Helaba

Im Fokus: SSAs & Financials

16. November 2023

Weekly Market Update

Primärmarktumfeld: In den USA hat die rückläufige Inflation dazu beigetragen, dass die Zinssorgen deutlich kleiner geworden sind. Seitens der EZB konstatierte Centeno eine „um sich greifende Konjunkturangst in der Eurozone“. Die Aufnahmefähigkeit des Primärmarkt ist derzeit in allen Anlageklassen gut.

Emissionsbarometer

SSAs

Die Neuemission der EU und die gleichzeitige Aufstockung der Anleihe mit Fälligkeit im Februar 2048 waren 10- bzw. 20-fach überzeichnet und ragten in dieser Woche heraus. Erfolgreich auf dem Primärmarkt agierten auch die Länder Berlin und NRW.

Covered Bonds

Das Umfeld im Covered Bond Segment ist weiterhin konstruktiv. Die Emissionen in dieser Woche trafen mehrheitlich auf eine sehr gute Nachfrage. Am deutlichsten engte sich der Spread der Rabobank-Papiere im Vergleich zur Vorgabe ein.

Senior Unsecured

Bei erstrangig unbesicherten Bankanleihen zeigt sich das Marktumfeld weiterhin konstruktiv. Die Neuemissionen der letzten Wochen wiesen eine erfreulich gute Performance auf. Bevor sich das Fenster aufgrund des nahenden Jahresendes langsam schließt, ist nochmals mit einigen Transaktionen zu rechnen.

Risiko-Trendindikator (Heatmap): Stimmungsaufhellung setzt sich fort

Relative* ASW-Spread Veränderung

IBOXX EURO	1 Tag	1 Woche	4 Wochen	13 Wochen	52 Wochen	104 Wochen
Germany	-0,05	0,08	0,43	0,85	1,54	1,25
European Union	-0,06	-0,12	0,24	0,87	1,36	2,83
Germany Covered	-0,02	0,12	0,34	1,30	2,01	2,67
EU Covered	-0,02	0,06	0,19	0,80	1,40	2,45
Banks senior preferred	-0,10	-0,23	-0,05	0,23	-0,31	2,14
Banks senior bail-in (SNP)	-0,11	-0,30	-0,25	0,04	-0,86	1,64
Banks subordinated	-0,11	-0,25	-0,24	-0,02	-0,64	2,13
Supranational	-0,06	-0,09	0,21	0,79	1,44	2,62
Agencies	-0,10	-0,10	0,22	0,96	1,51	1,88
Sub-Sovereigns Germany	-0,02	-0,01	0,13	0,37	0,74	-0,15
Sub-Sovereigns	-0,04	-0,05	0,24	0,76	1,00	1,24

stark | mittel | schwach | unverändert | schwach | mittel | stark

Spreadausweitung* | Spreadeinengung*

*ASW-Level standardisiert und 2T-geglättet

Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Bereits in der Vorwoche deutete unser Risiko-Trendindikator auf eine Stimmungsaufhellung hin, die sich zuletzt fortgesetzt hat. Eine zunehmende Grünfärbung unserer Heatmap verdeutlicht dies. Bankanleihen verzeichneten auf Wochensicht die deutlichste Spreadeinengung.

SSAs

Der Primärmarkt im SSA-Segments startete am Dienstag mit der Platzierung der letzten syndizierten Anleihe der **EU** in diesem Jahr. Der 5-jährige Bond mit einem Volumen von 5 Mrd. EUR war nicht überraschend zehnfach überzeichnet. Zusätzlich wurde der bis Februar 2048 laufende Green Bond (unter NextGenerationEU) um 3 Mrd. EUR aufgestockt. Die Nachfrage der Investoren war enorm und das Buch schließlich 20-fach überzeichnet. Bei beiden Tranchen engte sich der finale Spread um 2 Bp. auf MS +4 bzw. MS + 72 Bp. ein. Das **Land NRW** folgte am Mittwoch mit einer 3-jährigen Benchmark (1 Mrd. EUR) und konnte wiederholt auf die große Nachfrage ausländischer Investoren bauen: Rund 60% der Anleihe fiel auf diese Investorengruppe. Der finale Spread von MS- 7 Bp. entsprach der Vorgabe, die Neuemissionsprämie betrug 2 Bp. Heute rundete das **Land Berlin** die Primärmarktaktivitäten mit einer Aufstockung der im Juli 2031 fälligen Anleihe um 250 Mio. EUR ab.

Ausblick: Es dürften sich noch einige Projekte in der Pipeline befinden. Aufgrund der jüngsten Primärmarkt-Entwicklungen rechnen wir jedoch bis zum Jahresende nicht mehr mit einer deutlichen Belebung des Primärmarktes.

€ SSA Emissionen in der Woche vom 13. November 2023

Kupon	Emittent	Rating (M/S&P/F)	Volumen in €	Tap	Fälligkeit	Begebungs-Spread zu Swaps	ESG	Begebung	Orderbuch	erste Spread-indikation
3,125%	EU	Aaa /AA+/AAA	5,000 Mrd.		05.12.2028	ms +4 Bp		14.11.2023	66,000 Mrd.	ms -2
2,625%	EU	Aaa /AA+/AAA	3,000 Mrd.	✓	04.02.2048	ms +72 Bp	✓	14.11.2023	71,000 Mrd.	ms + 70 area
3,150%	NRW	Aa1 /AA/AAA	1,000 Mrd.		20.11.2026	ms -7 Bp		15.11.2023	1,050 Mrd.	ms - 7 area
3,000%	Berlin	Aa1 /-/AAA	0,250 Mrd.	✓	11.07.2031	ms +7 Bp		16.11.2023	0,415 Mrd.	ms + 8 area

Quellen: Bloomberg, Helaba DCM

Covered Bonds

Es hat den Anschein, dass sich die aktive Emissionsphase, die saisonal typisch im Herbst zu beobachten ist, auf diesen November bzw. die Zeit nach der Berichtssaison konzentriert. Weiterhin gilt, dass Emissionen von Emittenten aus der ersten Reihe „leichter“ zu platzieren sind, wenngleich auch andere Anleihen mit entsprechend attraktiver Spreadgestaltung ihre Abnehmer finden. Einige Marktteilnehmer mögen angesichts der derzeit guten Aufnahmefähigkeit in allen Anlageklassen überrascht oder sogar misstrauisch sein. Die Mehrheit der Emittenten wählt daher eine vorsichtige, konservative Execution-Strategie, beispielsweise „will not grow“ und kurze Vorlaufzeiten, um das Transaktionsrisiko zu minimieren.

Die französische **Caffil** eröffnete diese Woche den Primärmarkt mit der Emission einer 5-jährigen Social Covered Benchmark (500 Mio. EUR, WNG). Der finale Spread engte sich im Vergleich zur Vermarktung um 5 Bps. ein, und das Buch war 2,6-fach überzeichnet. Die Transaktion beinhaltete alles, was derzeit am Markt gut ankommt: Ein im Voraus festgelegtes Volumen, eine mittlere Laufzeit, eine ESG-Komponente und einen soliden Emittentennamen. Die Neuemissionsprämie betrug 1-2 Bps. Die **Deutsche Bank S.A. Espanola Unipersonal,** auf dem Primärmarkt ein eher seltener Gast, generierte am Dienstag mit einem 3-jährigen Covered Bond (500 Mio. EUR, WNG) eine Nachfrage in Höhe von über 1 Mrd. EUR. Der finale Spread lag bei MS + 40 Bp. gegenüber der Vorgabe von

> „Derzeit scheint es, als wollten die Marktteilnehmer diesem in jeder Hinsicht außergewöhnlichen Handelsjahr einen einigermaßen versöhnlichen Abschluss geben. Das nach wie vor hohe Angebot an Neuemissionen wird passabel aufgenommen und die Orderbücher lassen immer noch eine Einengung der finalen Reoffer Spreads zu, wenngleich die Ordervolumina weit von den Rekordwerten früherer Jahre entfernt sind. Banken scheinen zunehmend als Nachfragesubstitut zu fungieren (nach QE). Nachhaltige, d.h. mit grünen oder sozialen Deckungsmitteln unterlegte Anleihen helfen definitiv bei der Vermarktung, das ESG-Narrativ steht weiterhin ganz oben auf der Liste.“
>
> *Einschätzungen aus dem Handelsraum der Helaba*

MS+40-42 Bp. Am Mittwoch folgten weitere Emissionen der **Münchener Hyp** (500 Mio. EUR, WNG, 5 Jahre, **Green**) und der **Rabobank** (1,25 Mrd. EUR, 5 Jahre, **Green**). Mit einer Überzeichnung von 2,8 bzw. 1,75 hatten beide keine Probleme, die Ziellinie zu überqueren. Die finalen Spreads engten sich um 5 Bp. bzw. 6 Bp. auf MS +19/20 Bp. ein. Für die Münchener Hyp war es in diesem Jahr bereits die fünfte Benchmark-Emission, das platzierte Volumen erhöht sich damit auf 3,25 Mrd. EUR. Aufgrund der grünen Gestaltung des Pfandbriefs war das Papier vor allem im Ausland sehr gefragt. Die **Sparkasse Hannover** komplettierte heute das Emissionsangebot mit einer vorab 250 Mio. EUR limitierten Sub-Benchmark.

Primär und sekundär spielt die Musik noch am kurzen Ende der Kurve (bis max. 5Y), aber auch diese Entwicklung dürfte irgendwann ein Ende finden. Wir gehen davon aus, dass spätestens mit Beginn des neuen Jahres auch wieder längere Projekte auf der Agenda stehen. In Abhängigkeit vom allgemeinen Renditeniveau und der Kurvenstruktur werden die Spreadaufschläge zu gestalten sein. **Sekundär** zählten deutsche Pfandbriefe aufgrund des Newsflows zuletzt eher zu den Underperformern. Auf dem aktuellen Niveau ist aber eine gewisse Stabilisierung zu beobachten. Ein Lackmustest für die Stimmung sollte jedoch erst im Laufe des Jahres 2024 erfolgen.

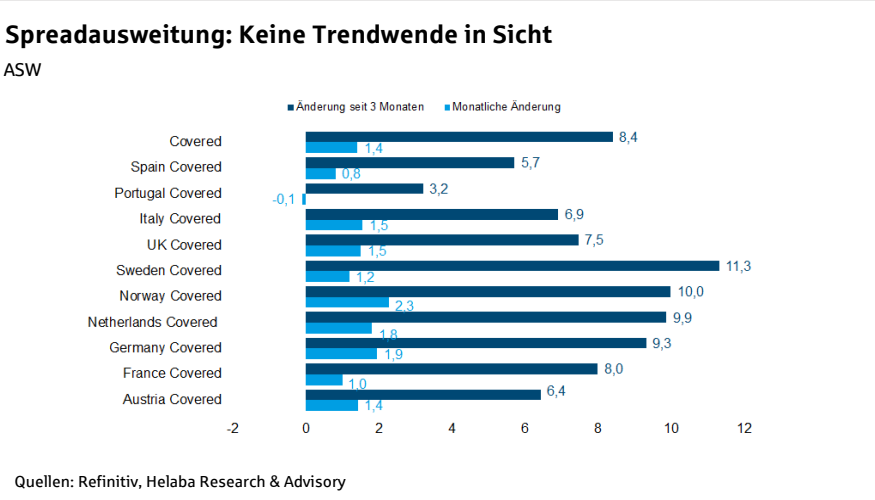
Ausblick: Auf dem Primärmarkt läuft es derzeit relativ gut, und das könnte sich kurzfristig auch fortsetzen. Im vergangenen Jahr wurden zwischen dem 14. November und dem 31. Dezember Covered Bonds mit einem Volumen von knapp über 11 Mrd. EUR emittiert. Ob in diesem Jahr ein ähnlich hohes Volumen erreicht werden kann, bleibt abzuwarten.

€ Covered Bond Emissionen in der Woche vom 13. November 2023

Kupon	Emittent	Rating (M/S&P/F)	Volumen in €	Tap	Fälligkeit	Begebungs-Spread zu Swaps	ESG	Begebung	Orderbuch	erste Spread-indikation
3,500%	CaFFiL	Aaa /AA+/-	0,500 Mrd.		20.03.2029	ms +34 Bp	✓	13.11.2023	1,300 Mrd.	ms + 39 area
3,625%	Deutsche Bank, S. A. Española Unipersonal	Aa1 /-/-	0,500 Mrd.		23.11.2026	ms +40 Bp		14.11.2023	0,900 Mrd.	ms + 45 area
3,250%	Münchener Hypothekenbank eG	Aaa /-/-	0,500 Mrd.		23.11.2028	ms +19 Bp	✓	15.11.2023	1,540 Mrd.	ms + 24 area
3,296%	Rabobank	Aaa /-/-	1,250 Mrd.		22.11.2028	ms +20 Bp	✓	15.11.2023	2,200 Mrd.	ms + 26 area
3,375%	Sparkasse Hannover	- /-/AAA	0,250 Mrd.		23.11.2028	ms +30 Bp		16.11.2023	not disclosed	ms + 30 area

Quellen: Bloomberg, Helaba DCM

Chart of the Week



Der Trend zur Spreadausweitung hat sich seit Anfang September deutlich verstärkt. In diesem Zeitraum weitete sich der Germany Covered von rund 9 Bp. auf in der Spitze über 18 Bp. Die Ausweitung des EUR Covered von 22 auf über 30 Bp. fiel etwas moderater aus, ist aber ebenfalls bemerkenswert. Abgesehen von einer möglichen Zwischenkonsolidierung ist keine Trendwende in Sicht. Der langfristige Mittelwert für EUR Covered liegt über 40, so dass eine weitere Expansion bis dahin nicht ausgeschlossen werden kann. Insgesamt gehört das deutsche Segment im Covered Bond Universum zu den Underperformern der letzten Tage/Wochen, wenngleich die Spreads relativ gesehen immer noch am unteren Ende der Bewertungsspanne liegen. Auch niederländische Papiere befinden sich in diesem Fahrwasser.

Senior Unsecured

Im Senior Unsecured Segment bleibt das Aktivitätsniveau erfreulich hoch. Dies gilt sowohl für Preferred als auch für Non-preferred Transaktionen. Besonders eindrucksvoll war diese Woche die **Emission der Société Générale**, die am Dienstag sowohl eine Preferred Tranche in Höhe von 1 Mrd. EUR als auch eine Non-preferred Tranche in Höhe von 1,25 Mrd. EUR – letztere mit immerhin 8-jähriger Laufzeit - erfolgreich bei Investoren unterbringen konnte. Auch wenn das allgemeine Spread-Niveau hoch ist, sind nur relativ niedrige Neuemissionsprämien erforderlich. Die Neuemissionen der Vorwochen zeigen eine starke Performance, gestützt durch das gute Marktsentiment.

> „Die Märkte schwingen sich auf zu neuen Höhen. Nach einer Tristesse im Oktober haben wir in der letzten Handelswoche erneut eine fulminante Rallye gesehen. Sowohl die Aktienmärkte als auch die Rentenmärkte haussieren aufgrund der Zinssenkungsphantasie, welche durch entsprechende Konjunkturdaten in den USA und Europa genährt wird. Die iTraxx-Indizes handeln nach einer fulminanten 10 Bp. Tightening-Welle in den letzten Handelstagen mittlerweile auf Serientiefs. Die Kasse wurde von diesen Risk-on Vorgaben auf deutlich engere Spreads mitgezogen. Die Handelsvolumina stiegen zuletzt wieder überproportional durch das verbesserte Sentiment sowie die Vielzahl an Neuemissionen.“
>
> *Einschätzungen aus dem Handelsraum der Helaba*

Ausblick: Das Marktumfeld zeigt sich nach abgeschlossener Berichtssaison weiterhin konstruktiv. Bevor sich das Fenster aufgrund des **nahenden Jahresendes** langsam schließt, ist **nochmals mit einigen Transaktionen zu rechnen**. Bei stabil guter Marktlage könnten Pre-Funding Transaktionen eine größere Rolle spielen.

€ Senior Preferred issues week of 13 November 2023

Coupon	Issuer	Rating (M/S&P/F)	Volume €	Tap	Maturity	Launch-Spread vs. Mid-Swaps	ESG	Launch	Orderbook	1st Spread-Indication
4,125%	Landesbank Berlin	Aa3 /-/-	0,300bn		21.11.2028	ms +100 bps		14.11.2023	0,539bn	ms + 120 area
4,125%	Société Générale	A1 /A/A	1,000bn		21.11.2028	ms +105 bps	✓	15.11.2023	2,600bn	ms + 125/130 bp
3m€+230 Bp	S-Bank Plc	- /BBB/-	0,150bn		23.11.2026	ms +230 bps		16.11.2023	0,270bn	3mE+250Bp

Sources: Bloomberg, Helaba DCM

€ Senior Non-preferred issues week of 13 November 2023

Coupon	Issuer	Rating (M/S&P/F)	Volume €	Tap	Maturity	Launch-Spread vs. Mid-Swaps	ESG	Launch	Orderbook	1st Spread-Indication
4,625%	Nykredit Realkredit A/S	- /BBB+/A	0,750bn		19.01.2029	ms +155 bps		13.11.2023	1,040bn	ms + 175 area
4,375%	Bayerische Landesbank	A2 /-/A-	0,500bn		21.09.2028	ms +130 bps	✓	14.11.2023	0,600bn	ms + 145 area
4,875%	Société Générale	Baa2 /BBB/A-	1,250bn		21.11.2031	ms +190 bps		15.11.2023	2,900bn	ms + 210/215 bp
t.b.d.	Bank Polska Kasa Opieki S.A.	- /BBB/-	0,500bn		23.11.2027	ms +240 bps	✓	16.11.2023	0,500bn	ms + 275 area
4,747%	Macquarie Group Limited	A2 /BBB+/A	0,750bn		23.01.2030	ms +170 bps		16.11.2023	2,000bn	ms + 200 area

Sources: Bloomberg, Helaba DCM

Kurzmeldungen

15.11. Moody’s Schwellenländer-Ausblick 2024: Nach Ansicht von Moody’s deuten schwache, aber sich verbessernde Kreditbedingungen auf einen stabileren Ausblick für die Schwellenländer in 2024 hin. Die Lockerung der Finanzierungsbedingungen wird eine allmähliche Erleichterung bringen, aber höhere und längerfristige Zinssätze werden in Verbindung mit dem schwachen Wachstum und dem anhaltenden Inflationsdruck die schwächeren Kreditnehmer weiterhin belasten. Während wirtschaftliche Erwägungen dominieren werden, werden strukturelle Veränderungen, Reformen und Regulierung sowie Polarisierung die Kreditvergabe beeinflussen.

14.11. Die EBA gibt den Zeitpunkt für die Veröffentlichung des EU-weiten Transparency Exercise und des Risk Assessment Report 2023 bekannt: Die **Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA)** kündigte heute an, dass ihr Risikobewertungsbericht 2023 und die Transparenzübung mit den Daten der einzelnen Banken am Dienstag, den 12. Dezember 2023 um 18:00 Uhr MEZ veröffentlicht werden.

10.11. Fitch Ratings: Aufstockung des Deckungspools mildert Rückgang bei OBGs: Laut Fitch Ratings verzeichnen Italienische Covered-Bond-Programme eine Verringerung des verfügbaren Excess Spreads, da ein großer Teil der festverzinslichen Darlehen, die zu Zeiten niedriger Zinssätze aufgenommen wurden, nun in Deckungsstöcke übertragen werden. Die Agentur glaubt, dass dieser Effekt vorübergehend sein wird, da Vermögenswerte zu höheren Zinssätzen vergeben werden und die italienischen Emittenten ein aktives Deckungsstockmanagement betreiben.

9.11. Erträge der Banken: Europäische Banken erhöhen die Investitionen in ihre Gebühreneinnahmen, da sie sich auf das erwartete Ende des massiven Rückenwinds vorbereiten, den sie durch die Zinserhöhungen erhalten haben. Die Steigerung der Gebühreneinnahmen werde in den kommenden Jahren "ein Schwerpunkt unserer Wachstumsinitiative" sein, sagte Bettina Orlopp, Finanzvorstand der Commerzbank, gegenüber **Bloomberg**.

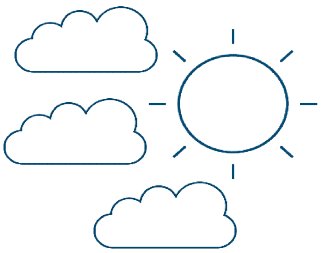
9.11. EZB nimmt Scope Ratings in ihr Rahmenwerk für Bonitätsbeurteilungen (ECAF) auf: Die in Berlin ansässige Ratingagentur **Scope Ratings** hat als erste europäische Kreditbewertungsagentur die Zulassung der Europäischen Zentralbank (EZB) erhalten. Scope werde als neue externe Ratingagentur für die meisten Wertpapiere anerkannt, teilte die EZB heute mit. Der Integrationsprozess in die IT-Infrastruktur der Euro-Notenbanken werde sofort eingeleitet. Dies werde voraussichtlich mehrere Monate dauern. Die Euro-Wächter wollen auf ihrer Internetseite ankündigen, ab wann genau die Ratings des Unternehmens für geldpolitische Zwecke nutzbar sind.

Marktdaten (aktuell*, ggü. 1 Woche, ggü. 4 Wochen)

E-STOXX 600 Banken	161	3,15%	0,15%	iBoxx € Cov. Germany	18,0	0,1	1,8	iTraxx Senior Financial	81,5	-6,3	-17,3
10J-Rendite	2,63	0,02	-0,29	iBoxx € Cov. Bonds	30,1	-0,1	1,2	iBoxx € Supranational	23,3	-1,9	1,3
Swap 10J	3,12	0,02	-0,35	iBoxx € Banks PS	85,8	-6,5	-2,4	iBoxx € Agencies	7,7	-1,8	0,8
iBoxx € Germany	-34,27	0,95	6,22	iBoxx Banks NPS	110,4	-10,2	-9,6	iBoxx € Sub-Sov. Germany	14,0	-1,1	1,2
iBoxx € EU	30,22	-2,70	1,97	iBoxx Banks Subordinated	193,5	-12,8	-13,6	iBoxx € Sub-Sovereign	30,9	-1,6	1,7

* Schlusskurse vom Vortag
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Freizeittipp für's Wochenende: Wandern am Edersee, Hessen



Aktivurlaub am **Edersee** - das geht auch an Land. Oft reicht schon ein Kurzurlaub in der klaren Luft, um euch frische Energie und neuen Schwung zu geben.

Familien mögen den leichten Rundweg um den See oder Wanderungen mit dem Ranger, der mit spannenden Geschichten das Leben im Wald erklärt. Durch den Urwald zu wandern ist ein kleines Abenteuer, das euch mit bizarren Steilhängen, knorrigen Eichen und grandiosen Aussichten belohnt. Panoramawege führen vorbei an Burgen und ehemaligen Klöstern.

Weitere Informationen: **Edersee**

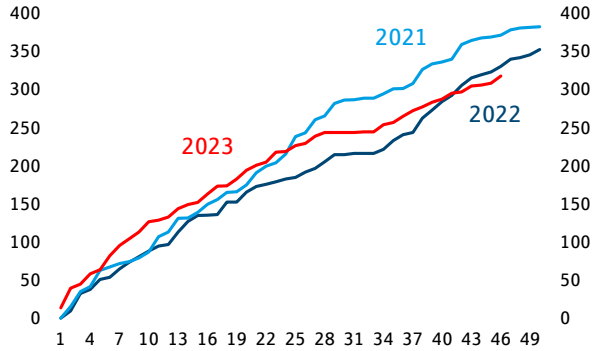
Haben Sie Ideen für Freizeittipps? Gerne nehmen wir Ihre Anregungen unter **research@helaba.de** entgegen.

Quelle: https://www.edersee.com/lust-auf/wandern/D

Chartbook SSAs, Covered Bonds, Senior Unsecured

SSAs: Emissionen

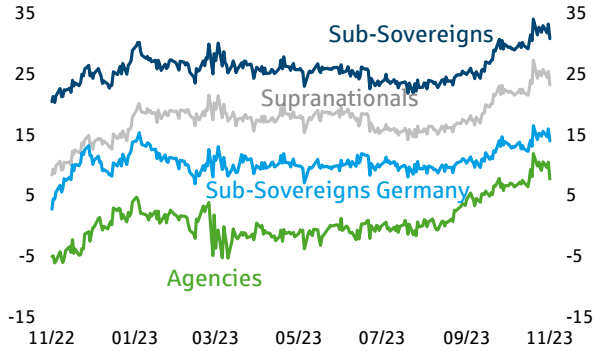
EUR-Benchmark-Emissionsvolumen kumuliert nach Wochen, Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

SSAs: Spreadentwicklung

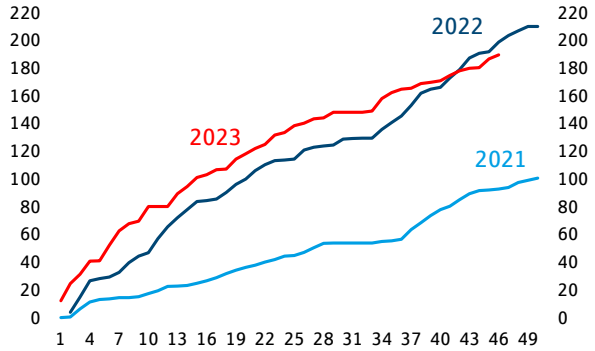
ASW-Spread in Bp.



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Covered Bonds: Emissionen

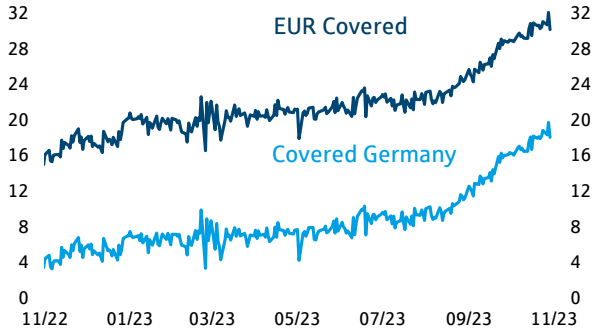
EUR-Benchmark-Emissionsvolumen kumuliert nach Wochen, Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Covered Bonds: Spreadentwicklung

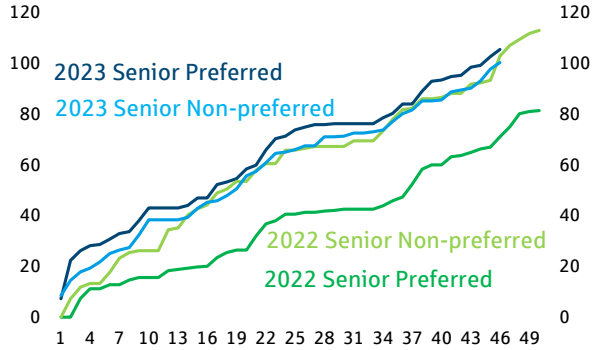
ASW-Spread in Bp.



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Senior Unsecured: Emissionen

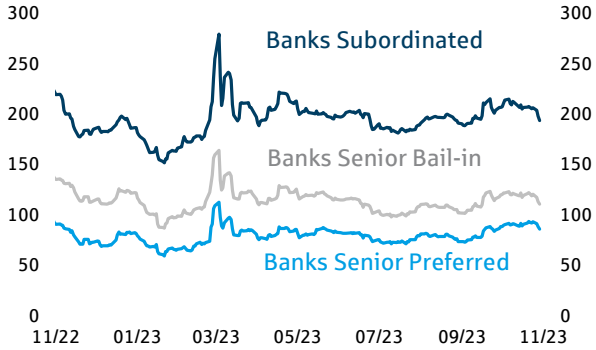
EUR-Benchmark-Emissionsvolumen kumuliert nach Wochen, Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Senior Unsecured: Spreadentwicklung

ASW-Spread in Bp.



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Neues von Research & Advisory

- → Märkte und Trends 2024 – Der jahresausblick für Konjunktur und kapitalmärkte
- → Wochenausblick
- → Märkte und Trends 2024 – Der jahresausblick für Konjunktur und kapitalmärkte (Kernaussagen -Video)
- → Im Fokus: Aktien
- → Im fokus: Bundesländer – Zahlen und Fakten Hessen
- → Märkte und Trends November 2023
- → video: Schuldscheinmarkt-Update
- → im fokus credit: ESG-Ratings: Relevanz, Regulierung und Reaktionen"
- → Im Fokus Credit: Primärmarkt Update Bankanleihen
- → Im fokus Credit: Corporate Schuldschein: Vorurteile fehl am Platz"
- → Im Fokus: Immobilien „Wenn die Nacht am dunkelsten ist…“
- → Vertraudlich: Logistik als Brennglas der Wirtschaft

Autoren

Sabrina Miehs, CESGA
Head of FI & SSA Research
Senior Advisor Sustainable Finance
T 069/91 32-48 90

Dr. Susanne Knips
Senior Credit Analyst
T 069/91 32-32 11

Christian Schmidt
Covered Bond & SSA Analyst
T 069/91 32-23 88

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Sabrina Miehs
Corporate Research & Advisory

Verantwortlich:
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
T +49 69 / 91 32 – 20 24
Internet: www.helaba.com

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:
https://news.helaba.de/research/