Helaba

Im Fokus: Covered Bonds

19. November 2025

Outlook 2026: 丙午年 – Das Jahr des Feuer-Pferdes

In der chinesischen Astrologie steht die Kombination von Feuer und Pferd für eine explosive Mischung aus dynamischer Energie und Transformation. Sie kann sowohl positive als auch negative Ereignisse mit sich bringen. Angesichts der geopolitischen und weltwirtschaftlichen Großwetterlage könnten die Gestirne kaum passender stehen.

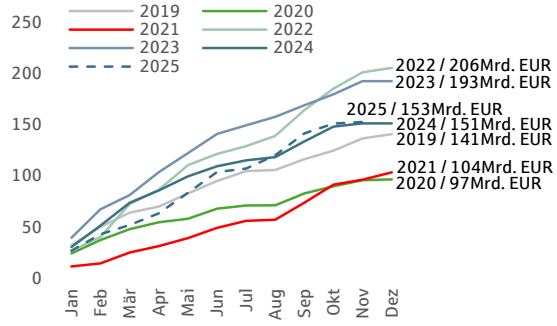
Um das Ergebnis unserer Analyse vorwegzunehmen: **Wir rechnen im kommenden Jahr mit Neuemissionen aus dem Euro Benchmark Covered Bond-Markt von 162 Mrd. EUR.**[1] Würde man die von Aufholeffekten und TLTRO-Refinanzierung geprägten Jahre 2022/23 außer Acht lassen, wäre dies die höchste Bruttoemissionssumme seit 2011.

Ausgangssituation 2025 per Mitte November

Ursprünglich erwarteten wir für das **aktuelle Jahr Bruttoemissionen von 160 Mrd. EUR**, was einem Netto-Marktwachstum von knapp 20 Mrd. EUR entsprochen hätte. Bereits nach der Sommerpause zeichnete sich jedoch ab, dass diese Marke etwas zu hoch gegriffen war. Per Mitte November wurden 153 Mrd. EUR erreicht, sodass bis Jahresende eine Zielmarke von **155 Mrd. EUR realistischer erscheint**. Das Nettoemissionsvolumen lag per Ende Oktober bei 28 Mrd. EUR. Unter Berücksichtigung der bis Jahresende noch substanziellen Rückzahlungen von über 17 Mrd. EUR wird diese Zahl jedoch noch auf etwas mehr als 14 Mrd. EUR zusammenschrumpfen.

2025 – ein überdurchschnittliches Emissionsjahr

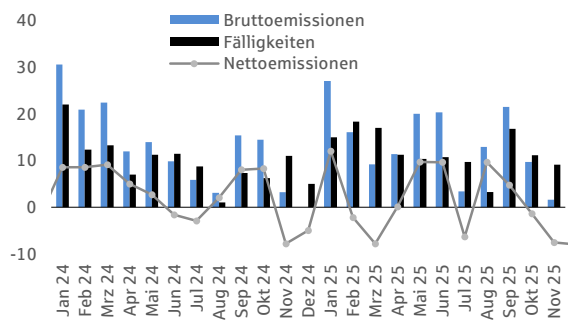
Emissionspfade in ausgewählten Jahren



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Mehr Monate mit negativen Nettoemissionen

Brutto- vs. Nettoemissionen in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

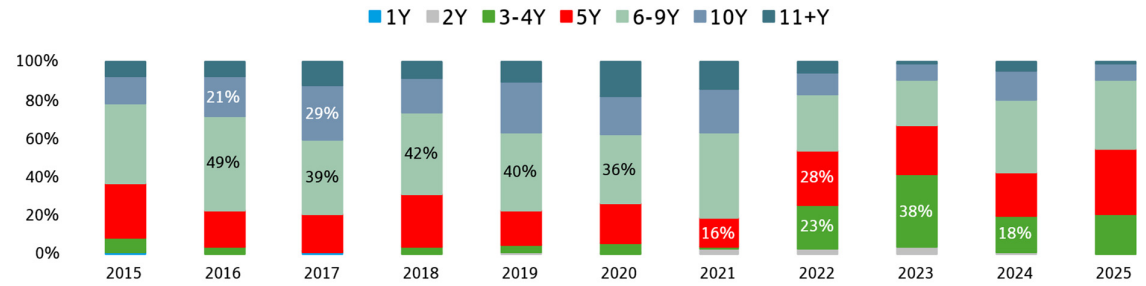
[1] Alle öffentlich platzierten und auf EUR lautende Neuemissionen mit min. 500 Mio. EUR Emissionsvolumen, fixem Kupon und mindestens drei Lead-Managern, den Emittenten selbst nicht mitgezählt, inkl. späterer Aufstockungen solcher Emissionen.

2026 von massiven Fälligkeiten geprägt 162 Mrd. EUR – ein Scheinriese

Was auf den ersten Blick wie eine verwegene Bruttoschätzung erscheint, relativiert sich im Verhältnis zu den Fälligkeiten: In den Jahren 2016/17 gewannen Laufzeiten von über fünf Jahren, insbesondere acht- bis zehnjährige Emissionen, wieder an Attraktivität. Dieser Trend sorgt 2026 für Fälligkeiten in Höhe von 26 Mrd. EUR.

Wahl der Laufzeiten in der Vergangenheit sorgt für „Rückzahlungsstau" in den kommenden Jahren

Laufzeiten bei Emission



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

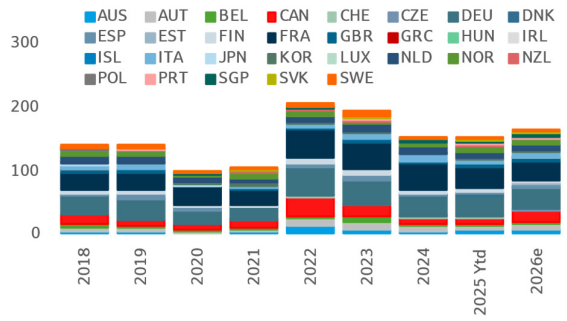
Im Jahr 2019 waren 7-jährige Covered Bonds besonders im Trend, woraus sich 30,5 Mrd. EUR an Fälligkeiten im nächsten Jahr ergeben. Den „perfekten Sturm" im nächsten Jahr bereitete dann die sehr defensive Wahl der Fälligkeiten in den Post-Corona-Jahren 2022/23 vor: In diesen beiden Jahren wurden 65 Mrd. EUR an drei- und vierjährigen Papieren begeben, die 2026 zur Rückzahlung anstehen. Insgesamt ergibt sich somit der Rekordwert von 157 Mrd. EUR an Rückzahlungen, wodurch sich das Nettoemissionsvolumen auf voraussichtlich nur noch gut 8 Mrd. EUR reduziert. **Dieser Trend wird sich im Jahr 2027 noch einmal verstärken, wenn 183 Mrd. Euro zur Rückzahlung anstehen.**

Anzahl der Emittenten vor weiterem Anstieg

Im Ranking der Emissionsländer erwarten wir nur geringfügige Veränderungen. Im laufenden Jahr liegen französische und deutsche Emittenten gleichauf. Für das kommende Jahr prognostizieren wir leicht sinkende Bruttoemissionen in Frankreich bei in etwa gleichbleibenden Emissionen aus Deutschland. Kanadische Emittenten sehen hohen Fälligkeiten entgegen, die sich in den Jahren nach 2025 in steigenden Neuemissionen niederschlagen sollten.

Hohes Emissionsvolumen steht auf breiter Basis

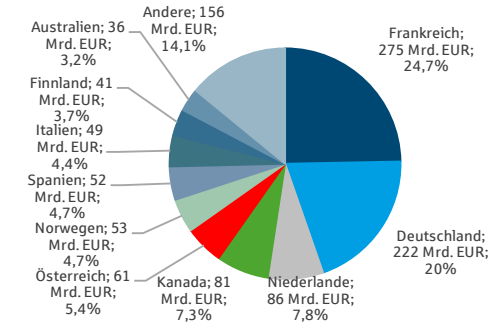
EUR Benchmark Emissionsvolumen pro Jahr nach Ländern



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Frankreich und Deutschland größte Emittenten

Ausstehende Volumina nach Ländern



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Auf den Rängen 4–9 erwarten wir die Länder Niederlande, Österreich, Norwegen, Italien, Spanien und Australien, die sich jedoch alle in einem Bereich zwischen 6,5 und 9 Mrd. EUR bewegen. Daher können sich kleinere Veränderungen schnell im Ranking auswirken. Ähnliches gilt für die nächste Kohorte mit Großbritannien, Finnland, Schweden, Singapur und Belgien. Aus diesen Ländern erwarten wir zwischen 4 und 5,75 Mrd. EUR. Die Gesamtheit kleinerer Länder dürfte in etwa 19 Mrd. EUR beitragen.

2025 war bereits ein Rekordjahr in Bezug auf die Anzahl der am Euro Benchmark Covered Bond-Markt beteiligten Länder. Wir gehen davon aus, dass sich die Anzahl von 25 im Jahr 2026 durch Aktivitäten aus Griechenland und der Türkei auf 27 erhöhen könnte. Wir sind noch skeptisch, was Bulgarien betrifft, halten es aber für einen vielversprechenden „Außenseiter-Tipp" für das 28. Covered-Bond-Land im Jahr 2026.

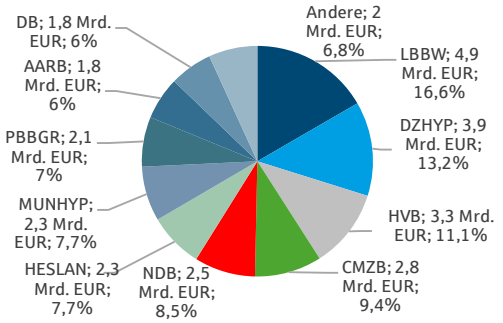
Deutschland – 31,75 Mrd. EUR brutto / 2,2 Mrd. EUR netto

Die Prognose von 31,75 Mrd. EUR an Bruttoemissionen liegt in etwa im Bereich der Emissionen des laufenden Jahres (per Ende Oktober 32,45 Mrd. EUR). Wir gehen davon aus, dass die historisch hohe Emissionssumme von einer ebenfalls breiten Emittentenbasis von 19 Banken getragen wird. Gerade kleinere Emittenten aus dem Sparkassensektor, die in diesem Jahr keine Benchmark-Emissionen platziert haben, könnten im nächsten Jahr wieder in Erscheinung treten. Ein weiteres Jahr ohne öffentlich platzierte Emissionen könnte ein erhöhtes Maß an Investorenarbeit erforderlich machen, um sich die Option größerer Emissionen offenzuhalten. Zum anderen besteht angesichts des weiterhin wachsenden Hypothekenmarktes ein langsam steigender Fundingbedarf: Im ersten Halbjahr 2025 vergaben die im Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) organisierten Institute Immobiliendarlehen im Wert von 70,1 Mrd. EUR. **Das Immobilienfinanzierungsvolumen stieg gegenüber dem ersten Halbjahr 2024 um 17 %. Das Volumen an neu ausgereichten Wohnimmobiliendarlehen belief sich nach den ersten sechs Monaten des Jahres 2025 auf 46 Mrd. EUR.** Damit lag es 22 % höher als im Vorjahreszeitraum (37,7 Mrd. EUR). Gewerbeimmobilienkredite summierten sich im ersten Halbjahr 2025 auf ein Volumen von 24,1 Mrd. EUR – ein Plus von 8,6 % im Vergleich zum ersten Halbjahr 2024 (22,2 Mrd. EUR).[2]

In Abwesenheit großer struktureller Veränderungen liegen Bruttoemissionen und Fälligkeiten ungefähr gleichauf. Die Fälligkeiten von 29,3 Mrd. EUR werden nur deshalb um 2,2 Mrd. EUR überkompensiert, weil wir von einer im Vergleich zu diesem und den Vorjahren breiteren Emittentenbasis ausgehen. Innerhalb der Gruppe der größeren Emittenten, wie beispielsweise LBBW, DZ HYP, CMZB oder HVB, erwarten wir zwar kleinere Verschiebungen; Im Aggregat gehen wir jedoch davon aus, dass das Nettoemissionsvolumen hier vor allem durch rückläufige Aufstockungen ein negatives Vorzeichen hat.

Fälligkeiten 2026 nach Emittenten in Deutschland

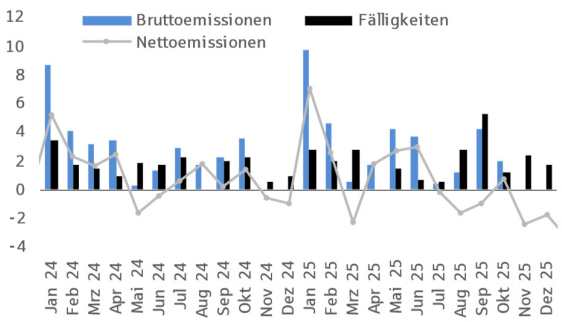
Gesamte Fälligkeiten 29,5 Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Hohe Saisonalität der Emissionen

Brutto- vs. Nettoemissionen Deutschland in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

[2] vdp: Immobilienfinanzierung verzeichnet Aufwärtstrend

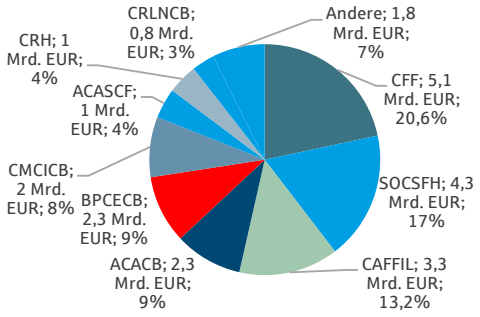
Frankreich – 29,5 Mrd. EUR brutto / 5,8 Mrd. EUR netto

Trotz der politischen und fiskalischen Schwierigkeiten in Frankreich scheint der Markt für Immobilienkredite wieder anzulaufen: So ist die Neuvergabe von Wohnbaukrediten in den ersten fünf Monaten des Jahres 2025 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 50 % gestiegen. Laut der Banque de France spiegelt diese Erholung ein deutlich günstigeres Umfeld für Kreditnehmer wider, denn die Kosten für Hypothekarkredite sind seit dem Höchststand im Januar 2024 um einen Prozentpunkt gesunken.[3]

Vor dem Hintergrund des aktiveren Immobilienmarktes und aufgrund einer breiter werdenden Emittentenbasis von 13 Banken gehen wir für 2026 von einem vergleichsweise **hohen Nettoemissionsvolumen von 5,8 Mrd. EUR aus**. Allerdings dürften diese hauptsächlich von drei der 13 Banken getragen werden. Aufgrund ihrer im Vergleich zu anderen Covered-Bond-Emittenten relativ ausgedehnten Fälligkeitsstruktur weisen die BPCECB, die CMCIC und die CRH im kommenden Jahr nur unterdurchschnittliche Fälligkeiten auf. In der Folge führen die für diese Namen eher geringen Bruttoemissionserwartungen zu spürbar positiven Nettobeiträgen.

Fälligkeiten 2026 nach Emittenten in Frankreich

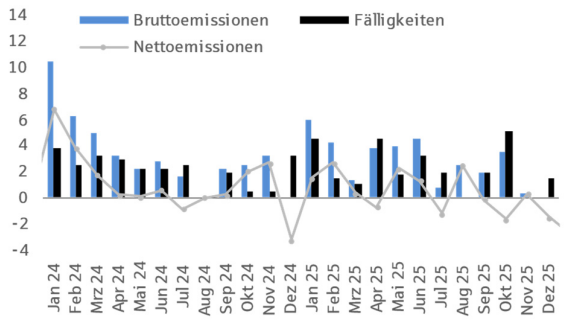
Gesamte Fälligkeiten 23,4 Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Aktivität abhängig von Emissionsfenstern

Brutto- vs. Nettoemissionen Frankreich in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Kanada – 11 Mrd. EUR brutto / -12,2 Mrd. EUR netto

Der kanadische Markt für Covered Bonds hat sich in den letzten Jahren als drittgrößter im Euro Benchmark-Segment etabliert. Aufgrund der geografischen Lage Kanadas haben kanadische Banken grundsätzlich kaum originären Finanzierungsbedarf in Euro. Mit Ausnahme von in GBP denominierten Emissionen zur direkten Refinanzierung von Aktivitäten in Großbritannien wählen kanadische Banken ihre Anleihewährung daher eher opportunistisch. Das große Interesse an kanadischen Covered Bonds durch EUR-Investoren spielt dabei erwiesenermaßen eine gewichtige Rolle. **Kanadische Banken bedienen sich jedoch abhängig von Entwicklungen im Basisswap und der Investorennachfrage auch in AUD, NOK und USD**. Dies macht eine Prognose für die Emission von auf Euro lautenden kanadischen Covered Bonds besonders schwierig: Im Vergleich zu 2024 reduzierten kanadische Banken die Ausgabe neuer Covered Bonds über alle Währungen hinweg um 16 %, wobei die Emissionstätigkeit in Euro um 28 % fiel, während sie in US-Dollar um 55 % anstieg. Im Vergleich von 2024 zu 2023 fand die Reduktion der Emissionstätigkeit noch hauptsächlich zu Lasten von USD-Papieren statt.

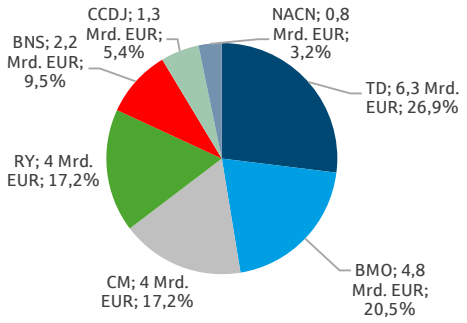
Der grundsätzliche Emissionsrückgang erklärt sich zum einen durch die wachsenden Einlagen kanadischer Banken. Nach einem Rückgang des Depositenbestandes zwischen Oktober 2021 und April 2023 ist seit Januar 2024 wieder ein Anstieg zu verzeichnen: Für den Zeitraum von Januar 2024 bis April 2025 meldet die Bank of Canada ein Plus im aggregierten Depositenbestand von gut 10 %.[4]

Alles in allem rechnen wir im Jahr 2026 mit Neuemissionen in Euro in Höhe von 11 Mrd. EUR. Dies entspricht einem knappen Plus von 1,5 Mrd. EUR im Vergleich zur Emissionsmenge im laufenden Jahr. Unter Berücksichtigung der substanziellen Rückzahlungen von gut 23 Mrd. EUR würde sich daraus jedoch eine deutliche Schrumpfung ergeben.

[3] Panorama des prets à l'habitat des ménages - Juillet 2025
[4] Canadian dollar deposits

Fälligkeiten 2026 nach Emittenten in Kanada

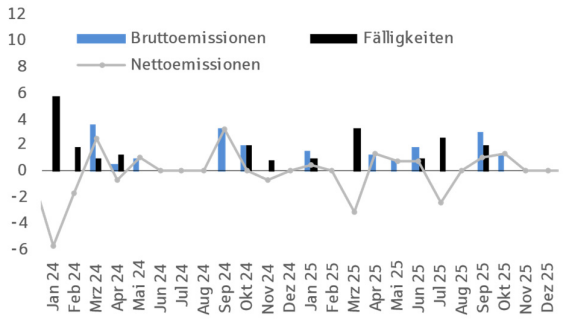
Gesamte Fälligkeiten 23,2 Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Ausgeprägte Emissionstätigkeit im Herbst

Brutto- vs. Nettoemissionen Kanada in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Größere Covered Bond Länder: Niederlande, Österreich, Norwegen, Italien und Spanien

Die diesjährigen Covered-Bond-Emissionen in den Niederlanden kamen nur langsam in Fahrt, erreichten letztlich aber unsere Zielmarke von knapp 8 Mrd. EUR. Aufgrund der vergleichsweisen niedrigen Fälligkeiten bedeutete dies ein Marktwachstum von 4,5 Milliarden Euro. Im Jahr 2026 werden sich die Fälligkeiten allerdings von 3,25 Mrd. EUR auf 7,7 Mrd. EUR mehr als verdoppeln. Die Notwendigkeit, einen Teil dieser Fälligkeiten zu rollen, ist einer der Gründe, warum wir die Emissionserwartungen auf 10 Mrd. EUR angehoben haben. Ein weiterer Grund ist der deutliche Anstieg des Hypothekargeschäfts niederländischer Banken: Im Juni 2025 betrug das Wachstum gegenüber dem Vorjahr 5,2 %. Ein Jahr zuvor, im Juni 2024, lag die Wachstumsrate noch bei 2,4 %. Das letzte Mal, dass die Kreditvergabe der Banken für Wohnimmobilien derart hohe Wachstumsraten verzeichnete, war im Jahr 2008.[5]

In Österreich zeigt sich bei der Vergabe von Hypothekenkrediten ein ähnliches Bild: Nach einem historischen Tief stieg die Nachfrage privater Haushalte nach Wohnbaukrediten im ersten Halbjahr 2024 wieder an. Während der Anstieg 2024 noch moderat war, verstärkte sich das Wachstum in den ersten beiden Quartalen 2025. Für das dritte Quartal 2025 erwarten die von der Österreichischen Nationalbank befragten Banken einen weiteren Anstieg der Kreditnachfrage.[6] Ebenfalls ansteigend ist die Summe der österreichischen Pfandbriefe, die zur Rückzahlung anstehen. Mit 9,5 Mrd. EUR werden so viele Benchmark-Pfandbriefe fällig wie in den letzten vier Jahren zusammen. In der Konsequenz rechnen wir auch mit einem sprunghaften Anstieg der Emissionstätigkeit auf 9 Mrd. EUR. Abgesehen von den Jahren 2022 und 2023 wäre dies ein Rekordwert.

Emissionshistorie, Erwartungen und Fälligkeiten

Mrd. EUR	Brutto 2024	Brutto 2025	Brutto 2026 (e)	Fälligkeiten 2024	Fälligkeiten 2025	Fälligkeiten 2026	Netto 2024	Netto 2025	Netto 2026 (e)
Niederlande	9,65	7,75	10,0	5,0	3,25	7,5	4,65	4,5	2,5
Österreich	6,5	3,5	9,0	2,25	2,5	9,5	4,25	1,0	-0,5
Norwegen	6,25	10,25	9,0	4,0	5,75	8,0	2,25	4,5	1,0
Italien	10,0	4,82	7,75	8,83	10,75	7,6	1,2	-5,9	0,15
Spanien	2,85	3,25	,07	6,25	19,6	7,5	-3,4	-16,4	-0,5

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

[5] Banks are lending more for residential mortgage loans
[6] OeNB Report 2025/12: Gesunkene Zinsen lassen Nachfrage nach Wohnbaukrediten weiter steigen

Der norwegische Covered Bond-Markt legte 2025 einen Blitzstart hin, sodass uns bereits im zweiten Quartal klar wurde, dass die Emissionsschätzungen für das Gesamtjahr zu niedrig angesetzt waren. Mit 10,25 Mrd. EUR per Ende Oktober wurde nach 2012 (11,65 Mrd. EUR) das zweithöchste je platzierte Euro Benchmark-Volumen aus Norwegen erreicht. Mit 4,5 Mrd. EUR war auch das resultierende Nettovolumen eines der höchsten – sowohl historisch als auch im Quervergleich. Lediglich zwei der über 10 Mrd. EUR schweren Neuemissionen wurden im zweiten Halbjahr platziert. Dies darf als Beleg dafür verstanden werden, dass in der ausnehmend hohen Summe praktisch kein Pre-Funding der 8 Mrd. EUR an Fälligkeiten des kommenden Jahres vorgenommen wurde. Zwar besteht in Norwegen – ähnlich wie in Kanada –grundsätzlich wenig originärer Fundingbedarf in EUR. Das Spektrum der Währungen, in denen sich norwegische Banken mit gedeckter Refinanzierung versorgen, konzentriert sich allerdings auf EUR, SEK und NOK. Umfrageergebnissen der Norges Bank zufolge sind kaum Impulse seitens des Kreditwachstums zu erwarten. Die norwegischen Banken meldeten eine leicht steigende Nachfrage nach Wohnbaukrediten im 3. Quartal 2025 und keine Veränderung der Nachfrage im 4. Quartal.[7] Insofern gehen wir von einem leicht fallenden Bruttoangebot norwegischer Covered Bonds im kommenden Jahr aus. Unsere immer noch relativ hohen Erwartungen von 9 Mrd. EUR resultieren hauptsächlich aus dem Refinanzierungsbedarf, der sich aus den substanziellen Fälligkeiten von 8 Mrd. EUR ergibt.

Italienische Covered Bonds waren emissionsseitig das genaue Gegenteil der Norweger. Hier wurde schnell klar, dass die Erwartungen von 9 Mrd. EUR zu hoch angesetzt waren. Die Immobiliennachfrage zog zwar zum Jahreswechsel etwas an [8], jedoch offensichtlich weder stark noch schnell genug, um sich in substanziell höherem Kreditwachstum niederzuschlagen[9]. Im Endresultat schrumpfte der Markt für Obbligazioni Bancarie Garantite in Benchmark-Größe um knapp 6 Mrd. EUR. Angesichts des leicht anziehenden Hypothekenmarktes und der grundsätzlichen Neigung vieler Emittenten, spätestens jedes zweite Jahr Covered Bonds öffentlich zu platzieren, gehen wir von einem wieder steigenden Bruttoangebot italienischer Covered Bonds in Höhe der Fälligkeiten von 7,6 Mrd. EUR aus.

Der spanische Covered Bond-Markt hat sich in den letzten Jahren beinahe zu einem reinen Retained Bond-Markt entwickelt. Während von den 25 Mrd. EUR an spanischen Covered Bonds im Jahr 2021 noch 24 Mrd. EUR platziert wurden, drehte sich das Verhältnis seither sukzessive um: Im aktuellen Jahr wurden von 24 Mrd. EUR nur noch 3,25 Mrd. EUR platziert. Offenbar hat die spanische Bankencommunity einen für sie guten Modus Vivendi praktisch ohne Investoren gefunden. Diese Praxis hat in den letzten Jahren gut funktioniert, wir sind uns aber nicht sicher, wie groß der Aufwand für kleinere spanische Institute sein wird, sich wieder eine Investorenbasis zu erarbeiten, wenn die Rahmendaten es erfordern. Für unsere Prognose bedeutet dies grundsätzlich ein Maximum an Unschärfe – und das unabhängig von der Entwicklung am Hypothekenmarkt. In den 7 Mrd. EUR unserer Bruttoemissionserwartung schwingt somit die Hoffnung mit, dass spanische Banken die Investorenwelt wieder für sich entdecken. Letztlich wäre eine Fortsetzung der Marktschrumpfung wie im laufenden Jahr (-16,4 Mrd. EUR) kein gutes Zeichen für den Zustand des spanischen Covered Bond-Marktes.

Andere Europäische Covered Bond Länder

Finnland und Portugal vermeldeten in der jüngsten Vergangenheit steigende bis stark steigende Nachfrage nach Hypothekenkrediten, während in Schweden[10] und Dänemark der Nachfragezuwachs kaum über der allgemeinen Teuerungsrate lag. Belgien siedelt sich dazwischen an. Der Nachfrageanstieg nach Hypothekenkrediten war zwar zuletzt mit 14 % p.a.[11] bemerkenswert, jedoch glauben wir, dass der Aufwärtstrend noch recht jung ist und somit noch etwas Zeit benötigt, bevor die Emissionsvolumina die ausgeprägten Fälligkeiten im kommenden Jahr überkompensieren.

[7] **Norges Bank: Somewhat lower lending rates 3/2025**
[8] **Banca d'Italia: Italian Housing Market Survey. Short-term Outlook - 2025 Q4**
[9] **Bance d'Italia: The Euro Area Bank Lending Survey, 15 April 2025**
[10] OECD (2025),*OECD Economic Surveys: Sweden 2025*, OECD Publishing, Paris, **OECD Economic Survey Sweden 2025**
[11] **Feblfin: Mortgage loans confirm the positive trend in the 2nd quarter of 2025**

Emissionshistorie, Erwartungen und Fälligkeiten

	Brutto 2024	Brutto 2025	Brutto 2026 (e)	Fälligkeiten 2024	Fälligkeiten 2025	Fälligkeiten 2026	Netto 2024	Netto 2025	Netto 2026 (e)
Schweden	1,25	3,5	4,25	4,75	5,9	4,5	-3,5	-1,4	-0,25
Finnland	5,5	4,75	6,0	3,0	4,25	6,85	2,5	-0,5	-0,85
Belgien	3,0	2,75	3,5	1,0	3,75	3,75	2,0	-1,0	-0,25
Portugal	2,0	2,0	2,25	2,0	0	0,85	0	2,0	1,4
Dänemark	1,5	2,25	1,25	0,5	1,0	1,25	1,0	1,25	0

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Covered Bonds in EU-CEE Staaten

Wir widmen Covered Bonds aus EU- und CEE-Staaten ein eigenes Unterkapitel, da wir davon ausgehen, dass die hohe Emissionstätigkeit aus diesen Staaten im laufenden Jahr nur der Anfang war für die Entwicklung in den kommenden Jahren. In unserer tabellarischen Aufstellung finden sich insgesamt zwar lediglich 6,5 Mrd. EUR. Wir sehen diese Prognose aber eher mit Luft nach oben: In Tschechien, Polen und Estland deutete sich im laufenden Jahr bereits hohes Interesse an der Emission von Covered Bonds an, und es darf davon ausgegangen werden, dass diese Beispiele Schule machen werden – in Benchmark- oder Sub-Benchmark-Größe. Ungarische Emittenten überraschten im Juni nach 16 Jahren Abwesenheit mit einer Rückkehr im Euro Benchmark-Segment, und slowakische Emittenten belieferten den Markt in jedem einzelnen Quartal mit neuem Material. Für das nächste Jahr haben wir zudem Slowenien und Bulgarien als weitere Emissionsländer auf dem Schirm, wenngleich wir sie volumenmäßig noch nicht in unserer Prognose berücksichtigen.

Unsere Einschätzung basiert jedoch nicht nur auf der generellen Neigung von EU-CEE-Banken, sich über den Euro Benchmark Covered Bond-Markt strategisch mit Fremdkapital zu versorgen. Der Trend wird auch mittel- bis längerfristig durch positive Entwicklungen am Hypothekenmarkt unterstützt, wie Zentralbanken aller in unserer Prognose enthaltenen Länder vermeldet haben.[12]

Emissionshistorie, Erwartungen und Fälligkeiten

	Brutto 2024	Brutto 2025	Brutto 2026 (e)	Fälligkeiten 2024	Fälligkeiten 2025	Fälligkeiten 2026	Netto 2024	Netto 2025	Netto 2026 (e)
Slowakei	1,5	3,1	3,5	0,5	1,0	3,0	1,0	2,1	0,5
Ungarn		1,0	1,0	0	0	0	0	1,0	1,0
Tschechien	0,5	1,25	1,5	0	0	1,0	0,5	1,25	0,5
Polen		0,5	0,5	1,0	0,5	0	-1,0	0	0,5
Estland		0,5	0,5	0	0,5	0	0	0	0,5

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Covered Bonds außerhalb der EU

In Euro denominierte Covered Bonds von außerhalb der EU sind bei Weitem keine Besonderheit mehr. Kanadische Covered Bonds (siehe separates Kapitel) rangieren gemessen am ausstehenden Volumen auf Rang vier knapp hinter den Niederlanden, australische Covered Bonds liegen auf Rang zehn. Beide distanzieren die seit 2003 etablierten UK Covered Bonds. Emittenten aus Singapur spielen ebenfalls eine immer größer werdende Rolle im Euro Benchmark-Format. Alle Emittenten eint jedoch die Tatsache, die wir im Kanada Kapitel bereits erwähnt haben: Originärer Finanzierungsbedarf in Euro besteht nicht oder kaum, was im Umkehrschluss heißt, dass die Wahl der Emissionswährung zu einem gewissen Grad vom Basisswap zur Heimatwährung abhängt.

[12] UK NF Banking sector monthly data August 2025

Das Thema Drittstaatenäquivalenz wird insbesondere angesichts der steigenden Aktivität aus nicht-EU Ländern immer wieder aufs Tapet gebracht werden**. Im Sinne der Weiterentwicklung der jeweiligen Märkte sollten die Gemeinschaften der Emittenten in den jeweiligen Ländern die Themen, die die EBA aufwirft, angehen.** Wir halten insbesondere Recommendation 19 des EBA Call for Advice für entscheidend: Das Vorhandensein eines **handlungsfähigen Nationalen Aufsichtsorgans (NCA),** das in der Lage ist, Regeln zu setzen, auszulegen, Richtungen vorzugeben und gemeinsam mit den EU Regulierern an einer Lösung zur Drittstaatenäquivalenz zu arbeiten. Was hat das mit der Gemeinschaft der Emittenten zu tun? Ein starkes NCA muss als Chance begriffen werden und nicht als Belastung. Emittenten wären in ihrem ureigensten Interesse gut beraten, sich für einen Ausbau des NCA einzusetzen, um letztlich die Grundlage für eine Gleichbehandlung in Europa zu schaffen. Ob und wie stark dann weitere Aspekte, beispielsweise der vielzitierte „etablierte Heimatmarkt", ins Gewicht fallen, bleibt dann dem Verhandlungsgeschick der NCAs überlassen. **Ohne ein starkes NCA kommt es jedoch erst gar nicht zu solchen Verhandlungen.**

Australische Emittenten bespielen neben dem Euro Benchmark Markt auch regelmäßig den Markt für USD und GBP. Vereinzelt wird auch in heimischen AUD bedient, in Summe fällt dies aber kaum ins Gewicht – nebenbei bemerkt, laut EBA ein Negativum im Gesamtkontext der in Frage stehenden Drittstaatenäquivalenz.[13] Australische Covered Bond-Emittenten waren im laufenden Jahr außerordentlich aktiv und platzierten mit 8,85 Mrd. EUR sogar noch einiges mehr als die ohnehin schon sehr hohen Fälligkeiten von 7,5 Mrd. EUR. **Einige Emittenten stoßen jedoch mittlerweile an den Emissionsdeckel von 8 % der Bilanzsumme, was uns dazu bewegt, nicht mehr als die im nächsten Jahr fällig werdenden 6,5 Mrd. EUR an Covered Bonds als Neuemissionsmenge anzusetzen.**

Das große Thema der UK Covered Bonds im Jahr 2025 war die Achterbahnfahrt ausgelöst durch die UK PRA, bei der kurzzeitig sogar die gesamte Zukunft von UK Covered Bonds zur Disposition stand. Die Klarstellung der PRA war aber dann letztlich die Grundlage für einen zumindest volumenmäßig versöhnlichen Jahresverlauf. Die durch die PRA-Kommunikation weiteren Spreads sorgten für die nötige Nachfrage, sodass mit 6,5 Mrd. EUR noch solide Volumina platziert werden konnten. Die niedrigen Fälligkeiten von lediglich 2 Mrd. EUR bedeuteten eines der größeren Nettozuwächse unter den Covered Bond-Ländern. Grundsätzlich gehen wir im kommenden Jahr von ähnlichen Volumina aus. **Die 5,75 Mrd. EUR werden aber aufgrund höherer Fälligkeiten zu etwas weniger Nettozuwachs führen.**

Emissionshistorie, Erwartungen und Fälligkeiten

	Brutto 2024	Brutto 2025	Brutto 2026 (e)	Fälligkeiten 2024	Fälligkeiten 2025	Fälligkeiten 2026	Netto 2024	Netto 2025	Netto 2026 (e)
Australien	4,85	8,85	**6,5**	5,5	7,5	6,5	-0,65	1,35	**0**
UK	5,0	6,2	**5,75**	9,835	2,0	3,6	-4,84	4,2	**2,15**
Singapur	4,25	2,75	**4,5**	1,25	3,25	1,75	3,0	-0,5	**2,75**
Korea	2,15	2,2	**3,0**	0,5	4,7	5,1	1,65	-2,5	**-2,1**
Schweiz	3,0	2,25	**1,5**	0	0,75	0	3,0	1,5	**1,5**
Neuseeland		2,0	**1,25**	2,5	1,25	0,5	-2,5	0,75	**0,75**
Japan		0,5	**1,0**	0	1,0	1,75	0	-0,5	**-0,75**
Türkei			**0,5**						**0,5**

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Im Rahmen der ECBC Konferenz in Sevilla war zu vernehmen, dass Emittenten aus Singapur mehr und mehr Geschmack an gedeckter Refinanzierung finden. Zwar fielen die Emissionszahlen im laufenden Jahr etwas zurück; die Tatsache, dass die 2,75 Mrd. EUR auf einer verhältnismäßig breiten Basis von vier Emittenten lagen, bildet eine solide Basis für eine Wiedererstarkung der Emissionszahlen im kommenden Jahr.

Unsere Erwartungen bezüglich Koreanischer Covered Bonds basieren auf ähnlichen Annahmen wie für Singapur. **Wir gehen von einer maximal breiten Emittentenbasis aus**. Das Plus zum aktuellen Jahr speist sich somit aus der Kontribution eines Emittenten, der 2025 nicht aktiv war (SHNHAN) und leicht steigenden Emissionsvolumina bei allen anderen Namen.

[13] EBA Advice on the review of the EU covered bond framework

Für die kleineren Covered Bond-Länder gehen wir von insgesamt etwa gleichbleibenden Volumina aus. Im laufenden Jahr überraschte die hohe Aktivität aus der Schweiz. Wir gehen aber nicht unbedingt von einer Wiederholung im kommenden Jahr aus. Dagegen sollte mit der VakifBank aus der Türkei mindestens eine Emission kommen.

Spreads: Probleme bleiben bestehen, aber Startbedingungen für 2026 sind stabil

Die Anzeichen dafür stehen gut, dass das Covered-Bond-Universum von einer soliden Marktposition aus ins neue Jahr startet. Das mag auf den ersten Blick verwundern, denn die Begleitumstände, die im vierten Quartal 2024 zu der signifikanten Underperformance gegenüber Swaps führten, sind nach wie vor vorhanden: der Russland-Ukraine-Konflikt, der instabile Welthandel und fiskalische Verwerfungen in kerneuropäischen Staaten.

Was sich geändert haben mag, ist die höhere Resilienz der Marktteilnehmer. Darüber hinaus gibt es einige fundamentale stabilisierende Faktoren: die **starke Ertrags-, Liquiditäts- und Eigenkapitallage europäischer Banken** sowie die anstehenden fundamentalen Verbesserungen des Covered Bond-Rahmenwerks. Auch die hohen Rückzahlungen im kommenden Jahr haben eine grundsätzlich stabilisierende Wirkung. Zudem dürfte das niedrige Angebot im 4. Quartal 2025 den Anlagedruck zu Beginn des kommenden Jahres noch verstärken. Der Nachfrageschub im 1. Quartal 2026 sollte ohnehin etwas höher ausfallen, da die Reform der niederländischen Pensionskassen nach und nach marktrelevant wird.

Wir sehen die stabilisierenden Effekte grundsätzlich als weniger stark an als die Herausforderungen. Die gestiegene Resilienz der Marktteilnehmer sowie die kurzfristige Angebots- und Nachfragesituation sorgen jedoch insgesamt für solide Startbedingungen. Allerdings gehen wir davon aus, dass 2026 kein Spaziergang wird: Angesichts der hohen Rückzahlungen und der daraus resultierenden hohen Emissionszahlen wird die Schlagzahl der Covered Bond-Emissionen das ganze Jahr hinweg hoch bleiben müssen. Phasen geschlossener Emissionsfenster oder die Angst davor können leicht dazu führen, dass günstige Marktphasen seitens der Emittenten sofort und ohne Kompromisse genutzt werden und sehr viel neues Material auf einmal in den Markt gedrückt wird – auf Kosten von After market-Performance und höherer Volatilitäten am Sekundärmarkt.

Covered Bonds rücken enger zusammen

Seit etwa drei Jahren und über alle kurz- und mittelfristigen Marktvolatilitäten hält sich nun ein Compression-Trend in Covered Bonds – also eine outperformance weiter handelnder Märkte im Vergleich zu teureren. Wir betrachten dazu die Spreaddifferenzen im fünfjährigen Bereich[14] zwischen dem am weitesten handelnden Covered Bond-Markt und dem engsten. Vor drei Jahren betrug diese Range 70 bp – ohne den Einfluss italienischer Papiere immer noch 50 bp. Am aktuellen Rand ist diese Range auf 17 bp zusammengeschmolzen. Basisbedingt hat sich in den letzten Monaten die Schrumpfung der Range verlangsamt, befindet sich die Handelsbandbreite in Bereichen, die selbst zu Zeiten des Quantitative Easing der ECB nicht erreicht wurden.

Grundsätzlich interpretieren wir die Kompression als ein positives Zeichen der Stabilität von Covered Bonds. Weg von einem mit idiosynkratischen Risiken behafteten Produkts hin zu einem homogenen Produkt. Diese Interpretation wird dadurch verstärkt, dass weder der von Donald Trump proklamierte „Liberation Day“, noch Spillover-Effekt von fiskalisch angeschlagenen Staaten, das Zerbrechen von Regierungskoalitionen oder die unglückliche Kommunikation seitens der UK PRA den Trend signifikant beeinflusste.

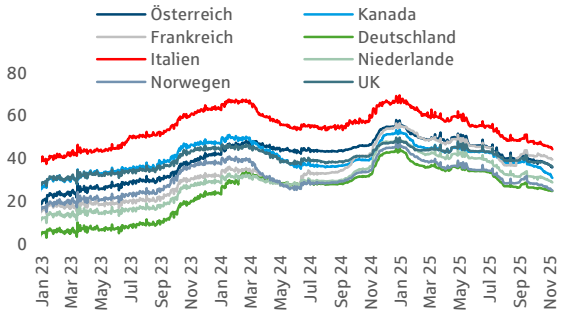
Ganz spurlos gingen aber die eben aufgezählten Schocks doch nicht am Covered Bond-Markt vorbei: Die Reihungen der Covered Bonds vom engsten Markt zum weitesten hat sich durchaus verändert. UK Covered Bonds gerieten im Nachgang der PRA-Kommunikation[15] etwas ins Hintertreffen und französische Covered Bonds spürten vor allem im Laufzeitenbereich von über 4,3 Jahre Duration negative Spillover-Effekte des eigenen Staatsanleihenmarktes. Dagegen konnten Covered Bonds aus Kanada, Schweden und Singapur aufgrund geringer EUR Emissionen outperformen.

[14] 5J constant duration z-spread Indizes
[15] **BoE: Update on modification by consent of the Liquidity Coverage Ratio part of the PRA Rulebook - Third Country Covered Bonds**

Was heißt das für unsere Erwartungsbildung im kommenden Jahr? Die Spreadkompression hat mittlerweile ein Maß erreicht, bei dem es schwer ist, an eine Fortsetzung des Trends zu glauben – zumindest was den gesamten Covered Bond-Markt angeht. Zu schwer lastet vermutlich mittelfristig das Gewicht volatiler Staatstitel auf französischen Covered Bonds, als dass diese mit der Performance anderer Märkte mithalten könnten. Klammert man Covered Bonds aus Ländern mit angeschlagener fiskalischer Position einmal aus, sehen wir die Kompression jedoch grundsätzlich intakt.

Spreadkompression wird selektiver

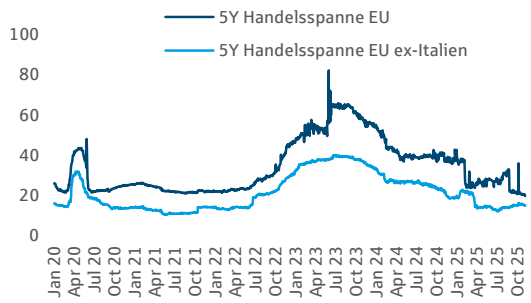
5Y Z-Spread Indizes ausgewählter CB Länder in bp



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Aktuelle Handelsspanne enger als unter CBPP3

Langfristige Entwicklung der Handelsspanne in bp



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Ein kurzer Blick nach links und rechts

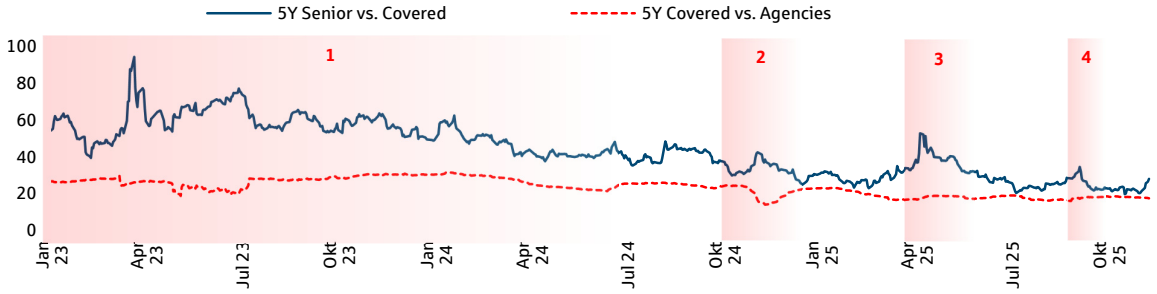
Senior preferred-Bonds auf der Oberseite und Staats- bzw. staatsnahe Papiere auf der Unterseite sind die relevanten Nachbarmärkte. Wie einflussreich diese sind, ließ sich zum einen im letzten März verfolgen, als viele Emittenten aufgrund extrem enger Senior-/Covered-Spreads die Chance nutzten und sich ungedeckt refinanzierten. Im Ergebnis stand eine deutliche Emissionsdelle bei Covered Bonds. **Grundsätzlich ist diese Entwicklung ein begrüßenswerter Umstand,** ist sie doch ein Beleg für die aktuelle Finanzstärke der Emissionshäuser, die ja letztlich die Grundlage für die Risikobeurteilung von Covered Bonds ist. Auf der anderen Seite sorgt ein sehr enger Senior-/Covered-Spread in der Konsequenz für weniger Planungssicherheit für klassische Covered Bond-Investoren.

Weniger begrüßenswert ist die Situation gegenüber SSAs und Govies. Die Einflussnahme von Staats- bzw. staatsnahen Papieren basiert in der aktuellen Marktphase zwar sicherlich auf der Stärke von Covered Bonds, aber eben hauptsächlich auf der Schwäche insbesondere französischer Staatstitel. In einigen Marktphasen des laufenden Jahres waren allerdings Tendenzen für eine wachsende Emanzipation französischer Covered Bonds gegenüber Staatstiteln erkennbar, als französische Covered Bonds am Primärmarkt unterhalb von Staatstiteln rentierten (CAFFIL 3,375 Mai 37). **Aktuell liegt der Schnittpunkt zwischen französischen Covered und französischen Staatstiteln in etwa bei einer Duration von 5,4 Jahren**. Sollte sich also ein Emittent dazu entscheiden, eine längere Duration zu wählen, so läge der faire Wert des französischen Covered Bonds unterhalb des Zentralstaat-Titels. Die CAFFIL hat bereits bewiesen, dass dies nicht unmöglich ist. Andererseits zeigt Italien, wo Covered Bonds seit 2012 sekundär unterhalb des Staates notieren, dies aber im Primärmarkt noch nicht in gleichem Maß möglich war, dass dieses Unterfangen alles andere als trivial ist.

Einige Hoffnungen ruhen in diesem Zusammenhang auch auf der Reform der Regulatorik niederländischer Pensionsfonds. So wird argumentiert, dass die Umstellung des Defined Benefit-Systems auf den Defined Contribution-Ansatz hauptsächlich Covered Bonds zugutekommen dürfte. Diese Argumentation fußt jedoch auf der Annahme, dass im Rates-Segment allgemein Covered Bonds die höchstrentierlichen Papiere sind. Allerdings könnte die Neupositionierung auch hochrentierlichen Staatsanleihen Unterstützung bieten und so – wie im Fall von Frankreich – die Lücke zwischen Covered Bonds und Staatsanleihen am langen Ende zumindest ein Stück weit schließen.

Der Blick nach links und rechts

Covered Bonds können in unsicheren Marktphasen sowohl unbesicherte Anleihen als auch SSAs outperformen



1: Phase out TLTRO; 2: politische Verwerfungen in FRA und GER; 3: Liberation Day; 4: Regierungskrisen FRA und NED
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Private Kreditfonds als Black Swan?

Eigentlich wäre der Bedarf an politischen und ökonomischen Schwierigkeiten und Herausforderungen durchaus gedeckt. Nichtsdestotrotz hat nicht zuletzt die Subprime Krise gelehrt, dass das Maß der Integration der Kapitalmärkte so hoch ist, dass isolierte Risiken nicht existieren. In diesem Sinne hatte nicht nur Jamie Dimon[16], CEO von JP Morgan, seine Antennen ausgefahren, als erste Anzeichen von Schwierigkeiten am Markt für private Kreditfonds bekannt wurden. Die Verbindung zum Covered Bond-Markt ist zwar wenig offensichtlich. Der Markt ist mit einem Volumen von etwa 1,1 Billionen USD aber groß genug, dass ein Crash Schockwellen in jeden Winkel des Kapitalmarktes aussenden könnte. Ja, der Covered Bond-Markt heute ist in einem anderen Zustand als 2007, als man voller Selbstvertrauen und mit dem vollmundigen Versprechen eines automatisierten Market-Makings von der Subprime Welle überrollt wurde. Auf der anderen Seite ist der Kapitalmarkt im Allgemeinen und der Covered Bond- Markt im Besonderen heute durch die Vielzahl an Krisen und Herausforderungen in Summe vermutlich in einem vulnerableren Zustand als damals, so dass ein weiterer Krisenherd leicht Kaskadeneffekte auslösen könnte.

[16] „My antenna goes up when things like that happen. I probably shouldn't say this but when you see one cockroach, there's probably more. And so everyone should be forewarned at this point."

Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

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

Ihr Ansprechpartner



Florian Hillenbrand, CFA (fh)
Senior Covered Bond Analyst
Helaba Research & Advisory
T 069/91 32-40 79

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.