Helaba

Im Fokus: Covered Bonds
17. September 2026

Das Spread-Paradoxon am Covered Bond-Markt



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

Während die kurzen Zinsen kräftig zulegen, steigt das lange Ende weniger stark, was zu einer substanziellen Abflachung der Zinskurve führt. Covered Bond-Spreads scheinen von alledem unberührt. Doch diese scheinbare Resilienz am aktuellen Rand täuscht über ein fragiles, technisch getriebenes Gleichgewicht hinweg. Während makroökonomische Belastungsfaktoren – allen voran die stark gestiegenen Rohstoffpreise und eine restriktive Geldpolitik – eine deutliche Spreadausweitung nahelegen, stabilisiert eine beispiellose Saisonalität den Primär- und Sekundärmarkt. Wie geht es nun weiter? Behält der Markt die Ruhe oder ist dies nur die Ruhe vor dem Sturm?

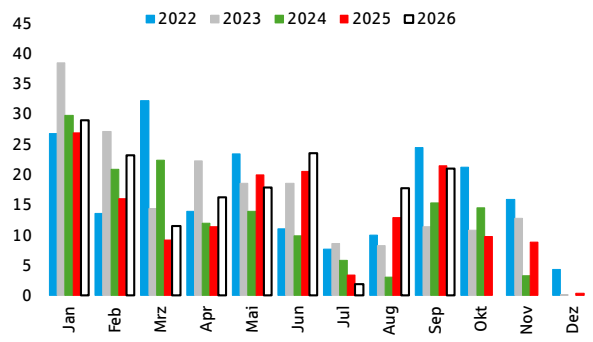
Das Makro-Paradoxon

Die Ausgangslage ist klar: Die Zinskurve ist flach. Dies ist das Resultat der restriktiven Haltung der Zentralbanken, die das kurze Ende kräftig nach oben treibt. Aber auch am langen Ende verharren die Renditen nicht: Getrieben durch die Antizipation einer immer höheren Staatsverschuldung sowie zunehmende politische Unsicherheiten sind die langfristigen Zinsen spürbar gestiegen – wenn auch weniger stark als am kurzen Ende. Gleichzeitig beobachten wir stabile Bund-Swap-Spreads. **In der Theorie führt eine solche Ausgangslage zu einer „Flight to Quality“ und damit zu einer Ausweitung der Bund-Swap-Spreads.** Dass diese Bewegung ausbleibt, liegt am massiven Angebot an Neuemissionen in den europäischen Kernstaaten. Dieses treibt die Bondrenditen relativ zu den Swaps nach oben und hält die Spreads eng.

In diesem Spannungsfeld zeigten sich Covered Bonds lange Zeit als Fels in der Brandung. Sie bieten im Vergleich zu stark unter Druck geratenen SSA-Titeln höhere absolute Nominalrenditen bei durch die Besicherung vergleichbarem Risikoprofil. Sie sind daher ein attraktives Investitionsziel, von dem institutionelle Investoren nach der Sommerpause reichlich Gebrauch machten.

Benchmark Covered Bonds

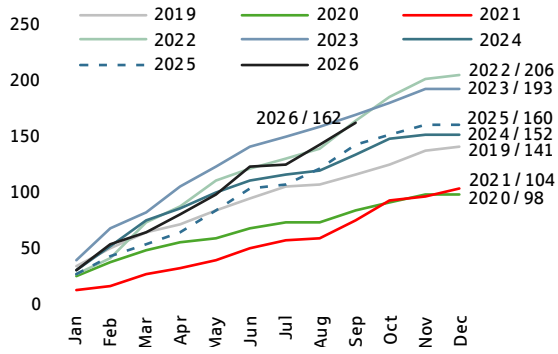
Monatliche Emissionsdaten isoliert (EUR Mrd.)



Quellen: Bloomberg, Helaba Research

Benchmark Covered Bonds

Monatliche Emissionsdaten kumuliert (EUR Mrd.)



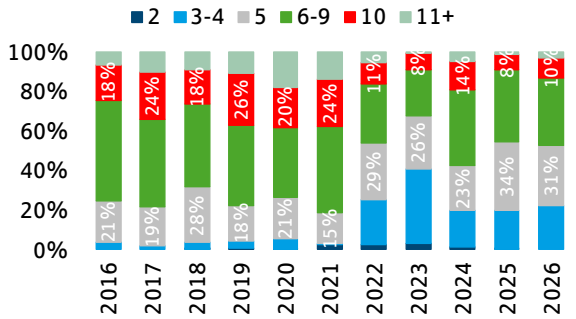
Quellen: Bloomberg, Helaba Research

Vorzieheffekte: Better safe than sorry

Die immense Emissionstätigkeit seit Mitte August ist aus unserer Sicht das **Ergebnis einer bewussten, proaktiven Strategie der Emissionshäuser**. Nach der verhältnismäßig langen Sommerpause nutzten die Emittenten das aktuelle „Window of Opportunity", um ihr Funding für das Gesamtjahr vorzeitig über die Ziellinie zu bringen. Wir erkennen in diesem Verhalten eine tiefsitzende Risikoaversion mit Blick auf das vierte Quartal:

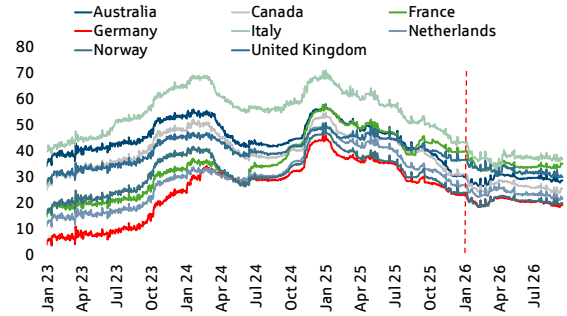
- **US-Midterms:** Die bevorstehenden politischen Weichenstellungen in den USA bergen das Potenzial für massive Volatilitätsschübe entlang der globalen Govie-Kurven, was unmittelbar auf die europäischen Swap-Märkte durchschlagen könnte.
- **Deutsche Innenpolitik:** Fiskalische Spannungen und veränderte politische Mehrheiten im Nachgang regionaler Wahlen haben die fiskalischen Risiken für Kern-Emittenten erhöht.
- **Allgemeine makroökonomische Situation:** Die Kombination aus einer hartnäckigen Rohstoffinflation und der anhaltend restriktiven Geldpolitik der Zentralbanken dämpft die Wachstumserwartungen.

Benchmark Covered Bonds: kurze Laufzeiten dominieren



Quellen: Bloomberg, Helaba Research, Bloomberg

Konvergenz ist passé – kommt jetzt das softening?



5Y Constant Duration Covered Bond Spread Indices
Quellen: Bloomberg, Helaba Research

Sind wir an einem Kipppunkt?

Die Praxis zeigt nun, dass dieses kollektive „Better safe than sorry" an seine Kapazitätsgrenzen stößt. Der Markt leidet an akuten Verdauungsproblemen:

Nach den massiven Volumina der letzten Wochen sind die Cash-Quoten und vordefinierten Töpfe vieler Real-Money-Investoren ausgedünnt. Insbesondere das 5-Jahre-Segment scheint überstrapaziert. Die 2,25 Milliarden Euro große Tranche der Royal Bank of Canada war letztlich nur das Sahnehäubchen auf einer 14,25 Milliarden Euro schweren Torte seit Mitte August. Insgesamt wurden in den letzten fünf Wochen gut 40 Milliarden Euro an Benchmark-Bonds platziert. Gerade die jüngsten Transaktionen zeigten dabei tendenziell niedrigere Überzeichnungsquoten, geringere Spreads zwischen dem Initial Price Talk und dem finalen Pricing sowie höhere Neuemissionsprämien (NIP). Sekundärmarktseitig wurde diese Entwicklung bis zuletzt relativ gut verkraftet. Doch der Wind scheint sich zu drehen: Es kommt zu einem technisch induzierten Repricing, bei dem bestehende Kurven den gestiegenen NIPs der jüngsten Primärmarktdeals folgen zu scheinen.

Wie geht's nun weiter? Zwei Storylines bis zum Jahresende

Die weitere Entwicklung des Covered Bond-Marktes wird maßgeblich davon abhängen, wie schnell die Emittenten ihre Bücher schließen. Das wahrscheinlichste Szenario stützt sich auf die anstehende ECBC-Konferenz in Sevilla, die traditionell den saisonalen Wendepunkt des Emissionsjahres markiert.

Szenario A: Die ruhige Spätphase (hohe Wahrscheinlichkeit)

- **Dynamik im Primärmarkt**: Der Primärmarkt tröpfelt nach der Konferenz in Sevilla nur noch vor sich hin, da die Fundingpläne der meisten Institute bereits weitgehend erfüllt sind.
- **Auswirkung auf den Sekundärmarkt**: Mangels neuer Benchmarks und Neuemissionsprämien (NIPs) fehlen die Katalysatoren für ein Repricing. Zufließende Liquidität (z. B. aus Kuponzahlungen) sorgt tendenziell eher für ein leichtes technisches Tightening.

Szenario B: Das adverse Stressszenario (bei politischer Eskalation)

- **Dynamik im Primärmarkt**: Politische Schocks blockieren das lange Ende der Kurve. Nachzügler, die fundingseitig noch aktiv werden müssen, sind zur Emission gezwungen und minimieren das Platzierungsrisiko (Execution Risk) durch eine Durationsverkürzung in Richtung des sicheren 3-Jahre-Segments („Safe Play"). Alternativ nutzen sie die Notausfahrt in Form von Retained Covered Bonds.
- **Auswirkung auf den Sekundärmarkt**: Es kommt zu einer Kurvenverkürzung bei gleichzeitigem negativen Spill-over aus dem Bund- und SSA-Spektrum. Covered Bonds weiten sich gegenüber Swaps leicht aus, können aber im Vergleich zu Bunds und SSAs eine leichte Outperformance erzielen.

Fazit

Die letzten fünf Wochen waren angebotsseitig extrem, und eventuell ist nicht jeder Emittent voll und ganz zufrieden mit der Primär- und Aftermarket-Performance der jüngsten Neuemissionen. Dies sollte jedoch hinter der Tatsache zurückstehen, dass Haben besser ist als Brauchen – insbesondere angesichts der sich verfestigenden negativen makroökonomischen Trends und der politischen Unwägbarkeiten. Sekundärmarktseitig bleiben wir konstruktiv. Dies steht allerdings unter der Prämisse einer – im Vergleich zur der Zeit nach der Sommerpause – deutlich zurückhaltenderen Emissionstätigkeit im Oktober und November.



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.