Helaba

Im Fokus: Covered Bonds

30. Juni 2026

Sind wir noch auf Spur?



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

Zwei von drei Weltmächten befinden sich derzeit in militärischen Konflikten, beide mit unklarem Ausgang. Ein Konflikt liegt vor der Haustür der EU, der andere in der weltweit sicherheitspolitisch fragilsten Region. Der Welthandel stockt, Rohstoffpreise fahren Achterbahn … und der Covered-Bond-Markt? Zeigt sich bestenfalls in Teilaspekten beeindruckt. Im Großen und Ganzen federn Covered Bonds die Auswirkungen der weltweiten Krisen in erstaunlicher Art und Weise ab. Die **Spreads sind stabil** und die **Emissionsvolumina** befinden sich **auf Rekordniveau** – bereits im April, aber insbesondere im Juni.

Unser Leitbild für das Covered-Bond-Jahr 2026 ist grundsätzlich geprägt von einem intrinsisch starken Markt, der jedoch durch externe Schocks beeinflusst in einem permanenten On-Off-Modus agiert. „Off" war der Markt aber bis dato nur ein einziges Mal, und zwar in der Folge des Kriegsausbruchs im Iran Ende Februar. Danach wurden alle rhetorischen, kriegerischen oder handelspolitischen Eskalationen komplett absorbiert. Dies geschah in einer Weise, die unweigerlich zur Frage führt, welche Entwicklungen überhaupt den Schalter wieder auf „Off" stellen könnten und was diese Abweichung von unserem Leitbild für Spreads und Emissionsvolumina im zweiten Halbjahr bedeutet.

Emissionsvolumina im zweiten Halbjahr: „Darf's ein bisschen mehr sein?"

Im langjährigen Durchschnitt werden im ersten Halbjahr etwa 67 % des Gesamtjahresvolumens platziert. Angesichts der bis dato emittierten 122,65 Mrd. EUR würde eine simple Extrapolation zu einem FY-2026-Volumen von rund 183 Mrd. EUR führen. **Was hält uns also davon ab, genau dies zu tun?**

Unsere Jahresprognose von 163 Mrd. EUR basiert auf einer **aggregierten Bottom-up-Analyse**. Ausgehend vom Fälligkeitsprofil und den Kreditneuvergabeprognosen jedes einzelnen Emittenten bilden wir unsere Emissionserwartungen für das Gesamtjahr. Es bedürfte also Änderungen bei diesen Parametern, um eine Anpassung der Gesamtprognose vorzunehmen. Natürlich gibt es dabei **Unsicherheitsfaktoren,** beispielsweise eine Änderung des Fundingmixes weg von unbesichertem hin zu besichertem Funding oder weg von anderen Währungen hin zum Euro. Aufgrund der derzeit ebenfalls robusten Unsecured-Bank-Bond-Märkte gibt es aber wenig Argumente für eine signifikante Verschiebung der Fundingpläne hin zum Covered Bond.

Ebenfalls von Relevanz wäre ein über das erwartbare Normalmaß hinausgehendes Prefunding für das Jahr 2027. Die Frage pro oder kontra Prefunding für 2027 mag ein Thema werden, eventuell mit Blick auf die Präsidentschaftswahlen in Frankreich im April. Wir glauben jedoch nicht, dass dies ein Grund ist, von einem signifikanten Plus an Prefunding im Vergleich zu 2025 auszugehen.

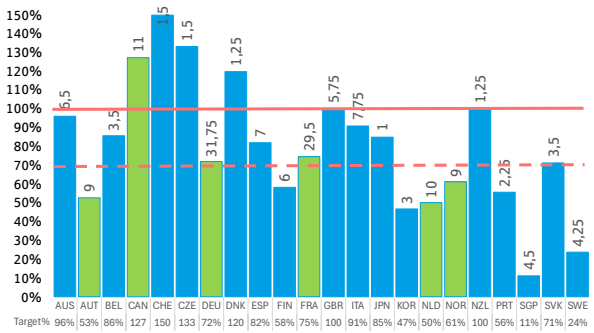
Also alles nur Vorzieheffekte aus Q3 2026? Tatsächlich spricht einiges dafür und würde auch in unser Leitbild passen: Eine grundsätzliche On-Off-Erwartung bezüglich des Primärmarktes bedeutet letztlich auch „Nimm, was du kannst, wenn du kannst" in Erwartung eines möglicherweise stürmischen Herbstes. Angesichts des bisherigen Verhaltens der US-Regierung im Angesicht komplexer Herausforderungen wäre ein demütiges und selbstreflektiertes Hinnehmen einer Niederlage bei den Midterms am 3. November als Überraschung zu werten. Auf niederschwelligem Niveau sind auch die Landtagswahlen in Sachsen-Anhalt und Mecklenburg-Vorpommern von Belang,

in deren Nachgang man eigentlich schon von einer Pattsituation ausgehen muss – mit möglichen Schockwellen in Richtung Berlin.

Um jedoch nicht in eine Talking-our-Book-Position zu verfallen, werfen wir einen Blick auf den derzeitigen Emissionsmix, um Märkte zu identifizieren, deren Abweichung vom Soll groß genug ist, um eine Änderung unserer Gesamtprognose zu rechtfertigen.

Chart 1: Kanada übertrifft Erwartungen deutlich

Pro-rata Zielerreichungen der Brutto-Emissionstätigkeit

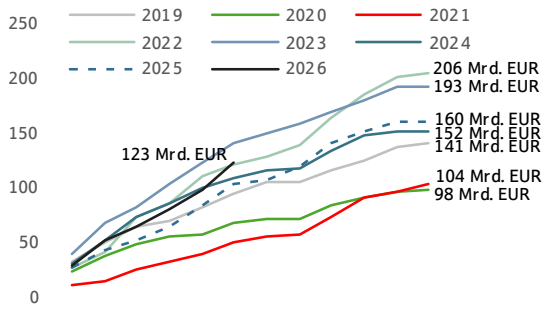


In grün „große" Covered Bond Länder mit erwartetem Volumen ≥ 9 Mrd. EUR

Quellen: Bloomberg, Helaba Research

Chart 2: Auf der Spur für 206 Mrd. Euro?

Emissionspfade vergangener Jahre



Quellen: Bloomberg, Helaba Research

In Chart 1 **stellen wir die Bruttoemissionserwartungen** (Zahlen über den Balken) der **aktuellen prozentualen Jahreszielerreichung gegenüber**. Die rote horizontale Linie markiert die 100%-Marke, die gestrichelte das jahresanteilige Ziel von etwa 67 % der Jahresemission.

Von den „großen" Covered-Bond-Kontributoren – wir haben hier die Grenze bei einer Jahresprognose von 9 Mrd. EUR gezogen – liegt **nur Kanada deutlich über dem 6M-Ziel und hat bereits die Jahresprognose von 11 Mrd. EUR um 3 Mrd. EUR überschritten.** Gerade bei Kanada taten wir uns schon im vergangenen November schwer. Zum einen aufgrund der hohen Fälligkeiten in H1 2026 und zum anderen die Frage, wie viel davon in EUR ersetzt werden würde. Für kanadische Banken macht es wenig Unterschied, in welcher Währung sie emittieren, da originärer Fundingbedarf nur in CAD und zu einem geringeren Teil in GBP besteht. Die Tatsache, dass die bis dato fällig gewordenen EUR-Emissionen (14,9 Mrd. EUR) aber praktisch 1:1 ersetzt wurden, mag ein Hinweis sein, dass im Restjahr (Fälligkeiten 8,25 Mrd. EUR) noch einige Emissionen zu erwarten sind.

Die anderen „großen Länder" sind mehr oder weniger auf Spur: Abweichungen von der aktuellen Pro-rata-Zielmarke von ca. 67 % des Jahresziels sind lediglich in Österreich und in den Niederlanden mehr als eine Benchmark-Emission entfernt. In Österreich fällt der Emissionsrückgang vermutlich noch stärker aus als von uns prognostiziert. In den Niederlanden wurden bis dato fällige 6,25 Mrd. EUR lediglich durch 5 Mrd. EUR an Emissionen refinanziert. Hinzu kommt, dass ACHMEA, INTNED und ABNANV bereits in H2 2025 übermäßig aktiv waren. Insofern erscheint der Rückstand noch kompensierbar.

Von den „kleineren Ländern" ist insbesondere UK erwähnenswert: Die Abweichung zu unserem Pro-rata-Erwartungswert beträgt aktuell mehr als eine Benchmark-Emission und ist praktisch deckungsgleich mit der 2 Mrd. EUR schweren Dual-Tranche-Emission von Lloyds. Letztere haben wir mit exakt null Euro in unserer Emissionsprognose berücksichtigt, da in den letzten sieben Jahren lediglich eine einzige der Fälligkeiten aus dem Lloyds-Universum (inklusive alter HBOS Covered Bonds) währungsadäquat ersetzt wurde.

Singapur und Schweden haben noch etwas Aufholpotenzial. Im zweiten Halbjahr werden in Singapur noch knapp 2 Mrd. EUR fällig. Von den 4 Mrd. EUR an Fälligkeiten aus Schweden stehen bis dato nur 1 Mrd. EUR an Neuemissionen entgegen. Es scheint aber, als seien die beiden Zielmarken von 4,5 Mrd. EUR bzw. 4,25 Mrd. EUR eher großzügig angesetzt.

Bei den **anderen Ländern** erscheint die Abweichung vom Pro-rata-Jahresziel zwar oftmals substanziell, jedoch liegt das zumeist am Timing der wenigen Benchmark-Emissionen oder daran, dass die Emissionsgröße aufgrund der günstigen Marktlage um 250 Mio. EUR höher ausfiel als von uns avisiert.

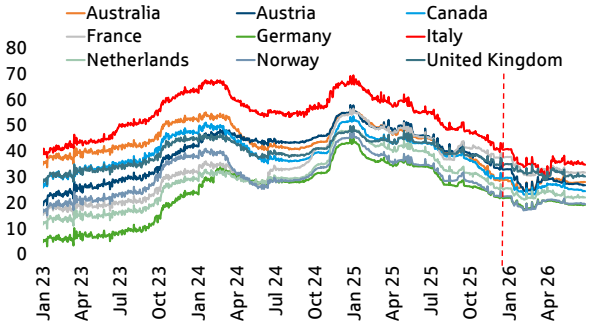
Bei der Betrachtung aller Einflussfaktoren fühlen wir uns mit unserer Prognose nicht komplett unwohl. Wir unterschätzten auf der Makroebene offenkundig die **Resilienz des Covered-Bond-Marktes** gegenüber den geopolitischen Spannungen, während wir auf der Mikroebene die EUR-Emissionen kanadischer und britischer Banken zu niedrig angesetzt haben. Dem stehen mögliche Vorzieheffekte aus H2 2026 sowie ein knapp zu hohes Volumen aus Schweden, Singapur und Österreich entgegen**. In einer Nettobetrachtung mag eine kleine Nachschärfung auf 169 Mrd. EUR dennoch sinnvoll erscheinen.**

Spreads in H2 2026: „Das Auge des Hurricanes, Ruhe vor dem Sturm oder doch Reflexion der Qualität“

Wie in Chart 3 und 4 ersichtlich, ist die Geschichte der Spreadentwicklung 2026 schnell erzählt: Von Jahresanfang bis etwa Mitte/Ende Februar war die Outperformance gegenüber Swaps noch aktiv. Italienische Covered Bonds konnten den Konvergenztrend sogar bis in den März fortsetzen. Spätestens seit Anfang/Mitte April schwenkte der Markt jedoch in eine richtungslose Seitwärtsbewegung ein. Die Underperformance italienischer Covered Bonds im Q2 2026 ist als Korrektur des Tightenings im März zu verstehen.

Chart 3: Spreadentwicklung zuletzt richtungslos

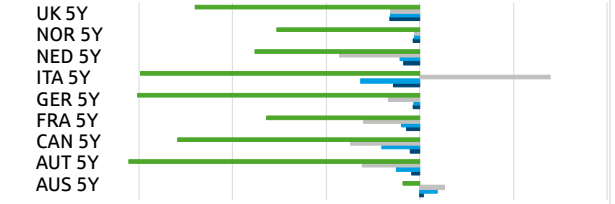
5Y Constant Duration Covered Bond Spread Indizes



Quellen: Bloomberg, Helaba Research

Chart 4: Homöopathische Spreadausschläge

5Y Const. Dur. Spread Performances über verschiedene Zeithorizonte



	AUS 5Y	AUT 5Y	CAN 5Y	FRA 5Y	GER 5Y	ITA 5Y	NED 5Y	NOR 5Y	UK 5Y
YTD	-0,37	-6,22	-5,17	-3,28	-6,03	-5,97	-3,52	-3,06	-4,8
3m	0,53	-1,23	-1,49	-1,2	-0,68	2,79	-1,72	-0,11	-0,63
1m	0,37	-0,5	-0,81	-0,39	-0,13	-1,27	-0,43	-0,11	-0,62
1w	0,07	-0,18	-0,2	-0,28	-0,15	-0,57	-0,35	-0,15	-0,64

Quellen: Bloomberg, Helaba Research

Angesichts der Schwere der politischen und wirtschaftlichen Verwerfungen vor allem im zweiten Quartal sowie des enormen Angebots im Mai und insbesondere im Juni ist das Ausbleiben einer Underperformance gegenüber Swaps vermutlich als positiv zu werten. Insofern stellt sich bei der Frage zur **zu erwartenden Spreadperformance** eine ähnliche Thematik wie zu den Volumina: „Was soll denn überhaupt noch schiefgehen?“. Tatsächlich gibt es wenige Argumentationsschienen, die einen weicheren Markt im zweiten Halbjahr stützen würden: Die Konflikte in der Ukraine und im Iran scheinen derzeit eher Stabilisierungs- als Eskalationspotenzial zu besitzen. Auf der Mikroebene stehen noch 67 Mrd. EUR zur Rückzahlung an. Dies bedeutet, dass sich selbst für den Fall, dass sich unsere Bruttoemissionsprognose als deutlich zu vorsichtig herausstellen sollte, kein ausgeprägtes Überangebot bestehen dürfte. Die Frage, welche Qualität an Nachrichten zu einer adversen Spreadentwicklung führen würde, lassen wir unbeantwortet. **Es bräuchte aber wohl veritable Regierungskrisen in europäischen Kernländern oder das Erreichen bisher nicht dagewesener Eskalationsstufen in den bekannten Konfliktherden.**



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

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:
Dr. Gertrud Rosa Traud
Chefvolkswirtin/Head of Research

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.