Helaba

Im Fokus: Credit
2. Oktober 2025

EUR Benchmark Bankanleihen: Primärmarkt Q3 2025



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

Erstrangig unbesicherte Emissionen setzen Rekordkurs fort

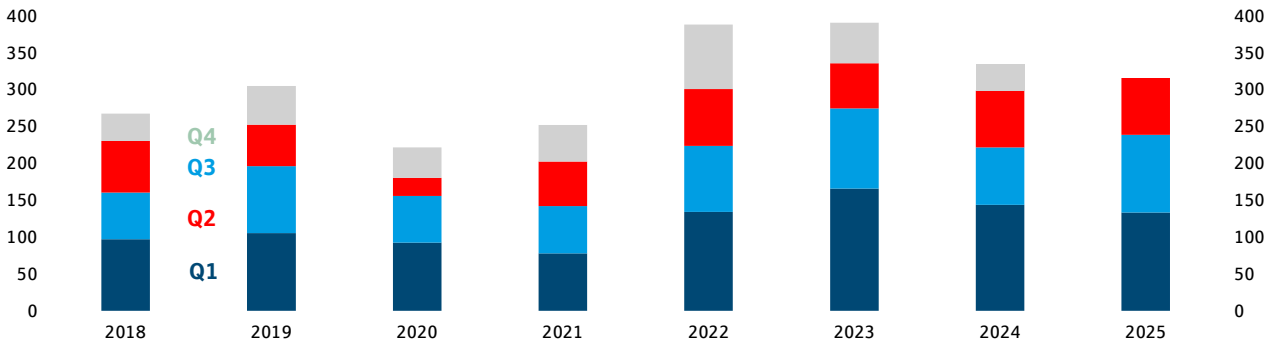
Der **Primärmarkt für erstrangig unbesicherte Bankanleihen** bleibt auf Rekordkurs. Im **3. Quartal 2025** belief sich das emittierte Volumen trotz der flauen Sommermonate auf insgesamt rund **41 Mrd. EUR**. Dies sind zwar 15 % weniger als im 3. Quartal letzten Jahres, aber 25 % mehr als der Durchschnitt der letzten zehn Jahre. In den **ersten neun Monaten 2025** erreichte das Neuemissionsvolumen einen neuen **Spitzenwert von 178 Mrd. EUR**, was einem Anstieg von 13 % gegenüber dem bereits sehr soliden Vorjahr und einem Plus von nahezu einem Drittel gegenüber dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre entspricht. Das Emissionsvolumen von 182 Mrd. EUR im Gesamtjahr 2024 ist bereits nahezu erreicht.

Haupttreiber der lebhaften Emissionstätigkeit sind die **hohen Fälligkeiten, die sich auch im Jahr 2026 fortsetzen werden**. TLTRO-Refinanzierungen spielen dieses Jahr hingegen keine bedeutende Rolle mehr, nachdem die letzte Tranche des Programms im Dezember 2024 bei der EZB zurückgezahlt wurde. **Banken aus den USA und Großbritannien** nutzen die für sie günstigen Refinanzierungskonditionen am EUR-Markt vor allem im ersten Halbjahr intensiv. Die großen französischen Banken gehören zu den am Kapitalmarkt aktivsten Playern und stellen dies in diesem Jahr erneut unter Beweis.

Dominierend bleiben Non-preferred Emissionen. Ihr Anteil am gesamten Emissionsvolumen blieb im 3. Quartal 2025 stabil bei rund 60 %. Wir führen die rege Aktivität in diesem regulatorisch getriebenen Segment auf den inzwischen ebenfalls hohen Refinanzierungsbedarf zurück. Während die Emissionen in den ersten Jahren nach Einführung dieser Anleiheklasse noch vom Erfordernis zum Aufbau von Haftkapital geprägt waren, sind SNP-Anleihen inzwischen längst etabliert, sodass Fälligkeiten auch hier ein bestimmender Faktor sind.

EUR Benchmark Emissionen* Q3 2025: Erneut starkes Emissionsjahr

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



* Emissionsvolumen von mindestens 500 Mio. EUR
Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Wir fühlen uns in unserer Erwartung bestätigt, dass das Jahr 2025 erneut ein starkes Emissionsjahr für erstrangig unbesicherte Bankanleihen im EUR Benchmark-Format wird. Nach dem bisher starken Jahresverlauf gehen wir davon aus, dass das von uns geschätzte Emissionsvolumen von rund 200 Mrd. EUR im Gesamtjahr 2025 übertroffen wird (siehe unser **Primärmarkt-Update vom 7. Januar 2025**). Haupttreiber ist der **spürbare Anstieg der Fälligkeiten**. Aufgrund der im Jahr 2026 weiter zunehmenden Fälligkeiten dürften auch Vorfinanzierungen eine wichtige Rolle spielen. Hinzu kommt die steigende Kreditnachfrage bei niedrigerem Zinsniveau. Für SNP-Emissionen bleiben **regulatorische Anforderungen** ein wichtiger Faktor. Zwar sind die Mindestquoten für das regulatorische Gesamtkapital erreicht, jedoch sind auch hier hohe Fälligkeiten inzwischen entscheidend und führen zu Refinanzierungen. In dem krisengeprägten volatilen Marktumfeld bleibt das **richtige Timing dennoch eine Herausforderung**.

Covered Bonds als Stabilitätsanker in turbulentem Q3



Florian Hillenbrand
Senior Covered Bond Analyst
T 069/91 32-40 79

Von Januar bis einschließlich September 2025 wurden rund 138 Mrd. EUR an gedeckten EUR-Benchmark-Anleihen begeben. Die Emissionen verteilten sich auf insgesamt 170 Transaktionen. Davon entfielen auf das dritte Quartal 36 Mrd. EUR in 44 Transaktionen.

Das zweite Quartal endete mit einem wahren Feuerwerk an Transaktionen, was die höchste Marktaktivität in einem Juni seit Beginn der Jumbo-Covered Bond-Ära zur Folge hatte. Nach der Dual-Tranche-Transaktion der Santander am 7. Juli war der Rausch dann aber vorbei und die Emittenten begaben sich in eine **sechswöchige Sommerpause**. Während diese sechs Wochen am Covered-Bond-Markt ereignisarm waren, verliefen sie in der **französischen Innenpolitik äußerst turbulent**. Die Kaskadenkette begann mit der Präsentation des Konsolidierungsplans der Regierung Bayou und eskalierte am 25. August mit der Ankündigung der Vertrauensfrage für den 8. September. Die Rückkopplung auf den Pfandbriefmarkt ließ nicht lange auf sich warten: Die Sommerpause wurde schlagartig für beendet erklärt und der August wurde mit 13 Mrd. EUR an Neuemissionen zum aktivsten seit 2011. Die Verunsicherung am Markt, der Fundingdruck einiger Emittenten – insbesondere aus Frankreich – und letztlich die Vielzahl der Transaktionen in der Kürze der Zeit sorgten für teils suboptimale Transaktionsverläufe. Zwar weisen derzeit nur fünf der 170 Neuemissionen eine negative After-Market-Performance auf. Jedoch stammen alle fünf aus den Wochen zwischen Ende der Sommerpause und dem 4. September, dem letzten Tag vor der Abstimmung zur Vertrauensfrage, an dem noch Transaktionen platziert wurden. **Die durchschnittlichen Überzeichnungsquoten sanken in dieser Phase auf knapp 2x – die niedrigsten im Gesamtjahr. Selbst bei Neumissionsprämien von bis zu 4bp konnten einzelne Transaktionen nur knapp platziert werden.**

Tatsächlich sprang der Primärmarkt aber nach der erwarteten Niederlage der Regierung Bayou und der Ernennung von Sébastien Lecornu zum neuen Premier sehr zügig wieder an. Bei wieder gestiegenen Überzeichnungsquoten (2,5x) sanken Neuemissionsprämien in den Bereich von 0-1bp. Erstaunlicherweise waren in der Nettobetrachtung kaum Vorzieheffekte aus dem September in den August festellbar: mit 20 Mrd. EUR an Neuemissionen war der September 2025 historisch einer der aktiveren.

Die Neuemissionen 2025 entstammten insgesamt 25 Ländern, was die größte bislang erreichte Marktbreite darstellt. Bis zur Sommerpause gingen wir davon aus, dass mit 24 Ländern eine neue Hochwassermarke erreicht würde. Dass mit der estnischen Luminor Bank Anfang September die Anzahl auf 25 anwuchs, konnte positiv überraschen. Dazu kommt, dass die türkische Vakifbank am 25. September die Vorstandsermächtigung für die Ausgabe von bis zu 500 Mio. EUR an hypothekengedeckten Covered Bonds kommuniziert hat – das 26. Covered Bond Land des Jahres 2025 scheint also zumindest beschlossene Sache.

Bezüglich der Länderaufteilung am Primärmarkt konnten deutsche Pfandbriefe (30,5 Mrd. EUR) den Vorsprung auf französische Covered Bonds (29 Mrd. EUR) leicht ausbauen. Norwegische (9 Mrd. EUR) und kanadi-

sche Covered Bonds (8 Mrd. EUR) folgen mit deutlichem Abstand. Aufholpotenzial haben von den größeren Ländern – gemessen an den Vorjahresaktivitäten und Prognosen – insbesondere Covered Bonds aus Frankreich (72 % Zielerreichung; -11 Mrd. EUR), Österreich (68 %; -2 Mrd. EUR), Kanada (63 %; -5 Mrd. EUR), Italien (58 %; -4 Mrd. EUR) und Spanien (65 %; -2 Mrd. EUR).

Französische Banken scheinen die sichere Option gewählt zu haben und den dringlichsten Fundingbedarf vor der Vertrauensfrage gedeckt zu haben, was uns in Bezug auf die Emissionsaktivitäten des restlichen Jahres etwas pessimistisch werden lässt. **Kanadische Banken zeigen aufgrund ihres abweichenden Geschäftsjahres regelmäßig hohe Emissionsaffinität im dritten und vierten Quartal**. Die jüngsten Primärmarktaktivitäten kanadischer Emittenten waren in GBP denominiert, was die Frage aufwirft, ob dies eine Ergänzung oder ein Ersatz für Emissionen in EUR darstellt. Kanadische Banken haben jedoch unabhängig von den Aktivitäten in anderen Währungen in der zweiten Jahreshälfte stets mindestens 5 Mrd. EUR emittiert. Bis dato stehen erst 2,5 Mrd. EUR auf der Uhr.

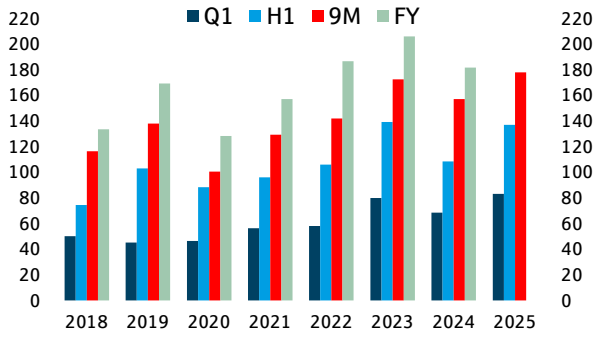
Insgesamt dürfte unsere Gesamtjahresprognose von 160 Mrd. EUR vermutlich knapp verfehlt werden. **Wir gehen derzeit von etwa 155 Mrd. EUR aus.**

Im vorherigen Quartalsrückblick erwähnten wir die starke Konzentration auf das 5-Jahres-Laufzeitband, das mit 36,5 % des bewegten Volumens so hoch frequentiert war wie nie zuvor seit Beginn der Jumbo-Ära. Die Wahl der Laufzeiten im dritten Quartal senkte den Anteil zwar leicht auf 34,2 %; aufgrund der Steilheit der Zinskurve aber auch der fiskalischen sowie der geo- und handelspolitischen Unsicherheiten bleibt dieses Laufzeitsegment jedoch im Fokus. **Umgekehrt betrachtet darf die Tatsache, dass der Markt für 5-jährige Covered Bonds immer noch nicht gesättigt ist als ein ermutigendes Zeichen für das letzte Quartal 2025 und die Vorbereitungen für 2026 interpretiert werden.**

1. Erstrangig unbesicherte Anleihen

Q3 2025: Rekordwert in 9M 2025

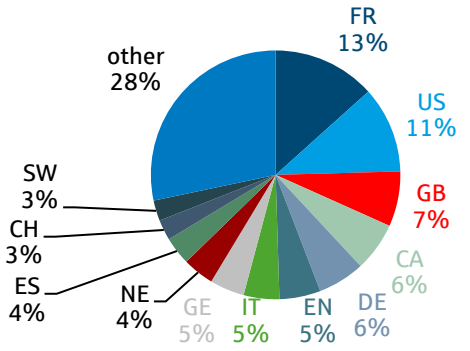
EUR Benchmark Emissionsvolumen kumuliert in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Französische Banken vorne

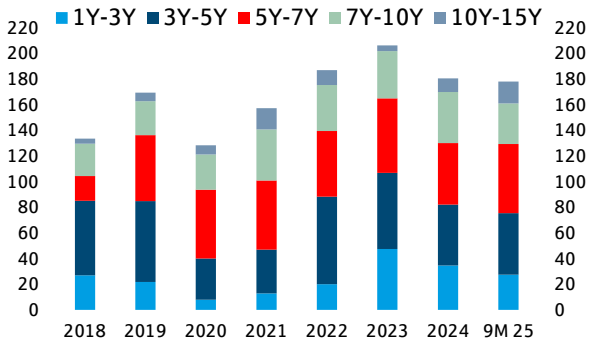
EUR Benchmark Emissionsvolumen 9M 2025 nach Ländern



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Mittlere Laufzeiten dominieren

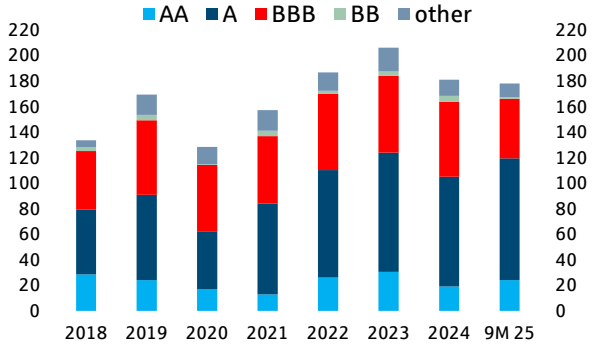
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach Laufzeiten in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Rating-Mix mit positivem Trend

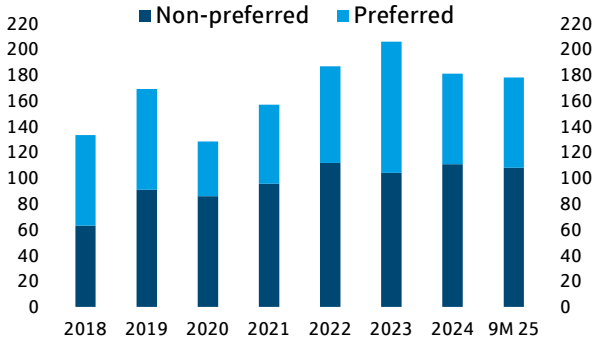
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach Rating* in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Anteil Non-preferred stabil bei 61 %

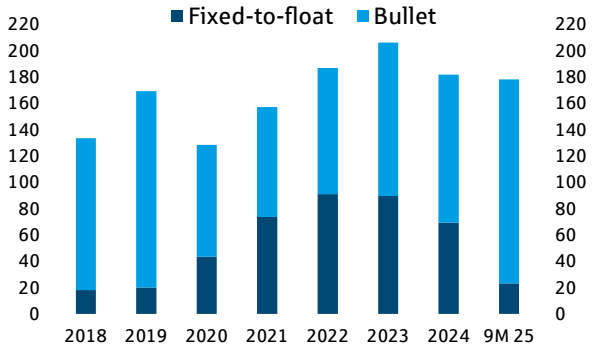
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach Haftungsrang in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Regulatorische Kündigungs-Option rückläufig

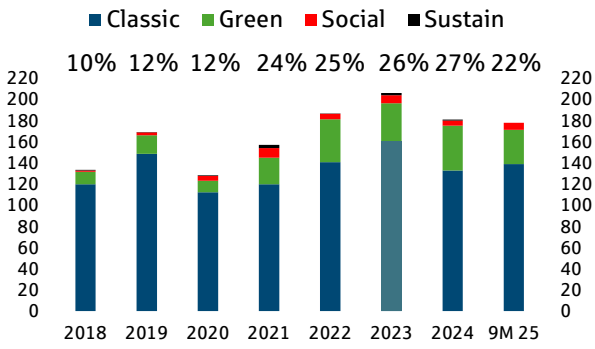
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach Rückzahlungsart in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Anteil grüner Emissionen rückläufig

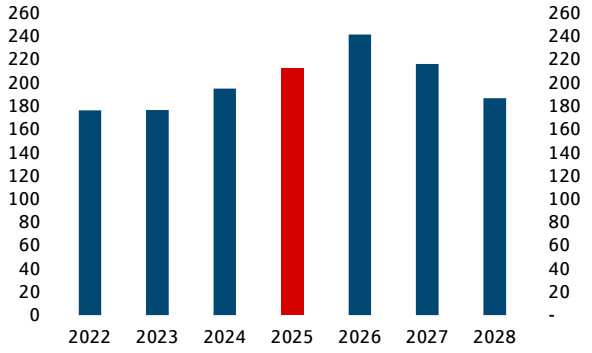
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach ESG-Kriterien in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Hohe Fälligkeiten* im Jahr 2025

EUR Benchmark Fälligkeitsvolumen in Mrd. EUR

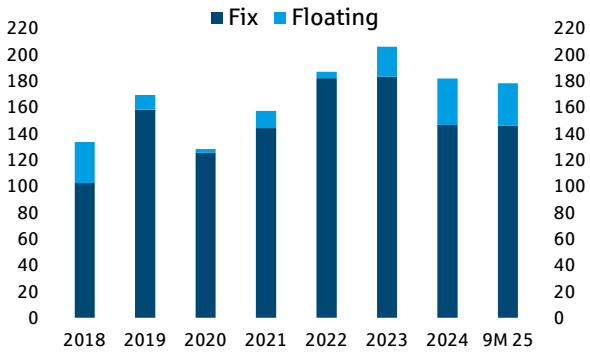


* Leicht abweichende Abgrenzung gegenüber den Neuemissionen

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Variable Verzinsungen wieder attraktiver

EUR Benchmark Emissionsvolumen Kupon-Art in Mrd. EUR

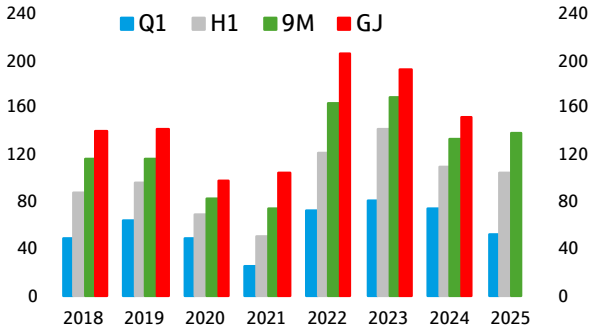


Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

2. Covered Bonds

Emissionsvolumen knapp hinter den Erwartungen

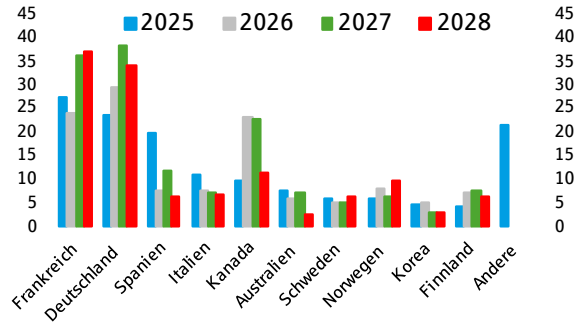
EUR Benchmark Emissionsvolumen kumuliert in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Fälligkeitsvolumen mit steigender Tendenz (2025 140 Mrd. EUR; '26 156 Mrd EUR; '27 183 Mrd. EUR)

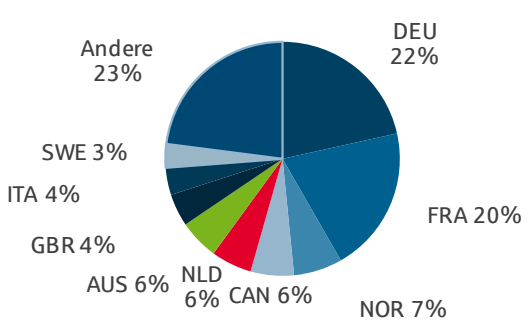
EUR Benchmark Fälligkeitsvolumen nach Ländern in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Pfandbriefe derzeit mit dem größten Anteil an Neuemissionen

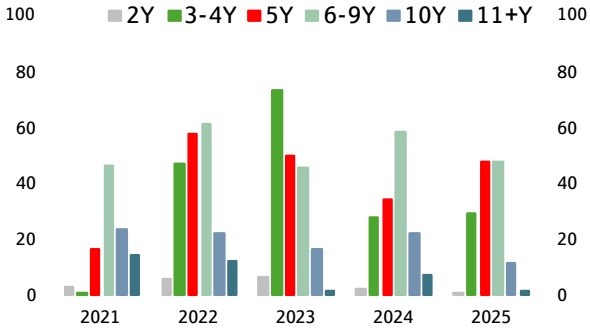
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach Ländern



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

5 Jahre Laufzeit – so populär wie nie

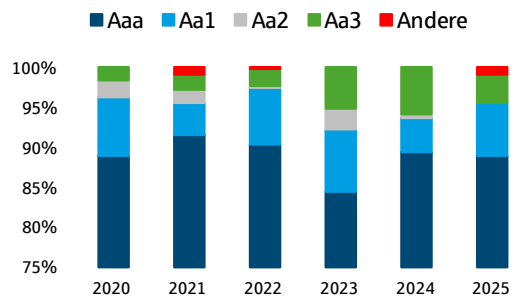
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach Laufzeiten in %



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Aaa-Ratings noch immer der Standard

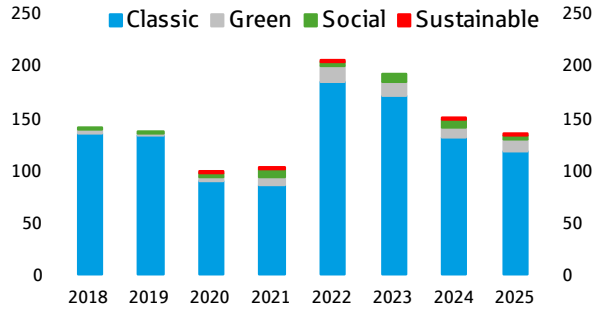
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach Rating* in %



*Moody's Rating bei Emission
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Nachhaltige Covered Bonds: Leichte Steigerung

Emissionsvolumen nach ESG-Kriterien und sonstige in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

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.