Im Fokus: Credit
5. Januar 2026

EUR Benchmark Bankanleihen: Primärmarkt Q4 2025



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

Erstrangig unbesicherte Emissionen auf der Überholspur

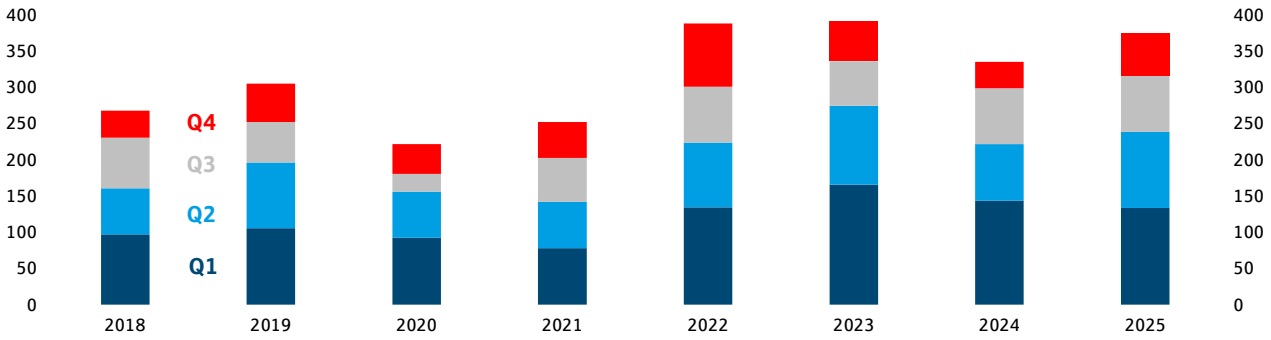
Das Jahr 2025 fand am Primärmarkt für erstrangig unbesicherte Bankanleihen im EUR Benchmark-Format im **4. Quartal** mit einem Volumen von rund **42 Mrd. EUR** seinen krönenden Abschluss. Mit diesem Ergebnis lag das Neugeschäft 46 % über dem Durchschnitt der letzten 10 Abschlussquartale. **Für das Gesamtjahr 2025 resultierte ein neues Allzeithoch von rund 220 Mrd. EUR, 62 % über dem Durchschnitt der letzten 10 Jahre.**

Haupttreiber für die äußerst rege Aktivität waren die **hohen Fälligkeiten**. Diese sind u.a. dadurch begründet, dass inzwischen auch die nach der Finanzmarktkrise eingeführte Kategorie der Senior Non-Preferred (SNP) Anleihen voll etabliert ist und sich bei ihr somit ein ausgewogener Rhythmus zwischen Neuemissionen und Fälligkeiten eingestellt hat. Dies spiegelt sich darin wider, dass der **Anteil von SNP-Anleihen am Gesamtvolumen stabil 61 %** ausmachte.

Darüber hinaus nutzen **Banken aus den USA, Großbritannien und Schweden** die für sie günstigen Refinanzierungskonditionen am EUR-Markt intensiv. US-Banken verdoppelten die Emission von erstrangig unbesicherten Bankanleihen im EUR Benchmarkt-Format auf rund 33 Mrd. EUR gegenüber dem Vorjahr. Damit überflügelten sie sogar die französischen Banken, von denen traditionell einige aufgrund ihrer umfangreichen Kapitalmarktaktivitäten zu den aktivsten Playern gehören. TLTRO-Refinanzierungen spielten 2025 hingegen keine Rolle mehr, nachdem die letzte Tranche des Programms im Dezember 2024 bei der EZB zurückgezahlt wurde.

EUR Benchmark Emissionen* Q4 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

Auf Basis unserer Schätzungen **könnte das Neuemissionsvolumen bei erstrangig unbesicherten Bankanleihen im EUR-Benchmark Format im Jahr 2026 nochmals auf rund 230 Mrd. EUR zulegen**. Für ein erneut starkes Emissionsjahr sprechen vor allem die umfangreichen **Fälligkeiten**. Diese nehmen 2026 nochmals leicht zu und bleiben auch 2027 hoch. Zur Refinanzierung aktueller Fälligkeiten kommen somit erneut Vorfinanzierungen für das nächste Jahr hinzu. Ferner dürften die günstigen Bedingungen für **EUR-Emissionen von US-Banken** gemäß unserer Zinsprognosen anhalten. Unsere volkswirtschaftlichen Prognosen sprechen darüber hinaus für ein **stabil gutes**

Geschäftsumfeld bei europäischen Banken; in Deutschland sollte es insbesondere aufgrund der Fiskalpakete sogar zu einer konjunkturellen Belebung kommen (siehe **„Märkte und Trends 2026: Weltwirtschaft – Die Karten werden neu gemischt“**). Die zu erwartende Zunahme beim Kreditneugeschäft wird allerdings teilweise durch höhere Einlagenvolumina kompensiert werden, wenn attraktivere Zinssätze geboten werden.

Für SNP-Emissionen bleiben die regulatorischen Anforderungen ein wichtiger Faktor. Zwar sind die Mindestquoten erreicht, hohe Fälligkeiten sind inzwischen jedoch auch hier Haupttreiber für die Emissionspläne. Wir erwarten, dass der Anteil der **SNP-Emissionen weiterhin deutlich über der Hälfte** der Gesamtemissionen liegen wird.

Die **Einführung einer generellen Depositor Preference** in ganz Europa sollte nur eine begrenzte Auswirkung auf die Bonität von Preferred Anleihen haben, die Institute könnten jedoch mit der Emission weiterer Preferred Titel gegensteuern. Bis die neuen Regelungen in den einzelnen Mitgliedstaaten umgesetzt werden, wird es allerdings noch bis Mitte 2028 dauern (siehe unsere Publikation **„Generelle Depositor Preference nimmt Gestalt an“**).

Die **Spreads** bei erstrangig unbesicherten Bankanleihen bieten den Emittenten insgesamt attraktive Refinanzierungskonditionen. Die Spreads von erstrangig unbesicherten Bankanleihen sind bereits weit reingelaufen. Positive Konjunkturaussichten und die steilere Zinsstrukturkurve sollten die Anleihebewertungen weiter stützen. Allerdings sind die **positiven Erwartungen zumindest teilweise eingepreist**. Geopolitische und makroökonomische Unsicherheiten bleiben bestehen. Die bereits niedrigen Risikoaufschläge führen zu kurzfristigem Rückschlagpotential bei negativen Nachrichten. Das **richtige Timing** stellt somit unverändert eine Herausforderung dar.

Covered Bond Emissionen beenden das Jahr 2025 exakt an unserer Zielmarke



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

Im vergangenen Jahr schien es lange Zeit so, als würden die Neuemissionen von Covered Bonds unsere Erwartungen von 160 Mrd. EUR nicht erfüllen. Trotz der Rekordemissionen im Juni rissen die Emissionsflaute im März und die Delle im Oktober eine zu große Lücke. Letztlich gehen wir davon aus, dass es die Vorboten der hohen Rückzahlungen im kommenden Jahr waren, die zu einem ausgeprägten Emissions-Endspurt im November und zu einer **Punktlandung bei exakt 160,3 Mrd**. EUR basierend auf 191 Transaktionen führten.

Das vierte Quartal begann ernüchternd: Die starke Emissionstätigkeit im August und September im Vorfeld der Vertrauensfrage in Frankreich stellte sich als Vorzieheffekt heraus. Darüber hinaus blieb die in Euro denominierte Primärmarkttätigkeit aus Kanada hinter den Erwartungen zurück. Mit nicht einmal 10 Mrd. EUR ergab sich ein sehr dürftiges Ergebnis per Ende Oktober. Dies änderte sich erst ab der zweiten Novemberwoche: In Erwartung steigender Neuemissionen im kommenden Jahr in Kombination mit konstant hohen „Eventrisiken“ (US-Handelspolitik, Russland-Ukraine-Konflikt, politische und fiskalische Situationen in Kerneuropa) war Prefunding das Gebot der Stunde. Wir halten diese Strategie insbesondere für kleinere und mittlere Emittenten mit vollem Emissionsfahrplan für probat, da gerade diese Emittenten besonders von negativen Marktphasen betroffen sein dürften.

Grundsätzlich zeigten sich die Transaktionen im vierten Quartal sehr gut unterstützt. Die durchschnittlichen Überzeichnungsquoten stiegen von 2,3x im dritten Quartal wieder auf 3,2x. Während die hohen Überzeichnungsquoten im ersten Quartal (damals 4,5x) auf die defensive Emissionspolitik mit hohen Neuemissionsprämien zurückzuführen waren, lag der Grund im vierten Quartal eher auf der Nachfrageseite: Die Fälligkeiten in Höhe von 29 Mrd. EUR überstiegen die Neuemissionen um mehr als 10 Mrd. EUR. Da die Erwartungslage bezüglich Nettoneuemissionen für das erste Quartal 2026 angesichts von 58 Mrd. EUR an Fälligkeiten kaum komfortabler sein dürfte, entwickelte sich auf der Investorenseite ein „Reise-nach-Jerusalem-Spiel“. Im Detail wurden Überzeichnungsquoten bis zu 6x (BAUSCH 3 Oct 35) bei unauffälligen Neuemissionsprämien von 0–2 Bp. verbucht.

Eine kleine Ausnahme bezüglich der Neuemissionsprämie war der CAFFIL 3 May 33 – unserer Ansicht nach die interessanteste Emission im vierten Quartal. Die relativ weit und volatil gehandelten französischen Staatstitel (OATs) sind ein entscheidender Einflussfaktor bei der Emission französischer Covered Bonds. Seit geraumer Zeit zeigt sich die Strukturkurve der OATs steiler als die der französischen Covered Bonds. Der Schnittpunkt, ab dem OATs tendenziell billiger handeln als französische Covered Bonds, oszilliert um eine Duration von etwa fünfeinhalb Jahren. Konsequenterweise stellen sich Emissionen französischer Covered Bonds jenseits dieser „Schallmauer" als zunehmend herausfordernd dar – so auch die lange 7Y CAFFIL. Rein nach Aktenlage bedeutete das Reoffer-Level von 61 Bp. eine Neuemissionsprämie von etwa +6 Bp. Tatsächlich gelang es jedoch, die Papiere bei OAT +0 Bp. zu platzieren. Die Überzeichnungsquote von über 3,2x darf in diesem Zusammenhang als Auszeichnung für französische Covered Bonds interpretiert werden – umso mehr, als die Papiere von CAFFIL letztlich mit öffentlicher Deckungsmasse besichert sind.

Mit 25 Ländern wurde die bislang größte Marktbreite aus dem Jahr 2022 übertroffen. Im kommenden Jahr könnte diese Zahl noch steigen. Bulgarien, die Türkei und Griechenland sind potenzielle Kandidatenländer.

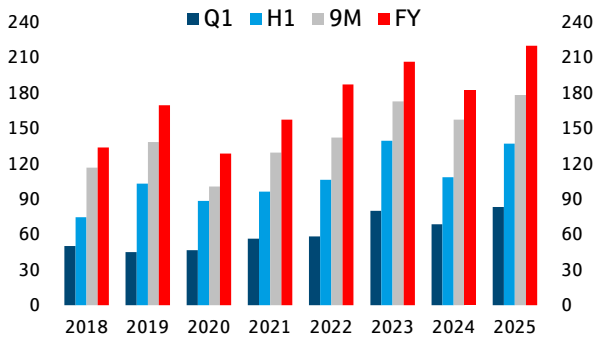
In der Länderaufteilung belegten französische Covered Bonds mit 33,8 Mrd. EUR den ersten Platz. Deutsche Pfandbriefe lagen mit 32,9 Mrd. EUR auf dem zweiten Rang vor norwegischen (10,25 Mrd. EUR), australischen (9,9 Mrd. EUR) und niederländischen Emittenten (9,75 Mrd. EUR). Australische, kanadische und singapurische Emittenten haben sich in den letzten Jahren als voll akzeptierte Covered Bond-Länder etabliert. Dies ist ein Zeichen der globalen Erfolgsgeschichte der besicherten Bankrefinanzierung und definitiv Grund genug für europäische Aufsichts- und Legislativorgane, sich mehr und mehr mit Drittstaatenäquivalenz zu beschäftigen.

(Zu unserem Ausblick für Covered Bond Emissionen siehe auch unsere Publikation **„Outlook 2026: 丙午年 – Das Jahr des Feuer-Pferdes"**).

1. Erstrangig unbesicherte Anleihen

2025: Neue Rekorde aufgestellt

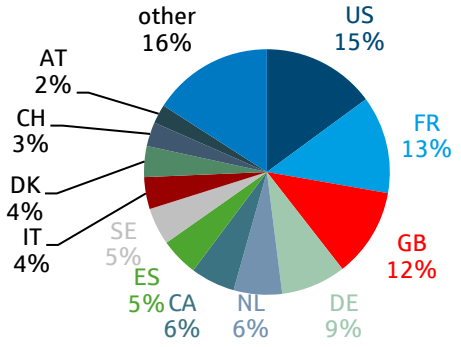
EUR Benchmark Emissionsvolumen kumuliert in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

US-Banken nutzen günstiges Zinsumfeld

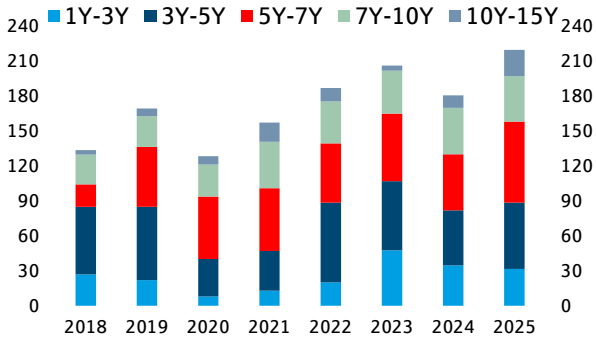
EUR Benchmark Emissionsvolumen 2025 nach Ländern



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Laufzeiten von 3 bis 7 Jahren dominieren

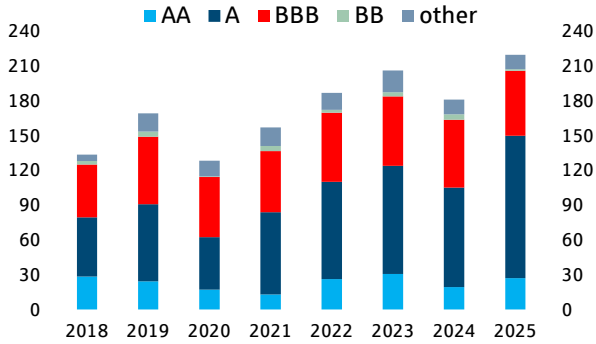
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach Laufzeiten in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Rating-Mix weiterhin mit positivem Trend

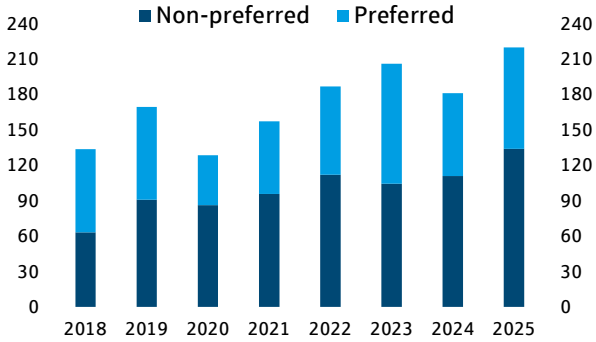
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach Rating* in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Anteil Non-preferred stabil bei 61 %

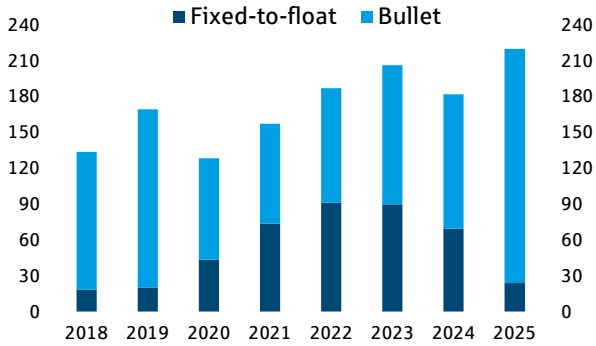
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach Haftungsrang in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Regulatorische Kündigungs-Option rückläufig

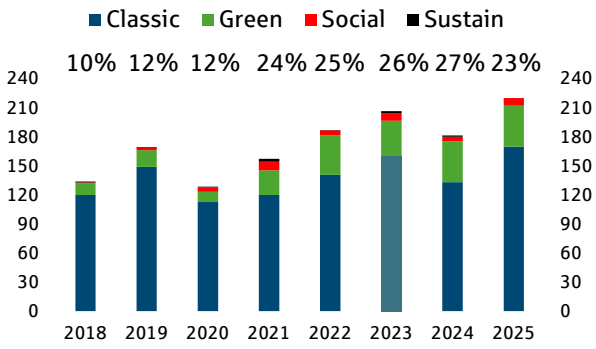
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach Rückzahlungsart in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Anteil grüner Emissionen rückläufig

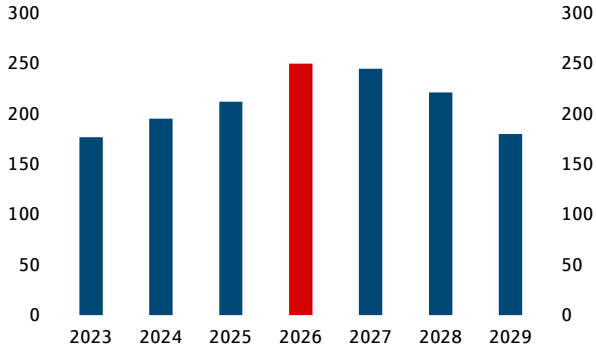
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach ESG-Kriterien in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

Fälligkeiten* erreichen 2026 ihren Höhepunkt

EUR Benchmark Fälligkeitsvolumen in Mrd. EUR

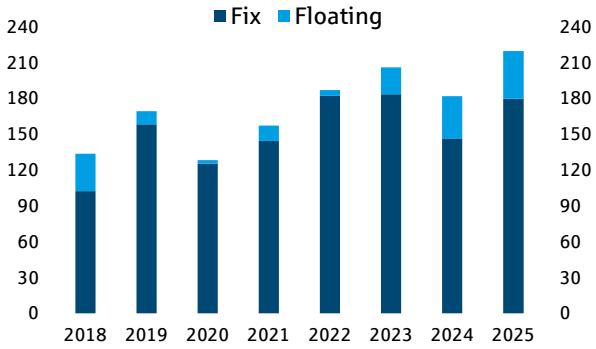


* Leicht abweichende Abgrenzung gegenüber den Neuemissionen

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Variable Verzinsungen wieder attraktiver

EUR Benchmark Emissionsvolumen Kupon-Art in Mrd. EUR

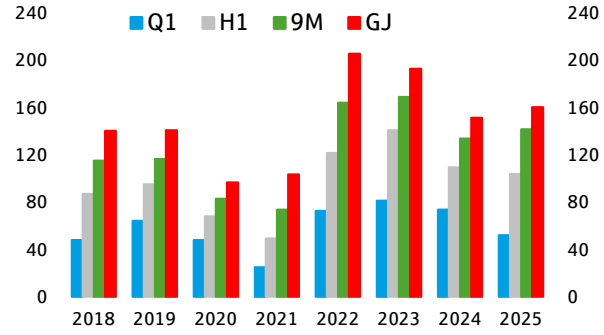


Quellen: Bloomberg, Helaba DCM, Helaba Research & Advisory

2. Covered Bonds

Emissionsvolumen 2025: Punktlandung bei 160 Mrd. EUR

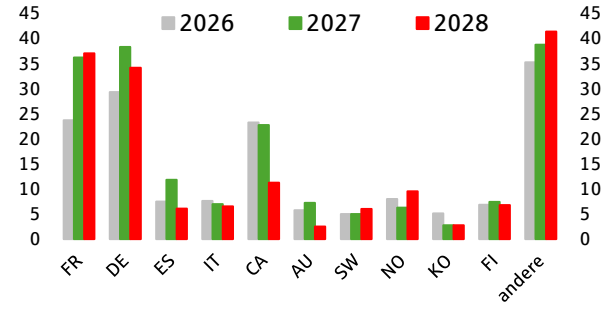
EUR Benchmark Emissionsvolumen kumuliert in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Fälligkeitsvolumen mit steigender Tendenz ('26 156 Mrd. EUR, '27 183 Mrd. EUR, '28 164 Mrd. EUR)

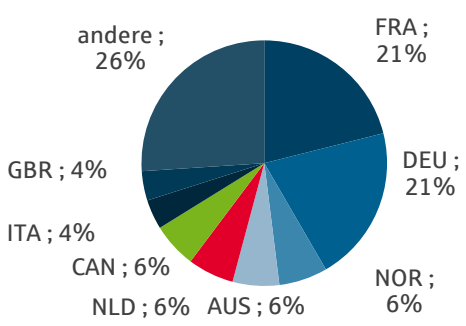
EUR Benchmark Fälligkeitsvolumen nach Ländern in Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Französische Covered Bonds mit größtem Anteil

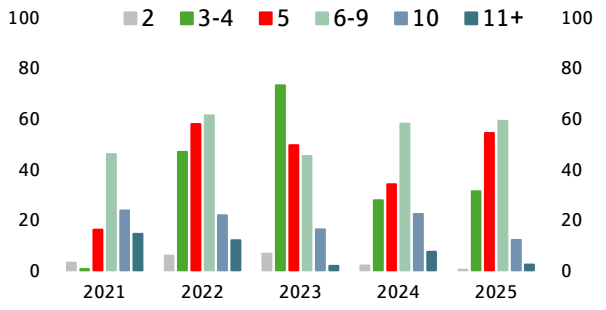
EUR Benchmark Emissionsvolumen 2025 nach Ländern



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

5 Jahre Laufzeit – so populär wie nie

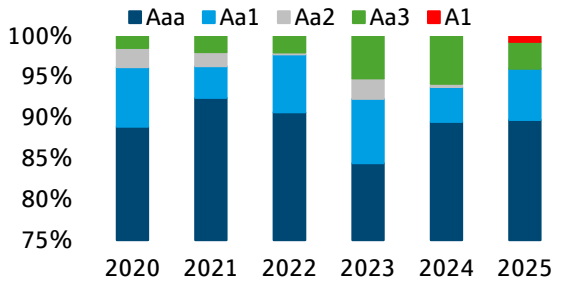
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach Laufzeiten in %



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Aaa-Ratings noch immer der Standard

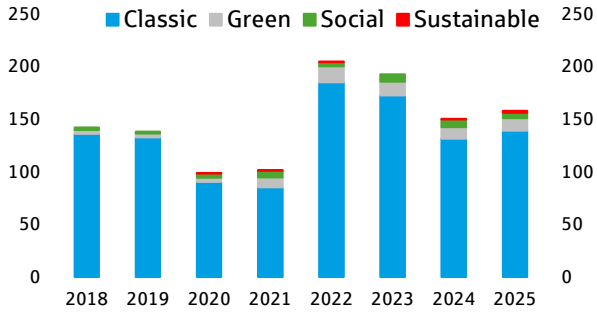
EUR Benchmark Emissionsvolumen nach Rating* in %



*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
Erhard Schmitt
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.