Green Bonds – Made by KfW](#) eingesammelt werden. Der Fokus solle darüber hinaus weiterhin auf Benchmarkemissionen in EUR und USD liegen, aber auch Taps bestehender EUR-Anleihen auf neuerdings bis zu EUR 8 Mrd. seien ab dem kommenden Jahr vorgesehen. Einen zusätzlichen Schwerpunkt läge die KfW auf die Förderung der Digitalisierung ihrer Kapitalmarktaktivitäten. So sollen ab 2025 neue EUR-Benchmarkanleihen standardmäßig als Zentralregisterwertpapiere emittiert werden. Die Fälligkeiten der KfW sehen wir bei rund EUR 75 Mrd., sodass unter dem Strich ein negativer Net Supply zu Buche stehen dürfte. Zudem erwartet die Landwirtschaftliche Rentenbank (Ticker: RENTEN) als zweite nationale Förderbank in Deutschland für 2025 ein Refinanzierungsvolumen von EUR 10 Mrd. mit Laufzeiten von mehr als zwei Jahren. Dieses Ziel beinhaltet auch einen EUR-denominierten [Green Bond](#). Demgegenüber stehen Fälligkeiten i.H.v. knapp EUR 11 Mrd. Im abgelaufenen Jahr sammelte die Rentenbank EUR 8,2 Mrd. ein. Die durchschnittliche Laufzeit der Emissionen sank auf 6,4 Jahre (2023: 8,4 Jahre). Bis zu 50% ihres mittel- und langfristigen Refinanzierungsvolumens will sie unverändert über Benchmarks in EUR bzw. USD aufnehmen. Hinsichtlich der regionalen Förderinstitute gehen wir für die NRW.BANK (Ticker: NRWBK) davon aus, dass frische Mittel i.H.v. EUR 11-13 Mrd. beschafft werden. Die Wirtschafts- und Infrastrukturbank Hessen (Ticker: WIBANK) kalkuliert indes mit einem mittel- und langfristigen Refinanzierungsbedarf i.H.v. EUR 1,5 Mrd. Demgegenüber hat die Investitionsbank Schleswig-Holstein (Ticker: IBBSH) ihr jährliches Fundingziel mit ca. EUR 1,6 Mrd. angegeben.

#### **Niedersachsen: Landtag beschließt Haushalt 2025**

Am 13. Dezember des vergangenen Jahres hat der Landtag unseres Trägerlandes Niedersachsen (Ticker: NIESA) den Haushalt für 2025 verabschiedet. Der Etat weist ein Gesamtvolumen i.H.v. EUR 44,4 Mrd. auf, was einer Steigerung gegenüber dem Haushaltsjahr 2024 von EUR +1,9 Mrd. gleichkommt. Hinsichtlich der Ausgaben sollen dem Bereich „Bildung, Wissenschaft, Forschung, Kultur“ die meisten Mittel i.H.v. EUR 11,4 Mrd. zur Verfügung gestellt werden, gefolgt von Sozialleistungen mit EUR 9,8 Mrd. Für den kommunalen Finanzausgleich sind EUR 5,6 Mrd. veranschlagt. Die formale Investitionsquote steigt im kommenden Jahr auf 7,1%, im Vergleich zu 5,9% im Haushaltsjahr 2024. Weitere Investitionen sollen über die hierfür eingerichteten Sondervermögen getätigt werden. Zum Ausgleich der geplanten Maßnahmen wolle die Landesregierung den gesamten Bestand der allgemeinen Rücklage von rund EUR 2,5 Mrd. bis Ende 2028 nutzen. Zudem würde sie den Verschuldungsspielraum vollständig ausschöpfen, den die Schuldenbremse im Rahmen der Konjunkturbereinigung bietet. Sowohl der Haushalt 2025 als auch die mittelfristige Finanzplanung befänden sich im Einklang mit den Regeln der Schuldenbremse.

**E-Supras weiten ihre Finanzierungsprogramme aus**

Schwenken wir nun den Blick auf die vier großen Luxemburger Institutionen EU und EIB sowie ESM und EFSF: Die jeweiligen Fundingziele für 2025 der beiden Letztgenannten – EUR 7 Mrd. (ESM) bzw. EUR 21,5 Mrd. (EFSF) – stehen bereits seit Längerem fest. Beide Emittenten geben mit EUR 7 Mrd. respektive EUR 18 Mrd. auch schon ihre Zahlen für 2026 an! Für den ESM erwarten wir aufgrund von EUR 12 Mrd. Fälligkeiten für das kommende Jahr einen negativen Net Supply von EUR 5 Mrd. Demgegenüber stehen bei der EFSF Fälligkeiten i.H.v. EUR 21,5 Mrd. Daraus ergibt sich folglich ein Net Supply von Null. Zudem rechnen wir damit, dass der ESM 2025 erneut mit einer USD-Anleihe an den Markt kommen wird. Schwenken wir zum Schwergewicht EU: Seit 2023 verfolgt diese bekanntlich ein neues Fundingkonzept: Anstelle des bisherigen Vorgehens – Anleihen den einzelnen unterschiedlichen Programmen zuzuordnen – werden diese als „EU-Bonds“ begeben. Lediglich [Green Bonds im Rahmen des NGEU-Programms](#) werden weiterhin als solche gekennzeichnet. In H1/2025 plant der „Megaemittent“ Mittel i.H.v. EUR 90 Mrd. aufzunehmen. Damit die Staatengemeinschaft ihr angekündigtes Ziel für 2025 von EUR 160 Mrd. zu erreichen vermag, rechnen wir für die zweite Jahreshälfte folglich mit weiteren EUR 70 Mrd. EU-Bills ergänzen diese Werte stets und sind daher nicht inkludiert. Zur Erinnerung: Bis 2020 hatte die EU im Rahmen ihrer eigentlichen Tätigkeit oft einen neutralen Net Supply. Unter den Fälligkeiten in 2025 i.H.v. EUR 28,6 Mrd. (Net Supply 2025: EUR 131,4 Mrd.) befinden sich auch erstmalig SURE und NGEU-Bonds. Wir gehen davon aus, dass zumindest letztere verlängert werden. Im Rahmen der bekannten Anleiheauktionen sollen ab Q2/2025 neuerdings auch drei verschiedene Bonds für Gebotsofferten zur Verfügung stehen. Kommen wir zur Europäischen Investitionsbank: In seiner Dezember-Sitzung genehmigte der Verwaltungsrat laut [Pressemitteilung](#) der EIB abermals die Beschaffung von bis zu EUR 60-65 Mrd., sodass der Bank ein gewisser Spielraum nach oben bleibt. Im Jahr 2025 wird die EIB voraussichtlich Fälligkeiten i.H.v. insgesamt rund EUR 62 Mrd. zurückzahlen, sodass unter dem Strich ein ausgeglichener bis leicht positiver Net Supply von bis zu knapp EUR 3 Mrd. zu Buche stehen würde. Im Jahr 2024 belief sich das Funding der weltweit größten multilateralen Entwicklungsbank final auf EUR 63,4 Mrd., wovon aggregiert EUR 18,3 Mrd. über die Emission von [Climate and Sustainability Awareness Bonds](#) eingesammelt wurden. Damit die Europäische Union als Staatengemeinschaft ihren Weg der grünen Transformation weiter bestreiten kann, bedarf es der Unterstützung der EIB. Insofern rechnen wir auch im kommenden Jahr mit einem weiterhin hohen Supply im ESG-Segment.

**Langfristige Fundingplanung einschließlich 2026 (EUR Mrd.)**

|      | 2024 | 2025 | 2026 | Σ    |
|------|------|------|------|------|
| EFSF | 20,0 | 21,5 | 18,0 | 59,5 |
| ESM  | 6,0  | 7,0  | 7,0  | 20,0 |
| Σ    | 26,0 | 28,5 | 25,0 | 79,5 |

**Zeitfenster für ...****... syndizierte EU-Anleiheemissionen**

|               |                     |
|---------------|---------------------|
| <b>03. KW</b> | 13. bis 17. Januar  |
| <b>07. KW</b> | 10. bis 14. Februar |
| <b>11. KW</b> | 10. bis 14. März    |

**... syndizierte EU-Anleiheemissionen**

|               |                   |
|---------------|-------------------|
| <b>15. KW</b> | 07. bis 11. April |
| <b>20. KW</b> | 12. bis 16. Mai   |
| <b>25. KW</b> | 16. bis 20. Juni  |

**... EU-Auktionen**

|            |             |          |           |
|------------|-------------|----------|-----------|
| 27. Januar | 24. Februar | 24. März | 28. April |
| 19. Mai    | 02. Juni    | 23. Juni |           |

Quelle: EU, ESM, EFSF, NORD/LB Floor Research

**Bund veröffentlichte [Planung](#) kurz nach unserer letzten Ausgabe**

Wenngleich wir den Bund als Emittenten hier im Floor Research aufgrund unserer maßgeschneiderten Coverage für Supranationals, Sub-Sovereigns und Agencies (also ohne Staaten) sowie Covered Bonds und Financials nicht detailliert betrachten, ist seine Kurve doch die Referenz für einen Großteil unserer institutionellen Kundschaft. Somit gehen wir auch in diesem Jahr in der angemessenen Darreichungsform auf das Angebot der deutschen Finanzagentur ein: Zur Finanzierung seiner Ausgaben plant der Bund im Jahr 2025 Wertpapiere i.H.v. rund EUR 380 Mrd. durch Auktionen zu emittieren, was einem Rückgang von knapp 14% entsprechen würde (2024: EUR 440 Mrd.). Davon sind EUR 240 Mrd. dem Kapitalmarkt zuzuordnen sowie EUR 126 Mrd. dem Geldmarkt. Hinzu kommen EUR 13-15 Mrd. [Grüne Bundeswertpapiere](#). Das Programm für inflationsindexierte Bundeswertpapiere am Primärmarkt wurde bekanntlich beendet. Neben den Auktionen beabsichtigt der Bund im Laufe des Jahres zwei Syndikate durchzuführen, darunter die Platzierung einer neuen konventionellen Bundesanleihe mit 30 Jahren Laufzeit. Im grünen Segment wird das Emissionsvolumen gegenüber dem letzten Jahr ebenfalls zurückgehen. Die Monate März, August, November und Dezember 2025 ausgenommen, sind monatliche Auktionstermine geplant. Im Rahmen dieser acht Termine sind Multi-ISIN-Auktionen möglich. Vorgesehen ist auch die Neuemission einer grünen Anleihe im zehnjährigen Laufzeitsegment. In den letzten beiden Jahren hatten wir auch bereits hierauf verwiesen, dass sich die Emissionsbedingungen für Bundeswertpapiere im Zuge der geplanten Einführung von einstufigen Umschuldungsklauseln ändern (vgl. [Wochenpublikation vom 20. März](#)). Die neuen Bedingungen werden für Neuemissionen ab dem ersten Tag des übernächsten Monats nach Inkrafttreten des ESM-Änderungsvertrages genutzt und führen dazu, dass die Standard-Fälligkeitstermine bei Bundesanleihen vom 15. auf den 16. der Monate Februar, Mai, August und November angepasst werden. Die taggenauen Fälligkeitstermine von neuen Bundesanleihen werden – wie gehabt – mit den entsprechenden Quartalsmeldungen zum Emissionskalender bekanntgegeben. Die Emissionsplanung des Bundes ist auf Basis des nach wie vor nicht vorhandenen ordentlichen Haushalts für 2025 noch mehr als in der Vergangenheit als „vorläufig“ zu charakterisieren. Aus den (fiskal-)politischen Vorstellungen der zukünftigen Bundesregierung dürfte sich auch ergeben, inwieweit die geplante Emissionstätigkeit letztlich auch konkret umgesetzt wird.

**Moody's stuft 47 staatsnahe Emittenten aus Frankreich herab**

Bereits in unserer letzten Ausgabe hatten wir auf ein erfolgtes Downgrade Frankreichs durch die Ratingagentur Moody's hingewiesen und ebenfalls auf mögliche Anpassungen der Bonitätsstufen von Emittenten aus dem SSA-Segment aufmerksam gemacht. Im alten Jahr folgte sodann das Absehbare: Insgesamt 47 Emittenten aus dem französischen staatsnahen Sektor wurden von Moody's in ihrem Rating von Aa2 auf nunmehr Aa3 bei stabilem Ausblick herabgestuft. Aus unserer Sub-Sovereign-Coverage betrifft dies konkret die Region Île-de-France (IDF) sowie die Gebietskörperschaft Ville de Paris (VDP), welche wir im Rahmen unseres [NORD/LB Public Issuers Special – Beyond Bundesländer: Großraum Paris \(IDF/VDP\)](#) näher beleuchten. Von den Emittenten aus dem Agency-Segment wurden die Ratings der Caisse d'Amortisation de la Dette Sociale (CADES), Unédic, Caisse des Dépôts et Consignations (CDC), Bpifrance, Société de Financement Local (SFIL), Société des Grands Projets (SGP), Caisse Centrale du Crédit Immobilier de France (3CIF) sowie Action Logement Services (ALS) dem des französischen Staates entsprechend angeglichen. Aufgrund des Redaktionsschlusses konnten diese Änderungen in unserem [NORD/LB Issuer Guide – Französische Agencies 2024](#) nicht mehr mitberücksichtigt werden.

### „Beyond Bundesländer: Belgien 2024“ veröffentlicht

Zum Jahreswechsel haben wir im Rahmen unserer etablierten Produktreihe „Beyond Bundesländer“ ein Update zum belgischen Sub-Sovereign-Segment veröffentlicht. Der regionale Gesamtmarkt umfasste zum damaligen Redaktionsschluss EUR 71,5 Mrd. Flandern (Ticker: FLEMSH) mit EUR 28,1 Mrd. und Wallonien (Ticker: WALLOO) mit EUR 21,1 Mrd. liegen hier weit vor den anderen Emittenten. Es folgen die Region Brüssel-Hauptstadt (Ticker: BRUCAP) mit EUR 11,4 Mrd. sowie die Französische Gemeinschaft (Ticker: LCFB) mit EUR 9,2 Mrd. Der Restbetrag entfällt auf die Ticker DGBE und FRBRTC mit EUR 1,1 Mrd. bzw. EUR 0,3 Mrd. Insbesondere für Investoren mit einem Fokus auf das ESG-Segment hat sich der Markt zu einer nach unserem Dafürhalten attraktiven Alternative zu bspw. deutschen Ländern entwickelt. Alle Details zur belgischen Volkswirtschaft, dem Markt für Regionalanleihen sowie sämtlichen Emittenten entnehmen Sie bitte unserem [NORD/LB Public Issuers Special – Beyond Bundesländer: Belgien](#).

### Primärmarkt

Same procedure as every year – dieses Mal allerdings zweifach: Am 17. Dezember des letzten Jahres hat das Land Niedersachsen (Ticker: NIESA) für eine Dual Tranche bestehend aus einem fünfjährigen und einem zehnjährigen Bond mandatiert, um den Primärmarkt im Jahr 2025 am ersten Handelstag in Europa zu eröffnen. Auch zu unserer positiven Überraschung hatten die beiden emittierten Anleihen jeweils ein Volumen in Höhe von EUR 1,5 Mrd. Beide Anleihen konnten direkt am 02. Januar gepreist werden. Während die fünfjährige Anleihe bei einem Orderbuch i.H.v. rund EUR 4,2 Mrd. schließlich zu ms +30bp und damit einen Basispunkt enger gegenüber der Guidance emittiert wurde, kam der zehnjährige Bond guidancegemäß zu ms +43bp an den Markt. Einen Tag später folgte die französische Förderbank Bpifrance (Ticker: BPIFRA), die [soziale](#) EUR 1,5 Mrd. bei einer Laufzeit von vier Jahren final zu OAT +19bp (entspricht etwa ms +44bp) platzierte (Guidance: OAT +22bp area, Bid-to-cover-Ratio: 2,1x). Aus Deutschland meldete sich zudem die Kreditanstalt für Wiederaufbau (Ticker: KFW) mit einer Dual Tranche: Der kürzer laufende EUR 6 Mrd. schwere Bond mit dreijähriger Laufzeit startete mit einer Guidance von ms +14 area in die Vermarktungsphase und konnte final zu ms +12bp emittiert werden (Orderbuch: EUR 39,5 Mrd., Bid-to-cover-Ratio: 6,6x). Die zehnjährige Anleihe im Umfang von EUR 3 Mrd. konnte dank des ebenfalls gut gefüllten Orderbuchs i.H.v. 45,5 Mrd. schließlich zwei Basispunkte enger zu ms +37bp platziert werden. Der Deal war damit mehr als 15-fach überzeichnet. Für die kommende Woche verschickte die EU indes einen RfP für die erste syndizierte Transaktion in H1/2025 (vgl. [Fundingplan](#)) an ausgewählte Banken. Aus dem Land der aufgehenden Sonne hat darüber hinaus der Kommunalfinanzierer Japan Finance Organization for Municipalities (Ticker: JFM) angekündigt, in naher Zukunft [grüne](#) EUR 500 Mio. bei fünf Jahren Laufzeit zu emittieren. Die Preisvorstellung des Emittenten liegt bei ms +49bp area. Aufgrund der erfolgten Neumandatierungen erwarten wir in Kürze folgende Transaktionen auf den Bildschirmen: EIB (BMK, 10y, [Climate Awareness Bond](#), EARN), NRW (BMK, 5y; Tap, EUR 1 Mrd., WNG, 3% 03/2054) sowie ASIA (BMK, 7y).

| Issuer | Country | Timing | ISIN         | Maturity | Size   | Spread   | Rating           | ESG |
|--------|---------|--------|--------------|----------|--------|----------|------------------|-----|
| KFW    | DE      | 07.01. | DE000A383TE2 | 10.0y    | 3.00bn | ms +37bp | AAAu / Aaa / AAA | -   |
| KFW    | DE      | 07.01. | DE000A383TD4 | 3.3y     | 6.00bn | ms +12bp | AAAu / Aaa / AAA | -   |
| BPIFRA | FR      | 03.01. | FR001400WJ56 | 4.1y     | 1.50bn | ms +44bp | AA- / Aa3 / -    | X   |
| NIESA  | DE      | 02.01. | DE000A383XV8 | 10.0y    | 1.50bn | ms +43bp | AAA / - / -      | -   |
| NIESA  | DE      | 02.01. | DE000A383XT2 | 5.0y     | 1.50bn | ms +30bp | AAA / - / -      | -   |

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

# Covered Bonds

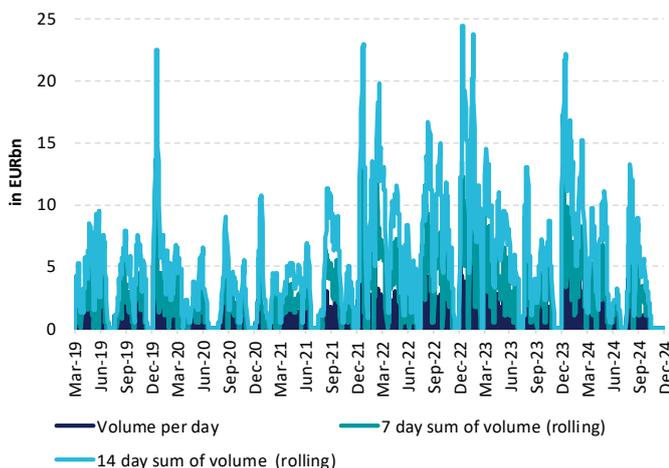
## Jahresrückblick 2024 – Covered Bonds

Autoren: Alexander Grenner // Lukas Kühne

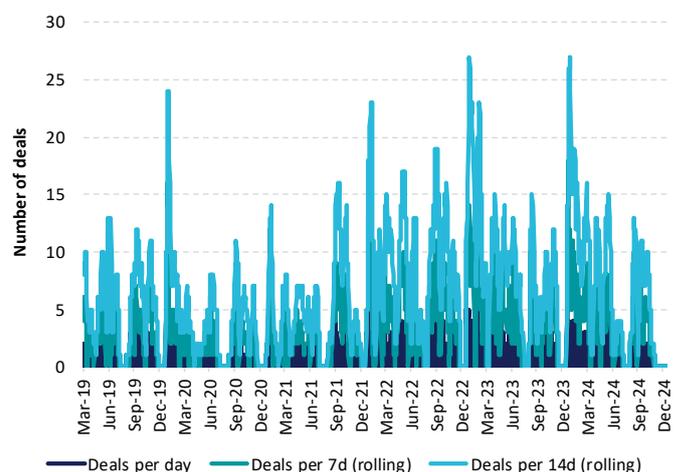
### Das Covered Bond-Jahr 2024 in der Rückschau

Der Start in das Jahr 2024 war durchaus fulminant, insbesondere im Hinblick auf das Neuemissionsvolumen am Primärmarkt für Covered Bonds. Allein im Januar wurde ein Volumen in Höhe von EUR 40,6 Mrd. (49 Deals) im EUR-Benchmarksegment platziert. Das war – gemessen am Neuemissionsaufkommen – der stärkste Jahresstart seit Beginn unserer Aufzeichnungen im Jahr 2011. Dieses dynamische Umfeld hielt in abgeschwächter Form auch in den folgenden Monaten weiter an. Auf der Investoreseite sorgte das durchaus als attraktiv zu bezeichnende Spreadniveau, insbesondere unter Relative Value-Gesichtspunkten, für eine hohe Nachfrage. Neben den „klassischen“ Covered Bond-Investoren wie Bank Treasuries und Versicherungen zeigten auch vermehrt „Credit“-Investoren Interesse an den Neuemissionen am Primärmarkt, sodass die ausbleibende Nachfrage seitens der EZB, nach Beendigung der Ankaufprogramme, gut kompensiert werden konnte. Darüber hinaus sorgte zum Jahresstart eine intensiv geführte Debatte über das CRE-Exposure von einigen Pfandbriefemittenten zu einem kurzfristigen Spreadanstieg für die gedeckte Ware dieser Institute. Zur Jahresmitte kehrte, dem saisonalen Muster am Covered Bond-Markt entsprechend, zunehmend Ruhe am Primärmarkt ein. Trotz eines aktiven Neustarts nach der Sommerpause kam der Primärmarkt in der zweiten Jahreshälfte nicht mehr wirklich ins Rollen. Dies mag in Teilen auf Unsicherheitsfaktoren wie die Präsidentschaftswahlen in den USA zurückzuführen sein. Wesentlich stärkeren Einfluss übte allerdings ein sich über ein sehr breites Spektrum an Assetklassen vollziehender Repricingprozess aus. Dass im November 2024 lediglich zwei Deals im Volumen von insgesamt EUR 2,0 Mrd. am Markt platziert wurden, bringen wir damit klar in Verbindung. Der Primärmarkt wurde durch einen sich drastisch einengenden Bund-Swap-Spread und die damit einhergehenden Unsicherheiten mit Blick auf Pricing- und Exekutionsrisiken regelrecht zum Erliegen gebracht. Unter Relative Value-Gesichtspunkten wirkten Covered Bonds schließlich zunehmend unattraktiv.

EUR BMK: Tägliches Emissionsvolumen (EUR Mrd.)



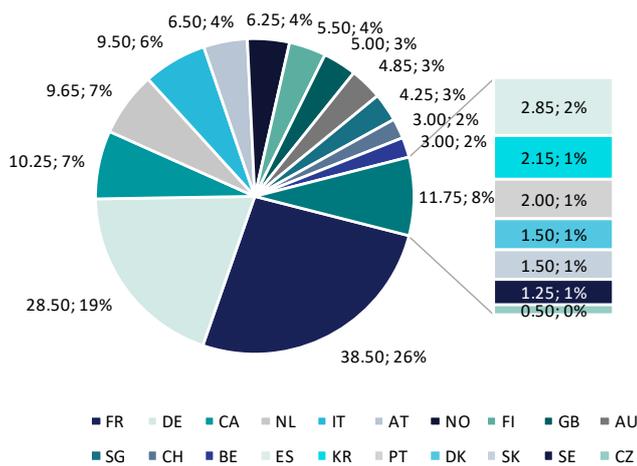
EUR BMK: Tägliche Anzahl an Emissionen



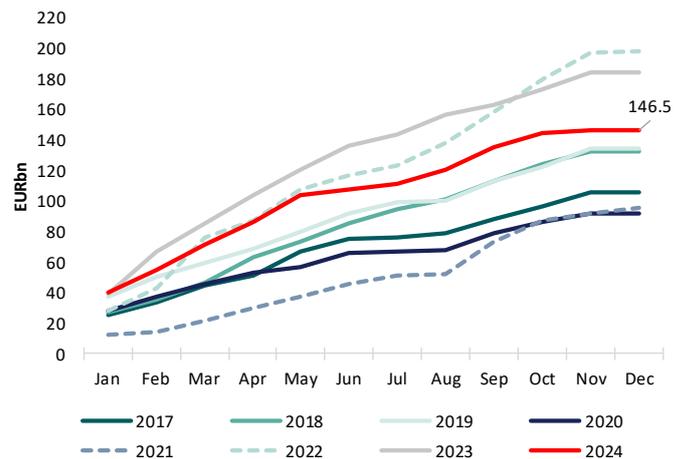
**Neuemissionsvolumen: Ein schwaches Jahr?**

Nachdem der Primärmarkt im Januar zunächst eindrucksvoll vorgelegt hatte, setzte sich das rege Treiben auch in den Folgemonaten weiter fort. Neben den im Ausgang des Jahres 2024 dominanten Laufzeitbändern der drei- bis fünfjährigen Covered Bonds, konnte schon am zweiten Handelstag des neuen Jahres die Credit Agricole Home Loan eine gedeckte Anleihe mit einer Laufzeit von zehn Jahren am Markt platzieren. Insgesamt verfügten rund 30% aller in 2024 platzierten Covered Bonds über eine Laufzeit von sieben oder mehr Jahren, während in 2023 lediglich 16% aller Emissionen auf diese Laufzeitsegmente entfielen. Eine Rückkehr der Dominanz von Covered Bonds mit einer längeren Laufzeit ist am aktuellen Rand aber nicht zu beobachten. Insbesondere im I. Quartal 2024 gingen Emittenten mit länger laufenden Covered Bonds auf die Investoren zu, während „Langläufer“ im weiteren Verlauf des Jahres zunehmend zur Mangelware wurden. Bis zur Mitte des Jahres präsentierte sich der Primärmarkt durchaus aktiv. So summierte sich das Neuemissionsvolumen per 30. Juni 2024 auf EUR 107,5 Mrd. Nach der Sommerpause kam nur noch in den Monaten September und Oktober etwas Dynamik am Primärmarkt auf, sodass in den letzten zwei Monaten des Jahres nur zwei Emissionen zu verzeichnen waren. Insgesamt blieb das Emissionsvolumen in Höhe von EUR 146,5 Mrd. zum Jahresende aber dann deutlich hinter unseren zur Jahresmitte prognostizierten EUR 171,5 Mrd. zurück. Die Erklärungsansätze dafür finden sich sowohl auf der Nachfrage- als auch auf der Angebotsseite. Während sich die geringere Attraktivität von Covered Bonds unter Relative Value-Gesichtspunkten eher negativ auf die Nachfrageseite ausgewirkt haben dürfte, verschoben einige Emittenten einen möglichen Primärmarktauftritt, vor dem Hintergrund anhaltender Unsicherheiten in Bezug auf das tatsächlich vorherrschende Spreadniveau.

**Emissionsvolumen EUR BMK 2024 (EUR 146,5 Mrd.)**



**EUR BMK: Emissionsverlauf im Jahresvergleich**

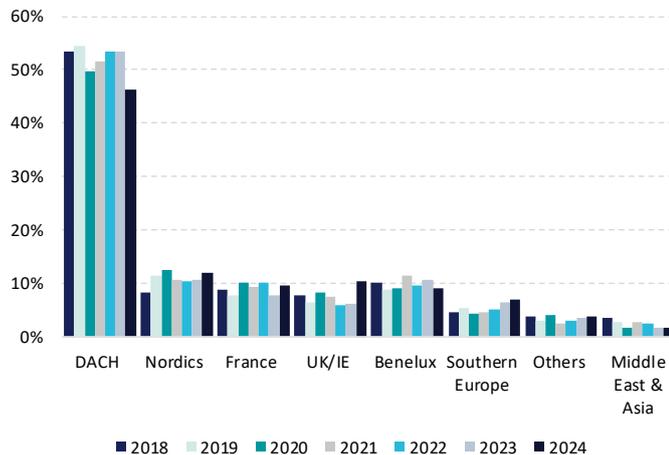


Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

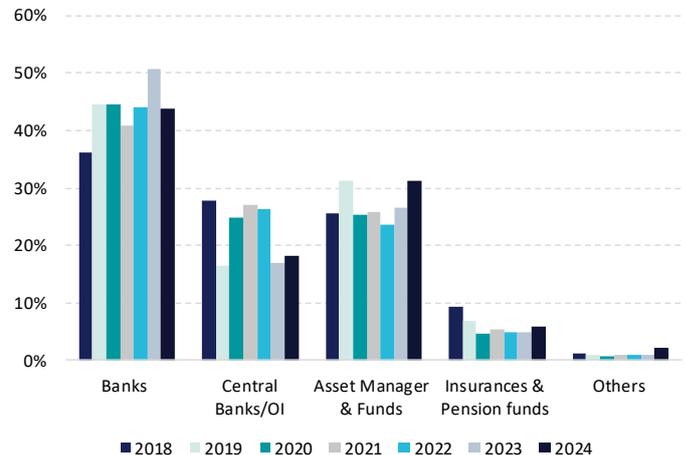
**Positive Net Supply 2024 summiert sich auf EUR 40,8 Mrd.**

Mit Blick auf die Net Supply-Betrachtung waren es die „üblichen Verdächtigen“ Frankreich (Net Supply: EUR 15 Mrd.), Deutschland (EUR 11 Mrd.) sowie Österreich und die Niederlande (jeweils EUR 5 Mrd.), die das Marktwachstum geprägt haben. Die Emittenten aus Kanada steuerten hier zwar ein negatives Volumen (EUR -1 Mrd.) bei, rangierten aber trotzdem, gemessen am Bruttoemissionsvolumen, erneut auf dem dritten Rang (EUR 10 Mrd.). Nur Frankreich (EUR 38 Mrd.) und Deutschland (EUR 29 Mrd.) wiesen ein höheres Bruttoemissionsvolumen auf.

### Primärmarktdistribution nach Region des Investors



### Primärmarktdistribution nach Investor

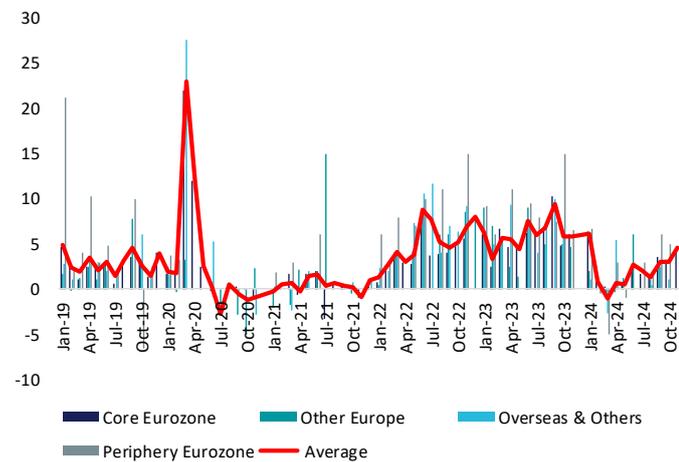


Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

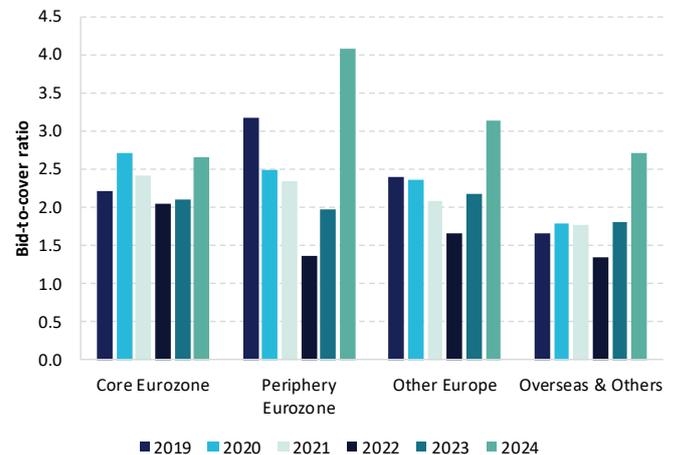
### Spreadniveau nach dem Jahresstart zieht neue Investorenkreise an

Ohne die Nachfrage der EZB stellte sich für den Jahresstart am Primärmarkt zunächst die Frage, welche Investorengruppe das hohe Angebot aufnehmen würde und ob es zu gewissen Spreadzugeständnissen seitens der Emittenten kommen müsste. Neben den klassischen Covered Bond-Investoren wie Real Money-Investoren zeigten auch „Credit“-Investoren teilweise starkes Interesse an den Neuemissionen. Nicht zuletzt ist das erwachte Interesse dieser Investoren auf das attraktive Spreadniveau, das in Folge des hohen Neuangebots zum Jahresstart deutlich angestiegen war, auf dem Covered Bond-Markt zurückzuführen. Aufgrund der geringen Allokation der „Credit“-Investoren ist eine deutliche Veränderung in der Verteilung des allokierten Volumens nicht zu beobachten. Deutlicher zum Ausdruck kam die starke Nachfrage von dieser Investorenklasse in den hohen Bid-to-cover-Ratios und den teilweise negativen Neuemissionsprämien. Während diese zum Jahresstart auch im hohen einstelligen oder sogar zweistelligen Bereich lagen, gingen sie im Verlauf des I. Quartals deutlich zurück. Lag die durchschnittliche NIP für den Monat Januar noch bei +6,1bp, drehte sie im März ins Negative und notierte bei -1,0bp. Die hohe Nachfrage führte zu gut gefüllten Orderbüchern, welche auch bei einer deutlichen Reduktion der Spreads in der Vermarktungsphase zu keinen rapiden Rückgängen in den Orderbüchern führte. Dass negative NIPs eher die Ausnahme als die Regel am Primärmarkt darstellen sollten, bewahrheitete sich im Verlauf des weiteren Jahres. Das Zusammenspiel von Fair Value und Reoffer-Spread, auch im Vergleich zu anderen Assetklassen, hat nach unserem Dafürhalten im weiteren Jahresverlauf zu einer geringeren Attraktivität von Covered Bonds geführt. Einher ging diese Entwicklung mit weniger stark gefüllten Orderbüchern und positiven NIPs. Mit Blick auf die Investorenverteilung kann konstatiert werden, dass insbesondere Banken bzw. Treasuries weiterhin das Gros der Investoren am Primärmarkt stellen, auch wenn deren Anteil im Vergleich zum Vorjahr etwas zurückgegangen ist. Der größte Anstieg entfällt hingegen auf die Investorenklasse der „Asset Manager & Funds“, die mehr als 30% des allokierten Volumens auf sich vereinen. Relevant für das Pfandbriefsegment ist insbesondere die regionale Verteilung des allokierten Primärmarktvolumens. Hier dominieren weiterhin Accounts aus der DACH-Region, woraus sich unserer Ansicht nach weiterhin ein gewisser „Home Bias“ der Investoren für deutsche Pfandbriefe ableitet.

### Nettoneuemissionsprämien (in bp)



### Bid-to-cover-Ratios

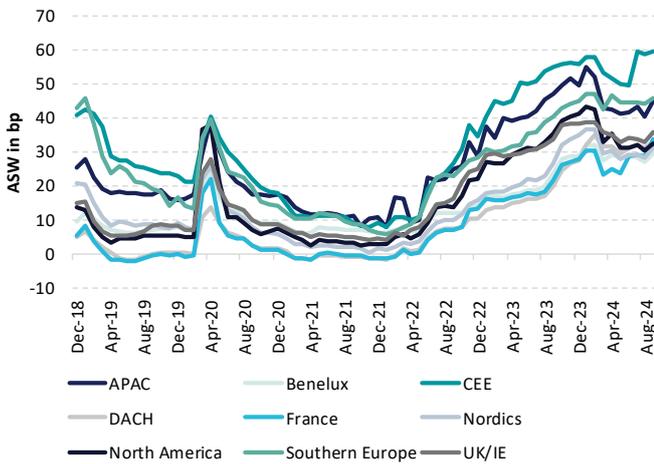


Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

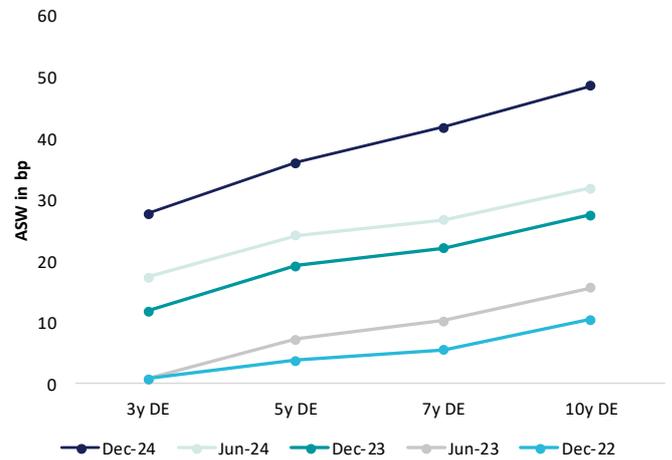
### Spreadentwicklungen am Sekundärmarkt: Relative Value-Aspekte im Fokus

Die Spreadentwicklung im Jahr 2024 wurde neben den „klassischen“ Covered Bond-spezifischen Angebots- und Nachfragefaktoren signifikant von Relative Value-Aspekten getrieben. Schematisch lässt sich die Spreadentwicklung im vergangenen Jahr grob in drei Phasen unterteilen. In der ersten Phase weiteten die Spreads aufgrund des üblichen hohen Angebots zu Beginn eines neuen Jahres weiter aus. Insbesondere Pfandbriefe wiesen einen nicht unerheblichen „Nachholbedarf“ beim Repricing auf, was sich zum Jahresstart spürbar materialisierte (Stichwort: Relative Value Pfandbriefe). Darüber hinaus rückte (nahezu simultan) die Debatte über das CRE-Exposure im Pfandbriefsegment in den Fokus und führte hier zu zusätzlichen Spreadaufschlägen. Nachdem die erste Emissionswelle verdaut war, ging der Markt in eine Phase der Spreadeinengung über, die uns bis in den Sommer hinein begleitete. Das zuvor deutlich angestiegene Spreadniveau ließ Covered Bonds als relativ attraktiv gegenüber anderen Assetklassen erscheinen, was in einem nicht unerheblichen Nachfrageüberhang resultierte. Das hohe Investoreninteresse in Kombination mit einem geringeren Neuangebot ermöglichte es den Emittenten zunehmend enger zu preisen. Zu den Treibern der hohen Nachfrage gehörten neben Real Money-Investoren auch „Credit“-Investoren. Mit dem Ausgang des Sommers zeichnete sich zunehmend eine Gegenbewegung hin zu einem höheren Spreadniveau ab. In Frankreich begann das Repricing, vor dem Hintergrund der vorgezogenen Parlamentswahlen sowie der anhaltenden Haushaltsdebatte, sogar noch etwas früher. Die herausgelaufenen Spreads der französischen Staatsanleihen (OATs) übten Druck auf die staatsnahen Emittenten aus, was aus Relative Value-Gesichtspunkten auch Spreadausweitungen bei den französischen Covered Bonds nach sich zog. Das dominierende Thema zum Jahresende zeigte sich in der Entwicklung des Bund-Swap-Spreads, der wir uns im folgenden Abschnitt ausführlicher widmen wollen. Unter Relative Value-Gesichtspunkten erschienen Covered Bonds zunehmend weniger attraktiv, insbesondere gegenüber Emissionen aus den Bereichen Public Issuers/SSA, wo das Repricing schon vorher eingesetzt hatte. An dieser Stelle ist es unserer Ansicht nach aber wichtig darauf hinzuweisen, dass es sich bei den beschriebenen Spreadausweitungen zum Jahresende um die Entwicklung der Sekundärmarktpreise handelt. Aufgrund der schwachen Emissionstätigkeit sowie geringen Handelsumsätzen müssen diese mit gewisser Vorsicht interpretiert werden.

**Entwicklung ASW-Spread nach Regionen (5Y)**



**Covered Bonds DE: Spreadkurven**



Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

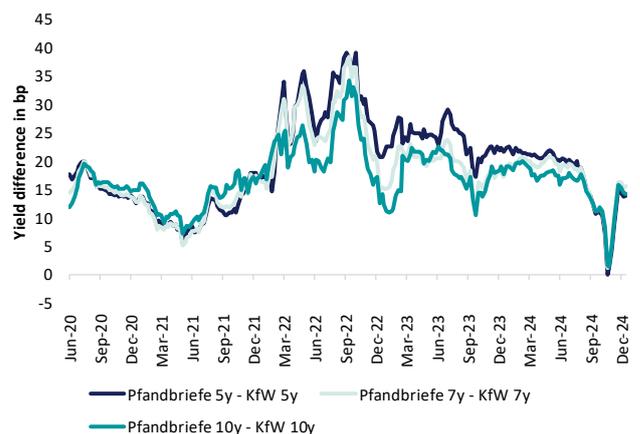
**Relative Value: Bund-Swap-Spread als Impulsgeber**

Der dynamische Spreadanstieg im Covered Bond-Markt zum Ende des Jahres ist unserer Ansicht nach im Wesentlichen auf die Entwicklung des Bund-Swap-Spreads zurückzuführen. Nach einem längeren Abwärtstrend fiel der Bund-Swap-Spread im Oktober 2024 zum ersten Mal unter die Marke von Null Basispunkten. Diese Bewegung verstärkte einen schon zuvor eingesetzten Repricingprozess am SSA-Markt, der am Anfang aber noch nicht auf die Covered Bond-Spreads durchschlug. Die generische Renditedifferenz zwischen Pfandbriefen und vergleichbaren KfW-Anleihen lässt sich beispielhaft an dem durch SSAs ausgeübten Druck auf die Covered Bond-Spreads ablesen. So „verschwand“ die Renditedifferenz zwischen den beiden Teilmärkten teilweise fast vollständig, bevor es auch zu spürbaren Ausweitungen bei Pfandbriefen kam und die Sekundärmarktpreise zum Ende des Jahres wieder deutlich über denen der KfW notierten. Getrieben war der Anstieg der Spreads am Covered Bond-Markt von den Rendite- bzw. Spreaderwartungen der Investoren, die bei gedeckten Anleihen einen nennenswerten Pick-up sehen wollen gegenüber Emissionen von staatsnahen Emittenten. Die Stabilisierung des Bund-Swap-Spreads sollte u.E. in 2025 für sich betrachtet keine weiteren Spreadausweitungen auslösen.

**Bund-Swap-Spreads**



**Renditedifferenz: Pfandbriefe vs. KfW**

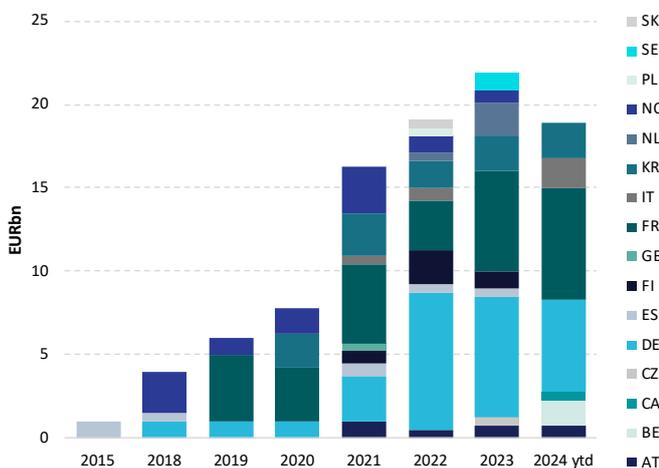


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

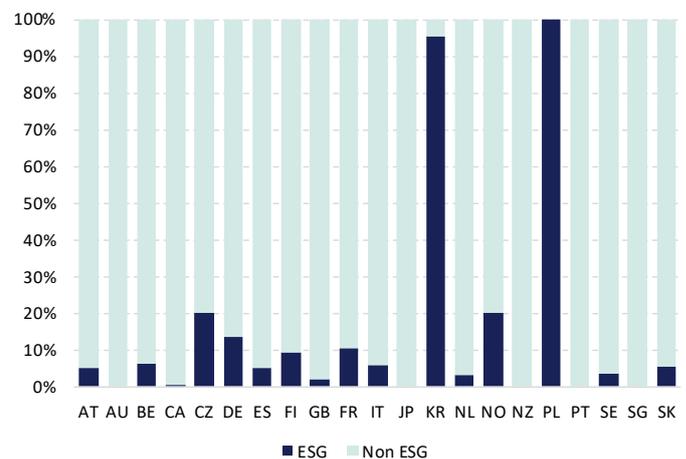
### ESG-Segment bleibt bei Emissionen von EUR 18,9 Mrd. auch 2024 auf Wachstumskurs

In absoluten Zahlen markierte das Jahr 2024 für den ESG-Teilmarkt im EUR-Benchmarksegment zum ersten Mal seit 2015 kein neues Rekordjahr. So wurden in den vergangenen zwölf Monaten Covered Bonds in den nachhaltigen Formaten („Green“, „Social“ und „Sustainability“) im Volumen von EUR 18,9 Mrd. (verteilt auf 29 Emissionen) am Markt platziert. Dieser Wert lag EUR 3 Mrd. unter dem Vorjahresniveau (EUR 21,9 Mrd.) und war einmal mehr von Emissionen im grünen Format dominiert. So entfielen EUR 10,8 Mrd. auf das Segment „Green“ (Vorjahr: EUR 14,8 Mrd.), während EUR 7,7 Mrd. der Kategorie „Social“ (Vorjahr: EUR 7,1 Mrd.) und EUR 0,5 Mrd. der Kategorie „Sustainability“ (Vorjahr: EUR 0,0 Mrd.) zuzurechnen waren. Dass sich das generische Wachstum des ESG-Segments bei den EUR-Benchmarks weiter fortsetzt, wird auch durch die Debütanten im Jahr 2024 angezeigt. So präsentierten sich insgesamt sechs Emittenten aus fünf Jurisdiktionen zum ersten Mal mit EUR-Benchmarkdeals in den Formaten „Green“ bzw. „Social“ am Markt. Hervorzuheben an dieser Stelle ist insbesondere das Benchmarkdebüt der kanadischen Equitable Bank, welche nicht nur ihren ersten EUR-Benchmarkdeal emittierte, sondern mit ihrem Social Covered Bond auch gleichzeitig die erste kanadische EUR-Benchmark in einem nachhaltigen Format emittierte. Der Anteil der ESG-Deals am gesamten EUR-Benchmarksegment lag Ende 2024 bei rund 9%, wobei die Verteilung auf Jurisdiktionsebene sehr heterogen ist. Bezogen auf das Emissionsvolumen stand in 2024 ein Anteil von rund 13% zu Buche (Vorjahr: 14%).

EUR-Benchmarks (ESG): Emissionsvolumen



EUR-Benchmarks (ESG): Anteile am Gesamtmarkt

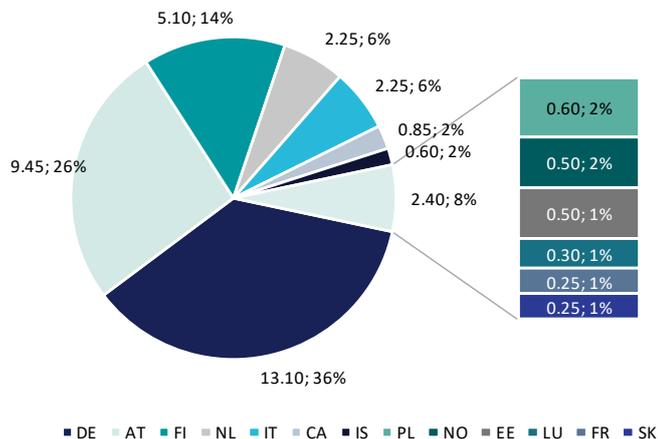


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

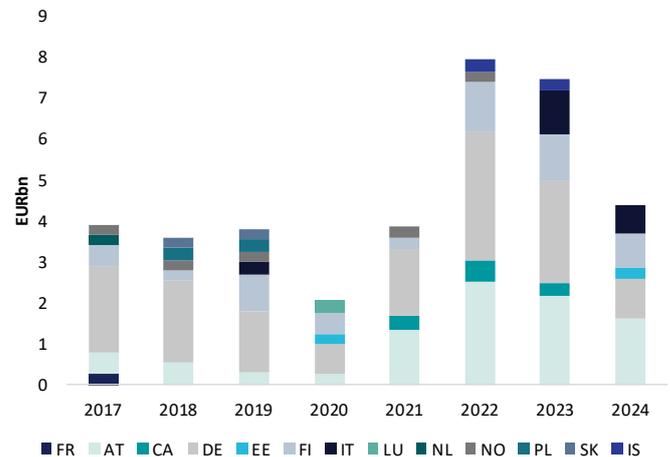
### EUR-Subbenchmarksegment 2024 auch durch Sparkassenpfandbriefe bereichert

Deutlich zurückhaltender als in 2023 präsentierte sich das Segment der EUR-Subbenchmarks in den vergangenen zwölf Monaten. Während hier 2023 frische Ware im Volumen von EUR 7,5 Mrd. am Markt platziert wurde, belief sich das Emissionsvolumen am Ende des Jahres 2024 auf lediglich EUR 4,4 Mrd. Nichtsdestoweniger sehen wir das EUR-Subbenchmarksegment weiterhin auf einem organischen Wachstumskurs und führen diese Einschätzung nicht zuletzt auf die Debüts in diesem Teilsegment zurück. Neben der Banca Sella (IT) und der Raiffeisen Bausparkasse Gesellschaft mbH (AT) gingen auch drei deutsche Sparkassen mit einem Debüt im EUR-Subbenchmarksegment auf die Investoren zu. Neben der Sparkasse Dortmund und der Sparkasse Bremen konnte auch die Kreissparkasse Ludwigsburg erstmals eine EUR-Subbenchmark am Markt platzieren.

EUR-Subbenchmarkvolumen nach Land (in EUR Mrd.)



EUR-Subbenchmarks: Emissionsvolumen



Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

### NORD/LB Issuer Guide 2024 als Nachschlagewerk für den Covered Bond-Markt

Im September 2024 haben wir die zwölfte Ausgabe unseres [NORD/LB Issuer Guide Covered Bonds](#) veröffentlicht. Die Publikation liefert wie gewohnt einen umfangreichen Überblick über den Covered Bond-Markt. Der Fokus des Issuer Guides liegt dabei auf den Emittenten von Covered Bonds sowie den entsprechenden Deckungsstöcken. Die Studie umfasst Informationen von 189 Instituten, die jeweils über ausstehende EUR-Benchmark- und/oder Subbenchmarkemissionen verfügen. Es wurden die Daten von mehr als 220 Cover Pools aus 27 Jurisdiktionen zusammengetragen. Darüber hinaus haben wir uns im Rahmen der Regelpublikationen „Transparenzvorschrift §28 PfandBG“ ([Ausgabe Q3/2024](#)), „Transparenzvorschrift §28 PfandBG Sparkassen“ ([Ausgabe Q3/2024](#)) sowie „Risikogewichte und LCR-Level von Covered Bonds“ ([Ausgabe 02/2024](#)) auch in den vergangenen zwölf Monaten regelmäßig spezifischen Datenveröffentlichungen sowie regulatorischen Aspekten gewidmet. Diese und weitere Publikationen finden sich hier: [NORD/LB Floor Research](#). Wenn Sie keine aktuellen Informationen verpassen möchten, nehmen wir Sie gerne auf unseren [Floor Research Newsletter-Verteiler](#). Mit den aktuellen Entwicklungen im ESG-Segment haben wir uns im Rahmen unseres [ESG-Update 2024](#) auseinandergesetzt und die Chancen und Herausforderungen in diesem Marktsegment herausgearbeitet.

### Fazit

Auch die vergangenen zwölf Monate markierten ein besonderes Covered Bond-Jahr. Volatile Spreadentwicklungen gehörten 2024 ebenso zur Gemengelage wie ein hohes Emissionsaufkommen zum Anfang des Jahres. Während Covered Bonds mit längeren Laufzeiten vermehrt im ersten Halbjahr emittiert wurden, waren „Längerläufer“ gegen Ende des Jahres eher Mangelware. Neben „klassischen“ Covered Bond-Investoren sorgten insbesondere „Credit“-Investoren nach dem Jahresstart zunächst für einen deutlichen Nachfrageüberhang, der sich mit der rückläufigen Spreadentwicklung gegen Mitte des Jahres aber wieder normalisierte. Am Jahresende ging dem Primärmarkt, vor dem Hintergrund eines deutlichen Spreadanstiegs, ausgelöst durch die Bewegung in den Bund-Swap-Spreads und vermehrter Unsicherheitsfaktoren die Luft aus, sodass final ein Neuemissionsvolumen von EUR 146,5 Mrd. zu Buche stand.

## SSA/Public Issuers

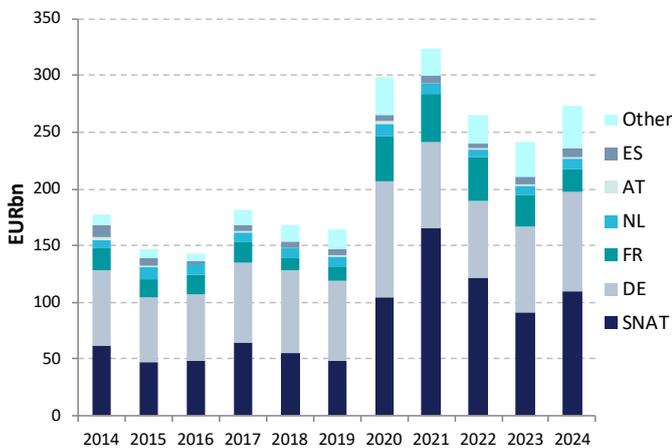
# SSA-Jahresrückblick 2024

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

### Einleitung

Unsere erste Ausgabe des neuen Jahres wollen wir in gewohnter Weise für einen Blick in den Rückspiegel nutzen und die Entwicklungen am SSA-Markt 2024 rekapitulieren. Insgesamt war das abgelaufene Jahr für die Emittenten in unserer Coverage – insbesondere in der zweiten Jahreshälfte – von einem Anstieg der Spreads und damit auch der Refinanzierungskosten geprägt. Politische Unsicherheiten, die konjunkturelle Schwäche einzelner europäischer Staaten und Sorgen um deren haushaltspolitische Lage haben im SSA-Segment zu einem Repricing geführt, welches zeitweise sogar gewohnte Muster und etablierte Gesetzmäßigkeiten verschwinden ließ. Derweil hat die EZB im vergangenen Jahr die Zinswende eingeleitet und im Juni die erste Zinssenkung seit 2019 vollzogen, während gleichzeitig die Reduzierung der EZB-Bilanz langsam voranschreitet. Auf den Folgeseiten ordnen wir diese Effekte sowie das weiterhin große Neuangebot an Anleihen für Sie ein.

### EUR-Benchmark-Emissionsvolumina



### EUR-Benchmark-Emissionsvolumina 2024



Anm.: Benchmarks werden als Anleihen mit einem Emissionsvolumen von mind. EUR 0,5 Mrd. definiert.

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

### Emissionsvolumen im Vergleich zum Vorjahr deutlich gestiegen

Nachdem sich das Emissionsvolumen in den Jahren 2022 und 2023 zwar nach wie vor auf hohem Niveau, aber dennoch nach 2021 rückläufig zeigte, ist es im vergangenen Jahr um +14,0% auf EUR 282,9 Mrd. gestiegen. Damit belegte das Jahr 2024 mit Blick auf das Emissionsvolumen Rang drei im Langfristvergleich – lediglich in den Jahren 2020 und 2021 lag es mit EUR 303,8 Mrd. bzw. EUR 326,3 Mrd. höher. Bei der Anzahl der EUR-Benchmarkemissionen lag das Jahr ebenfalls weit vorne und belegt mit insgesamt 200 Emissionen Platz zwei im historischen Vergleich. Die Zunahme der Refinanzierungsmaßnahmen geht dabei insbesondere auf zwei Jurisdiktionen zurück: Suprationals – hier v.a. die EU und EIB – haben mit insgesamt EUR 110,8 Mrd. (2023: EUR 92,7 Mrd.) ebenso wie deutsche Länder und Agencies mit EUR 88,2 Mrd. (2023: EUR 76,7 Mrd.) deutlich mehr emittiert als noch 2023. Die französischen Agencies haben hingegen – wenn auch auf niedrigerem absoluten Niveau – eine Reduktion ihres EUR-Fundings vorgenommen.

### Januar 2024 – der aktivste SSA-Monat aller Zeiten

Die zeitliche Verteilung der Emissionen ergab im Jahr 2024 erneut ein bekanntes Bild. Zwar zählt der Monat Januar in aller Regel ohnehin zu einem der emissionsreichsten des Jahres, im vergangenen Jahr ging es allerdings besonders aktiv zu: Entsprechend summierten sich die EUR-Benchmarkemissionen im Januar 2024 für das SSA-Segment auf EUR 60,6 Mrd. (2023: EUR 52,5 Mrd.; 2022: EUR 44,5 Mrd.; 2021: EUR 55,2 Mrd.). Noch nie zuvor sind wir bis dato derart emissionsstark in ein Jahr gestartet. Der zweitemissionsreichste Monat Februar lag mit EUR 40,6 Mrd. etwa auf dem Niveau von 2023, allerdings wesentlich höher als noch in den Jahren 2022 (EUR 21,5 Mrd.) und 2021 (EUR 11,0 Mrd.). Der März belegte in dieser Rangliste mit EUR 30,6 Mrd. den dritten Platz, sodass in Q1/2024 aggregiert frische Ware i.H.v. EUR 131,8 Mrd. platziert wurde. In Q2/2024 (EUR 67,3 Mrd.) reduzierte sich die Primärmarktaktivität im Vergleich zum Vorquartal deutlich, ehe es in die Sommerpause ging. Entsprechend ruhig ging es in den Monaten Juni (EUR 16,3 Mrd.) und Juli (EUR 15,5 Mrd.) zu. Erst im August (EUR 22,1 Mrd.) sowie den darauffolgenden Herbstmonaten September (EUR 22,9 Mrd.) und Oktober (EUR 19,7 Mrd.) nahm der Primärmarkt zwischendurch wieder etwas Fahrt auf, bevor die Emissionstätigkeit im November mit einem Volumen von EUR 2,7 Mrd. und im Dezember von EUR 1 Mrd. im Vergleich zu den restlichen Monaten nahezu zum Erliegen kam.

### Debütemissionen am SSA-Primärmarkt

Auch im Jahr 2024 konnten wir wieder Debütemissionen im EUR-Benchmarkformat beobachten. Einer der Debütanten war die kanadische [Provinz Saskatchewan](#) (Ticker: SCDA), die erstmalig EUR 1,25 Mrd. zu ms +49bp (Guidance: ms +52bp area) bei zehnjähriger Laufzeit einsammelte. Damit war SCDA nach Ontario, Quebec, British Columbia und Alberta die erst fünfte kanadische Provinz überhaupt, die Emissionen in diesem Format platzierte. Aus Fernost schloss sich die [Export-Import Bank of China](#) (Ticker: EXIMCH) an und begab ihre erste EUR-Benchmark i.H.v. EUR 500 Mio. (3y) zu ms +38bp. Dabei handelt es sich neben zwei EUR-Subbenchmarks um die derzeit größte ausstehende EUR-Anleihe der EXIMCH.

### Publikationen in 2024

Zusätzlich zu unseren regelmäßigen Kommentierungen von marktbewegenden Ereignissen, beispielsweise die für das kommende Jahr wegweisende [Entscheidung der EZB](#) zur erneuten Zinssenkung im Dezember, galt auch in 2024 wieder das Motto „Schuster bleib bei Deinen Leisten“: Demzufolge haben wir im August die neueste Ausgabe des [Issuer Guide – Deutsche Länder 2024](#) veröffentlicht, der sich – und das sagen wir nicht ganz ohne Stolz – wiederholt großer Beliebtheit erfreute. Für uns ist es zudem stets interessant zu sehen, wie Ihr Interesse für sog. Nischenprodukte wächst. Daher waren wir in diesem Jahr wieder in dem Segment „Beyond Bundesländer“ umtriebiger und haben uns im Detail den [belgischen Regionen](#), [spanischen Regionen](#), [autonomen Regionen Portugals](#) sowie dem [Großraum Paris](#) gewidmet. Zusätzlich haben wir einen Blick über den europäischen Tellerand gewagt und Studien zu den Sub-Sovereigns in [Down Under](#) sowie zu den [Kanadischen Provinzen & Territorien](#) veröffentlicht. Innerhalb der Emittentengruppe der Agencies erschienen zudem Issuer Guides aufgeteilt nach den einzelnen Submärkten. Veröffentlicht wurden hier in 2024 [Deutsche](#), [Niederländische](#), [Österreichische](#), [Skandinavische](#), [Spanische](#) sowie [sonstige europäische Agencies](#). Aus dem Segment der Supranationals beleuchteten wir darüber hinaus sowohl [europäische](#) als auch [außereuropäische](#) Supras. Flankiert wurden diese jährlichen Studien von insgesamt 42 Ausgaben unserer Wochenpublikation sowie digitalen Spotlights zu verschiedenen ausgewählten Themen. Zudem haben wir uns sehr über die rege Teilnahme an unserer jährlichen Kapitalmarktkonferenz, die im August erneut im Schloss Herrenhausen stattfand, gefreut.

**Kurz und knapp: Überblick über die wesentlichen Themen 2024**

Auf geopolitischer Seite blieben der Ukraine-Krieg sowie die Konflikte und Instabilitäten im Nahen Osten die bestimmenden Themen. Debatten rund um die ökonomische Entwicklung sowie Streitthemen im Hinblick auf den Umgang mit der haushaltspolitischen Lage haben in Deutschland wie auch in Frankreich zum Aus der jeweiligen Regierung geführt. Die politische Unsicherheit war und ist entsprechend hoch – auch im Kontext der zukünftigen Ausgestaltung der US-Wirtschaftspolitik unter dem designierten US-Präsidenten Donald Trump. Aufgrund der insgesamt schwächelnden konjunkturellen Entwicklung in der Eurozone und des sukzessiv nachlassenden Inflationsdrucks hat die EZB mit der (historischen!) Anpassung aller drei Leitzinssätze (-25 Basispunkte) im Juni die Zinswende eingeleitet. Historisch war dieser Zinsschritt nicht allein deshalb, weil es die erste Zinssenkung im Euroraum seit 2019 darstellte, sondern insbesondere aus dem Grund, dass die EZB die Zinsen erstmals vor der US-Notenbank senkte. Nachdem weitere Zinssenkungen bei den Beratungen der Notenbanker der EZB im portugiesischen Sintra vorerst auf die lange Bank geschoben wurden, folgten weitere im September, Oktober und Dezember. Mit Blick auf das Funding stach erneut die EU heraus und bestätigte ihre Rolle als Megaemittent auch im Jahr 2024 (EUR 140 Mrd. inkl. Taps). Das Fundingvolumen der KfW, dominierender Emittent im Segment deutscher Agencies, fiel hingegen mit EUR 80 Mrd. (2023: EUR 90 Mrd.) deutlich geringer aus als das zu Jahresbeginn ausgerufene Fundingziel i.H.v. EUR 90-95 Mrd. Wir beleuchten im weiteren Verlauf des Artikels die Themen, die uns und/oder den Markt darüber hinaus im letzten Jahr bewegt haben.

**Reform der EU-Fiskalregeln**

Nach über einem Jahr der Verhandlungen hat das EU-Parlament im April für die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) gestimmt. Im Ergebnis blieben die „Maastricht-Kriterien“, wonach Staaten maximal eine Staatsverschuldung von 60% und eine jährliche Neuverschuldung von 3%, jeweils gemessen am nominalen BIP, haben dürfen, unverändert. Neu hingegen ist, dass Mitgliedstaaten, die gegen die vereinbarten Grenzwerte verstoßen, nun individuell zugeschnittene „Referenzpfade der Schuldenquote“ einhalten müssen, welche von der EU-Kommission festgelegt werden. Diese definieren, wie die Einhaltung der fiskalischen Vorgaben über einen Zeitraum von vier Jahren (bzw. sieben Jahre, wenn plausibel darlegt werden kann, dass Investitions- und Reformanstrengungen unternommen werden, die Wachstum, Resilienz und nachhaltige Staatsfinanzen unterstützen) erreicht werden können. Jeder dieser angepassten Pläne sieht vor, dass Mitgliedstaaten mit einer Staatsverschuldung von über 90% des BIP ihre Schuldenlast um durchschnittlich 1%-Punkt pro Jahr senken müssen. EU-Staaten, deren Schuldenstand zwischen 60% und 90% des BIP liegt, müssen ihre Schuldenquote indes um durchschnittlich 0,5%-Punkte pro Jahr reduzieren. Zusätzlich sind alle Mitgliedstaaten aufgefordert, ihre Defizite unter 1,5% des BIP zu halten, um so einen fiskalischen Puffer zur offiziellen „3%-Grenze“ zu schaffen.

**EU eröffnet Defizitverfahren gegen sieben Staaten**

Am 26. Juli hat der Rat der Europäischen Union bekanntgegeben, dass gegen sieben Mitgliedsstaaten (Belgien, Frankreich, Italien, Malta, Polen, Ungarn sowie Slowakei) [Defizitverfahren](#) eingeleitet wurden, die sicherstellen sollen, dass diese zur Haushaltsdisziplin zurückkehren und übermäßige Defizite vermeiden. Zuvor war die haushaltspolitische Überwachung aufgrund der COVID-19-Pandemie und des russischen Angriffs auf die Ukraine zeitweise ausgesetzt worden. Mit Verkündung des [zweiten Teils des Herbstpakets des Europäischen Semesters](#) hatte die EU-Kommission zuletzt zudem wiederholt an die Einhaltung der Schuldenregeln appelliert und gleichzeitig Empfehlungen an die betroffenen Mitgliedsstaaten im Hinblick auf Maßnahmen zur Korrektur ihres Defizits ausgesprochen.

### **Ende der Ampelregierung in Deutschland**

Zwar ist es regelmäßig nicht unser Ansinnen, politische Vorgänge zu kommentieren, zuweilen lassen uns die Ereignisse jedoch keine Wahl – v.a. dann nicht, wenn sie auch die SSA-Märkte betreffen. Denn am Abend des 06. November ging es nicht nur wegen des Ergebnisses der US-Wahl historisch zu, sondern auch, weil Bundeskanzler Olaf Scholz das Aus der Ampel-Regierung verkündete und ankündigte, die Vertrauensfrage stellen zu wollen. Die Ampelkoalition war damit de facto gescheitert. Ursächlich hierfür waren im Wesentlichen die Diskussionen um den Haushaltsentwurf 2025 angesichts einer Finanzierungslücke in Milliardenhöhe sowie der Dissens bei der Haushalts- und Fiskalpolitik mit Blick auf die Einhaltung der Schuldenbremse. Begleitet wird die Gesamtsituation von einer anhaltenden konjunkturellen Schwäche. So sei laut der turnusmäßigen [Vorausschätzung der Steuereinnahmen](#) im Oktober, beruhend auf der Herbstprojektion der Bundesregierung, mit im Vergleich zur Mai-Steuerschätzung deutlich geringeren Steuereinnahmen zu rechnen, die sich auch auf die – in Teilen ohnehin angespannte – Finanzlage deutscher Sub-Sovereigns auswirken werden. Bis zur Regierungsbildung nach der Wahl am 23. Februar 2025 stehen Deutschland nun Wochen, wenn nicht sogar Monate, politischer Unsicherheit bevor. Derweil gelte das Prinzip der vorläufigen Haushaltsführung; die Bundesregierung bleibe laut Finanzminister Dr. Kukies auch ohne beschlossenen Bundeshaushalt voll handlungsfähig.

### **Regierungskrise in Frankreich und anhaltende Sorgen um die Staatsverschuldung**

Auch Frankreich steht noch ohne Haushalt für 2025 da, nachdem ein Misstrauensvotum im Streit um den geplanten Sparhaushalt das Ende der Mitte-Rechts-Regierung von Michael Barnier besiegelte. Zur Erinnerung: Im Juni hatte Präsident Macron als Reaktion auf die Ergebnisse der Europawahl die Nationalversammlung aufgelöst und Neuwahlen ausgerufen. Nachdem die rechtsnationale „Rassemblement National“ die erste Wahlrunde für sich entschied, hatte das Linksbündnis „Nouveau Front Populaire“ überraschend die anschließende und entscheidende Stichwahl gewonnen. Seitdem ist die Nationalversammlung – einschließlich der politischen Mitte vertreten durch Macrons „Renaissance“ – in drei Lager gespalten, von denen keines mehrheitsfähig ist, die sich aber unversöhnlich gegenüberstehen. Mit Michael Barnier wurde schließlich ein konservativer Premierminister – und damit entgegen dem Wahlergebnis niemand aus den Reihen des Linksbündnisses. Wenige Wochen nach seinem Amtsantritt gab dieser bekannt, dass Frankreich die EU-seitig vorgegebenen Schuldenregeln zum Haushaltsdefizit deutlich verfehlen werde und es voraussichtlich erst 2029 gelingen werde, die jährliche Neuverschuldung auf ein Niveau von 3% des nominalen Bruttoinlandsprodukts (BIP) zurückzuführen. Darüber hinaus könnte sich das Haushaltsdefizit aufgrund geringerer Steuereinnahmen und gestiegener Ausgaben lokaler Gebietskörperschaften jenseits der 6%-Marke bewegen und damit deutlich höher ausfallen als die von der vorherigen Administration kommunizierten 4,4%. Damit wurden die Sorgen um die Haushaltssituation und Staatsverschuldung Frankreichs abermals befeuert, sodass die Spreads französischer Agencies – auch in Anbetracht des Downgrades Frankreichs und der anschließenden „Downgrade-Kaskade“ – im zweiten Halbjahr eine deutliche Ausweitung erfuhren. Inzwischen wurde der Zentrumspolitiker François Bayrou, der als Vertrauter von Präsident Macron gilt, zum neuen Premierminister ernannt und das neue Kabinett vorgestellt. Doch augenscheinlich ist es auch Bayrou nicht gelungen, eine belastbare Mehrheit zu erzielen – und so bleibt die politische Unsicherheit weiterhin hoch. Ob die Verabschiedung eines Sparhaushalts tatsächlich gelingt, ist damit ebenso ungewiss.

### Ratingänderungen – ein Blick auf Frankreich

Auch im vergangenen Jahr kam es zu erwähnenswerten Ratingänderungen: Die wichtigste von ihnen stammt zwar nicht direkt aus dem SSA-Segment, hat jedoch für jenes weitreichende Folgen. So haben die beiden Ratingagenturen S&P und Moody's ihre Einschätzung zur Bonität des französischen Staates im Mai bzw. Dezember reevaluiert. Und so kam es, wie es kommen musste: Infolge der steigenden Staatsverschuldung senkte [S&P](#) die Bonitätsstufe der „Grande Nation“ am 31. Mai von AA auf AA- bei stabilem Ausblick. Wie schon im Jahr zuvor führte dies erwartungsgemäß zu einer „Downgrade-Lawine“, sodass kurze Zeit später, am 03. Juni, auch das Rating der EFSF von AA auf AA- bei stabilem Ausblick gesenkt wurde. Einen Tag darauf wurden auch die Bonitätsstufen von insgesamt sieben staatsnahen Emittenten aus der französischen Jurisdiktion an das Rating des Staates angepasst, allesamt mit stabilem Ausblick (vgl. [Wochenpublikation vom 12. Juni](#)). Im Oktober waren es wiederum die Risikoexperten von [Fitch](#), die den Ausblick Frankreichs und in der Folge von [26 staatsnahen Emittenten](#) von zuvor stabil auf nun negativ senkten. Ebenfalls im Oktober passte darüber hinaus auch Moody's zunächst den Ausblick Frankreichs auf negativ an, ehe [Moody's](#) am 14. Dezember schließlich die Kreditwürdigkeit von Aa2 auf Aa3, allerdings bei nun stabilem Ausblick, senkte. Das Downgrade spiegelte den Umstand wider, dass die öffentlichen Finanzen aufgrund der politischen Fragmentierung des Landes in den kommenden Jahren erheblich geschwächt sein dürften und dass es einer künftigen Regierung nur schwer gelingen dürfte, das Haushaltsdefizit entscheidend zu reduzieren. Im Anschluss folgte zeitnah auch die Anpassung der Ratings von insgesamt [47 staatsnahen Emittenten](#). Da Moody's die Kreditwürdigkeit Frankreichs nach Redaktionsschluss unseres [Issuer Guide – Französische Agencies 2024](#) senkte, sind die damit einhergegangenen Herabstufungen der Agency-Ratings darin nicht mehr mitberücksichtigt worden. Wir haben Ihnen daher die von der Ratingveränderung im Zuge der Haftungskaskade betroffenen französischen Agencies aus unserer Coverage mit ihren zum Jahresende aktuellen Ratings noch einmal aufgelistet:

### Ratings französischer Agencies im Überblick

| Name  | Bloomberg-Ticker | Rating (Fitch/Moody's/S&P)             |
|---|------------------|--|
| Caisse d'Amortisation de la Dette Sociale (CADES)         | CADES            | AA-u/Aa3/AA-                           |
| Agence Française de Développement (AFD)                   | AGFRNC           | AA-/-/AA-                              |
| Unédic  | UNEDIC           | AA-/Aa3/-                              |
| Caisse des Dépôts et Consignations (CDC)                  | CDCEPS           | AA-/Aa3/AA-                            |
| Bpifrance   | BPIFRA           | AA-/Aa3/-                              |
| Société Anonyme de Gestion de Stocks de Sécurité (SAGESS) | SAGESS           | -/-/AA-                                |
| Agence France Locale (AFL)                                | AFLBNK           | AA-/-/AA-                              |
| Société de Financement Local (SFIL)                       | SFILFR           | -/Aa3/AA-                              |
| Société des Grands Projets (SGP)                          | SOGRPR           | AA-/Aa3/-                              |
| Caisse Centrale du Crédit Immobilier de France (3CIF*)    | CCCI             | AA-u/Aa3/AA-u (garantiert)<br>A/Baa2/- |
| Action Logement Services (ALS)                            | ALSFR            | AA-/Aa3/-                              |

\* 3CIF hat garantierte und nicht garantierte Bonds ausstehen.

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

### Weitere ausgewählte Ratingänderungen

Auch abseits von Frankreich und der damit einhergehenden Bonitätsanpassungen staatsnaher Emittenten bzw. Supranationals gab es erwähnenswerte Ratingveränderungen, die wir Ihnen nicht vorenthalten möchten. Wir blicken zunächst nach Belgien, wo sich S&P vor dem Hintergrund eines erwarteten anhaltenden Haushaltsdefizits am 22. März dazu veranlasst sah, die Bonitätsstufe der belgischen Region [Brüssel-Hauptstadt](#) (Ticker: BRUCAP) von AA- (Ausblick: stabil) auf A+ (Ausblick: stabil) herabzusenken. Weitere Ratingveränderungen haben wir zudem in Deutschland vernommen: Bei der turnusmäßigen Ratingüberprüfung im Oktober hat S&P zwar das bis dato geltende Rating von AA für das Land Nordrhein-Westfalen (Ticker: NRW) bestätigt, den Ausblick jedoch von stabil auf negativ gesenkt. Ursächlich hierfür war laut S&P das zunehmende Risiko, dass die zu erwartenden Steuereinnahmen sowie die ergriffenen Konsolidierungsmaßnahmen nicht ausreichend sein könnten, um die Haushaltsslage nachhaltig zu verbessern. Aufgrund der bestehenden Haftungskaskaden wurden auch die Ausblicke der beiden Agencies NRW.BANK (Ticker: NRWBK) sowie Erste Abwicklungsanstalt (Ticker: ERSTAA) ebenfalls auf negativ gesenkt. Eine weitere nennenswerte Ratingänderung führt uns über den Atlantik nach Kanada: Die Provinz [British Columbia](#) (Ticker: BRCOL) wurde von S&P am 08. April erneut herabgestuft – von AA (Ausblick: negativ) auf AA- (Ausblick: negativ). Ursächlich hierfür seien die, wie schon bei der Herabstufung im Vorjahr, umfangreichen Investitionen im Rahmen des Haushaltsplanes, wodurch über die nächsten drei Jahre ein starker Anstieg der Verschuldung und des Haushaltsdefizits drohe. Zwar handelt es sich nicht um eine unmittelbare Ratingveränderung, erwähnenswert ist es aus unserer Sicht trotzdem: Die [Investitionsbank Berlin](#) (Ticker: IBB) hat ihre Kreditwürdigkeit im vergangenen Jahr erstmals von der Ratingagentur Moody's beurteilen lassen. Dabei erteilten die Risikoexperten der IBB mit Aa1 und einem stabilen Ausblick die gleiche Bonitätsstufe wie ihrem Eigentümer, dem Land Berlin (Ticker: BERGER). Der französische Kommunalfinanzierer [Agence France Locale](#) (AFL, Ticker: AFLBNK) hat hingegen das Rating von Moody's durch eine Einschätzung der Kreditwürdigkeit seitens Fitch (Rating: AA-, Ausblick: stabil) ersetzt. Neben Fitch wird die Bonität des Kommunalfinanzierers aktuell auch von S&P (Rating: AA-, Ausblick: stabil) beurteilt.

### Scope Ratings GmbH erhält Zulassung – Ratings auch für geldpolitische Zwecke nutzbar

In der [Ausgabe vom 07. Februar](#) hatten wir berichtet, dass die europäische Ratingagentur Scope Ratings GmbH (kurz: Scope) Ende 2023 nach eingehender Prüfung durch die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) die Zulassung für die im Rahmenwerk für Bonitätsbeurteilungen im Eurosystem beschriebenen Zwecke erhielt. Weil die von Scope erstellten Ratings für Asset Backed Securities (ABS) jedoch zunächst nicht den Zulassungsvoraussetzungen des Eurosystems entsprachen, galt die Zulassung (vorerst) nicht für geldpolitische Zwecke des Eurosystems. Für das SSA-Segment war dieser Umstand jedoch nicht von Belang – und so wurde Scope im Laufe des letzten Jahres von einigen Emittenten aus unserer Coverage mandatiert. Hierzu zählten v.a. Emittenten aus dem Segment deutscher Länder wie Nordrhein-Westfalen (Ticker: NRW), Hessen (Ticker: HESSEN) und Baden-Württemberg (Ticker: BADWUR). Im Juni erweiterte Scope die Coverage um die französische CADES (Ticker: CADES), deren Bonität mit AA bei negativem Ausblick beurteilt wird. Im Dezember wurde zudem erstmals eine Einschätzung der Kreditwürdigkeit der spanischen Region Madrid (Ticker: MADRID) veröffentlicht (Rating: A, Ausblick: stabil). In der [letzten Ausgabe](#) durften wir dann Vollzug melden: Mit dem erfolgreichen Abschluss der technischen Implementierung können die Ratingeinschätzungen von Scope seit dem 16. Dezember auch für die Beurteilung notenbankfähiger Sicherheiten herangezogen und damit im Zuge geldpolitischer Operationen genutzt werden.

**Französische Sub-Sovereigns seit Anfang Juli mit 0% Risikogewicht ansetzbar**

Auch wenn die Nachrichtenlage aus Frankreich im vergangenen Jahr überwiegend von Negativschlagzeilen bestimmt war, so gab es aus Investorensicht dennoch einen Lichtblick: Anfang Juli hat die französische Finanzmarktaufsichtsbehörde Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) entschieden, dass zukünftig Exposure gegenüber französischen Sub-Sovereigns regulatorisch behandelt werden wie Exposure gegenüber dem französischen Zentralstaat. Nach dem Standardansatz im Rahmen der [Verordnung \(EU\) 575/2013 \(CRR\)](#) ergeben sich somit für Gemeinden, öffentliche Einrichtungen für interkommunale Zusammenarbeit mit eigener Besteuerung, Départments und Regionen aus Frankreich ein Risikogewicht von 0%, nachdem zuvor für jene 20% anzusetzen waren. Daraus folgt eine Level 1-Klassifizierung gemäß der LCR für Anleihen französischer Sub-Sovereigns. Somit erfolgt in dieser Hinsicht eine regulatorische Gleichstellung mit Bonds deutscher Länder oder spanischer Regionen, welche zuvor von einer Besserbehandlung profitierten. Von diesen Veränderungen in der regulatorischen Behandlung profitierte auch die Agence France Locale (Ticker: AFLBNK), welche aufgrund ihres besonderen Haftungsmechanismus nun ebenfalls über ein Risikogewicht von 0% sowie eine Einstufung als Level 1-Asset verfügt. Für die konkrete Einschätzung einzelner französischer Emittenten aus unserer Coverage verweisen wir an dieser Stelle auf den [Issuer Guide – Französische Agencies 2024](#) sowie das Public Issuers Special zum [Großraum Paris](#).

**Risikogewichtung von Staaten der EU**

In unserer [Wochenpublikation vom 23. Oktober](#) haben wir Ihnen ein Update zur aktuellen Risikogewichtung von Supranationals und Agencies gegeben und in diesem Zusammenhang auch auf die erneute Verlängerung der Übergangsregelung zur stufenweisen Erhöhung der Risikogewichtung im Kontext von Artikel 500a bzw. Artikel 114 CRR hingewiesen. Demnach besteht für Risikopositionen in einer Währung, die nicht die Heimatwährung des jeweiligen Landes ist, jedoch Heimatwährung eines anderen Mitgliedsstaates, aufgrund [Artikel 500a CRR](#) bis Ende 2024 eine Risikogewichtung von 0%. Anschließend erfolgt eine stufenweise Erhöhung und erst [ab 2027](#) ergibt sich die Risikogewichtung vollständig aus Artikel 114 CRR. Beispielsweise gilt damit für EUR-Anleihen des polnischen Staates ein Risikogewicht von 0% bis Ende 2024 gemäß Artikel 500a CRR. Ab 2025 entspricht die Risikogewichtung 20% (2026: 50%) des nach Art. 114 Abs. 2 CRR bestimmten Risikogewichts (2025: 20% der aktuellen Risikogewichtung von 20% [4%]). Ab 2027 findet eine vollständige Anwendung des nach Art. 114 Abs. 2 bestimmten Risikogewichts statt.

**IBB: Geringere Bewertungsabschläge für Anleihen der Förderbank**

Apropos Regulatorik – Neuigkeiten im Hinblick auf die regulatorische Behandlung hatte im vergangenen Jahr auch die Investitionsbank Berlin (Ticker: IBB) zu vermelden: Die IBB wurde von der EZB im April als „präferierte“ Agency eingestuft, somit wechselte sie von der Haircutkategorie IV zu II. Hieraus ergeben sich über alle Laufzeiten hinweg deutlich geringere Bewertungsabschläge. Die neue Einstufung seitens der EZB sei laut IBB eine Anerkennung des gewachsenen Kapitalmarktauftritts und des Aufbaus einer liquiden EUR-Benchmarkkurve der Förderbank. Den EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihren Implikationen für Supranationals und Agencies haben wir uns im Rahmen unserer [Wochenpublikation vom 20. November](#) zuletzt noch einmal intensiver gewidmet.

### **Ein Blick auf Emittenten außerhalb unserer regelmäßigen Coverage**

In unserem Marktüberblick haben wir uns regelmäßig wieder mit Emittenten beschäftigt, die streng genommen nicht in unsere Coverage fallen, aus unserer Sicht aber dennoch einen detaillierteren Blick wert sind – insbesondere auch deshalb, weil wir ihre Gewährträger im Rahmen des [Issuer Guide – Deutsche Länder 2024](#) näher beleuchten. So haben wir Ihnen das in Hamburg ansässige Sozialunternehmen [Fördern und Wohnen \(F&W\)](#) vorgestellt, deren Aufgabe darin besteht, Wohnungen, Unterbringung und soziale Dienstleistungen für auf Hilfe angewiesene Menschen anzubieten. Anlässlich ihres 20-jährigen Jubiläums haben wir uns außerdem mit der [Investitions- und Förderbank Niedersachsen \(NBank\)](#) beschäftigt, die im Auftrag des Landes Niedersachsen als Informantin, Beraterin, Begleiterin und Förderin für struktur- und wirtschaftspolitische Anliegen fungiert. Ebenfalls vorgestellt haben wir Ihnen die [Investitionsbank Sachsen-Anhalt \(IB\)](#), die im März 2023 aus dem NORD/LB-Konzern herausgelöst wurde und seitdem rechtlich selbstständig agiert. Die IB ist eine Anstalt des öffentlichen Rechts (AÖR) und unterstützt als zentrales Förderinstitut das Land Sachsen-Anhalt bei Förderaufgaben für Unternehmens-, Privat- und öffentliche Kunden. Zu guter Letzt haben wir uns im Marktumfeld auch der [Bremer Aufbau-Bank \(BAB\)](#) gewidmet, die seit 2001 das Förderinstitut Bremens und Bremerhavens ist. Als rechtlich selbstständige Tochtergesellschaft der WFB Wirtschaftsförderung Bremen GmbH unterstützt die BAB wirtschaftspolitische Ziele des Zwei-Städte-Staats, insbesondere in Hinblick auf Landesentwicklung wie Struktur-, Wirtschafts- und Wohnraumförderung.

### **Ein kurzer Blick auf das Segment für deutsche Kommunalanleihen**

Aus dem Segment deutscher Kommunalanleihen gab es 2024 wenig Neues zu berichten. Einzig die bayerische Landeshauptstadt München (Ticker: MUENCH) zeigte sich mit einer Subbenchmark i.H.v. EUR 300 Mio. und emittierte lt. eigener Aussage mit der [„Münchner Stadtanleihe 2024“](#) den ersten Green Bond einer deutschen Kommune. Mit einer Guidance von ms +50bp area in die Vermarktungsphase gestartet, wurde der Deal final zu ms +47bp (Orderbuch: EUR 640 Mio.) eingetütet. Im Herbst wurde zudem NRW-Kommunalanleihe #8 (Ticker: NRWGK) erwartet, eine Platzierung blieb jedoch trotz erfolgter Mandatierung aus.

### **Hybride Hoffnung: Neue SSA-Subassetklasse für MDBs**

Da wir in unseren Publikationen regelmäßig auch einen übergeordneten Einblick in aktuelle Entwicklungen am Kapitalmarkt geben, haben wir Ihnen im Februar die Struktur sowie das Für und Wider von Hybrid-Bonds vorgestellt. Stein des Anstoßes war die African Development Bank (Ticker: AFDB), die zu Jahresbeginn ihren ersten Hybrid-Bond, eine Mischform aus Anleihe und Aktie, in USD-denominiert platzieren konnte. Hybrid-Bonds haben entweder eine sehr lange Laufzeit oder gar keine Laufzeitbegrenzung und räumen dem Emittenten Sonderkündigungsrechte ein. Analog zu Anleihen sind sie mit einem Kupon ausgestattet, dessen Zahlung jedoch unter vorher definierten Bedingungen ausgesetzt oder verschoben werden kann, oft in Abhängigkeit von der Gewinn- und Geschäftsentwicklung des Emittenten. Da es sich um nachrangige Schuldtitel handelt, werden Hybrid-Bonds im Insolvenzfall des Schuldners erst nach der Bedienung aller anderer nicht-nachrangiger Schuldtitel bedient, woraus sich ein erhöhtes Verlustrisiko, aber auch eine höhere Rendite ableitet. Weil die multilateralen Entwicklungsbanken der G20-Staaten seit einigen Jahren auf der Suche nach neuen Wegen sind, ihre Mittel zur Unterstützung von Entwicklungsländern bei der Bewältigung von Krisen wie dem Klimawandel zu erhöhen, könnten Hybrid-Bonds eine passende Ergänzung zur klassischen Anleihe darstellen: Einerseits werden durch das attraktive Rendite-Risiko-Profil neue Investoren angesprochen, andererseits bieten sie dem Emittenten die Möglichkeit, seine Kapitalstruktur zu optimieren und regulatorische Anforderungen zu erfüllen. Weitere Informationen finden Sie in der [Ausgabe vom 21. Februar](#).

**Gemeinschaft deutscher Länder mit zwei Emissionen in 2024**

Die Gemeinschaft deutscher Länder (Ticker: LANDER) stellt eine Besonderheit im Allgemeinen und speziell am deutschen Sub-Sovereign-Markt dar. Mehrere deutsche Länder begeben im Rahmen des Konstrukts gemeinschaftlich Anleihen (sog. „Länderjumbos“, ab EUR 1 Mrd.), wobei jedes Land für seinen eigenen Anteil an der Gesamtemission (teilschuldnerisch) haftet. 1996 fanden erstmals mehrere Länder zu einer derartigen Emission zusammen. Seitdem hat sich die Gemeinschaft deutscher Länder am Rentenmarkt etabliert und ist mit einem ausstehenden Volumen von derzeit EUR 17,75 Mrd. verteilt auf 15 Bonds ein bedeutender Akteur am deutschen Länderanleihemarkt. Und auch 2024 zeigte sich LANDER wieder am Primärmarkt, nachdem drei Anleihen (#52 im März, #45 im Mai und #46 im September) fällig wurden: Ende Januar schlossen sich fünf Emittenten zusammen und sammelten durch Emission von Anleihe #64 (7y) guidancegemäß EUR 1 Mrd. zu ms +12bp ein. Einige Monate später, im Oktober, folgte schließlich Anleihe #65. In dem Zuge gingen sechs der sieben an den Gemeinschaftsemissionen teilnehmenden Länder mit einem EUR 1 Mrd. schweren Jumbo und einer Laufzeit von sieben Jahren auf die Investoren zu. Der Deal ging entsprechend der Guidance zu ms +22bp über die Bühne.

**Erprobungsphase für die Abwicklung DLT-basierter Transaktionen abgeschlossen**

Im Mai des vergangenen Jahres hat die EZB den Startschuss für die sechsmonatige Explorationsphase zur Erprobung verschiedener Technologien für die Abwicklung DLT-basierter Transaktionen in Zentralbankgeld gegeben. Die Bundesbank stellte dafür ihre DLT-basierte „Trigger Solution“ zur Verfügung, die derartige Transaktionen mit dem herkömmlichen Zahlungssystem verknüpft und in ähnlicher Form bereits im Jahr 2021 gemeinsam mit der Deutschen Börse und der Finanzagentur erfolgreich getestet wurde. Neben der deutschen Bundesbank stellten auch die Banque de France sowie Banca d’Italia zwei weitere technische Lösungen zur Verfügung. Dem Beginn dieser mehrmonatigen Erprobungsphase war zunächst ein Interessenbekundungsverfahren vorausgegangen, in dem die interessierten Institute unter anderem ihre Anwendungsfälle darlegen und die technische Lösung benennen mussten, die sie nutzen bzw. testen möchten. Auch Institute aus unserer Coverage haben nach erfolgreichem Bewerbungsverfahren an der Erprobungsphase teilgenommen: Den Anfang machte die Wirtschafts- und Infrastrukturbank Hessen (WIBank; Ticker: WIBANK), die im Juni als erste deutsche Förderbank eine [digitale Namensschuldverschreibung](#) begab. Im Oktober setzte sie zudem bei der Emission einer traditionellen Namensschuldverschreibung erfolgreich eine öffentliche Blockchain zur Prozessoptimierung ein. Durch die Integration der Blockchain-Technologie in Verbindung mit der Bundesbank-Triggerlösung konnte eine Lieferung gegen Zahlung („Delivery-versus-Payment“) in Echtzeit ermöglicht werden. Neben der WIBank hatten weitere Förderinstitute wie die Kreditanstalt für Wiederaufbau (Ticker: KfW) und die Landeskreditbank Baden-Württemberg – Förderbank (Ticker: LBANK) an der Erprobungsphase teilgenommen und konnten Erfahrungen im Umgang mit der Emission digitaler Anleihen sammeln (vgl. Wochenpublikation vom [10. Juli](#) und [30. Oktober](#)). Aus dem Ländersegment hat sich Sachsen-Anhalt (Ticker: SACHAN) ebenfalls an dem EZB-Projekt beteiligt und konnte eine kurzlaufende [digitale Anleihe im Commercial Paper-Format](#) emittieren. Auch andere Emittenten aus unserer Coverage probierten sich an Digital Bonds: So haben die französische Agency [Caisse des Dépôts](#) (Ticker: CDCEPS) wie auch die [Europäische Investitionsbank](#) (Ticker: EIB) im Rahmen der Explorationsphase des Eurosystems ihre ersten digitalen Anleiheemissionen abgeschlossen. Es bleibt spannend zu sehen, wie die Digitalisierung der Kapitalmärkte weiter voranschreitet und wie diese von den Investoren angenommen wird – wir bleiben für Sie dran!

### **Sukuk-Anleihen – ein Update zu koranfesten Investments**

Im letzten Jahr haben wir das 50-jährige Jubiläum der Islamic Development Bank (IsDB, Ticker: ISDB) zum Anlass genommen, um erneut über das wachsende, aber hierzulande nach wie vor eher unbekannt, [Segment islamkonformer Investments](#) zu berichten. Weltweit betrachtet ist die Bedeutung dagegen rasant gestiegen. So kam der Nischenmarkt im Jahr 2023 auf ein Volumen von ca. EUR 155 Mrd. Zur Erinnerung: Im November 2018 berichteten wir noch von einem Gesamtvolumen von bis dato EUR 118 Mrd. Damit ein Investment als Scharia-konform gilt, müssen anerkannte Islam-Gelehrte die Einhaltung strenger Regeln attestieren. Zu diesen Regeln gehört in erster Linie das Zinsverbot des Koran. Des Weiteren dürfen keine Geschäfte mit Unternehmen getätigt werden, die im Zusammenhang mit Alkohol, Tabak, Waffen, Glücksspiel o.ä. stehen. Um diese Vorgaben zu erfüllen, werden entsprechende „Sukuk-Anleihen“ ausgegeben. Der Großteil der von der IsDB begebenen Sukuk-Anleihen ist in USD-denominiert (insgesamt rund USD 18 Mrd.), bis 2017 wurde der EUR nur in Form von Private Placements genutzt, deren Grenze bei gesteigerter Nachfrage allerdings erreicht zu sein schien, sodass im November 2018 die erste EUR-Benchmarkanleihe und im Dezember 2019 die erste grüne Sukuk-Anleihe emittiert wurde. Aus regulatorischer Sicht könnte es jedoch bald zu Veränderungen in diesem Nischenmarkt kommen – vorausgesetzt, der von der Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) eingebrachte Entwurf des [Scharia-Standards 62 für Sukuk](#) wird verabschiedet. Nach unserem Dafürhalten würde dies zu einer stärkeren Fragmentierung im Sukuk-Markt führen. Vor dem Inkrafttreten ist daher ein signifikanter Anstieg des Emissionsvolumens denkbar.

### **Deutschsprachige Gemeinschaft Belgiens**

In unserer [Wochenpublikation vom 30. Oktober 2024](#) haben wir uns im Detail mit der Deutschsprachigen Gemeinschaft Belgiens (Ticker: DGBE) auseinandergesetzt. Die Region ist wirtschaftlich v.a. von der herstellenden Industrie sowie dem Handel geprägt und finanziert sich größtenteils durch Zuweisungen des belgischen Föderalstaates auf Grundlage eines gesetzlich verankerten Pauschalbetrags sowie die Dotation der Wallonischen Region zur Wahrnehmung der übertragenen Regionalbefugnisse. Das ausstehende Anleihevolumen umfasst derzeit insgesamt EUR 1,1 Mrd., aufgeteilt auf 58 unterschiedliche ISINs. Dabei sind alle ausstehenden Anleihen in EUR-denominiert. Ein Blick auf den Haftungsmechanismus zeigt, dass weder ein horizontaler Finanzausgleich noch eine explizite Garantie des Königreichs Belgiens besteht. Anleihen der DGBE profitieren aus regulatorischer Sicht jedoch von einer exzellenten Behandlung: Im Kontext der CRR/Basel III weisen sie eine 0%-Risikogewichtung auf und lassen sich als Level 1-Asset im Rahmen der LCR klassifizieren.

### **MSCI nimmt EU-Bonds unerwartet nicht in Staatsanleihen-Index auf**

Da sich die Präsenz der Europäischen Union (Ticker: EU) an den Kapitalmärkten in den letzten Jahren substantiell verändert hat und EU-Anleihen von immer mehr Marktteilnehmern eher wie ein Teil des Govie-Marktes behandelt werden, kam die Frage auf, ob diese nicht auch in entsprechenden Indizes vertreten sein sollten. Hierzu gab der globale Indexanbieter MSCI im Juni des vergangenen Jahres seine Entscheidung bekannt, Anleihen der EU nicht in seine Staatsanleihen-Indizes aufzunehmen. Weil offenbar eine große Zahl der Marktteilnehmer im Vorfeld mit einer anderen Entscheidung gerechnet hatte, konnten im Nachgang der Verkündung Spreadausweitungen beobachtet werden. Auch die EU hatte sicherlich auf eine andere Entscheidung gehofft, da die Aufnahme in den Index wohl auch eine Reduktion der Finanzierungskosten bedeuten würde. Gleichzeitig kündigte MSCI an, die Situation in einem Jahr neu bewerten zu wollen – die Tür für eine Inkludierung bleibt also weiterhin offen.

**Das SSA-Segment im Rahmen des PSPP/PEPP**

Die Reinvestitionen von Vermögenswerten im Zuge des PSPP sind bekanntlich bereits zum Juli 2023 ausgelaufen und auch beim PEPP zeichnete sich im Jahresverlauf eine Verringerung der Volumina ab, sodass die Reduzierung der EZB-Bilanz langsam, aber sicher, voranschreitet. Seit 2025 erfolgen zudem keine Reinvestitionen mehr im Rahmen des PEPP-Programms. Mit Blick auf die Ankaufliste des Eurosystems gab es 2024 keine Neulinge und damit insgesamt wenig Überraschungen: Deutsche Länder waren das am stärksten nachgefragte Sub-Segment des europäischen SSA-Markts. Stand Ende 2024 wurden seit 2015 631 unterschiedliche deutsche Anleihen von der EZB bzw. den dazugehörigen Notenbanken erworben. Damit stieg die Summe im vergangenen Jahr um 41 neue ISINs deutscher Länder. Am häufigsten vertreten sind Anleihen aus Nordrhein-Westfalen (Ticker: NRW) und Niedersachsen (Ticker: NIESA) mit 87 respektive 68 angekaufter ISINs. Abseits deutscher Länder fanden sich zum Jahresende 2024 147 seit 2015 erworbene Anleihen anderer europäischer, regionaler Emittenten in den Büchern des Eurosystems wieder. Im Vergleich zu 2023 kamen somit zehn ISINs dazu. Anleihen der spanischen Hauptstadt Madrid (Ticker: MADRID) wurden mit 25 Bonds seit Ende 2015 am häufigsten nachgefragt, gefolgt von der belgischen Region Wallonien (Ticker: WALLOO) mit 24 ISINs. Auch weniger prominente Ticker wie die belgischen LCFB und BRUCAP tauchen hier auf. Interessant ist, dass bis zum Ablauf des Programms im letzten Jahr nicht ein einziger Bond einer italienischen Region erworben wurde.

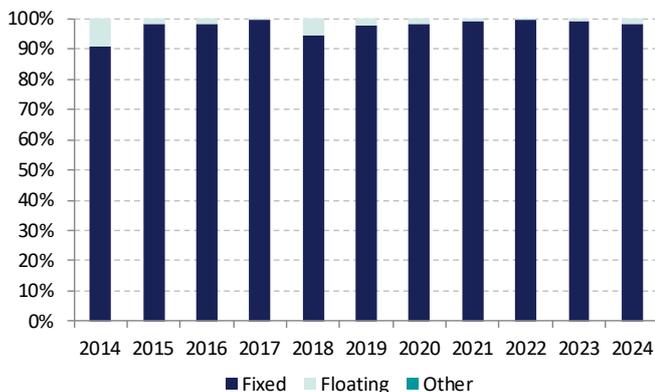
**EZB-Ankaufliste für das PSPP – regionale europäische Emittenten**

| Emittent     | Jurisdiktion | Anzahl angekaufter ISINs | Emittent      | Jurisdiktion | Anzahl angekaufter ISINs |
|--------------|--------------|--------------------------|---------------|--------------|--------------------------|
| BADWUR       | DE           | 28                       | IDF           | FR           | 5                        |
| BAYERN       | DE           | 14                       | VDP           | FR           | 3                        |
| BERGER       | DE           | 63                       | MADRID        | ES           | 25                       |
| BREMEN       | DE           | 57                       | CASTIL        | ES           | 6                        |
| BRABUR       | DE           | 28                       | BASQUE        | ES           | 13                       |
| HESSEN       | DE           | 61                       | ARAGON        | ES           | 1                        |
| HAMBRG       | DE           | 30                       | ANDAL         | ES           | 9                        |
| NIESA        | DE           | 68                       | BALEAR        | ES           | 1                        |
| MECVOR       | DE           | 6                        | JUNGAL        | ES           | 4                        |
| NRW          | DE           | 87                       | NAVARR        | ES           | 1                        |
| RHIPAL       | DE           | 50                       | GENCAT/CANARY | ES           | je 1                     |
| SAARLD       | DE           | 13                       | WALLOO        | BE           | 24                       |
| SCHHOL       | DE           | 48                       | FLEMSH        | BE           | 22                       |
| SAXONY       | DE           | 12                       | LCFB          | BE           | 8                        |
| SACHAN       | DE           | 15                       | BRUCAP        | BE           | 9                        |
| THRGN        | DE           | 24                       | GOVMAD        | PT           | 4                        |
| BULABO       | DE           | 1                        | AZORES        | PT           | 9                        |
| LANDER       | DE           | 26                       | NIEDOE        | AT           | 1                        |
| <b>Summe</b> | <b>Σ</b>     | <b>631</b>               | <b>Summe</b>  | <b>Σ</b>     | <b>147</b>               |

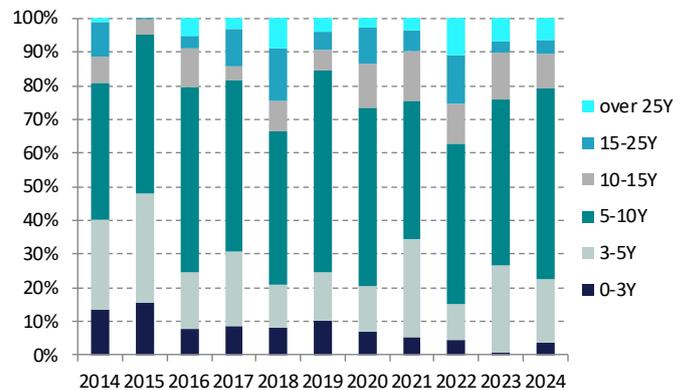
### Festkuponanleihen bestimmen weiterhin das Emissionsgeschehen

Mit den seit 2008 stets gesunkenen Zinsen hatte auch die Bedeutung der Festkuponanleihen kontinuierlich zugenommen. Deren Anteil stabilisierte sich zuletzt auf äußerst hohem Niveau. Im Jahr 2018 deutete sich kurzfristig eine minimale Trendumkehr an: So nahmen FRN-Emissionen das erste Mal seit 2014 wieder zu, kamen jedoch im Jahr darauf bereits (fast) wieder zum Erliegen. Der Anteil der FRN am Marktvolumen lag damals bei 5,4% und befand sich folglich nach wie vor auf niedrigem Niveau. Seit 2019 sank dieser Anteil dann von 2,2% über 1,9% (2020) und 0,8% (2021) auf einen Tiefpunkt von 0,4% in 2022. Seit 2023 sehen wir hingegen einen wieder leicht steigenden Anteil von FRN. Nach 0,8% im Jahr 2023 ist der Anteil der FRN 2024 auf 1,6% gestiegen, sodass rund EUR 4,7 Mrd. des gesamten frischen EUR-Benchmark-Marktvolumens (EUR 282,9 Mrd.) bzw. neun der 200 im Jahr 2024 begebenen EUR-Benchmarkanleihen mit einem variablen Zins ausgestattet waren. Insgesamt bleibt der Anteil an FRN damit weiterhin auf niedrigem Niveau – auch mit Blick auf den langfristigen Durchschnitt, der für den Zeitraum 2008-2024 bei etwa 5,2% liegt (Median: 2,2%). Zwar ist aus Sicht der Emittenten eine Refinanzierung über FRN inmitten des Zinssenkungszyklus bzw. in Erwartung weiter sinkender Zinsen durchaus sinnvoll, allerdings müssen sich auch entsprechende Abnehmer dieser Anleihen auf der Käuferseite finden lassen. Dies mag in einem gewissen Umfang durchaus möglich sein, allerdings erwarten wir nicht, dass sich der Anteil von FRN im kommenden Jahr nennenswert erhöhen wird. Einen großen Anteil vereinten FRN auch in der jüngeren Vergangenheit ohnehin nicht auf sich.

#### EUR-Benchmark-Emissionen nach Kupontyp



#### EUR-Benchmark-Emissionen nach Laufzeitbereich

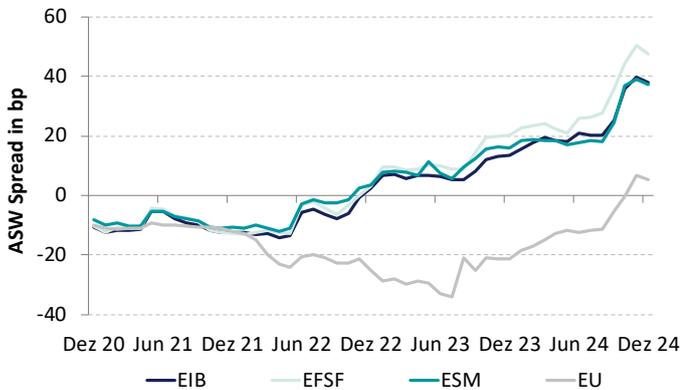


Anm.: Benchmarks werden als Anleihen mit einem Emissionsvolumen von mind. EUR 0,5 Mrd. definiert.  
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

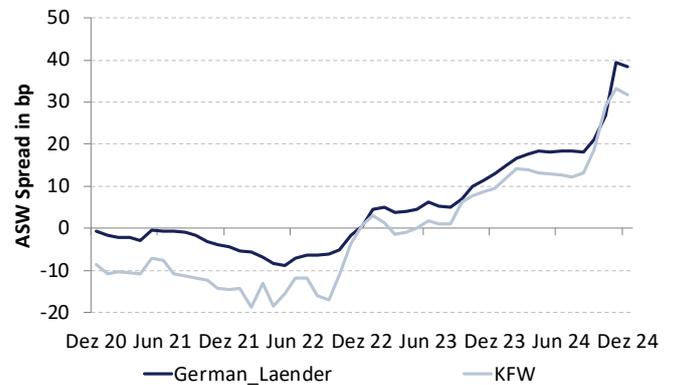
### Laufzeitenbuckets tendieren mehr zu mittleren Laufzeiten

Ein Blick auf die Veränderungen der Laufzeiten zeigt, dass die Marktteilnehmer 2024 v.a. zu Emissionen im Laufzeitsegment 5-10Y tendierten, das mit rund 57% den mit Abstand größten Anteil auf sich vereinigen konnte und gleichzeitig mit +7,4%-Punkten den größten Zuwachs im Vergleich zum Vorjahr verbuchte. Mit einem Anstieg auf einen Anteil von 3,5% konnte auch das Laufzeitsegment 0-3Y ein – wenn auch nur unwesentliches – Comeback feiern, nachdem es zuvor seit 2020 stetig an Bedeutung verlor und zuvor bei nur 0,6% (2023) lag. Eingebüßt haben hingegen die Laufzeitbänder 3-5Y und 10-15Y, deren Anteile im letzten Jahr 18,8% (2023: 26,0%) bzw. 10,5% (2023: 14,0%) betragen. Das Interesse an einer Refinanzierung mit langen (15-25Y) bzw. ultralangen Laufzeiten (>25Y) blieb ähnlich verhalten wie im Vorjahr und zeigte sich mit 3,8% bzw. 6,5% fast unverändert.

**Europäische Supras ASW Spreads 10y**



**Deutsche Länder & KfW ASW Spreads 10y**

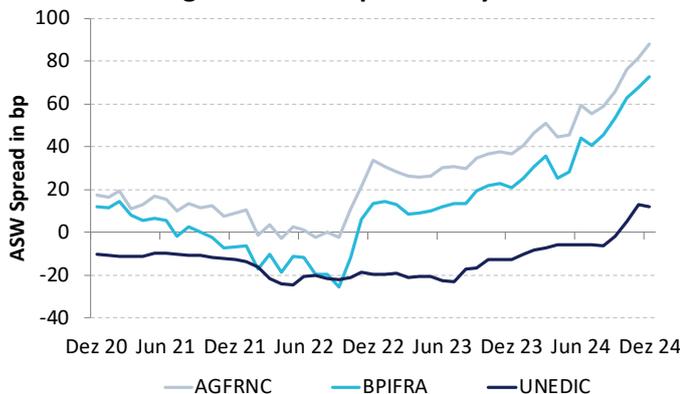


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research. Daten vom 30. Dezember 2024

**Deutliche Spreadausweitung in der zweiten Jahreshälfte**

Die Spreadbewegungen im Zehnjahresbereich aller Sub-Assetklassen lassen sich wie folgt beschreiben: Nachdem sich die Spreads bis zur Jahreshälfte auf einem einigermaßen konstanten Niveau eingependelt hatten bzw. nur leicht stiegen, setzte in H2/2024 ein zum Teil deutlicher Ausweitungstrend ein. Von dieser Ausweitung waren auch die ASW-Spreads der Supranationals – allen voran der des EFSF im Zuge des Downgrades – betroffen. Nachdem die ASW-Spreads der EU in den Vorjahren noch mit negativem Vorzeichen versehen waren, hat sich dieser seit Oktober 2024 ebenfalls ins Positive gedreht. Sowohl im Segment der deutschen Länder als auch bei der KfW konnten wir ebenfalls ein anhaltendes Repricing ab H2/2024 beobachten, welches zeitweise gewohnte Muster und etablierte Gesetzmäßigkeiten verschwinden ließ. So notierten deutsche Länder im Zehnjahressegment zwischenzeitlich unter der ASW-Kurve der KfW, ehe sich die Lage zum Jahresende in dieser Hinsicht wieder „normalisierte“.

**Französische Agencies ASW Spreads 10y**



**Niederländische Agencies ASW Spreads 10y**



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research, Daten vom 30. Dezember 2024

**Ähnliches Muster bei französischen und niederländischen Adressen**

Eine deutliche Ausweitung lässt sich ebenfalls für die französischen und niederländischen Emittenten feststellen. Auffällig ist, dass auch für UNEDIC eine deutliche Ausweitung zu beobachten war, wenngleich das Niveau im historischen Kontext nach wie vor niedrig ist. Hier spielt der regulatorische Vorteil (Risikogewichtung: 0%) gegenüber Bpifrance und AFD eine Rolle. Auch bei den niederländischen Agencies weiteten sich die Spreads im Jahresverlauf weiter aus.

**Ausblick**

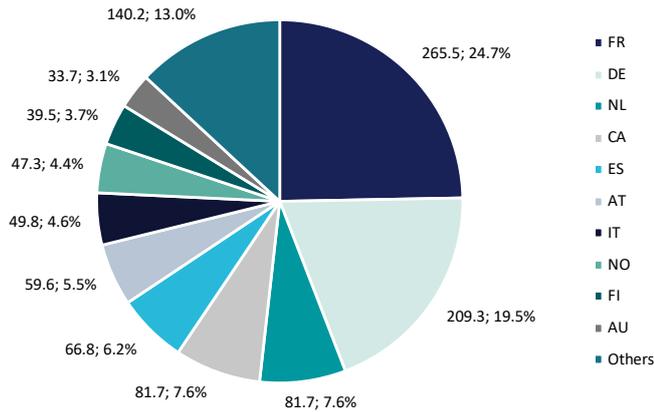
Wie im Rahmen einer unserer letzten Wochenpublikation 2024 mit unserem [SSA-Outlook 2025](#) dargelegt, erwarten wir, dass das SSA-Segment im Jahr 2025 weiterhin im Zeichen aktueller geopolitischer Krisen, ökonomischer und haushaltspolitischer Herausforderungen, anhaltender Zinssenkungen sowie dem endgültigen Ende von Reinvestitionen in den Ankaufprogrammen der EZB stehen wird. Für das Jahr 2025 rechnen wir in unserem Basisszenario mindestens in Q1/2025 zunächst mit der Möglichkeit einer anhaltenden Ausweitung der Spreads im SSA-Segment. Gespannt sind wir zudem auf die Saisonmuster, etwa wie stark der Januar sein wird und zu welchen Spreads nach dem starken Repricing der vergangenen Wochen und Monate gepreist wird. So könnte sich mit Blick auf die Fälligkeitsstruktur der Fokus eher auf die Monate März und April richten und der Start ins neue Jahr hinsichtlich Neuemissionen somit etwas langsamer vonstattengehen. Schwierig zu prognostizieren sind nach wie vor der Ausgang der Debatten rund um die französische Haushalts- und Staatsschuldensituation sowie die politische Lage in Deutschland im Kontext der Neuwahlen am 23. Februar mit anschließend möglicherweise langwierigen Koalitionsverhandlungen. Auch die Lage in der Ukraine könnte sich nach der Amtseinführung von Donald Trump in die eine oder andere Richtung entwickeln. Es bestehen somit noch deutliche Unsicherheitsfaktoren, die jedoch realistisch bis zur Mitte des Jahres ausgeräumt werden könnten. Insofern rechnen wir frühestens ab Q2/2025 mit einer weniger volatilen Marktsituation, welches sich entsprechend positiv auf die Spreadbewegungen auswirken könnte.

**Fazit**

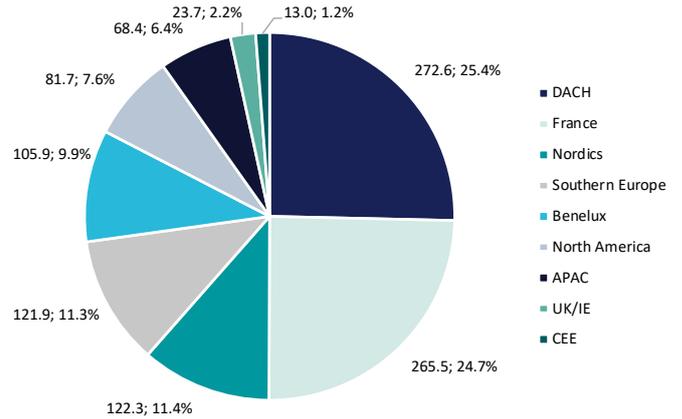
Das vergangene Jahr 2024 war in vielerlei Hinsicht außergewöhnlich und die vielen Geschehnisse lassen sich nur schwer in einen „kurzen“ Jahresüberblick pressen. Zudem gerät Vieles zu schnell in Vergessenheit, was sich rechts und links noch abseits von Kriegen sowie politischen und wirtschaftlichen Krisen abspielt. Nachdem sich das Emissionsvolumen in den Jahren 2022 und 2023 zwar nach wie vor auf hohem Niveau, aber dennoch nach 2021 rückläufig zeigte, ist es im vergangenen Jahr um +14,0% auf EUR 282,9 Mrd. gestiegen. Damit belegt das Jahr 2024 mit Blick auf das Emissionsvolumen Rang drei im Langfristvergleich – lediglich in den Jahren 2020 und 2021 lag es mit EUR 303,8 Mrd. bzw. EUR 326,3 Mrd. höher. Bei der Anzahl der EUR-Benchmarkemissionen belegt das Jahr mit insgesamt 200 Emissionen sogar Platz zwei im historischen Vergleich. Aus unserem Blickwinkel haben sich die wesentlichen Trends kaum verändert. Hinsichtlich der Laufzeitpräferenzen lag der Fokus weiterhin bevorzugt auf kürzeren bzw. mittleren anstatt ultralang laufenden Anleihen. Festkuponanleihen bestimmten auch im Jahr 2024 weiterhin das Emissionsgeschehen. Der Anteil an FRN blieb weiterhin auf niedrigem Niveau. Darüber hinaus haben politische Unsicherheiten, die konjunkturelle Schwäche einzelner europäischer Staaten und Sorgen um deren haushaltspolitische Lage insbesondere in der zweiten Jahreshälfte zu deutlichen Spreadausweitungen im SSA-Segment geführt. Wir wünschen unserer Leserschaft ein erfolgreiches und vor allem gesundes Jahr 2025!

# Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



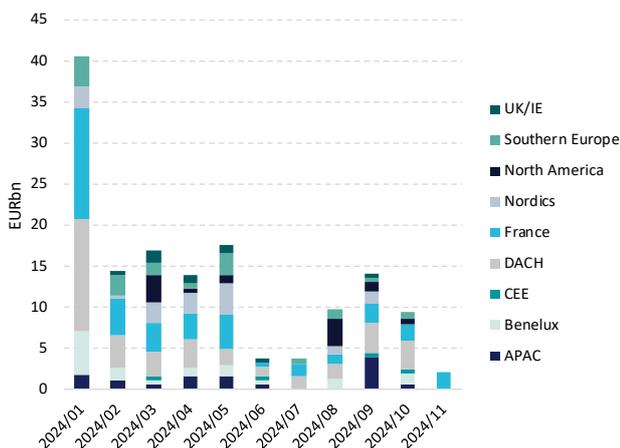
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



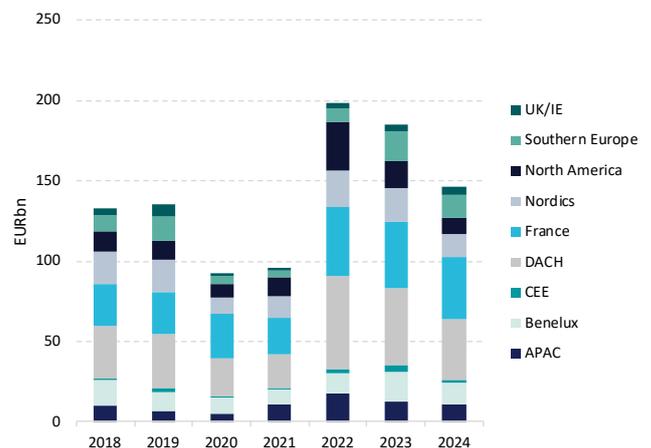
Top-10 Jurisdiktionen

| 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      | 265.5                 | 256         | 29                | 0.97                    | 9.2                              | 4.6                           | 1.50               |
| 2    | DE      | 209.3                 | 296         | 45                | 0.65                    | 7.8                              | 3.8                           | 1.54               |
| 3    | NL      | 81.7                  | 82          | 3                 | 0.93                    | 10.5                             | 5.8                           | 1.40               |
| 4    | CA      | 81.7                  | 60          | 1                 | 1.34                    | 5.6                              | 2.5                           | 1.43               |
| 5    | ES      | 66.8                  | 53          | 5                 | 1.14                    | 11.1                             | 3.0                           | 2.19               |
| 6    | AT      | 59.6                  | 100         | 5                 | 0.59                    | 8.0                              | 3.9                           | 1.56               |
| 7    | IT      | 49.8                  | 64          | 5                 | 0.76                    | 8.5                              | 3.8                           | 2.01               |
| 8    | NO      | 47.3                  | 58          | 12                | 0.81                    | 7.2                              | 3.3                           | 1.11               |
| 9    | FI      | 39.5                  | 45          | 4                 | 0.86                    | 6.7                              | 3.3                           | 1.77               |
| 10   | AU      | 33.7                  | 32          | 0                 | 1.05                    | 7.2                              | 3.1                           | 1.79               |

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

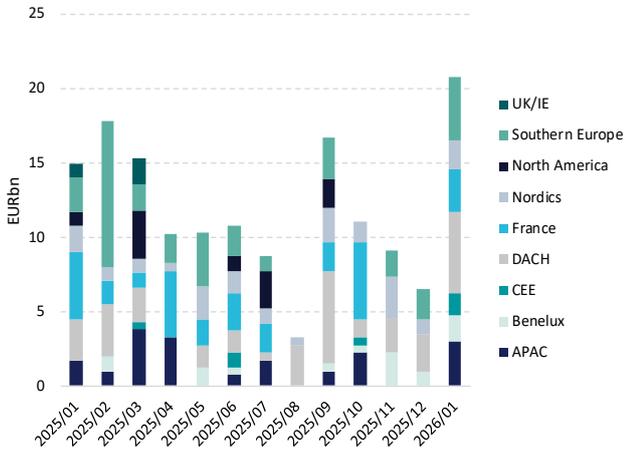


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

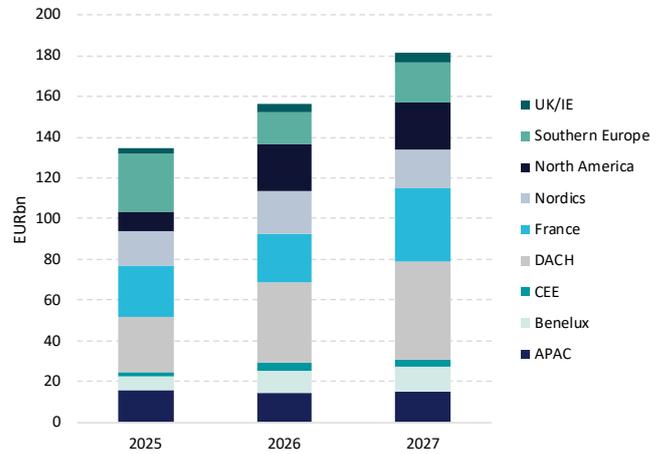


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

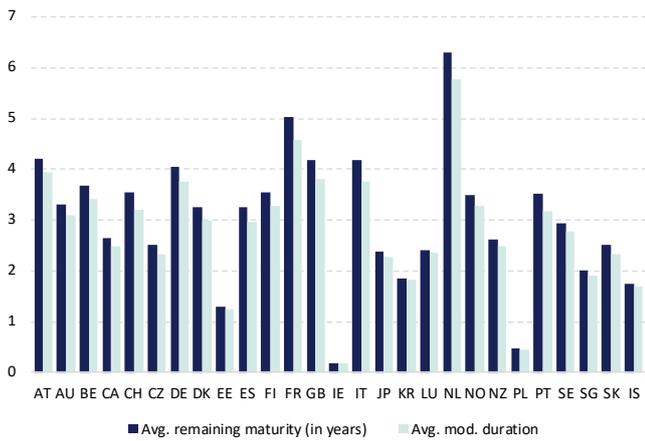
**EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat**



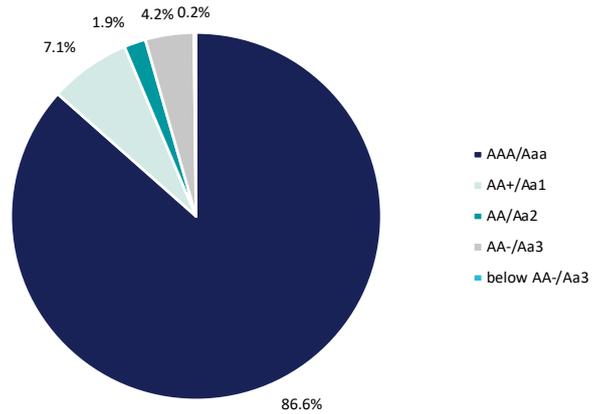
**EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr**



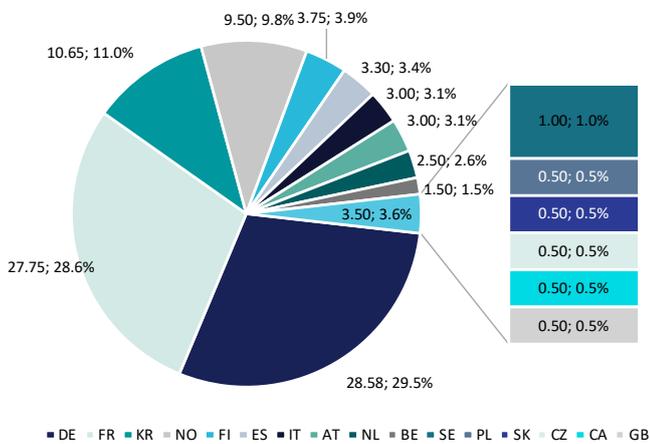
**Modified Duration und Restlaufzeit nach Land**



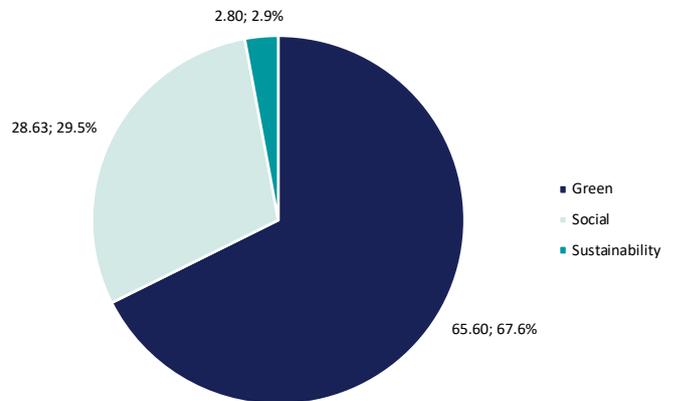
**Ratingverteilung (volumengewichtet)**



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

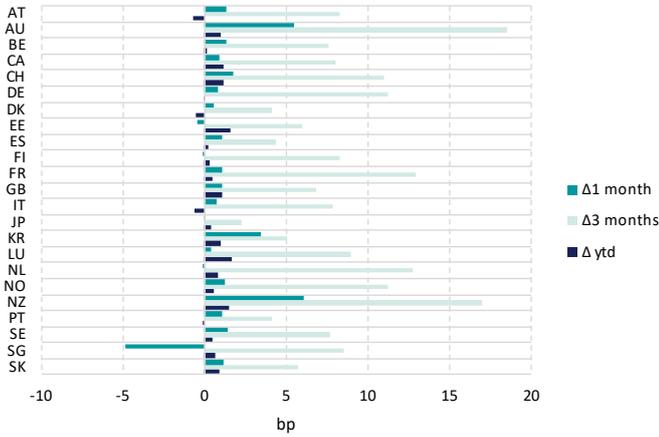


**EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)**

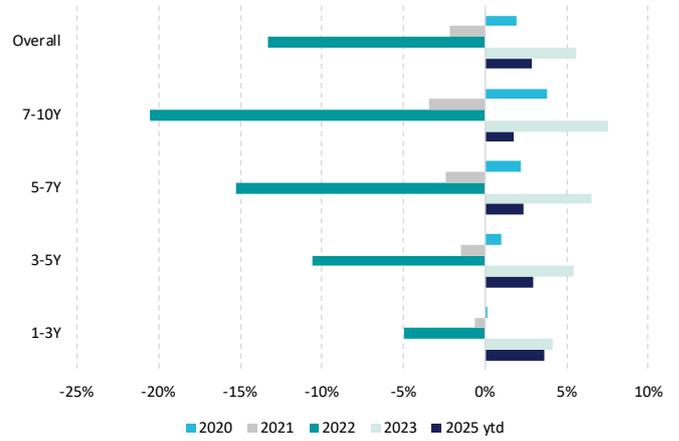


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

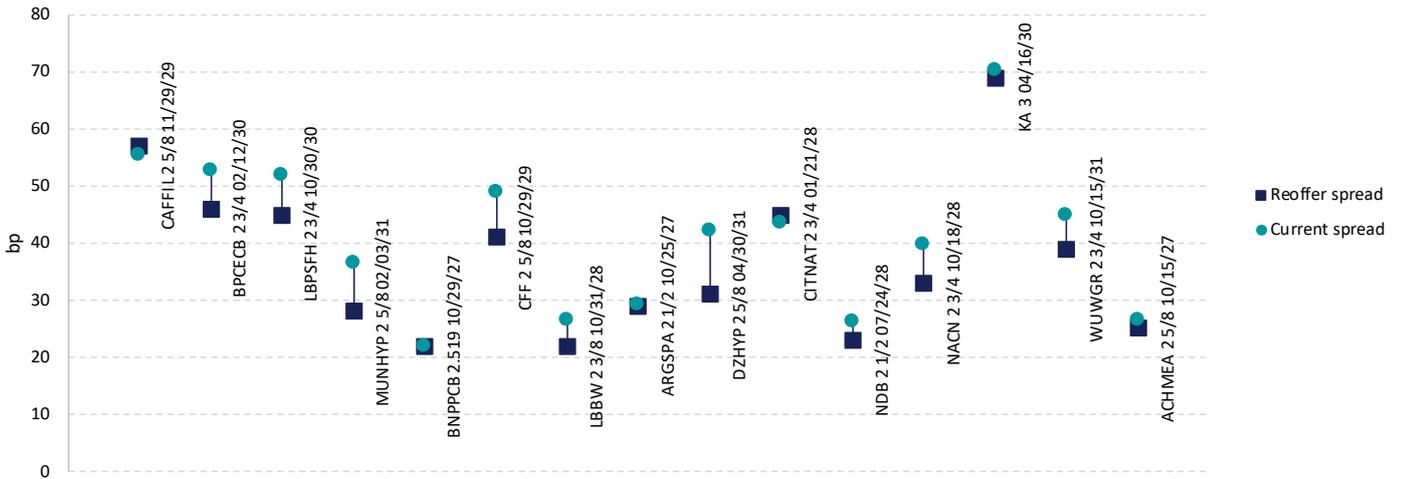
**Spreadveränderung nach Land**



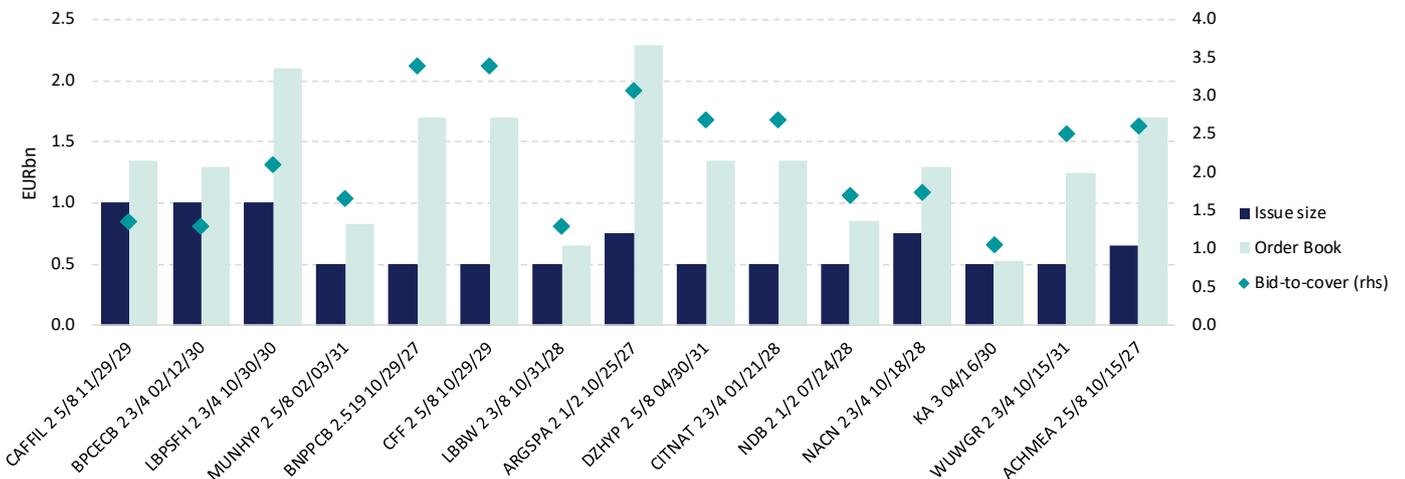
**Covered Bond Performance (Total Return)**



**Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen**



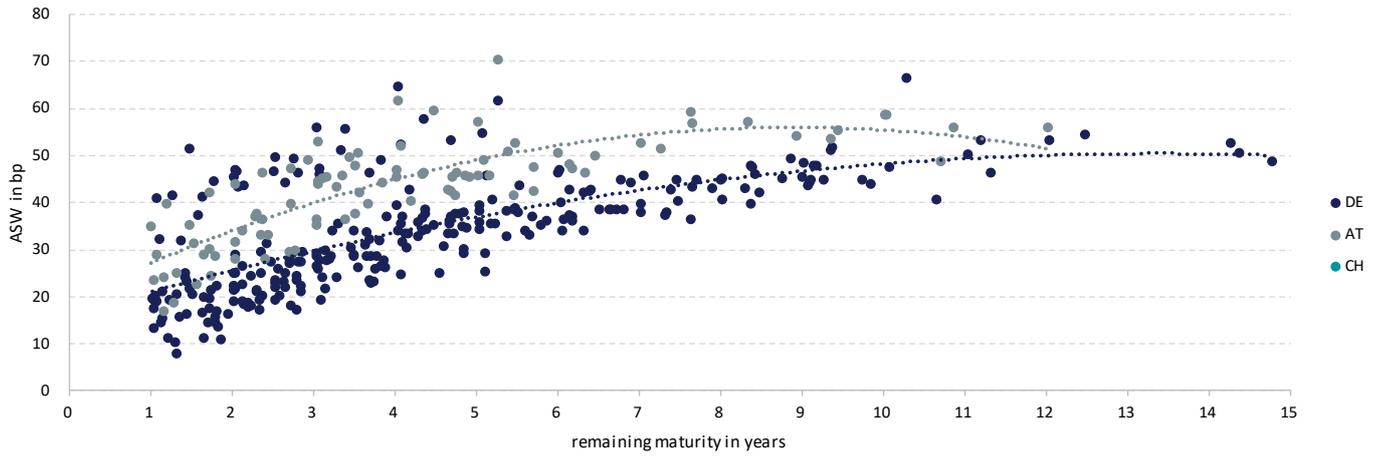
**Orderbücher der letzten 15 Emissionen**



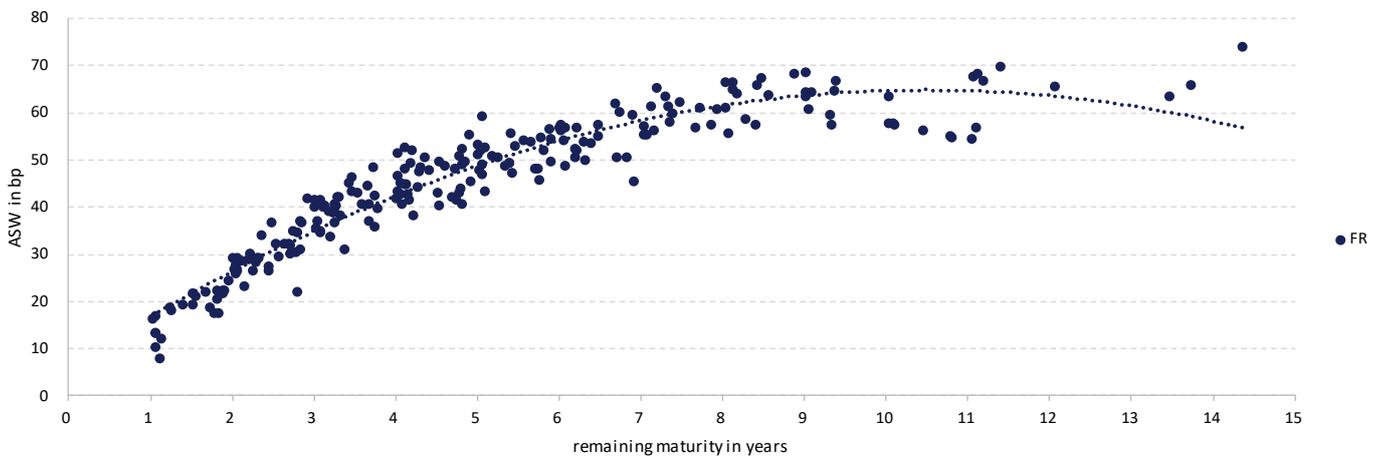
Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

**Spreadübersicht<sup>1</sup>**

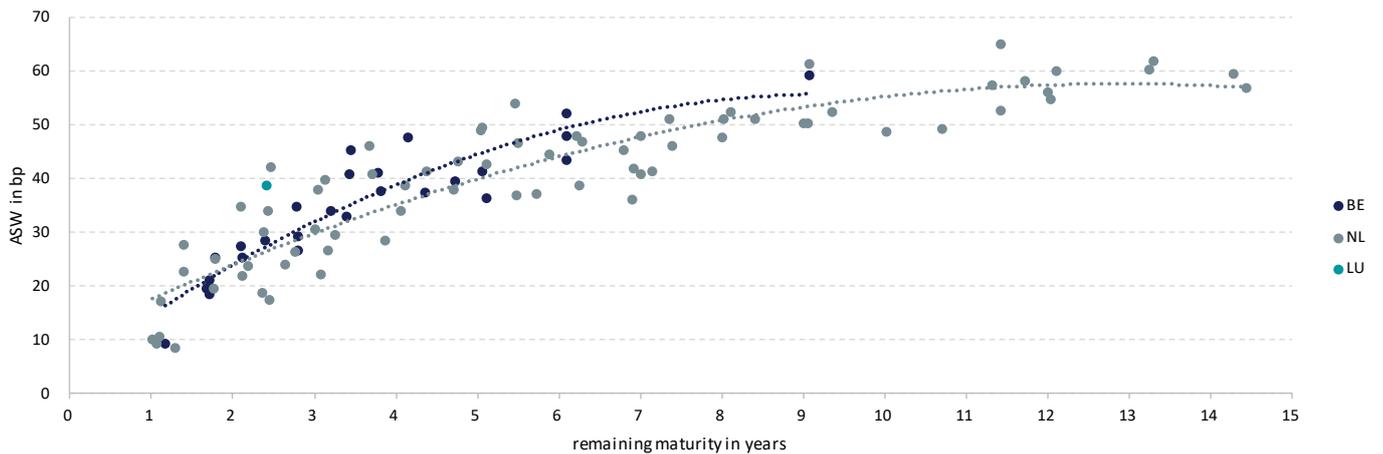
**DACH** 



**France** 

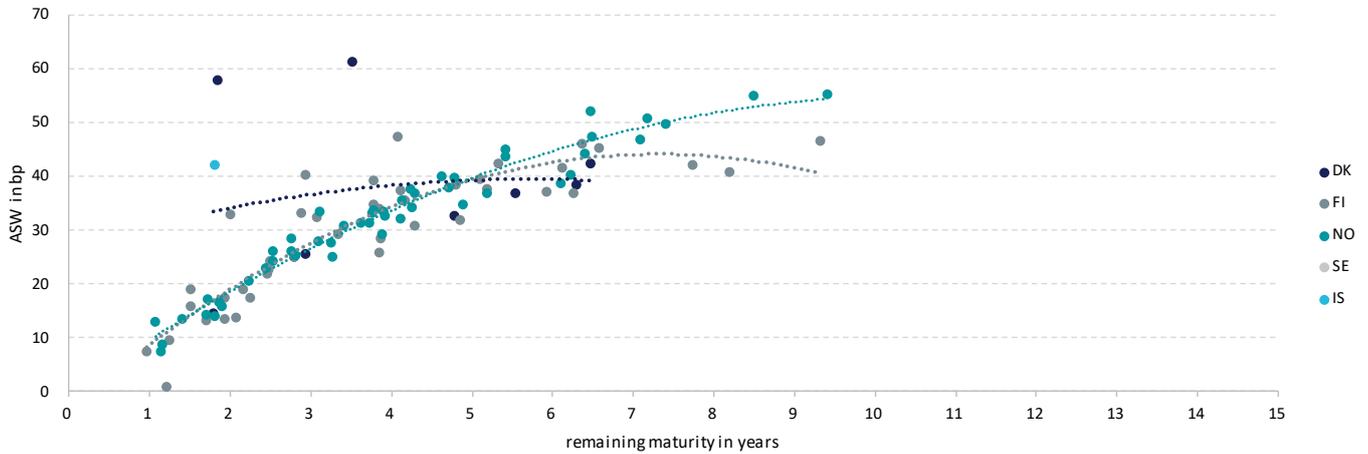


**Benelux** 

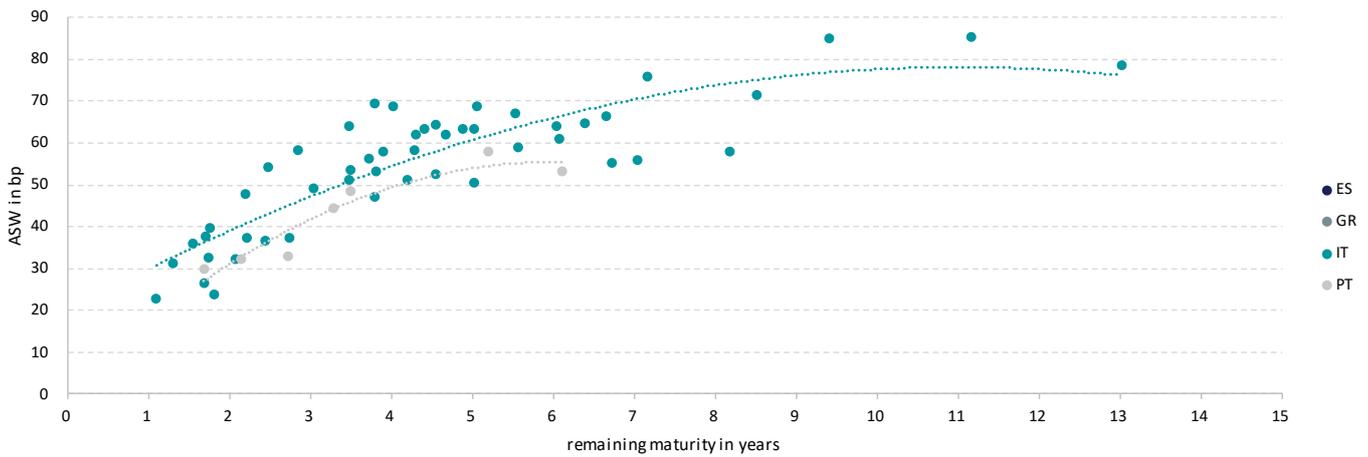


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research <sup>1</sup> Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

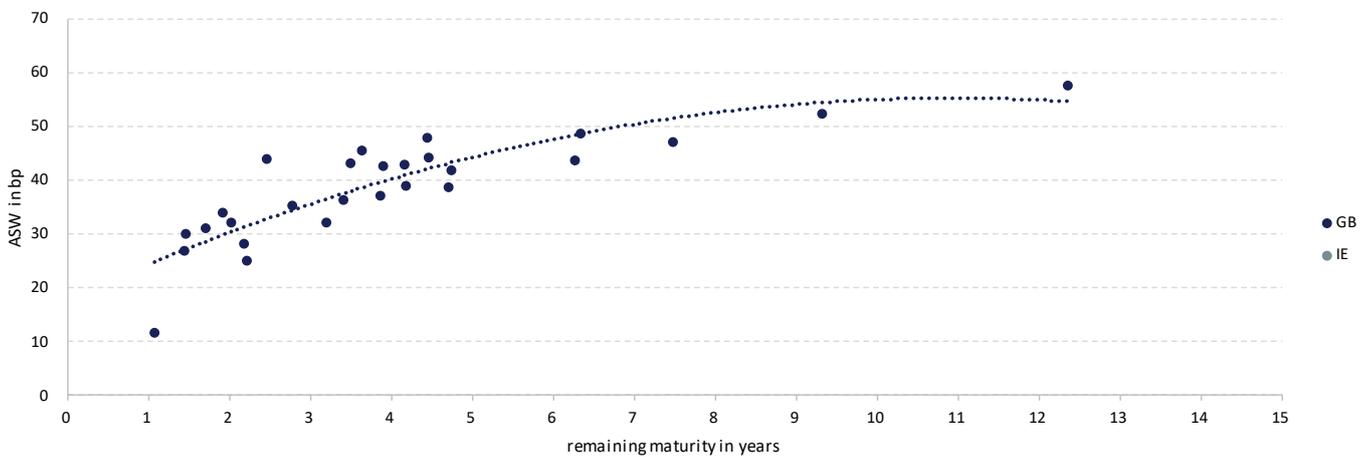
**Nordics** 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪 🇮🇸



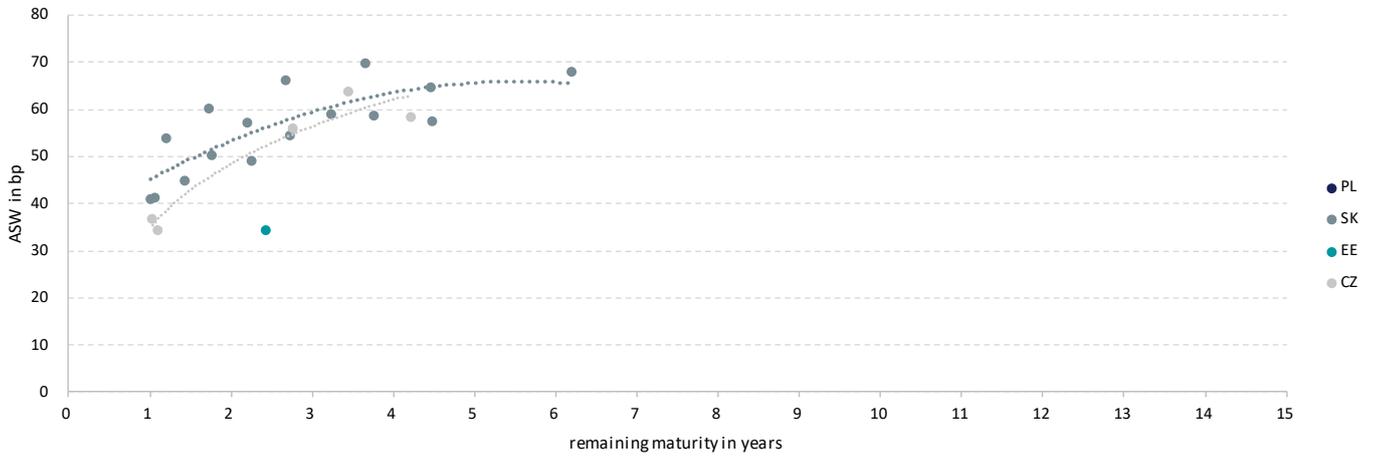
**Southern Europe** 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



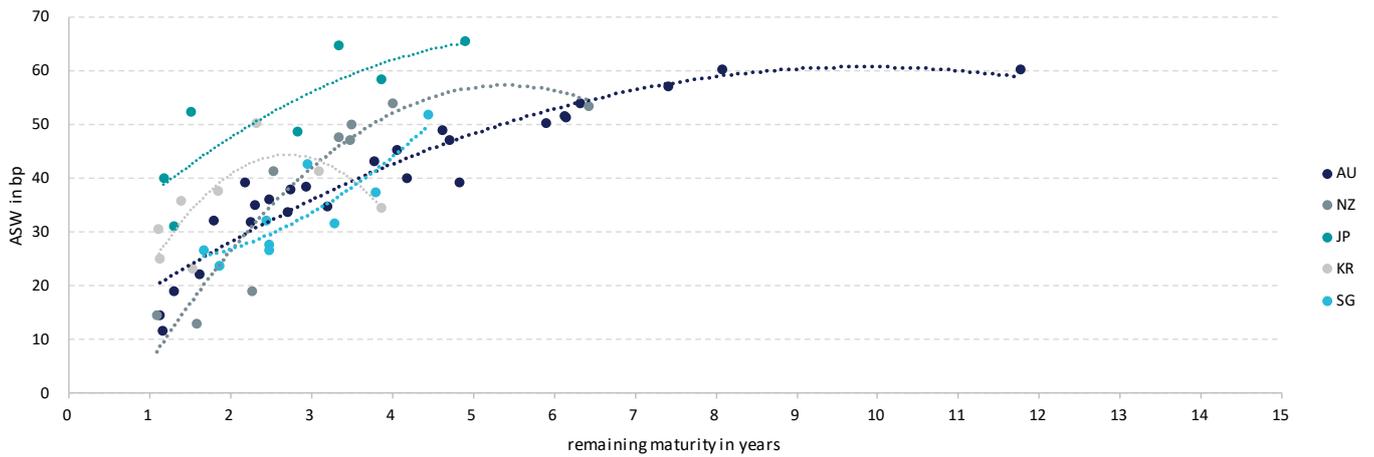
**UK/IE** 🇬🇧 🇮🇪



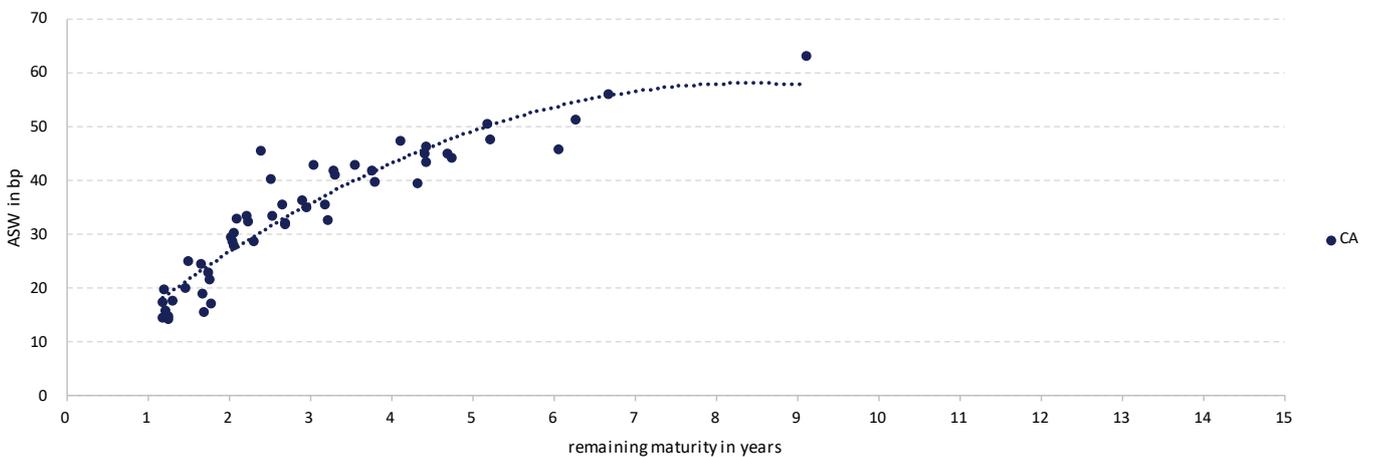
**CEE** 



**APAC** 



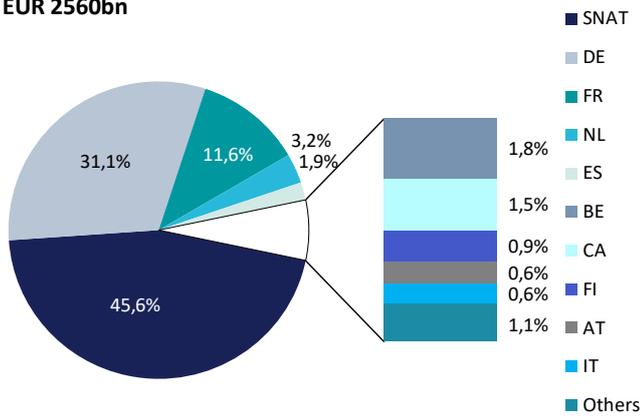
**North America** 



# Charts & Figures SSA/Public Issuers

## Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

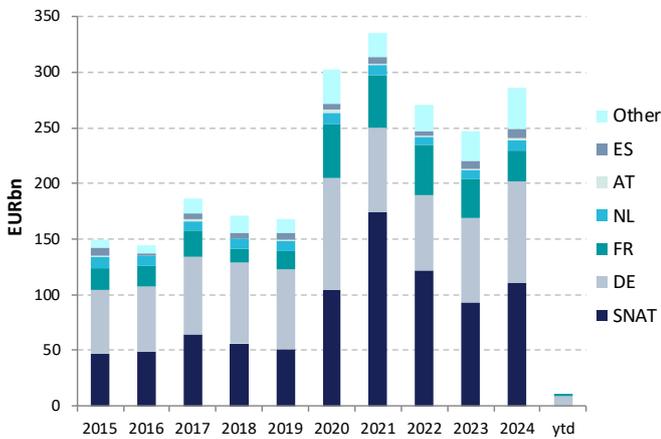
EUR 2560bn



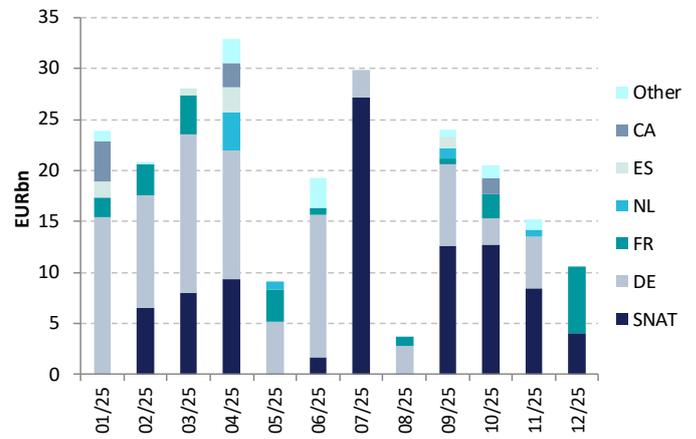
## Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

| Country | Vol. (EURbn) | No. of bonds | ØVol. (EURbn) | Vol. weight. ØMod. Dur. |
|---------|--------------|--------------|---------------|-------------------------|
| SNAT    | 1.168,4      | 242          | 4,8           | 7,8                     |
| DE      | 796,7        | 594          | 1,3           | 6,0                     |
| FR      | 295,7        | 199          | 1,5           | 5,6                     |
| NL      | 82,3         | 67           | 1,2           | 6,3                     |
| ES      | 49,4         | 69           | 0,7           | 4,6                     |
| BE      | 45,1         | 46           | 1,0           | 9,9                     |
| CA      | 39,1         | 28           | 1,4           | 4,6                     |
| FI      | 23,3         | 25           | 0,9           | 4,4                     |
| AT      | 16,0         | 21           | 0,8           | 4,8                     |
| IT      | 15,6         | 20           | 0,8           | 4,2                     |

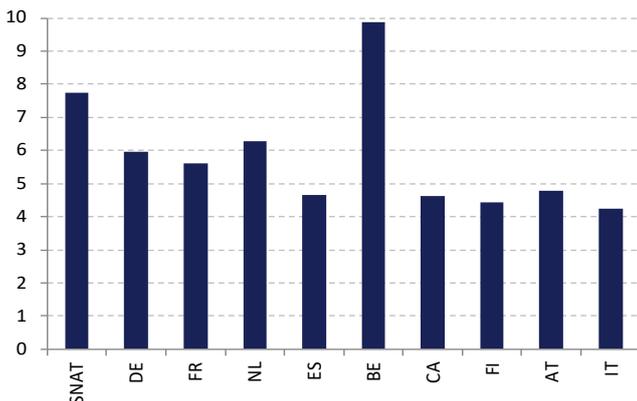
## EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



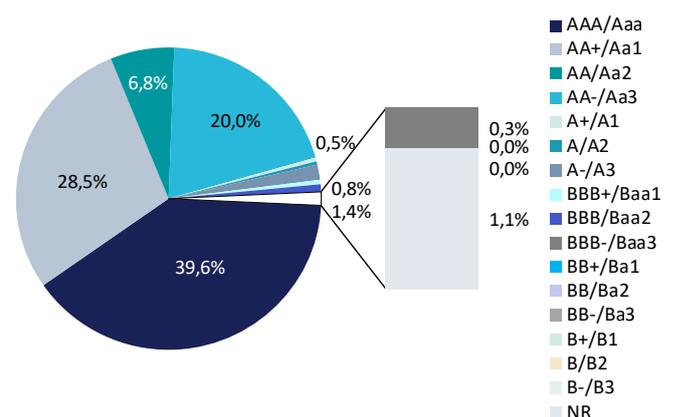
## EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



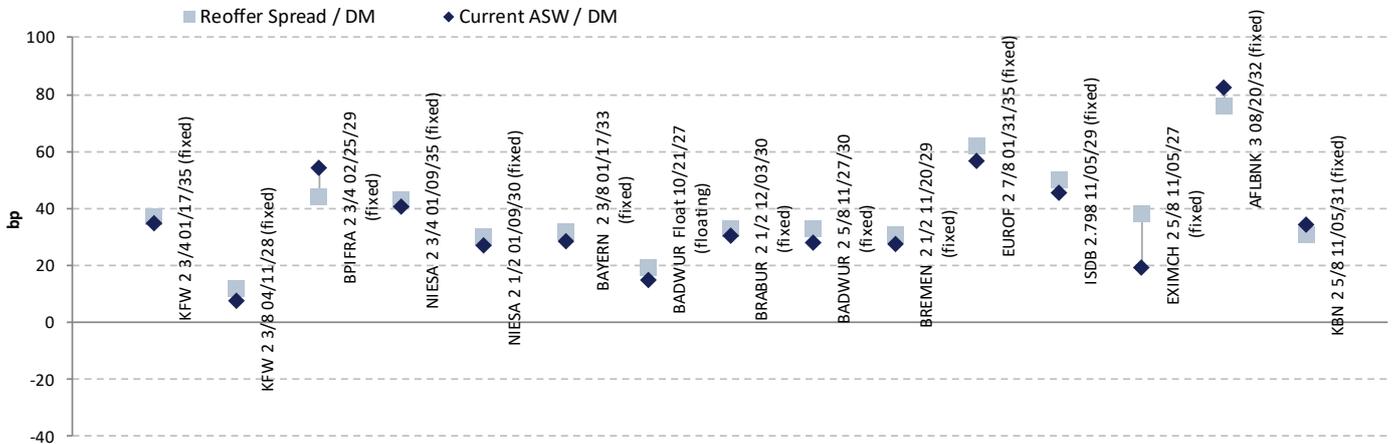
## Vol. gew. Modified Duration nach Land



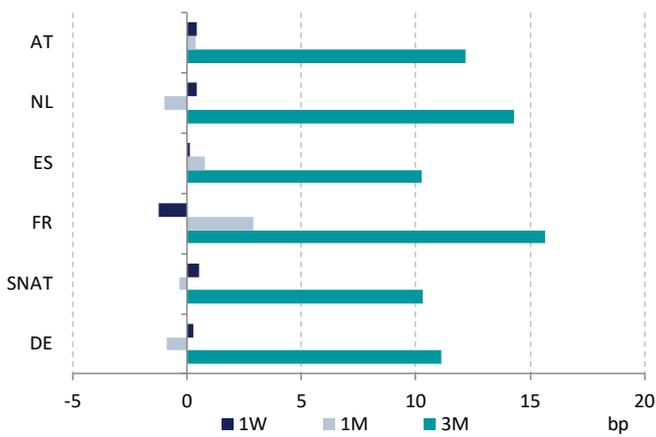
## Ratingverteilung (volumengewichtet)



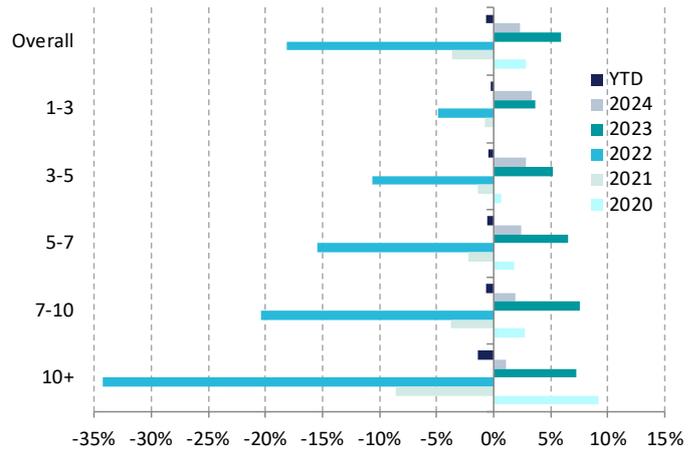
**Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen**



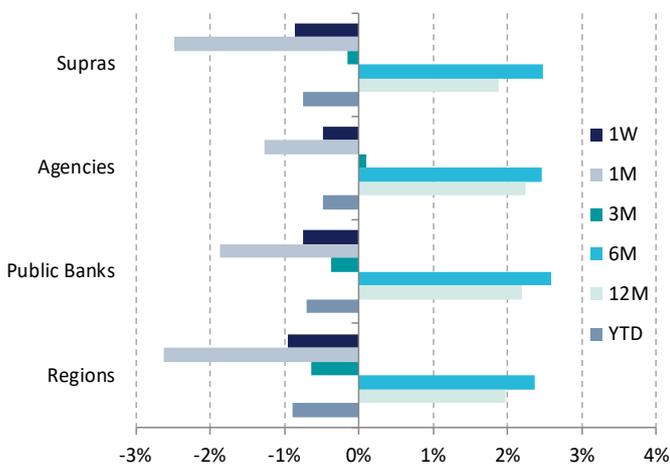
**Spreadentwicklung nach Land**



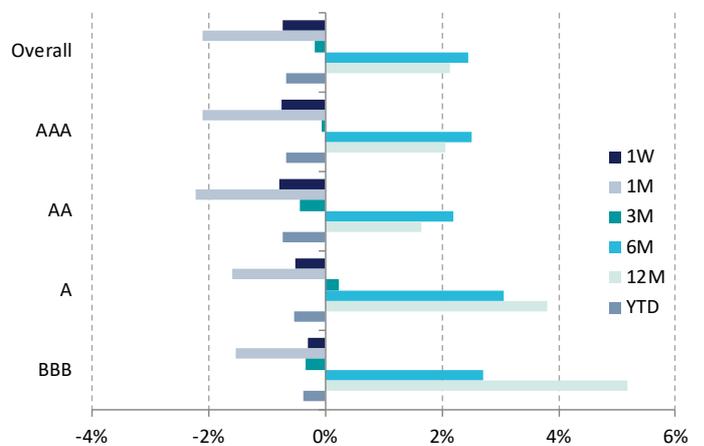
**SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich**



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

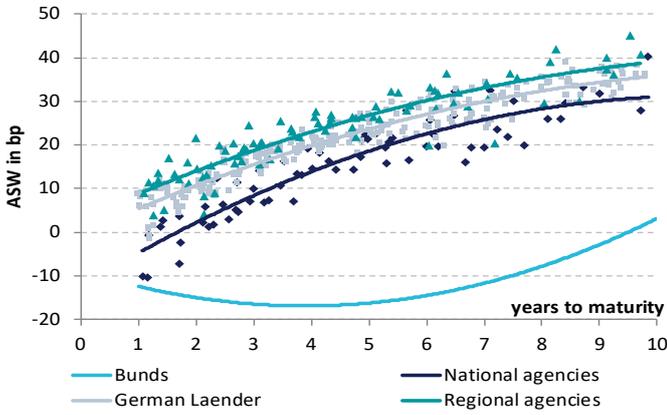


**SSA-Performance nach Rating (Total Return)**

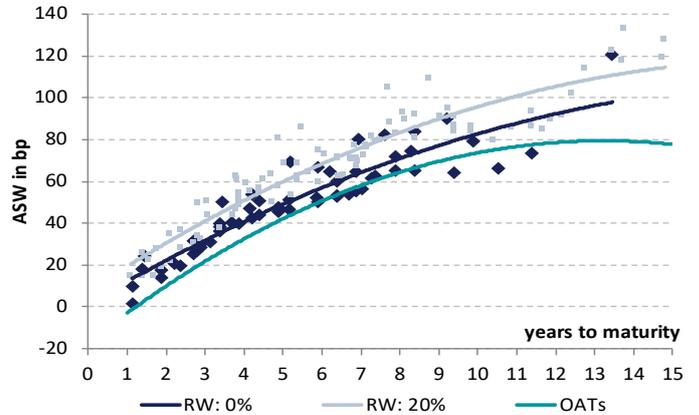


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

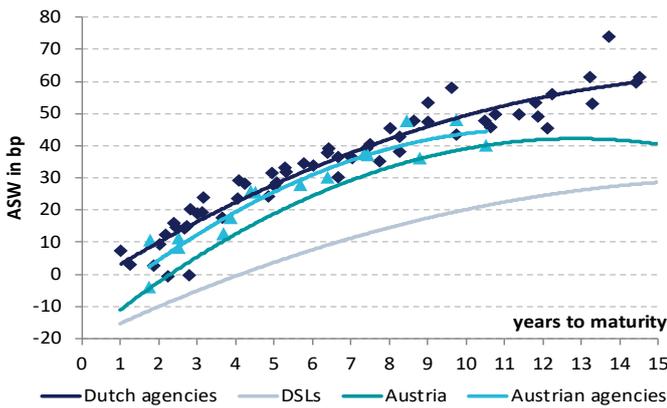
**Germany (nach Segmenten)**



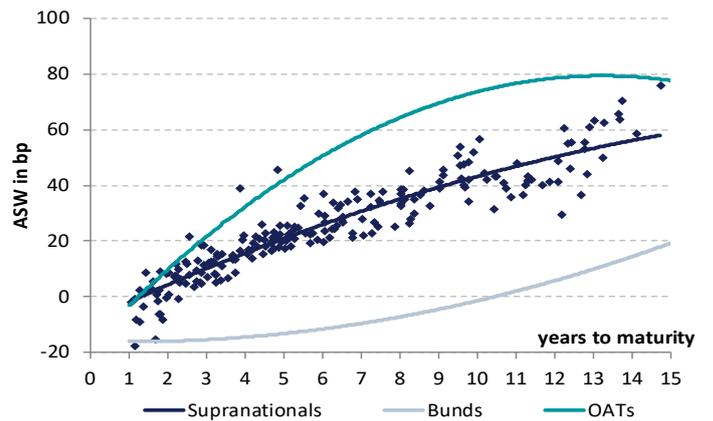
**France (nach Risikogewichten)**



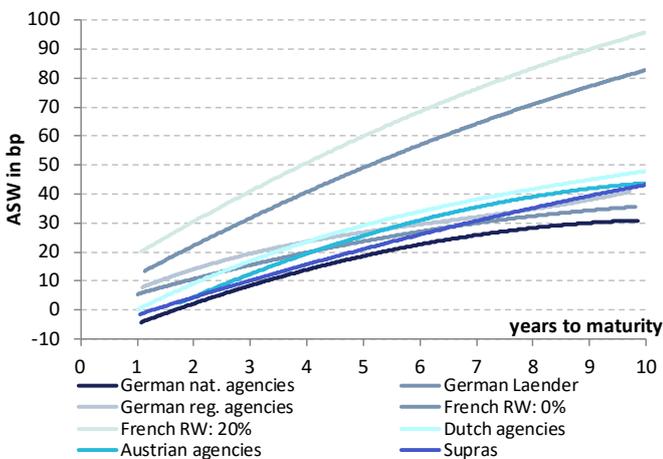
**Netherlands & Austria**



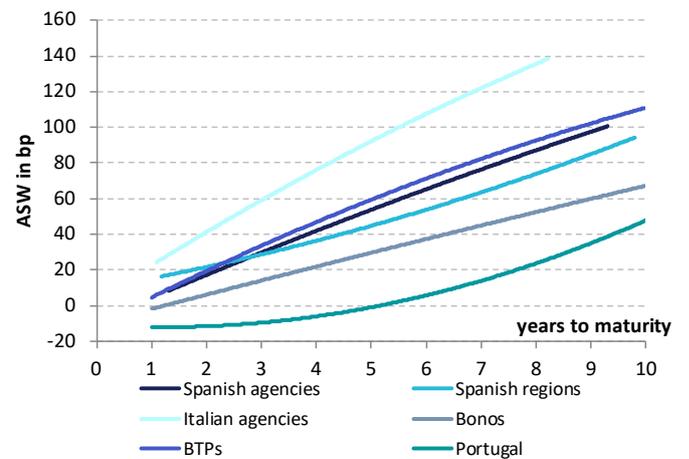
**Supranationals**



**Core**



**Periphery**



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

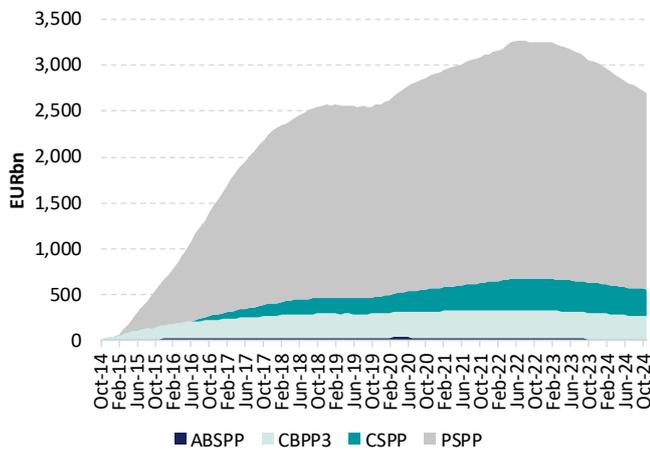
# EZB-Tracker

## Asset Purchase Programme (APP)

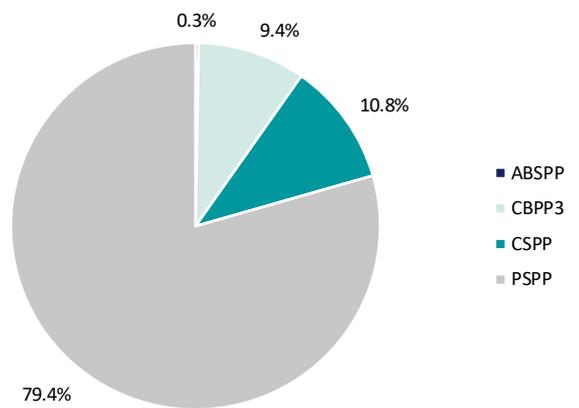
### Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

|               | ABSPP | CBPP3   | CSPP    | PSPP      | APP       |
|---------------|-------|---------|---------|-----------|-----------|
| <b>Oct-24</b> | 7,607 | 258,032 | 294,507 | 2,165,737 | 2,725,883 |
| <b>Nov-24</b> | 7,425 | 254,896 | 292,299 | 2,143,646 | 2,698,266 |
| <b>Δ</b>      | -182  | -3,136  | -2,208  | -22,091   | -27,617   |

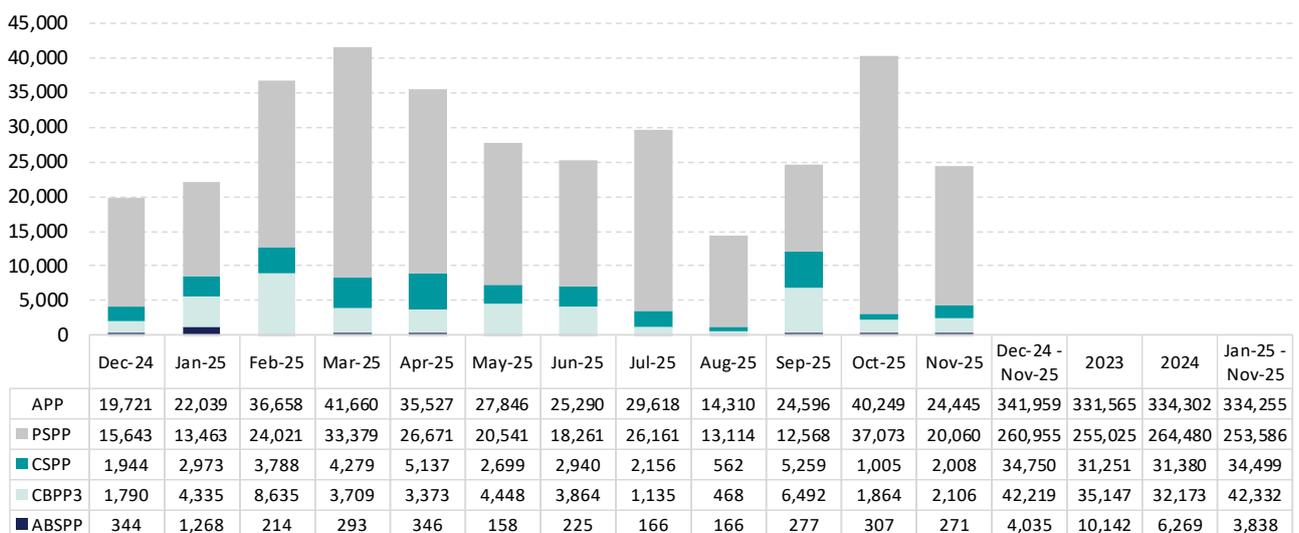
### Portfolioentwicklung



### Portfoliostruktur



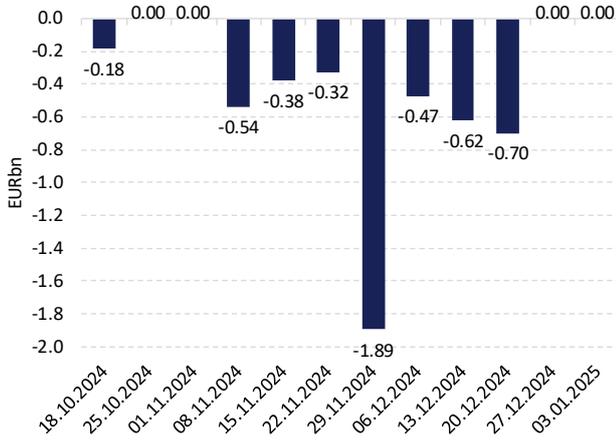
### Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



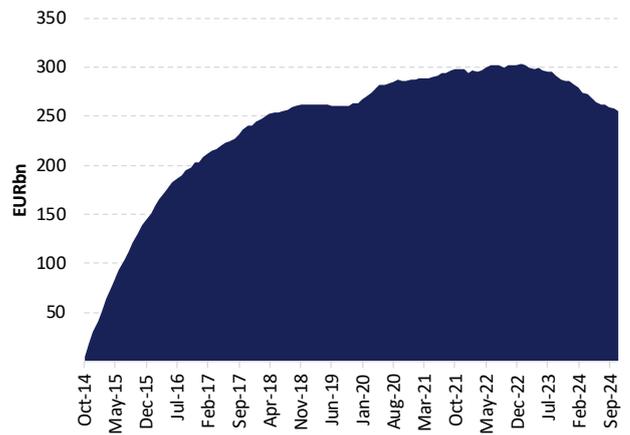
Quelle: EZB, NORD/LB Floor Research

### Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)

Wöchentliches Ankaufsvolumen

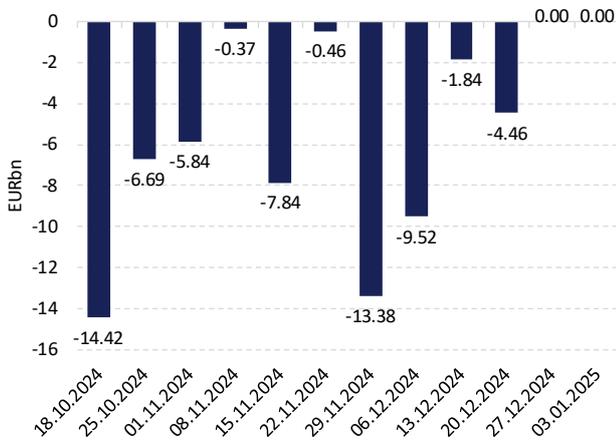


Entwicklung des CBPP3-Volumens

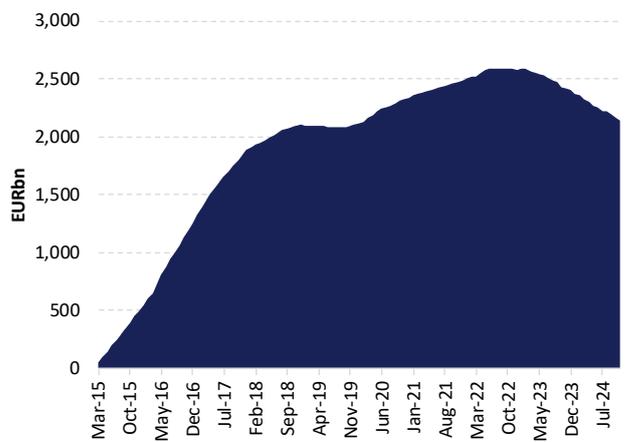


### Public Sector Purchase Programme (PSPP)

Wöchentliches Ankaufsvolumen

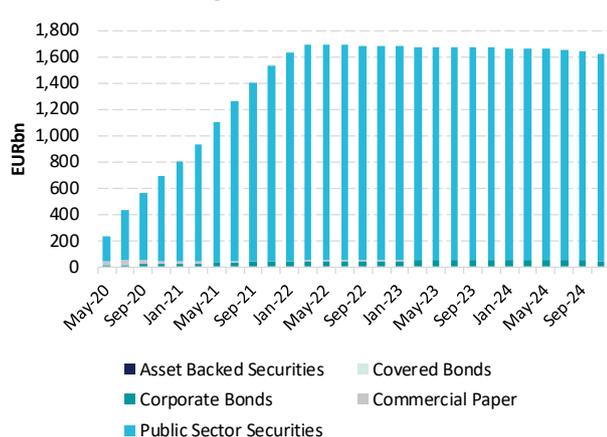


Entwicklung des PSPP-Volumens

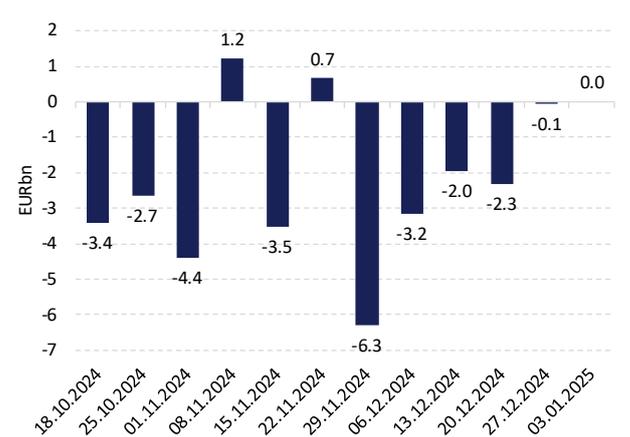


### Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

Portfolioentwicklung



Wöchentliches Ankaufsvolumen



## Anhang

### Ausgaben im Überblick

| Ausgabe   | Themen  |
|---|---|
| <a href="#">42/2024</a> ♦ <a href="#">18. Dezember</a>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Ein regulatorischer Blick auf den iBoxx EUR Covered</li> <li>Teaser: Beyond Bundesländer – Belgien</li> </ul>  |
| <a href="#">41/2024</a> ♦ <a href="#">11. Dezember</a>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Frankreich im Fokus: Covered Bond-Blick auf die Groupe CCF</li> <li>Teaser: Issuer Guide – Französische Agencies 2024</li> </ul>                       |
| <a href="#">40/2024</a> ♦ <a href="#">04. Dezember</a>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2025</li> <li>SSA-Ausblick 2025: Die Rückkehr der Risikoprämien</li> </ul>                                   |
| <a href="#">39/2024</a> ♦ <a href="#">27. November</a>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Covereds: Was tut sich abseits des EUR-Benchmarksegments</li> <li>Teaser: Issuer Guide – Down Under 2024</li> </ul>                                    |
| <a href="#">38/2024</a> ♦ <a href="#">20. November</a>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2024</li> <li>Die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für Supranationals &amp; Agencies</li> </ul> |
| <a href="#">37/2024</a> ♦ <a href="#">13. November</a>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (vdp-Index)</li> <li>Region Auvergne-Rhône-Alpes – REGRHO im Fokus</li> </ul>                              |
| <a href="#">36/2024</a> ♦ <a href="#">6. November</a>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>ESG-Covered Bonds: Benchmarksegment auf Wachstumskurs</li> <li>Aktuelle LCR-Klassifizierung unserer SSA-Coverage</li> </ul>                            |
| <a href="#">35/2024</a> ♦ <a href="#">30. Oktober</a>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Fälligkeiten als zukünftige Treiber des Primärmarkts?</li> <li>Deutschsprachige Gemeinschaft Belgiens – DGBE im Fokus</li> </ul>                       |
| <a href="#">34/2024</a> ♦ <a href="#">23. Oktober</a>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Relative Value-Betrachtung von Covered Bonds</li> <li>Aktuelle Risikogewichtung von Supranationals &amp; Agencies</li> </ul>                           |
| <a href="#">33/2024</a> ♦ <a href="#">16. Oktober</a>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick</li> <li>Teaser: Issuer Guide – Europäische Supranationals 2024</li> </ul>                       |
| <a href="#">32/2024</a> ♦ <a href="#">09. Oktober</a>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Ein Covered Bond-Blick auf die „CEE-Region“</li> <li>NGEU: Green Bond Dashboard</li> </ul>   |
| <a href="#">31/2024</a> ♦ <a href="#">02. Oktober</a>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Ein Rückblick auf das III. Quartal im Covered Bond-Segment</li> <li>Teaser: Beyond Bundesländer – Spanische Regionen</li> </ul>                        |
| <a href="#">30/2024</a> ♦ <a href="#">25. September</a> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Das EUR-Benchmarksegment nach der Sommerpause</li> <li>Update deutsche Kommunalanleihen: DEUSTD und NRWGK</li> </ul>                                   |
| <a href="#">29/2024</a> ♦ <a href="#">18. September</a> | <ul style="list-style-type: none"> <li>ECBC veröffentlicht Jahresstatistik für 2023</li> <li>Sukuk-Anleihen – ein Update zu koranfesten Investments</li> </ul>                                |
| <a href="#">28/2024</a> ♦ <a href="#">11. September</a> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Banca Sella erweitert EUR-Subbenchmarksegment</li> <li>Teaser: Beyond Bundesländer – Autonome Regionen Portugals</li> </ul>                            |
| <a href="#">27/2024</a> ♦ <a href="#">04. September</a> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Neuer Pfandbriefemittent Lloyds Bank GmbH</li> <li>Agencies und Abwicklungsinstrumente nach BRRD</li> </ul>  |
| <a href="#">26/2024</a> ♦ <a href="#">21. August</a>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>Notenbankfähigkeit von Covered Bonds</li> <li>Teaser: Issuer Guide – Deutsche Agencies 2024</li> </ul>   |

## Anhang Publikationen im Überblick

### Covered Bonds:

[Issuer Guide – Covered Bonds 2024](#)

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

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2024](#) (Quartalsupdate)

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2024 Sparkassen](#) (Quartalsupdate)

### SSA/Public Issuers:

[Issuer Guide – Deutsche Länder 2024](#)

[Issuer Guide – Kanadische Provinzen & Territorien 2024](#)

[Issuer Guide – Down Under 2024](#)

[Issuer Guide – Europäische Supranationals 2024](#)

[Issuer Guide – Außereuropäische Supranationals \(MDBs\) 2024](#)

[Issuer Guide – Deutsche Agencies 2024](#)

[Issuer Guide – Französische Agencies 2024](#)

[Issuer Guide – Skandinavische Agencies \(Nordics\) 2024](#)

[Issuer Guide – Niederländische Agencies 2024](#)

[Issuer Guide – Österreichische Agencies 2024](#)

[Beyond Bundesländer: Belgien](#)

[Beyond Bundesländer: Großraum Paris \(IDF/VDP\)](#)

[Beyond Bundesländer: Spanische Regionen](#)

### Fixed Income Specials:

[ESG-Update 2024](#)

[Stille Nacht, niedrigere Zinsen: EZB stimmt auf das neue Jahr ein](#)

# Anhang

## Ansprechpartner in der NORD/LB

### Floor Research



**Dr. Frederik Kunze**  
Covered Bonds/Banks  
+49 172 354 8977  
[frederik.kunze@nordlb.de](mailto:frederik.kunze@nordlb.de)



**Dr. Norman Rudschuck, CIIA**  
SSA/Public Issuers  
+49 152 090 24094  
[norman.rudschuck@nordlb.de](mailto:norman.rudschuck@nordlb.de)



**Lukas Kühne**  
Covered Bonds/Banks  
+49 176 152 90932  
[lukas.kuehne@nordlb.de](mailto:lukas.kuehne@nordlb.de)



**Lukas-Finn Frese**  
SSA/Public Issuers  
+49 176 152 89759  
[lukas-finn.frese@nordlb.de](mailto:lukas-finn.frese@nordlb.de)



**Alexander Grenner**  
Covered Bonds/Banks  
+49 157 851 65070  
[alexander.grenner@nordlb.de](mailto:alexander.grenner@nordlb.de)



**Tobias Cordes**  
SSA/Public Issuers  
+49 162 760 6673  
[tobias.cordes@nordlb.de](mailto:tobias.cordes@nordlb.de)

### Sales

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

### Origination & Syndicate

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

### Treasury

|                            |  |
|----------------------------|--|
| Liquidity Management/Repos | +49 511 9818-9620<br>+49 511 9818-9650 |
|----------------------------|--|

### Trading

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

### Sales Wholesale Customers

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

### Relationship Management

|                        |  |
|------------------------|--|
| Institutionelle Kunden | <a href="mailto:rm-vs@nordlb.de">rm-vs@nordlb.de</a>   |
| Öffentliche Kunden     | <a href="mailto:rm-oek@nordlb.de">rm-oek@nordlb.de</a> |

**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, zu kopieren 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 lediglich Ihrer allgemeinen Information dienende Marketingmitteilung i.S.v. Art. 36 Abs. 2 dieser Verordnung dar. Vor diesem Hintergrund weist die NORD/LB ausdrücklich darauf hin, dass diese Information nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurde und auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen unterliegt.** Ebenfalls stellt diese Information keine Anlageempfehlung bzw. Anlagestrategieempfehlung im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 dar.

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. Für die Erstellung dieser Information nutzen wir emittentenspezifisch jeweils Finanzdatenanbieter, eigene Schätzungen, Unternehmensangaben und öffentlich zugängliche Medien. 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 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 Ausgestaltungsmerkmale wie die der in dieser Information dargestellten Finanzinstrumente haben sowie Absicherungsgeschäfte zur Absicherung von Positionen vornehmen. Diese Maßnahmen können den Preis der in dieser Information dargestellten Finanzinstrumente beeinflussen.

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

Nähere Informationen zu etwaigen Provisionszahlungen, die im Verkaufspreis enthalten sein können, finden Sie in der Broschüre „Kundeninformation zum Wertpapiergeschäft“, die unter [www.nordlb.de](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 Wertpapieren 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 Prospektspflicht 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 Bundesbankenkommission (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.

**Redaktionsschluss:** 8. Januar 2025 (08:45 Uhr)