Helaba

Im Fokus: Covered Bonds
31. März 2026

Covered Bonds im Sichtflug



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

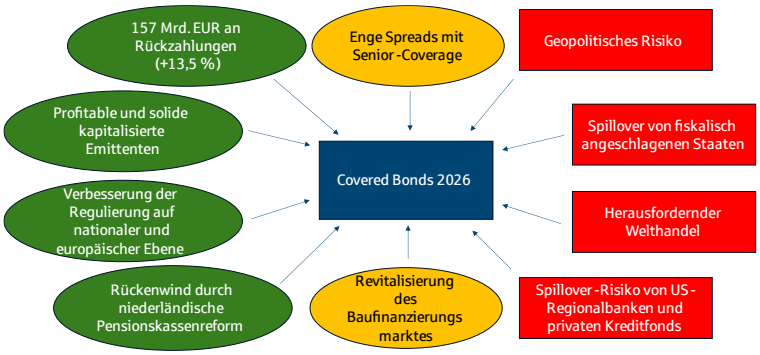
Wir stellen uns die Frage, ob wir uns angesichts der jüngsten politischen und wirtschaftlichen Entwicklungen noch innerhalb unseres Basisszenarios bewegen oder ob wir grundlegende Änderungen an unseren Einschätzungen zum Covered Bond Markt vornehmen sollten.
In Summe bestätigen wir das Bild vom vergangenen November: Der Covered-Bond-Markt präsentiert sich nach wie vor von innen heraus gesund und stabil, sieht sich jedoch Eventrisiken gegenüber, die nun sowohl in ihrer Dauer als auch in ihrem Ausmaß intensiver einzuschätzen sind.

Für den Moment sehen wir noch keine Notwendigkeit, unsere Emissionserwartungen anzupassen; die von uns erwarteten 162,5 Mrd. EUR würden wir allerdings nicht mehr unbedingt als bearish bezeichnen. Wir sehen im verstärkten Einsatz von retained Covered Bonds ein mögliches „Ventil“, um Druck aus dem Primärmarkt abzulassen. Dieses Vorgehen könnte – zum Preis eines geringeren Maßes an langfristiger Finanzierung – auch dazu beitragen, die Spreads im Primär- und Sekundärmarkt unter Kontrolle zu halten.

Basisüberlegungen

Anfang November 2025 veröffentlichten wir unseren Ausblick für das Covered-Bond-Jahr 2026. Die damalige Quintessenz lautete, dass eine geordnete Marktentwicklung – ausgehend von äußerst stabilen, covered-bond-spezifischen Rahmenbedingungen – vor allem durch Eventrisiken gefährdet werden könnte. Als stabile Rahmenbedingungen identifizierten wir die solide Finanz-, Liquiditäts- und Kapitalausstattung der Emittenten, die erwartungsgemäß sehr niedrigen Nettoemissionen sowie positive Veränderungen im regulatorischen Umfeld (Weiterentwicklung der Covered Bond Directive, mögliche Reduktion des Risikogewichts, Auswirkungen der Reform niederländischer Pensionskassen etc.).

Das Covered Bond Jahr 2026 und seine Einflussfaktoren



Quelle: Helaba Research & Advisory

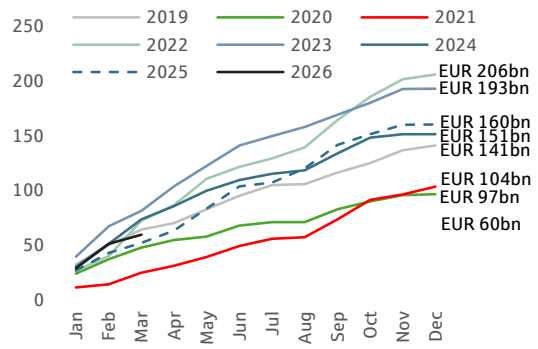
Eventrisiken sahen wir insbesondere im geopolitischen Bereich, in volatilen weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie in politischen und fiskalischen Entwicklungen einzelner europäischer Länder.

Die Frage, die wir uns aktuell stellen, ist, ob wir uns noch innerhalb unseres Basisszenarios bewegen oder ob wir grundlegende Änderungen an unserem Ausblick vornehmen sollten.

Unterstützende Faktoren bleiben bestätigt

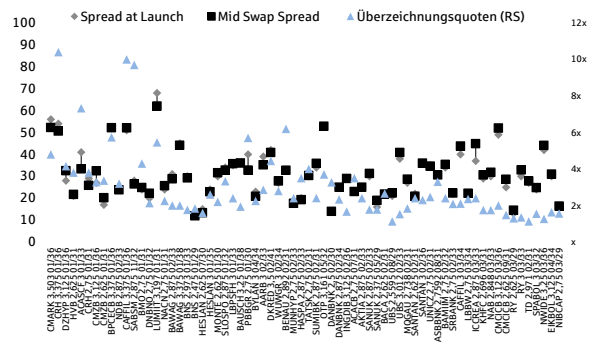
Der **europäische Bankensektor ist nach wie vor solide aufgestellt**. Kapitalisierung und Liquidität sind im historischen Vergleich sehr stark, während die Profitabilität nach dem Zinsanstieg 2022–2024 hoch geblieben ist, inzwischen jedoch vermutlich ihren Höhepunkt überschritten hat. Zur quantitativen Untermauerung zitieren wir die EZB und ihre Veröffentlichungen zu den direkt beaufsichtigten signifikanten Instituten im vierten Quartal 2025. Diese wiesen im Durchschnitt eine Eigenkapitalrendite (RoE) von 9,53 % aus. Die Liquiditätslage ist sehr komfortabel: Im vierten Quartal 2025 lag die durchschnittliche LCR laut EZB bei 158,6 %. Auch die Kapitalausstattung hat sich in den letzten fünf Jahren strukturell verbessert. Im ersten Quartal 2020 fiel die durchschnittliche CET1-Quote laut EBA zunächst auf 14,6 % bzw. 14,4 % (fully loaded). Für die signifikanten Institute meldete die EZB im vierten Quartal 2025 eine CET1-Quote von 16,18 %. Insgesamt zeigt sich aktuell ein Bild einer sehr starken Kapital- und Liquiditätsbasis bei stabil hoher, aber nicht mehr weiter steigender Profitabilität. **Fazit: Die Rahmenbedingungen sind weiterhin gültig.**

„Zeitpfad" der Bruttoemissionen noch wenig aussagekräftig



y- Achse EUR Mrd. Kumulatives Emissionsvolumen
Quellen: Blooberg, Helaba Research & Advisory

Überzeichnungsquoten im Sinkflug bei gleichzeitigen sehr solidem Dealflow



y-Achse links bp Spread
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Nach etwa zehn Wochen lassen sich **emissionsseitig** noch keine belastbaren Schlüsse ziehen. Derzeit steht die **Bruttoemissionsuhr bei 58 Mrd. EUR**, was im Vorjahresvergleich in etwa dem Zeitpfad von 162 Mrd. EUR entspricht – exakt unserem Ziel für das Gesamtjahr 2026. Der Vergleich mit dem Zeitpfad von 2019 zeigt jedoch bereits, wie unsicher diese Wasserstandsmeldung ist. Festzuhalten ist, dass die hohe Emissionstätigkeit in den ersten Wochen voll im Rahmen der allgemeinen Erwartungen liegt. Es gibt aktuell keinen Grund, die Brutto- und damit auch die Nettoemissionserwartungen anzupassen. **Fazit: Die Rahmenbedingungen sind weiterhin gültig.**

Das große Thema der Verbesserung der Regulierung auf nationaler und europäischer Ebene (Stichwort EBA-Papier) wurde von Anfang an als ein sehr langfristig wirksamer Faktor eingestuft. Grundsätzlich halten wir eine kontinuierliche Weiterentwicklung bestehender Regeln sowie eine Erhöhung der Regelungsdichte langfristig für einen der Grundpfeiler des Erfolgs der Covered-Bond-Idee. Insofern betrachten wir diesen Rahmenfaktor weiterhin als valide, warten jedoch auf Indikationen zur konkreten Umsetzung der EBA-Vorschläge. **Fazit: Die Rahmenbedingungen sind weiterhin gültig.**

Die **Umstellung niederländischer Pensionsfonds** ist auf einem guten Weg. Bis Ende Januar 2026 waren laut niederländischer Fachpresse bereits rund 30 Fonds auf das neue Defined-Contribution-System umgestellt, darunter auch der relativ große bpfBOUW (Management Company: AGP). Die großen Fonds PFZW (Management Company: PGGM) und ABP (Management Company: AGP) werden nach aktuellen Erwartungen Ende 2026 bzw. Anfang 2027 umgestellt. Der unmittelbar spürbare und somit auch messbare Einfluss der Umstellung betrifft zweifellos eher den Swapmarkt. Wir gehen jedoch weiterhin davon aus, dass der größere Gestaltungsspielraum in der langfristigen Asset-Allokation Covered Bonds unterstützen wird. **Fazit: Die Rahmenbedingungen sind weiterhin gültig.**

Eventrisiken verstärken sich in Ausmaß und Länge

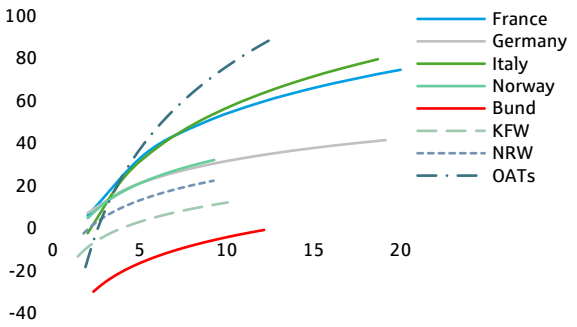
Wenn wir den Blick auf die Liste, der in Rot gehaltenen „Eventrisiken" wenden, wird das Bild etwas weniger eindeutig:

Das Thema „**Geopolitische Risiken**" war im vergangenen November eigentlich ausschließlich geografisch östlich verortet. Die jüngsten Aktivitäten der US-Regierung verschärfen dieses Risiko jedoch deutlich. Zwar gab es bereits seit 2019 territoriale Ambitionen seitens der US-Regierung, jedoch gewann das Thema mit dem Treffen in Davos (Grönland), der militärischen Intervention im Iran und den jüngsten Äußerungen bezüglich Kuba deutlich an Brisanz. Spätestens seit der Intervention der US-Regierung in Venezuela dürften sich auch die Wahrscheinlichkeiten für die Realisierung militärischer Lösungsansätze erhöht haben. Mit der Intervention im Iran kam zudem im Vergleich zu Venezuela eine gänzlich andere Zeitskala zur Anwendung. Somit sollte das geopolitische Eventrisiko sowohl in Bezug auf die Häufigkeit als auch auf die Dauer neu eingeordnet werden. **Fazit: Die Rahmenbedingungen haben sich deutlich verschlechtert.**

Der Einfluss des **„herausfordernden Welthandels**" auf Covered Bonds wurde von uns tendenziell getrennt von geopolitischen Risiken diskutiert. Die aktuelle Situation in der Straße von Hormus demonstriert jedoch eindrucksvoll, wie schnell eine vermeintlich rasche militärische „Lösung" eines Sicherheitsproblems zu hochkomplexen, langfristigen Folgen auf handelspolitischer Ebene führen kann. **Fazit: Die Rahmenbedingungen haben sich deutlich verschlechtert.**

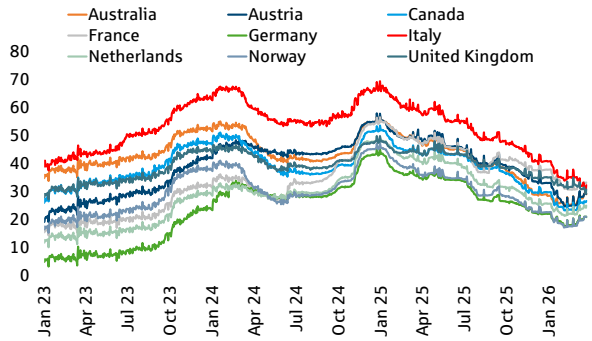
Für den Moment scheinen an der **politisch/fiskalischen Front** die Wogen etwas geglättet zu sein. Die Kern-probleme vornehmlich in Frankreich sind zwar weiterhin ungelöst, jedoch scheinen die Auswirkungen auf den Covered Bond Markt verhältnismäßig gering. Im Rahmen unserer Fair-Value-Modellierung haben wir besonderes Augenmerk auf den Schnittpunkt der Fair-Value-Kurven französischer Staatsanleihen und französischer Covered Bonds. Aktuell liegt dieser bei einer Duration von etwa 4,25 Jahren – ein in der jüngeren Vergangenheit niedriger Wert: Anfang des Jahres lag der Schnittpunkt noch bei etwa 6 Jahren. Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass je niedriger der Schnittpunkt der Kurven ist, umso herausfordernder die Platzierung französischer Covered Bonds. Tatsächlich zeigten sich französische Covered Bonds im Primärmarkt aber recht resilient: das absolute Spreadniveau ist zwar höher als bei anderen Covered Bonds, aber reoffer Levels spürbar unter-halb von OATs ist eher die Regel als die Ausnahme. Insofern fühlen wir uns nach wie vor wohl mit dem View einer Emanzipation von Covered Bonds als eigenständige Assetklasse. **Fazit: Rahmenbedingung noch gültig.**

Französische Staatsanleihen im Kontext europäischer Covered Bonds



y- Achse bp spread, x- Achse mod. Dur.
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Kompression am Covered Bond Markt gewinnt an Fahrt



y-Achse 5Y constant Duration Spread
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Letzten November führten wir als mögliches Eventrisiko noch den potenziellen **Fallout eines Kollapses des Private-Credit-Fund-Marktes** an. Die grundlegende Situation hat sich in den letzten Wochen nicht verbessert: Einige größere Player in diesem Markt (u. a. Apollo, Ares, Blackstone) haben Rücknahmen auf 5% der Anteile begrenzt, während Rückgabewünsche in Höhe von etwa 11% vorlagen. Die Tatsache, dass die zugehörigen Business Development Companies bei etwa 80% des NAVs gehandelt werden, deutet auf eine substanzielle Antizipation weiterer Abschreibungsbedarfe hin. Mittlerweile wurde auch die EZB aktiv: Boris Vujcic, Mitglied des EZB-Rates, erklärte am 24. März, die Behörden müssten „die Entwicklungen genau beobachten" und benötigten bessere Daten über die Kreditvergabe an den privaten Sektor sowie deren Verflechtungen mit dem Bankensektor. Bloomberg zitiert „informierte Kreise", wonach die Europäische Zentralbank eine neue Runde von Prüfungen bei den von ihr beaufsichtigten Banken einleiten will, da die Bedenken hinsichtlich der Kreditqualität im privaten Kreditsektor zunehmen. Insofern zeigt sich eine leichte Verschlechterung der Situation, jedoch erscheint der Covered-Bond-Markt von dieser Entwicklung nach wie vor entkoppelt. **Fazit: Die Rahmenbedingungen sind weiterhin gültig.**

In Summe bestätigen wir das Bild vom vergangenen November: Der Covered-Bond-Markt präsentiert sich nach wie vor von innen heraus gesund und stabil, sieht sich jedoch Eventrisiken gegenüber, die nun sowohl in ihrer Dauer als auch in ihrem Ausmaß intensiver einzuschätzen sind.

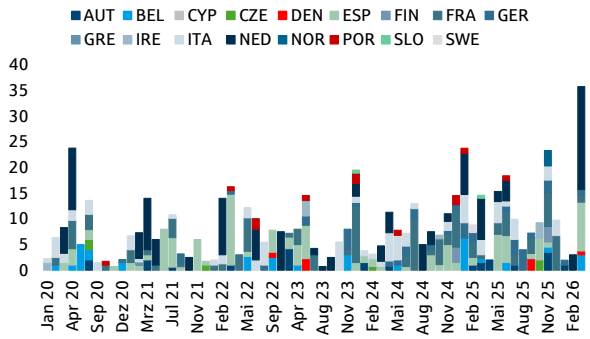
Was bedeutet dies im Bezug auf zu erwartende Emissionsvolumina?

Angesichts der Tatsache, dass unsere Bruttoemissionserwartung im Benchmark-Covered-Bond-Markt von 162,5 Mrd. EUR eher am defensiven Ende angesiedelt war, sehen wir derzeit noch keinen Grund, hier Anpassungen vorzunehmen. Ein Blick auf die Emissionen seit Ausbruch des Iran-Krieges bestätigt uns in dieser Herangehensweise: die Transaktionen waren in Art und Umfang mindestens als solide zu bezeichnen – angesichts der Schwere des externen Schocks vielleicht sogar als wirklich gut. Auffallend ist das verhältnismäßig stabile absolute Spreadniveau, das jedoch durch eine spürbare Reduktion der Überzeichnungsquoten „erkauft" wurde.

Ein Faktor, der mit Andauern des Konflikts zu einem deutlichen Rückgang der Emissionstätigkeit führen könnte, wäre ein Ausweichen in Richtung retained Covered Bonds. Erste Anzeichen dafür lassen sich bereits ablesen: Von Jahresbeginn bis zum 28. Februar – dem Tag des Beginns der US-Militäroperation – wurden über alle Währungen knapp 14,5 Mrd. EUR an retained Covered Bonds begeben. In den vier Wochen danach waren es gut 36 Mrd. EUR. Die Tatsache, dass allein auf die ABN Amro 20 Mrd. EUR und auf die Caixabank weitere 8,25 Mrd. EUR entfallen, mag die Zahl etwas relativieren. Zum einen, weil die Caixabank zuletzt im Jahr 2018 einen Covered Bond am freien Markt platzierte und die ABN Amro ebenfalls eine gewisse Tradition im Bereich retained Covered Bonds hat (2025: 8 Mrd. EUR; 2020: 12 Mrd. EUR). Ebenso mag man relativierend anführen, dass im vergangenen Jahr bereits substanzielle Volumina in Form von retained Covered Bonds begeben wurden (146 Mrd. EUR). Das aktuelle Volumen

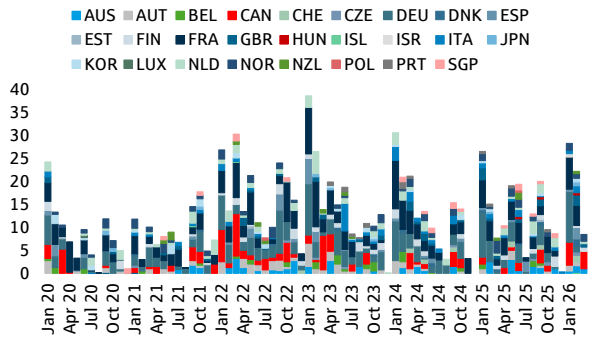
übersteigt jedoch das bisher Dagewesene: Noch nie wurde in einer so kurzen Zeit ähnlich viel Material in retained Form begeben.

Emissionen von retained Covered Bonds im März 2026 auf Rekordhoch*



y-Achse EUR Mrd.
Quellen: Bloomberg; Helaba Research & Advisory
*adjustiert um geschäftspolitische Entscheidung der CA im Jahr 2023

Bruttoemissionen von am Markt platzierten Covered Bonds entwickeln sich noch unauffällig



y-Achse EUR Mrd.
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

In der Konsequenz stellt sich die Frage, ob die von uns antizipierten 2,25 Mrd. EUR an am Markt platzierten ABN-Emissionen überhaupt noch Teil des Plans sind oder ob wir hier bereits von einer ersten, sich abzeichnenden, echten Reduktion erwartbaren Materials sprechen können.

Was bedeutet dies im Bezug auf die Spreaderwartung?

Bereits im November deuteten wir an, dass wir die Eventrisiken per se bestenfalls als kurzfristige Einflussfaktoren betrachten – im Optimalfall sogar als Chancen zur Verbilligung bestehender Positionen. Ebenso wiesen wir darauf hin, dass das eigentliche Problem der Eventrisiken im „Zeitverlust" liegt: Das aktuelle Niveau der Bruttoemissionen ist historisch betrachtet durchaus als hoch einzustufen. Jede Woche, in der keine Transaktionen platziert werden können, ist insofern problematisch, als sich der Emissionsdruck weiter aufbaut. Dieses Phänomen konnten wir während der Emissionspause im März 2025 beobachten, die zu einer Rekordwelle im April und Mai führte. Damals konnte das große Emissionsvolumen ohne nennenswerte Spreadsensitivität absorbiert werden – dies muss jedoch im laufenden Jahr nicht zwingend der Fall sein. Sollten Dauer und Schwere eines Events nur ausgeprägt genug sein, wird sich selbst der fundamental stabilste Markt spreadseitig etwas aufweichen.

Wir erwähnten bereits, dass sich die Überzeichnungsquoten am Primärmarkt deutlich reduzierten. Gerade die jüngsten Transaktionen deuten darauf hin, dass möglicherweise das Ende der Fahnenstange erreicht ist und Emittenten sich mehr und mehr in der Position sehen, Spreadkonzessionen in Kauf zu nehmen. Ausgehend vom Primärmarkt könnte sich dann der Sekundärmarkt eines gewissen Repricingdrucks nicht entziehen.

Quintessenz

Für den Moment sehen wir noch keine Notwendigkeit, unsere Emissionserwartungen anzupassen; die von uns erwarteten 162,5 Mrd. EUR würden wir allerdings nicht mehr unbedingt als bearish bezeichnen. Wir sehen im verstärkten Einsatz von retained Covered Bonds ein mögliches „Ventil", um Druck aus dem Primärmarkt abzulassen. Dieses Vorgehen könnte – zum Preis eines geringeren Maßes an langfristiger Finanzierung – auch dazu beitragen, die Spreads im Primär- und Sekundärmarkt unter Kontrolle zu halten.



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

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Stefan Rausch

Verantwortlich:
Dr. Gertrud Rosa 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.