Helaba

Im Fokus: Credit
2. Juli 2025

EUR Benchmark Bankanleihen: Primärmarkt Q2 2025



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

Erstrangig unbesicherte Emissionen auf Rekordkurs

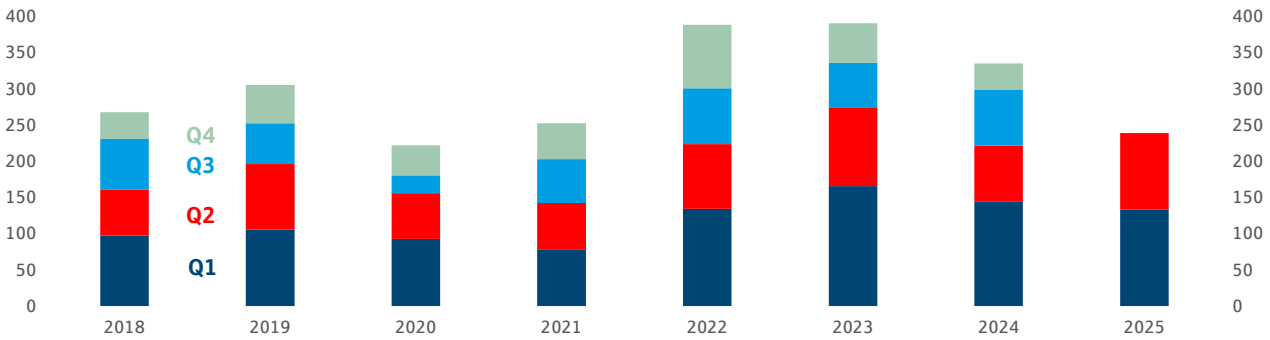
Der **Primärmarkt für erstrangig unbesicherte Bankanleihen** zeigte sich **weiterhin äußerst lebhaft**. Im **2. Quartal 2025** erreichte das emittierte Volumen trotz einiger Unterbrechungen im volatilen Marktumfeld insgesamt rund **54 Mrd. EUR**, 34 % mehr als im Vorjahr und 18 % über dem Mittelwert der letzten 8 Jahre. Internationale Handelsspannungen und schwache wirtschaftliche Aussichten haben immer wieder für Schwächephasen gesorgt, insbesondere nach dem 2. April, als die US-Regierung ankündigte, die Zölle weltweit zu erhöhen. In Folge der Beruhigung an den Märkten und sinkender Spreads nahm die Primärmarktaktivität jedoch rasch wieder zu. Im **1. Halbjahr 2025** belief sich das Neuemissionsvolumen auf rund **137 Mrd. EUR** und lag damit 26 % über dem Wert des Vorjahres und 18 % über dem Durchschnitt der letzten acht Jahre.

Besonders stark war die Aktivität bei Senior Non-preferred Anleihen (SNP-Anleihen): Hier erreichte das emittierte Volumen mit gut 32 Mrd. EUR im 2. Quartal 2025 und 84 Mrd. EUR im 1. Halbjahr 2025 neue Rekordwerte. Die mehr regulatorisch getriebenen SNP-Emissionen blieben gut umsetzbar.

Haupttreiber der lebhaften Emissionstätigkeit sind die **hohen Fälligkeiten**. TLTRO-Refinanzierungen spielen dieses Jahr hingegen keine bedeutsame Rolle mehr, nachdem die letzte Tranche des Programms im Dezember 2024 bei der EZB zurückgezahlt wurde. Darüber hinaus nutzten im bisherigen Jahresverlauf **Banken aus den USA und Großbritannien** die für sie günstigen Refinanzierungskonditionen am EUR-Markt. Auf sie entfielen im 1. Halbjahr 2025 mehr als ein Viertel des EUR Benchmark-Emissionsvolumens. Ebenfalls dem Zinsumfeld geschuldet stieg der Anteil **variabel verzinster Papiere** weiter von 19 % im Jahr 2024 auf 22 % im 1. Halbjahr 2025; 2022 hatte der Anteil nur 3 % betragen.

EUR Benchmark Emissionen* Q2 2025: Hohes Aktivitätsniveau

EUR Benchmark Emissionsvolumen (fix und variabel, gedeckt und ungedeckt) in Mrd. EUR



* Senior Unsecured und Covered Bonds, Emissionsvolumen von mindestens 500 Mio. EUR
Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Wir fühlen uns in unserer Erwartung bestätigt, dass 2025 erneut ein starkes Emissionsjahr für erstrangig unbesicherte Bankanleihen im EUR Benchmark-Format wird, und schätzen das Volumen unverändert auf rund 200 Mrd. EUR (siehe unser **Primärmarkt-Update vom 7. Januar 2025**). Haupttreiber dürfte der **spürbare Anstieg der Fälligkeiten** sein. Hinzu kommt das verhaltenere Wachstum der Kundeneinlagen bei wieder attraktiveren Anlagealternativen. Darüber hinaus rechnen wir mit einer steigenden Kreditnachfrage bei niedrigerem Zinsniveau, nachdem hier die Talsohle bereits durchschritten ist. Für SNP-Emissionen bleiben gleichzeitig **regulatorische Anforderungen** ein wichtiger Faktor. Zwar sind die Mindestquoten für das regulatorische Gesamtkapital erreicht, hohe Fälligkeiten sind inzwischen jedoch auch hier entscheidend und führen zu Refinanzierungen. Spätestens ab dem 2. Halbjahr 2025 dürfte es aufgrund der im Jahr 2026 weiter zunehmenden Fälligkeiten auch erneut wieder zu Vorfinanzierungen kommen. Im krisengeprägten volatilen Marktumfeld bleibt das **richtige Timing eine Herausforderung**, offene Marktfenster werden auch bei erhöhten Spread-Niveaus rege genutzt werden.

Covered Bonds: Emissionsmaschinerie auf Hochtouren



Florian Hillenbrand
Senior Covered Bond Strategist
Helaba Capital Markets
T 069/91 32-40 779

Von Januar bis Juni wurden rund 104 Mrd. EUR an gedeckten EUR Benchmark-Anleihen begeben. Die Emissionen verteilten sich auf insgesamt 125 Transaktionen. Davon entfielen auf das zweite Quartal 51,7 Mrd. EUR in 65 Transaktionen.

Zu Jahresbeginn zeigten sich Emittenten und Konsortialführer verhalten positiv. „Positiv", weil sich bereits im Januar die Schlagzahl der Emissionen äußerst solide entwickelte – nicht rekordverdächtig aber auf historisch eher hohem Niveau. „Verhalten", weil die Erfolge am Primärmarkt mit teils sehr attraktiven reoffer Niveaus sichergestellt wurden (Überzeichnungsquoten Ø 4,5x). Insgesamt blieben die platzierten Volumina im ersten Quartal jedoch hinter den Erwartungen zurück. **Dagegen lief seit spätestens Anfang Mai die Emissionsmaschinerie auf Hochtouren. Der Juni 2025 war gar der aktivste Juni seit 15 Jahren;** unterstützt damals durch Aufholeffekte nach der Unterstützung Griechenlands. Im Gegensatz zum Jahresbeginn wurde die Rekordjagd im Mai und Juni aber nicht mehr durch vermeintlich übergroße Vorsicht seitens der Konsortialführer und der Emittenten herbeigeführt: die Überzeichnungsquoten bei den Transaktionen im Mai und Juni lagen im Durchschnitt bei 2,3x mit nur einzelnen Ausreißern nach oben und unten. **Trotz der sehr hohen Aktivitäten im Mai und Juni gehen wir aber derzeit davon aus, dass unsere ex-ante Neuemissionsprognose von 159 Mrd. EUR knapp verfehlt werden wird.**

Die Neuemissionen 2025 entstammten insgesamt 23 Ländern, was die größte bislang erreichte Marktbreite aus dem Jahr 2022 einstellt. Die Chancen auf ein 24. Land stehen zudem nicht allzu schlecht, da aus der Tschechischen Republik bis dato noch keine Benchmark Aktivität zu vermelden war. Dies war aber seit 2021 regelmäßig der Fall. Eine #25 dagegen käme als große Überraschung. Eine solche ist tatsächlich dem ungarischen Covered Bond Markt – nach 16 Jahren Abwesenheit – gelungen.

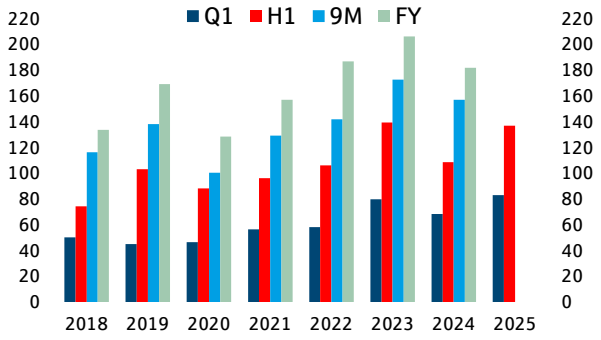
Die Pole Position in der Länderaufteilung hat nach sechs Jahren erstmals wieder gewechselt: mit 24,6 Mrd. EUR liegen deutsche Pfandbriefe derzeit knapp vor französischen Covered Bonds (23,9 Mrd. EUR). Auch auf den dahinterliegenden Rängen gab es Wechsel. Norwegische Emittenten platzierten im ersten Halbjahr 8,3 Mrd. EUR gefolgt von australischen (6,1Mrd. EUR) und kanadischen Emittenten mit 5,25 Mrd. EUR Aufholpotenzial haben gemessen an den Vorjahresaktivitäten und Prognosen insbesondere Covered Bonds aus Frankreich, Kanada, Italien, Österreich und den Niederlanden sowie aus Finnland. **Kanadische Emittenten zeigten in der Vergangenheit bereits hohe Emissionsaffinität im dritten und beginnenden vierten Quartal.** Covered Bonds aus Norwegen und Australien liegen bereits über erwartbaren Volumina für das Gesamtjahr 2025.

2025 war jedoch bis dato nicht nur rekordverdächtig in Bezug auf die Marktaktivität im Juni und die Marktbreite. **Mit 36,5% war der volumengewichtete Anteil 5-jähriger Papiere so hoch wie noch nie seit Beginn der „Jumbo-Ära".** Auf die alte „flagship" Laufzeit von 10 Jahren entfiel lediglich 8,9% des platzierten Volumens – einer der geringsten jemals gemessenen Werte. Hervorzuheben ist in diesem Kontext umso mehr der 20-jährige Pfandbrief der Deutschen Kreditbank. Es handelt sich hierbei um den ersten 20-jährigen Benchmark Covered Bond seit 2022, und befindet sich in der top-10 Liste der längsten je begebenen Benchmark Covered Bonds. Durch geschickte Wahl des Fälligkeitsdatums war er zudem der längste je begebene EUR Benchmark Pfandbrief.

Chartbook: Erstrangig unbesicherte Anleihen

Q2 2025: Erneut auf Rekordkurs

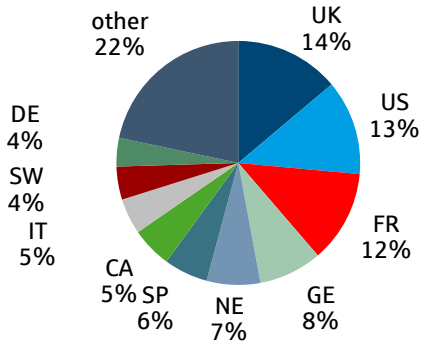
EUR Benchmark Emissionsvolumen kumuliert in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

UK und US Banken äußerst aktiv

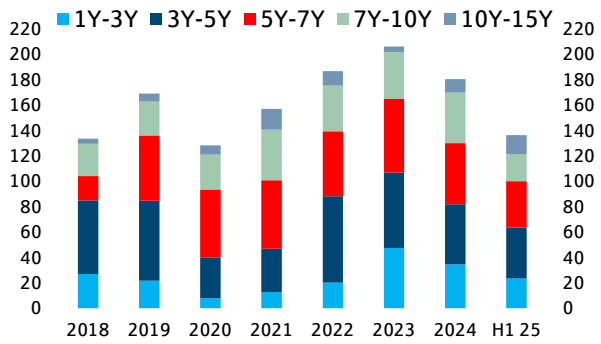
EUR Benchmark Emissionsvolumen H1 2024 nach Ländern



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Mittlere Laufzeiten dominieren

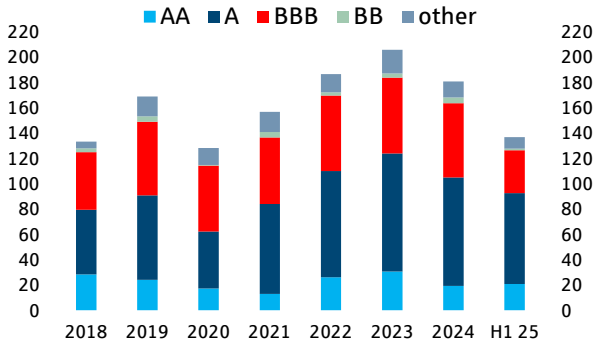
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach Laufzeiten in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Ratings spiegeln hohe Bilanzqualität wider

EUR Benchmark Emissionsvolumen nach Rating* in Mrd. EUR

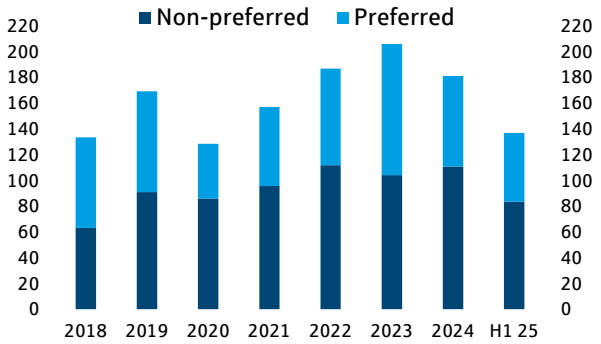


* Moody's Rating bei Emission

Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Anteil Non-preferred stabil bei 61 %

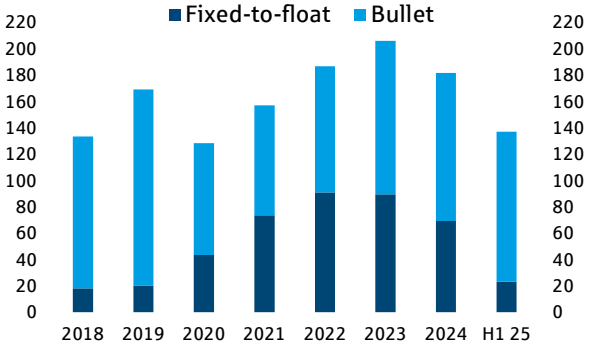
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach Haftungsrang in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Regulatorische Kündigungs-Option wenig genutzt

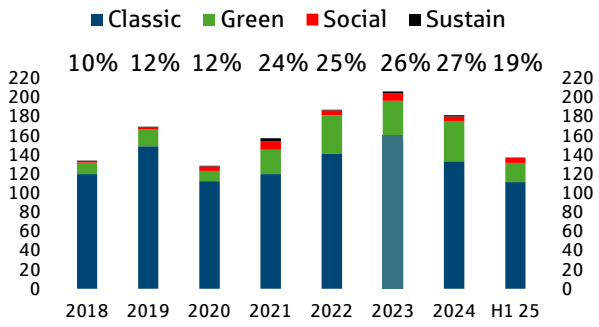
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach Rückzahlungsart in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Anteil grüner Emissionen rückläufig

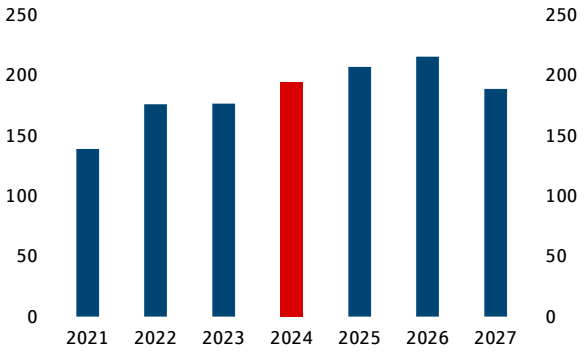
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach ESG-Kriterien in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Hohe Fälligkeiten als wesentlicher Treiber*

EUR Benchmark Fälligkeitsvolumen in Mrd. EUR

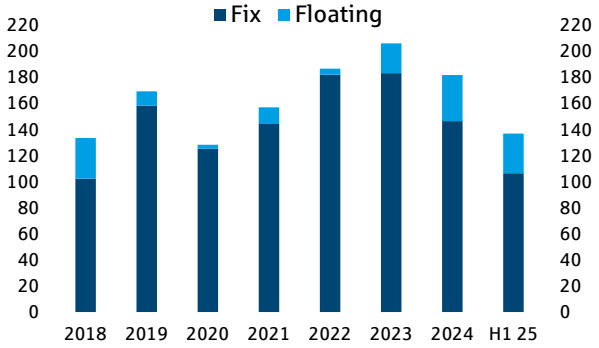


* Leicht abweichende Abgrenzung gegenüber den Neuemissionen

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Variable Verzinsungen bleiben unattraktiv

EUR Benchmark Emissionsvolumen Kupon-Art in Mrd. EUR

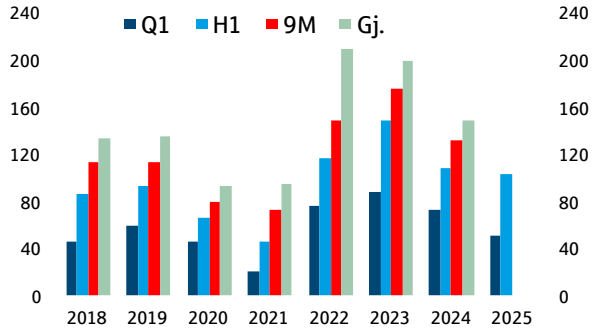


Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Chartbook: Covered Bonds

Emissionsvolumen in H1 nur noch knapp hinter den Erwartungen

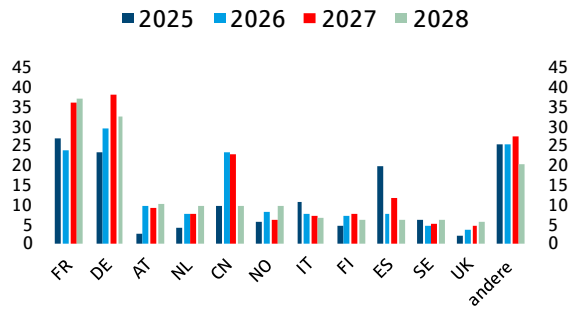
EUR Benchmark Emissionsvolumen kumuliert in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Capital Markets

Fälligkeitsvolumen mit steigender Tendenz ('25 140 Mrd EUR.; '26 156 Mrd. EUR; '27 183 Mrd. EUR)

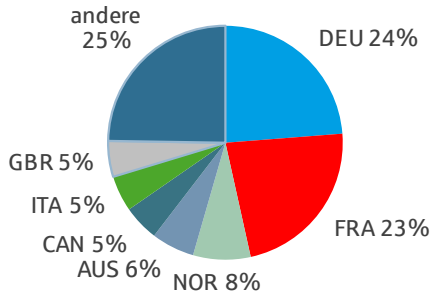
EUR Benchmark Fälligkeitsvolumen nach Ländern in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Capital Markets

Pfandbriefe derzeit mit dem größten Anteil an Neuemissionen

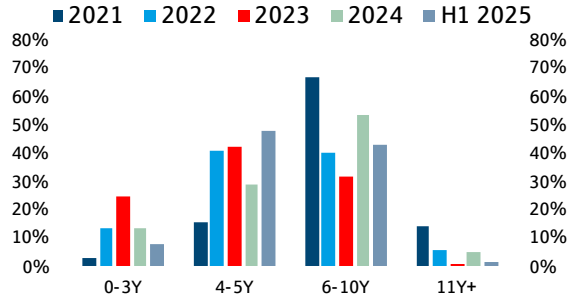
EUR Benchmark Emissionsvolumen H1 2025 nach Ländern



Quellen: Bloomberg, Helaba Capital Markets

5 Jahre Laufzeit – so populär wie nie

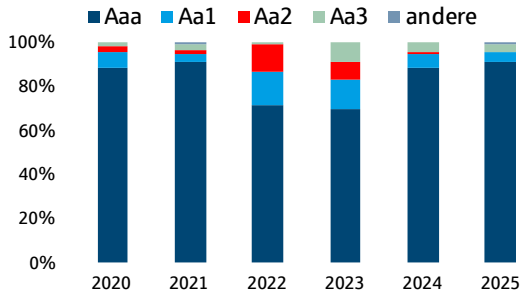
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach Laufzeiten in %



Quellen: Bloomberg, Helaba Capital Markets

Aaa-Ratings noch immer der Standard

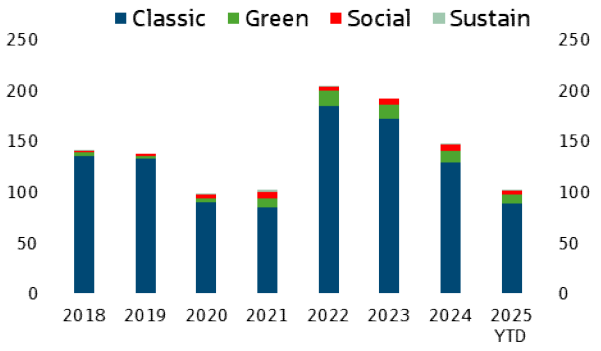
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach Rating* in %



*Moody's Rating bei Emission
Quellen: Bloomberg, Helaba Capital Markets

Nachhaltige Covered Bonds: Leichte Steigerung

Emissionsvolumen nach ESG-Kriterien und sonstige in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Capital Markets



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory
Redaktion
Stefan Rausch
Corporate Research & Advisory

verantwortlich
Dr. Gertrud Rosa Traud
Chefvolkswirtin /
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: **http://www.helaba.de**

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.