Helaba

Im Fokus: Covered Bonds
11. November 2026

Covered Bond Outlook 2027



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

Meinung kommt ja bekanntlich nach Ahnung. Wie aber umgehen mit dem Anspruch, eine Meinung zum Covered Bond-Jahr 2027 zu haben, wenn plötzlich alle Rahmenbedingungen fragil erscheinen und selbst die Grundfesten in Frage gestellt werden: französische Staatsschulden handeln grob in der Gegend von französischen Bank Senior-Bonds, Regierungsbildungen in Deutschland sind herausfordernd, die US Administration verfolgt mit unpassenden Mitteln ohnehin nur schwer nachvollziehbare Ziele und der Chef des BND formuliert düstere Erwartungen in Bezug auf die Lage und die Entwicklung der Beziehungen zu Russland.

1 Volumensdiskussion – 195 Mrd. EUR 2
1.1 Technische Details – unsere Konzentration liegt auf EUR Benchmarks 2
1.2 Grundlegende Marktsituation – eine Bestandsaufnahme 2
1.3 Gesamtbetrachtung – die Kurzversion unserer Volumenschätzung 4
1.4 Details einzelner Länder 6
2 Spreaddiskussion 11
2.1 Aktuelle Marktlage – Covered Bonds im Auge des Sturms 11
2.2 Spreads französischer Staatsanleihen als Kernkriterium 11
2.3 Was kann den aktuellen Fall bremsen 12
2.4 Politische Unsicherheit als Grundrauschen macht Covered Bonds zu Krisengewinnern 12

Der Zweckoptimist in uns führt ins Feld, dass die Grundvoraussetzungen vor einem Jahr auch nicht rosig waren und unsere damalige Schlussfolgerung eines permanenten On-Off-Emissionsszenarios für 2026 nur in Ansätzen eintrat. Insgesamt darf man dem Covered Bond angesichts der Vielzahl und Tiefe politischer und wirtschaftlicher Krisen eine hohe Resilienz attestieren: das Emissionsfenster war eigentlich nur zu einem Zeitpunkt wirklich geschlossen, und zwar im Nachgang des Starts der US-Intervention im Iran Ende Februar Anfang März. Die Pause dauerte 10 Handelstage. Die regelmäßige Sommerpause war etwas ausgeprägter, gefolgt von einem Emissionsfeuerwerk, das in etwa bis zum Covered Bond Congress in Sevilla Ende September andauerte. Die anschließende Ruhe am Primärmarkt interpretieren wir vor allem als Konsequenz der starken Emissionstätigkeit bestenfalls verstärkt durch die Verschärfung der Renditesituation französischer Staatsanleihen und die innenpolitische Entwicklung in Deutschland.

Um den Grundton für den diesjährigen Ausblick zu setzen: **Getragen von einem starken Bankenumfeld und basierend auf einem soliden strukturellen und regulatorischen Gerüst sind Covered Bonds auch 2027 Teil der Lösung der vielfältigen Krisen und nicht Teil von Problemstellungen.**

1 Volumensdiskussion – 195 Mrd. EUR

1.1 Technische Details – unsere Konzentration liegt auf EUR Benchmarks

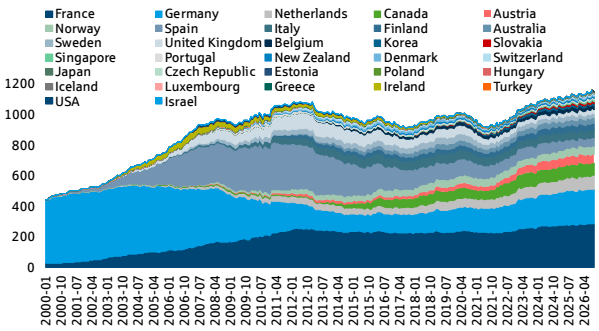
Wir bewegen uns in unseren Grundaussagen immer im Bereich EUR Benchmark Covered Bonds, d.h. in Euro denominierte Covered Bonds mit fixem Kupon und mindestens drei externen Konsortialbanken sowie einer Mindestemissionsgröße von 500 Mio. EUR. Aufstockungen bestehender Benchmarks sind ebenfalls Teil unserer Analyse. Aufgrund der wachsenden Bedeutung von Sub-Benchmark Emissionen widmen wir diesem Segment zusätzlich ein Unterkapitel.

1.2 Grundlegende Marktsituation – eine Bestandsaufnahme

Der Covered Bond Markt wächst. Dieser Satz dürfte vermutlich seit 1995 beinahe unverändert am Beginn jedes Covered Bond Outlooks stehen. Die Tatsache, dass wir hierbei über eine gut 30 Jahre andauernden Erfolgsgeschichte sprechen, ist beeindruckend. Im positiven Sinne sprechen wir bei den großen Covered Bond-Ländern von gesättigten Märkten, in denen das Nettomarktwachstum in etwa der Inflationsrate entspricht. Die großen Wachstumsimpulse stammen aus den jüngeren Covered Bond-Märkten, dort jedoch nicht unbedingt von einem speziellen. Es ist eher die Vielzahl kleinerer Märkte in ihrer Gesamtheit, die für Impulse sorgt. Hierbei sind zunächst die osteuropäischen Länder zu nennen. Mit ihren insgesamt 10 Mrd. EUR an Neuemissionen 2026 sind sie zusammengenommen ähnlich präsent wie die Niederlande, Spanien oder Norwegen – allerdings mit deutlich mehr Wachstumspotenzial in den kommenden Jahren. Darüber hinaus gilt die Covered Bond-Idee weiterhin als Exportschlager. Israel war das prominente Beispiel im zurückliegenden Jahr mit drei Emissionen. Wenn man zudem die Gespräche auf Konferenzen etc. miteinbezieht, rücken Länder wie die Ukraine, Moldau, Marokko, Malaysia und wieder Brasilien in den Fokus.

Der Covered Bond Markt wächst

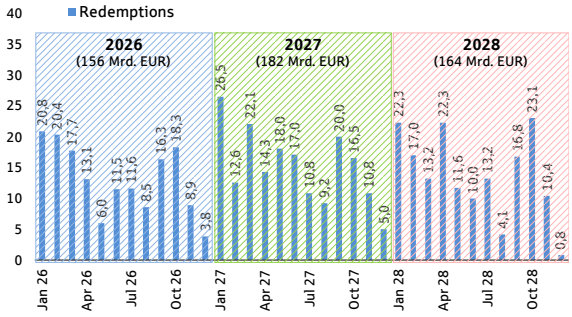
Ausstehendes Volumen von EUR Benchmark Cov. Bonds, EUR Mrd.



Quellen: Bloomberg, Helaba Research

Fälligkeiten steigen sprunghaft

Monatliche Fälligkeiten von EUR Benchmark Covered Bonds, EUR Mrd.



Quellen: Bloomberg, Helaba Research

Die Covered Bond-Fälligkeiten steigen sprunghaft. Während sich die Fälligkeiten von Euro Benchmark Covered Bonds 2024 noch auf rund 114 Mrd. EUR beliefen und folgenden Jahr 140 Mrd. EUR betrugen, stieg die Summe 2026 auf 156 Mrd. Das alles ist aber kein Vergleich zu den voraussichtlich rund 183 Mrd. EUR (ohne Multi-Cédulas 180 Mrd. EUR) im neuen Jahr – ein Rekord, der vermutlich längere Zeit Bestand haben könnte, da die hohen Fälligkeiten Resultat der überbordenden Emissionstätigkeit in den Jahren 2022 und 2023 sind. In beiden Jahren schlugen die substanziellen Refinanzierungsanforderungen aufgrund auslaufender TLTRO ins Kontor. Zweifelsohne sind Fälligkeiten ein Eckpfeiler für die Prognose der Neuemissionen. Seit der Jahrhundertwende gab es genau zwei Phasen, in denen die Fälligkeiten die Bruttoneuemissionen überstiegen: 2013 bis 2017 und 2020/2021.

- **2013 – 2017**: Bereits 2012 fiel das Nettoangebot um 85% auf nur noch 10 Mrd. EUR. Grund hierfür war die europäische Staatsschuldenkrise in Verbindung mit a) dem Deleveraging der Banken und b) der ultralockeren Geldpolitik. Das Deleveraging sorgte für weniger Fundingbedarf, während die EZB-Politik durch günstige Konditionen Marktfunding obsolet machte.
- **2020/2021**: Durch die Senkung des EZB-Zinses auf bis zu -1,0 % generierten Banken bei einem Einlagensatz von -0,5 % eine risikofreie Arbitragemarge von 50 Basispunkten. Echte Covered Bond-Emissionen waren folglich weniger attraktiv. Bis Juni 2021 expandierte das TLTRO-III-Volumen auf ein Rekordniveau von über 2,2 Bio. Euro.

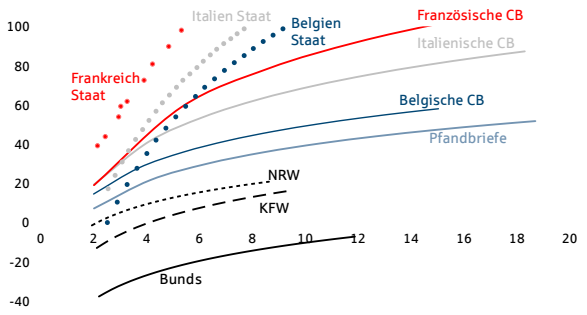
Die Vorzeichendiskussion der Nettoemissionsprognose sollte folglich im Zusammenhang mit möglichen unorthodoxen Zentralbankmaßnahmen geführt werden – in der Vergangenheit oftmals der Ausweg in Krisensituationen. Wir halten allerdings die Kombination der aktuell grundsätzlich restriktiven Geldpolitik mit in der Vergangenheit angewandten quantitativen Maßnahmen für schwierig. Dies vorausgesetzt, sollten die 180 Mrd. EUR Fälligkeiten exklusive Multi-Cédulas im kommenden Jahr eine Untergrenze für die Emissionsprognose darstellen.

Der Covered Bond Markt ist stabil. Noch so ein Evergreen. Tatsächlich zeigt sich aber die Marktsituation von Bankschulden allgemein als fundamental stark unterstützt. Die Ertragslage ist solide bis stark, die Kapitalausstattung und die Liquiditätslage durch stabile Einlagenzuflüsse aber auch durch die EZB-Politik ebenfalls komfortabel. Im Resultat handeln besicherte und unbesicherte Bankschulden selbst angesichts hoher Volatilitäten bei Government Bonds erstaunlich stabil. Im Fall von Covered Bonds tragen neben den fundamentalen Faktoren noch eine inhärente Angebotsknappheit sowie Ratingstabilität zur Krisenresilienz bei.

Der Covered Bond-Markt ist ein Safe Haven. Angesichts wachsender Fragezeichen bei klassischen „risikolosen" Anlageformen darf dieser Satz ruhig in dieser Deutlichkeit stehen. Trotz innenpolitischer Schwierigkeiten bleiben Bundesanleihen und mit ihnen verbundene Schuldtitel im Safe Haven-Bereich das Maß der Dinge. Die Stabilität von Covered Bonds dürfte jedoch im ausgehenden Jahr dafür gesorgt haben, dass sie in der Hitliste vermeintlich risikoloser Anlageformen nach oben geklettert sind und die ein oder andere Staatsanleihe hinter sich gelassen haben. Als messbaren Beleg für diese These hilft ein Blick auf die im Vergleich zu den Vorjahren höheren Überzeichnungsquoten, was auf ein gestiegenes Interesse insbesondere von Fast-Money-Accounts zurückzuführen sein dürfte.

Covered Bond-Markt ist ein Safe Haven

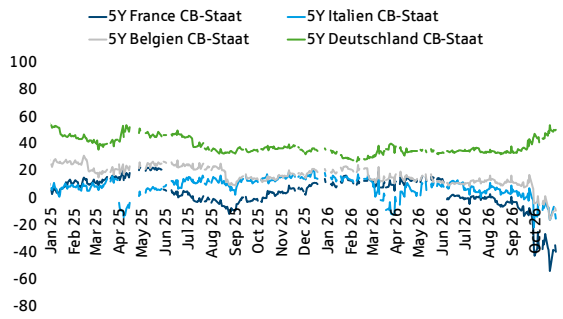
Handelsniveaus im Quervergleich Z-Spread vs. mod. Dur.



Quellen: Bloomberg, Helaba Research

Covered Bonds als Stabilitätsanker

5Y Spreadaufschlag von CB ggü. jeweiligem Zentralstaat, Bp.



Quellen: Bloomberg, Helaba Research

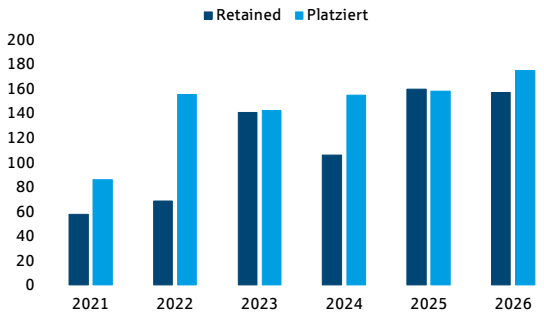
Der EUR Benchmark Covered Bond-Markt ist nur die Spitze des Eisbergs. Eine der Kernschwierigkeiten jeder Angebotsprognose ist die Segmentierung des Marktes. Wir konzentrieren uns primär auf den EUR Benchmark Bereich, d.h. Mindestemission 500 Mio. EUR, fixer Kupon, Bullet Rückzahlung sowie mindestens drei vom Emittenten unabhängige Konsortialbanken. Wie eingangs erwähnt, gewinnt das Sub-Benchmarkt-Segment stetig an Bedeutung, weshalb wir ihm ein separates Kapitel widmen. Die wenigsten Emittenten bespielen im Übrigen beide Segmente gleichzeitig. Was aber durchaus gleichzeitig bespielt wird und somit der Prognose erschwert, sind zum einen das zusätzliche Segment der Privatplatzierungen sowie zum anderen der Währungsraum außerhalb des EUR.

Insbesondere die wachsende Zahl von Emittenten aus Nicht-EUR Staaten, von denen die meisten keinen originären Fundingbedarf in EUR haben, sind in Bezug auf den EUR Benchmark-Markt schwer zu greifen.

Als eine weitere Quelle der Unsicherheit hat sich in den letzten Jahren das Retained Covered Bond Segment herauskristallisiert. In unserer Grundlagenpublikation **Retained Covered Bonds – Schweizer Taschenmesser oder Boomerang?** stellen wir diese besondere Art des Covered Bond-Geschäftes dar. Neben der vielseitigen Verwendbarkeit ist es jedoch auch die schiere Menge an ausstehenden Retained Covered Bonds von aktuell ca. 940 Mrd. EUR, die dieses Segment zu einem echten Faktor in der Prognose macht.

Benchmark Covered Bonds nur die Spitze

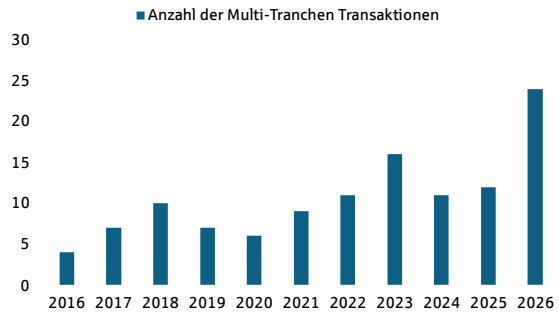
Retained Covered Bonds spielen etwa gleich große Rolle, EUR Mrd.



Quellen: Bloomberg, Helaba Research

Multi Tranche-Transaktionen als Zukunftsmodell

Multi-Tranchen-Emissionen minimieren Traffic und Execution Risk



Quellen: Bloomberg, Helaba Research

Multi-Tranchen-Emissionen minimieren Traffic und Execution Risk. 2026 ist zweifelsohne das Jahr der Multi-Tranchen-Transaktionen. Bis Ende Oktober wurden bereits 24 dieser Transaktionen platziert, was noch vor der Emissionswelle im Herbst den bisherigen Rekordwert von 16 aus dem Gesamtjahr 2023 übertraf. Im Durchschnitt konnten pro Dual-Tranche-Transaktion knapp 2 Mrd. EUR eingesammelt werden. Die bisherige Spitze dieser Entwicklung stellt allerdings eine Dreifachtranchenemission der Crédit Agricole SFH im August 2026 dar. Durch Multi-Tranchen-Deals werden Emissionskalender gestrafft, Benchmark-Kurven granularer gefüllt, Laufzeitpräferenzen sensibel berücksichtigt und gleichzeitig die Fremdkapitalversorgung substanziell sichergestellt.

1.3 Gesamtbetrachtung – die Kurzversion unserer Volumenschätzung

Normalerweise sieht man sich als Analyst eher dem Vorwurf ausgesetzt, den anvertrauten Markt als zu positiv einzuschätzen. Offenbar trifft das nicht auf unsere letztjährige Prognose zu: Ohne Zweifel unterschätzten wir die Robustheit und somit auch die Attraktivität von Covered Bonds. In Antizipation fragiler Marktsituationen setzten wir die Erwartungen für Gesamtemissionen zu niedrig und für den Dealflow als zu schleppend an.

Wir erwähnten bereits die hohen Fälligkeiten von rund 180 Mrd. EUR als einer der Kerntreiber der Bruttoemissionen. Ausgehend von diesem bereits um die Fälligkeiten der spanischen Multi-Cédulas bereinigten Wert sehen wir kaum Risiken für die Prognose, dass die Bruttoemissionen unter dieses Volumen fallen werden. Weder ist für den Gesamtmarkt ein signifikanter Rückgang in der relevanten Kreditvergabe zu erwarten, noch sehen wir Fremdkapitalquellen, die eben diese relevante Kreditvergabe günstiger refinanzieren könnte als der Covered Bond. Genau diese günstigere Fundingquelle war der Grund für die einzigen beiden Phasen mit negativer Nettoneuemission.

Einen validen Faktor pro Bruttoemissionssenkung sehen wir in der Währungsfrage. Im Licht der Drittstaatenäquivalenz könnten Emittenten von außerhalb der EU versucht sein, stärker im Heimatmarkt aktiv zu werden. Die jüngsten Änderungen in der HQLA-Anrechnung und Zentralbankfähigkeit in den jeweiligen Ländern könnte dieser Entwicklung zusätzlich Rückenwind verleihen, so dass in EUR denominierte Emissionen etwas hinter denen in lokaler Währung zurückbleiben.

Die Mehrzahl der Gründe spricht jedoch für eine **Ausweitung der Bruttoemissionen**:

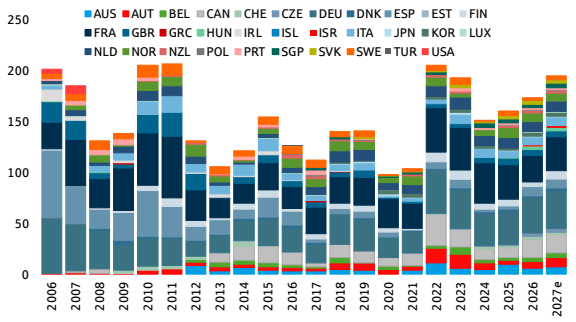
- **Junge und neue Märkte:** In Polen, Ungarn, Israel und zu einem etwas geringeren Grad in Tschechien und Luxemburg gilt Bruttoemission = Nettoemission. Diese Länder zusammen tragen etwa 10 Mrd. EUR zum Gesamtbrutto bei. Dazu könnten Griechenland und die Türkei als Comeback sowie Bulgarien und Rumänien als neue Märkte kommen.
- **Covered Bond als Krisengewinnler:** Die Verschuldung von Zentralstaaten schreitet voran. Die Bemühungen in Frankreich um neue Fundingquellen z.B. über European Secured Notes zeigt, dass selbst staatsnahe Emittenten versuchen, gedeckte Finanzierungslösungen zu entwickeln. Eine derartige Gemengelage sollte sich tendenziell eher in steigender Nutzung von Covered Bonds niederschlagen.
- **Renditevorteil in EUR:** Die EZB- und Fed-Politik führt dazu, dass der nominale All-In-Yield im EUR-Markt spürbar niedriger bleibt. Selbst wenn das quantitative Tightening der EZB die Spreads europäischer Covered Bonds nicht mehr unterstützt, überwiegt der Vorteil der niedrigeren Euro-Zinskurve im Vergleich zu den USA.
- **Strukturell hohe Nachfrage:** Das Thema niederländische Pensionskassen ist aktueller denn je. Allein 2027 werden voraussichtlich über 900 Mrd. EUR an Pensionsvermögen in das neue System überführt – deutlich mehr als in den Jahren zuvor. Insofern dürfte die hohe strukturelle Nachfrage konstanten Rückenwind für den Primärmarkt bedeuten.

Wie wir in unserer bottom-up Analyse darlegen, rechnen wir insgesamt mit 195 Mrd. EUR an Neuemissionen.

Abschließend stellt sich die Frage nach dem größten identifizierbaren Einzelrisiko für unsere Volumenschätzung. Angesichts einer sich nicht abzeichnenden Lösung für das Fiskalproblem Frankreichs mag sich trotz aktuell nicht abschätzbarer Rechtsgrundlage eine Lösung via EZB anbieten. Dies könnte ähnlich wie bei den Ankaufprogrammen der Vergangenheit auf aktuell nicht abschätzbare Weise das Möglichkeitenspektrum der Fremdkapitalaufnahme von Banken derart verzerren, dass Covered Bonds nicht mehr das erste Mittel der Wahl wären.

195 Mrd. EUR an neuen EUR Benchmark CB

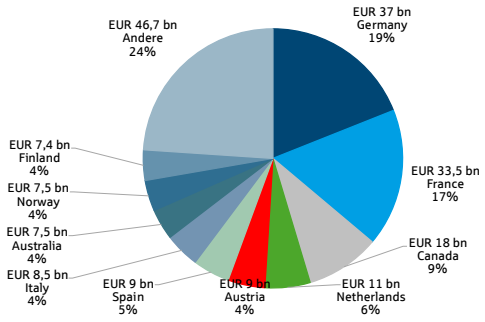
Historisch hoch aber noch 6% unter dem Rekordwert von 2011



Quellen: Bloomberg, Helaba Research

Deutschland und Frankreich dominieren Emission

Großer Anteil „Anderer" demonstriert globale Ausrichtung (EUR Mrd.)



Quellen: Bloomberg, Helaba Research

1.4 Details einzelner Länder

Unsere Analyse ist sortiert nach der Emissionsaktivität 2026. Die größten zehn Länder unterziehen wir einer eingehenden Einzelbetrachtung, da sie im Durchschnitt der letzten Jahre für etwas mehr als 75 % der Gesamtemissionen verantwortlich waren.

Deutschland – 37 Mrd. EUR (YTD 2026: 32 Mrd. EUR)

Die 37 Mrd. EUR, die wir für Deutschland prognostizieren, erscheinen absolut gesehen viel, jedoch speist sich die Prognose zu 100 % aus den Fälligkeiten im neuen Jahr. Dabei ist diese Prognose eher konservativ: in den vergangenen Jahren war die Nettoemission aus Deutschland durchweg positiv, so dass sich auch ein höherer Wert argumentieren ließe. Insbesondere, da auch der vdp vermeldet, dass die Immobilienkreditvergabe in Deutschland in der ersten Jahreshälfte 2026 um über 5 % im Vergleich zum Vorjahr anzog. Jedoch gilt zum einen zu bedenken, dass der Anteil am Immobiliengeschäft, das über Pfandbriefe refinanziert wird bei deutlich unter 50 % liegt.

Zum anderen werden insbesondere bei der Deutschen Pfandbriefbank relativ viele Papiere fällig (3,45 Mrd. EUR), bei denen wir nicht davon ausgehen, dass sie 1:1 ersetzt werden. Ähnliches gilt für die Münchener Hyp, die bereits 2026 aller Voraussicht nach die Fälligkeiten von 2,5 Mrd. EUR in Benchmarks nicht vollumfänglich ersetzen wird. Darüber hinaus erwähnt die Münchener Hyp auch noch die geplante Emission eines SNP Bonds, was potenziell den Fundingbedarf über Pfandbriefe reduzieren könnte. Die DZ Hyp im Gegensatz dürfte einiges zu tun bekommen: 4,5 Mrd. EUR werden fällig und tatsächlich deckten sich hier in den letzten Jahren Neuemissionen und Fälligkeiten ziemlich genau. Auch bei der Commerzbank, die in den vergangenen Jahren höchst aktiv war und durch die Bank positive Nettoneuemissionen auswies, kann man angesichts der Fälligkeiten von 3,5 Mrd. EUR von einem vollen Pflichtenbuch sprechen.

Frankreich – 33,5 Mrd. EUR (YTD 2026: EUR 26 Mrd.)

Für uns ist Frankreich das Paradebeispiel für die Stabilität des Covered Bond-Marktes. In Zeiten noch nie dagewesenem fiskalischen Stress und den sich daraus ergebenden Spreadniveaus öffentlicher Emittenten zeigte sich die Stabilität und Verlässlichkeit französischer Covered Bonds. Mit 26 Mrd. EUR an platzierten Papieren per Mitte Oktober und Primärmarktniveaus von bis zu OATs -20 bp zeigten sich die Emittenten von der Lage wenig beeindruckt.

Wir gehen davon aus, dass diese Situation auch 2027 anhalten wird: die wenigsten Investoren dürften ernsthafte Zweifel an der Zahlungsfähigkeit Frankreichs haben, jedoch ist die Spreadvolatilität von OATs so hoch, dass bei manchen Bank Treasuries die VaR Kalkulationen aus dem Ruder laufen. Die Lösung, falls man in den Genuss französischer Renditeniveaus ohne ausgeprägte Volatilität kommen möchte, sind französische Covered Bonds.

Die Überlegungen auf der Emittentenseite dürften dem französischen Covered Bond ebenso Rückenwind verleihen. Angesichts des absolut hohen Renditeniveaus in Frankreich ist es naheliegend, dass Emittenten alle erdenklichen Mittel und Wege nutzen, die Fundingkosten in einem erträglichen Maß zu halten: klassische französische Covered Bonds, das gemeinsame Vehikel CRH, retained Covered Bonds oder die in Sevilla vieldiskutierten European Secured Notes – das Ziel wird die Mittel heiligen.

Die Tatsache, dass wir dennoch in Frankreich von einem leicht negativen Nettoemissionsergebnis ausgehen, liegt an unserer Erwartung bezüglich retained Covered Bonds: im laufenden Jahr waren es bis dato „nur“ 13 Mrd. EUR, 2025 jedoch 30 Mrd. EUR. Die Nutzung von retained Covered Bonds dürfte im kommenden Jahr ein äußerst probates Mittel sein um – als Mischkalkulation mit platzierten Papieren – die Fundingkosten zu drücken.

Kanada – 18 Mrd. EUR (YTD 2026: EUR 18 Mrd.)

Bereits im letzten Jahr stellten wir heraus, dass die Prognose für kanadische EUR Benchmark Covered Bonds aufgrund der opportunistischen Wahl der Emissionswährung ein hohes Maß an Unsicherheit in sich trägt. Dazu

kommt 2027 die oben bereits erwähnte Überlegung, dass gerade Emittenten aus Drittstaaten, auf sanftes Anraten der EBA, etwas mehr Pflege auf ihren Heimatmarkt verwenden könnten; Stichwort „maturity of the home market". Angesichts der geänderten HQLA und RWA-Regulierung in Kanada und der avisierten Änderungen in Australien könnte dies durchaus ein Selbstläufer werden.

Die auf EUR lautenden Fälligkeiten in Kanada haben 2026 ihren Peak gesehen und werden im neuen Jahr um 500 Mio. EUR auf 22,75 Mrd. EUR fallen. Die Lektion aus 2026 lautet, dass die EUR Fälligkeiten nicht ersetzt wurden. Per Ende Oktober klafft eine Emissionslücke von gut 5 Mrd. EUR. Diese Zahl fortgeschrieben ins neue Jahr ergäbe eine Bruttoemissionsmenge von 18 Mrd. EUR. Man könnte jetzt vortrefflich darüber schwadronieren, ob eine Milliarde mehr oder weniger eine bessere Schätzung wäre. Aufgrund des Effektes „Pflege des Heimatmarktes" erscheint ein Abweichen nach unten etwas wahrscheinlicher.

Niederlande – 11 Mrd. EUR (YTD 2026: EUR 10 Mrd.)

Niederländische Covered Bond Emittenten haben etwas von einem Schweizer Uhrwerk. Seit 2018 schwankt die Emissionsmenge pro Jahr zwischen 8 und 11 Mrd. EUR. Angesichts der Größe des Landes und des Immobilienkreditsektors mag dies recht überschaubar erscheinen. Dazu sollte man sich jedoch bewusst machen, dass der niederländische RMBS-Markt mit einem platzierten Volumen von gut 8 Mrd. EUR pro Jahr der größte in Kontinentaleuropa ist. Niederländische Banken sind also was den Fundingmix ihrer Hypothekenrefinanzierung anbelangt breiter aufgestellt.

Die verlässliche Emissionsmenge niederländischer Covered Bonds spiegelt sich auch im Zeitverlauf der Fälligkeiten wider. In den kommenden Jahren werden jeweils zwischen 7,5 und 9,5 Mrd. EUR fällig. Wir gehen aufgrund steigender Immobilienpreise von einer leicht zunehmenden Neuproduktion von Wohnimmobilienkrediten aus, sodass sich die positiven Nettoemissionen aus dem aktuellen Kalenderjahr 2027 fortschreiben lassen. Wir erwarten deshalb mit 11 Mrd. EUR eine Bruttoemissionsmenge am oberen Rand des Spektrums der letzten Jahre.

Spanien – 9 Mrd. EUR (YTD 2026: EUR 9,5 Mrd.)

Man weiß ja nicht, was da so gesprochen wird, wenn sich der Bankenaufseher mit seinen „Kunden" unterhält. Wir könnten uns aber gut vorstellen, dass sich die Vorstellungen der EZB oder der BdE bezüglich eines nachhaltig anzustrebenden Verhältnisses zwischen am Markt platzierten Covered Bonds und retained Covered Bonds substanziell vom Ist-Zustand spanischer Banken 2025 unterscheidet. Damals wurden etwa 22 Mrd. EUR retained, während lediglich ganze 3 Mrd. EUR am Markt platziert wurden. Wir sehen eine derart extreme Nutzung von retained Covered Bonds kritisch. Mit einem Verhältnis von 9,5 Mrd. EUR platziert vs. 12,5 Mrd. EUR retained hat sich die Situation 2026 YTD wieder etwas normalisiert.

Die Normalisierung hat jedoch leichte Schlagseite: die BBVA und die Banco Sabadell waren hauptverantwortlich für die Korrektur des Missverhältnisses, während die Bankinter und Caixabank weiter an ihrem 100 % retained Covered Bond Kurs festhielten. Angesichts einer Loans-to-Deposit ratio von 88 % verstehen wir vom Grundsatz her die Zurückhaltung der Caixabank in Bezug auf öffentlich platzierte Covered Bonds. Bankinter dagegen vermeldete zuletzt 98 %, was in diesem Kontext die Fragestellung nach öffentlichen Platzierungen eher noch verstärkt. Beide haben durch die Emission von SNP Bonds 2026 zwar ein Mindestmaß an Investorenpflege betrieben, nichtsdestotrotz halten wir die Entscheidung, große Mengen an retained Covered Bonds zu begeben (Caixabank 8,25 Mrd. EUR, Bankinter 3,5 Mrd. EUR) und gleichzeitig keinerlei platzierte Papiere zu emittieren, zumindest für überdenkenswert. Die strategische Wichtigkeit von Covered Bonds dürfte in beiden Fällen eigentlich zu hoch sein, als dass man die Investorenschaft ein fünftes Jahr in Folge schmachten lassen sollte.

Die Fälligkeiten spanischer Covered Bonds steigen 2027 wieder leicht (8.95 Mrd. EUR), nachdem sie im zurückliegenden Jahr mit 7,5 Mrd. (VJ 19 Mrd. EUR) einen Tiefpunkt erreichte. Wir gehen davon aus, dass die Fälligkeiten gut ersetzt werden – mit Ausnahme der Caixabank. Da sie seit 2018 keine ihrer Fälligkeiten ersetzt hat, ist anzunehmen, dass dies im neuen Jahr ebenso sein wird.

Norwegen – 7,5 Mrd. EUR (YTD 2026: EUR 8,5 Mrd.)

Wenn wir über reife Covered Bond-Länder sprechen, darf Norwegen nicht fehlen. Seit Jahren spielen norwegische Emittenten eine zentrale Rolle am europäischen Covered Bond Markt. Wenngleich norwegische Emittenten in ihrer Wahl der Emissionswährung relativ frei sind, spielt der Euro doch die dominante Rolle. 2026 wurde lediglich eine erwähnenswerte Emission in einer anderen Fremdwährung registriert – eine USD 750mn Emission der DNB. Grund für die Eurolastigkeit der Emissionen norwegischer Emittenten dürfte der starke Rückhalt aus der DACH-Region sein. Viele Investoren, die sich aus dem deutschen Sprachraum herausdiversifizieren wollen, wählen als erstes Ziel Norwegen. Im langjährigen Durchschnitt wird etwa ein Drittel jeder norwegischen Covered Bond-Emission im deutschsprachigen Investorenraum allokiert. Die ausstehende Menge an in Euro denominierten Covered Bonds schwankt seit geraumer Zeit um EUR 50 Mrd. – was dafürspricht, dass die jeweiligen Fälligkeiten in etwa ersetzt werden. Tatsächlich stehen 2027 mit EUR 6,25 Mrd. verhältnismäßig wenige Bonds zur Rückzahlung an. Wir rechnen daher mit einem leichten Rückgang der Bruttoemissionen auf EUR 7,5 Mrd., was aber in der Nettobetrachtung ein Plus von EUR 1,25 Mrd. bedeutet.

Italien – 8,5 Mrd. EUR (YTD 2026: EUR 8 Mrd.)

Ein Hypothekenmarkt von knapp EUR 450 Mrd. könnte sicherlich einen Covered Bond Markt von mehr als EUR 50 Mrd. vertragen, die seit Jahren die ungefähre Hochwassermarke für Italien darstellen. Allerdings melden die fünf größten italienischen Institute loans-to-deposit ratios von unter 90 %, was für einen überschaubaren Bedarf an Kapitalmarktfunding spricht. Die Fälligkeiten 2026 wurden gut ersetzt. Wir gehen in unserer Schätzung für das neue Jahr davon aus, dass dies nicht unbedingt der Fall sein dürfte.

Grund dafür sind zum einen die hohen Fälligkeiten bei der Intesa von 2,25 Mrd. EUR. Zuletzt platzierte die Intesa 2023 einen Covered Bond öffentlich. Seitdem wurden vier retained Transaktionen strukturiert. Die beiden Fälligkeiten im Juni und Oktober vollumfänglich zu ersetzen, würde sicherlich zwei Tranchen erfordern; eine Übung, die die Intesa zuletzt vor zehn Jahren absolvierte.

Zum anderen sind italienische Banken durchaus aktiv, was die Strukturierung von retained Covered Bonds anbelangt. Wir haben diesbezüglich unsere Skepsis vor allem in Zusammenhang mit kleineren Emittenten bereits geäußert. Die angesichts der komfortablen loans-to-deposits ratios niedrigen Anforderungen an Kapitalmarktfunding in Verbindung mit den kurzfristigen ökonomischen Vorteilen von retained Covered Bonds machen italienischen Banken die Entscheidung pro öffentliche Platzierung sicher nicht leicht. In der Konsequenz sehen wir in geänderten Entscheidungsgrundlagen bei pro/contra retained Covered Bonds die stärkste Quelle für Unsicherheit in unserer Emissionserwartung von 8,5 Mrd. EUR.

Österreich – 9 Mrd. EUR (YTD 2026: EUR 6,5 Mrd.)

Unsere Emissionsprognose basiert auf dem Euro Benchmark Covered Bond Sektor – eine Herangehensweise, die insbesondere Österreich in einem gedämpften Licht erscheinen lässt. Die Euro Benchmark Landschaft in Österreich ist sehr kleinteilig, mit vielen Emittenten am unteren Ende des Benchmarkbereichs (500 Mio. EUR). Diese Marktstruktur setzt sich im sub-Benchmark Bereich fort: Etwa ein Drittel der öffentlich platzierten österreichischen Pfandbriefe seit 2020 fanden in diesem Bereich statt (35 von 97). Nichtsdestotrotz hat sich der Benchmark Bereich österreichischer Pfandbriefe auch ordentlich gemausert: mit aktuell knapp unter 60 Mrd. EUR ausstehendem Benchmarkvolumen rangiert das Land global auf Rang fünf. Das an Einwohnern, BIP und Pro-Kopf BIP ähnlich große Belgien liegt auf Rang 13, mit einem ausstehenden Volumen von 24 Mrd. EUR.

Österreich lag 2026 etwas hinter unseren Schätzungen von 9 Mrd. EUR zurück, was bedeutet, dass nicht alle Fälligkeiten (9,5 Mrd. EUR) ersetzt wurden. Dennoch setzen wir die Schätzung für das neue Jahr im Benchmark Bereich wieder auf 9 Mrd. EUR an. Zum einen, weil wir nicht davon ausgehen, dass österreichische Benchmark-Emittenten in ihrer Gesamtheit wieder ein substanzielles Nettoemissionsdefizit fahren. Zum anderen, da vielleicht der ein oder andere Emittent, der bis dato nur im sub-Benchmark Bereich aktiv war, den Sprung in das 500 Mio. EUR Segment wagen könnte.

Australien – 7,5 Mrd. EUR (YTD 2026: EUR 6,25 Mrd.)

Die Grundüberlegungen für Emissionen aus Australien ähneln sehr deren aus Kanada. In beiden Fällen ist der Euro-Markt aufgrund seiner Tiefe attraktiv. Dennoch folgt die Währungsentscheidung grundsätzlich opportunistischen Erwägungen. Größere Emissionen wurden in der jüngeren Vergangenheit mit einer einzigen mittlerweile schon zurückgezahlten Ausnahme ausschließlich über EUR und USD abgewickelt, Transaktionen unter 500 Mio. EUR äquivalent dagegen auch in AUD und CHF. Eine weitere Parallele besteht im Bestreben, mittelfristig das Anforderungsprofil für die gegenseitige Anerkennung gegenüber EU Covered Bonds zu erfüllen – eine davon bestehend aus einem reifen Heimatmarkt (EBA: Mature Home Market).

Man mag unterschiedliche Kriterienkataloge heranziehen, ab wann ein Heimatmarkt als „reif" bezeichnet werden kann; die Anzahl von derzeit null ausstehenden großvolumigen Covered Bonds in der Heimatwährung dürfte aber vermutlich nicht unterstützend sein. Wir gehen allerdings davon aus, dass sich dieses Defizit 2027 sukzessive auflösen wird. Zum einen, weil unter australischen Emittenten das Bewusstsein wächst, am Kriterium „mature home market" zu arbeiten und zum anderen, weil regulatorische Veränderungen in Australien auch die Grundlagen schaffen, um eine Investorenbasis zu formen und zu fördern. Obwohl bislang noch kein verbindlicher Beschluss vorliegt, hat die australische Regierung am 23. Oktober 2026 eine Konsultation zur Anhebung des 8 %-Emissionslimits angekündigt, das sich auf das Verhältnis von Cover-Pool-Aktiva zu Gesamtaktiva bezieht. Es wird zwar kein konkreter Prozentsatz als Zielgröße genannt, jedoch werden seit längerem 12 % kolportiert. Darüber hinaus wurde per APRA (Australian Prudential Regulation Authority) Rundschreiben vom 16. März 2026 angekündigt; über die HQLA-Fähigkeit von AUD-denominierten Covered Bonds zu konsultieren.

Was also unter dem Strich gut für den australischen Covered Bond Markt als Ganzes ist, muss nicht gleichzeitig positive Implikationen auf die Verfügbarkeit von in EUR denominierter Papiere haben. Wir halten 7,5 Mrd. EUR für eine realistische Emissionsgröße, die jedoch nur zustande kommt, weil wir von einer Rückkehr der ANZ ausgehen, die 2026 keine EUR Benchmark platziert hat. Sollten sich die beiden oben genannten Initiativen materialisieren, dürfte die Emissionstätigkeit australischer Banken über alle Währungen – vornehmlich aber der heimischen – stärker ausfallen als in der jüngeren Vergangenheit. Ein gewisser Emissionsboost könnte auch über die Anhebung des Emissionslimits auf den Reigen möglicher kleinerer Emittenten eintreten. Jedoch erwarten wir, dass dann gerade neue kleinere Emittenten zuerst den heimischen AUD-Markt bespielen.

Großbritannien – 6 Mrd. EUR (YTD 2026: EUR 6 Mrd.)

Um an das Australien-Kapitel anzuknüpfen: die Frage, ob der UK Covered Bond Markt „mature" ist, darf als hinreichend beantwortet gelten: zu den 6 Mrd. EUR, die YTD emittiert wurden, gesellen sich noch 6,75 Mrd. GBP. Was seit jeher bemerkenswert ist, ist der Unterschied in der Kuponstruktur. Während GBP-denominierte Covered Bonds zumeist SONIA-basierte Floater sind, haben EUR-denominierte den klassischen fixen Kupon.

Die unterschiedliche Verzinsungsstruktur britischer Covered Bonds erklärt sich vor allem durch die jeweiligen Investorenpräferenzen und Marktgepflogenheiten. Die Nachfrage stammt insbesondere von britischen Banken, die solche Papiere für ihre Liquiditätsportfolios erwerben. Bankinvestoren machen ca. die Hälfte der Bondallokationen aus. Die Investorenschaft EUR-denominierter Covered Bonds ist dagegen breiter gefächert und reicht von Asset Managern, Banken und Zentralbanken bis hin zu Versicherungen. Als Ausnahme darf hierbei die Nationwide genannt werden, die im Januar, im Rahmen einer dual-Tranche Transaktion am kurzen Ende den klassischen GBP-Floater Markt bediente, während sie den kurzen 7-jährigen Covered Bond mit einem Fixkupon ausstattete.

Die Emissionsmengen in GBP und in EUR waren über die letzten drei Jahre erstaunlich stabil, sodass man mit einer Fortschreibung der Volumina vermutlich nicht völlig daneben liegt. Bei der Abwägung an Gründen pro und contra einer relative Verschiebung zwischen GBP und EUR spielen der Cross-Currency Swap und die dazugehörigen Forwards eine entscheidende Rolle. Auf dieser Basis sehen wir aktuell einen leichten Fundingvorteil in GBP gegenüber EUR. Auf Basis der aktuellen Forwardkurve wird dieser Vorteil jedoch in den nächsten Jahren etwas abnehmen. Das Ausmaß des Rückgangs ist jedoch zu gering, als dass wir auf dieser Basis eine Verschiebung des

Angebots antizipieren würden – begleitende Faktoren könnten den Cross-Currency Move leicht überkompensieren. Insofern bleiben wir bei unserer Volumenschätzung von brutto 6 Mrd. EUR. Durch die Wiederaufnahme des Covered Bond-Geschäftes bei Lloyds 2026 stehen im neuen Jahr noch keine Fälligkeiten an. Lloyds ist somit der Motor der Nettoemissionsmenge von 1,5 Mrd. EUR.

Sonstige Länder

Aus der großen Gruppe der „anderen" Covered Bond Länder betrachten wir diejenigen genauer, bei denen sich größere Verschiebungen ergeben.

Tschechien (3,5 Mrd. EUR – YTD 2026: 3,3 Mrd. EUR): Der tschechische Covered Bond Markt wächst – und das aus vielerlei Gründen. Der offensichtliche: Covered Bonds sind eine großartige Fundingquelle. Der weniger offensichtliche: Die drei im Benchmarkbereich aktiven Emittenten sind Tochterinstitute großer Covered Bond Player: Ceska Sporitelna – 100 % Erste Bank; Komercni Banka – 60 % Société Générale; und Unicredit Bank Czech Republic – 100 % Unicredit. Was bedeutet das? Zum einen direkten Zugang zu exzellentem Covered Bond Know-how und zum anderen DCM-Geschäftspotenzial für die jeweiligen Mutterinstitute. Alles in allem spricht dies für eine anhaltend hohe Emissionstätigkeit aus Tschechien, was sich angesichts der minimalen Fälligkeiten von 500 Mio. EUR beinahe zur Gänze in Nettoemissionen übersetzt. Für 2027 gehen wir von 3,5 Mrd. EUR aus.

Ungarn (3 Mrd. EUR – YTD 2026: 2,5 Mrd. EUR): In Ungarn ist die Situation nur in Ansätzen mit Tschechien vergleichbar. Zwar ist mit der Erste Jelzalogbank, der Unicredit Jelzalogbank und der K&H Jelzalogbank (KBC Bank Belgium) drei Emittenten am Markt, die im Mehrheitsbesitz großer ausländischer Covered Bond Player sind. Alle drei sind jedoch bis dato nur im retained Markt aktiv geworden. Die am Markt platzierten Covered Bonds stammen aus der OTP Jelzalogbank sowie der MBH Mortgage Bank, die beide noch unabhängig operieren. Was bedeutet das für unsere Volumensprognose? Zum einen dürften die sehr erfolgreich verlaufenen öffentlichen Emissionen der beiden Häuser Grund genug bieten, dies weiterzuverfolgen. Zum anderen könnten die drei erstgenannten Institute dem tschechischen Beispiel folgen und die DCM-Bemühungen der Mutterinstitute unterstützen. Folglich ist unsere Schätzung von 3 Mrd. EUR eher auf der konservativen Seite angesiedelt. Für den Fall, dass eine oder mehrere der erstgenannten Institute auch den Weg öffentlicher Platzierungen einschlagen, können aus den 3 Mrd. EUR sehr schnell 5 oder sogar 6 Mrd. EUR werden.

Israel (2 Mrd. EUR – YTD 2026: 2 Mrd. EUR): Es wäre wohl sehr ungewöhnlich, wenn sich das Überraschungsland des Jahres 2026 als One-Hit-Wonder herausstellen würde. Wir gehen von einer Wiederholung der Aktivität im neuenn Jahr aus, gepaart mit der Hoffnung auf eine politische Normalisierung im Nahen Osten. Letzteres würde vermutlich israelischen Covered Bonds noch mehr europäische Investorentüren öffnen.

Dänemark (2,5 Mrd. EUR – YTD 2026: 2 Mrd. EUR): In der Reihe der jüngeren Covered Bond Länder mag Dänemark als einer der ältesten Märkte überraschen. Wir halten jedoch unsere positive Nettoemissionenserwartung von 1,5 Mrd. EUR für Grund genug, einige Worte zu verlieren. Bekannterweise ist der heimische Dänische Covered Bond Markt mit einem Euro-äquivalent von etwa 460 Mrd. EUR unfassbar groß – er übersteigt sogar das Dänische BIP. Folglich sind die Volumina, die wir in Euro sehen (ausstehendes Volumen ca. 10 Mrd. EUR) gerade einmal die Spitze eines riesigen Eisberges. Obgleich 2027 nur 1 Mrd. EUR zur Rückzahlung ansteht, können wir uns gut vorstellen, dass auf der Angebotsseite einiges zusammenkommt: die Jykse Bank ist eigentlich in jedem Jahr aktiv; die Danske hat ohne Fälligkeit im zurückliegenden Jahr bereits 1,5 Mrd. EUR eingesammelt. Im neuen Jahr werden 500 Mio. EUR zurückgezahlt, was in Kombination ebenfalls für eine in Euro denominierte Emission spricht. Dazu kommt die Danmarks Skibskredit, die im Zwei-Jahres-Rhythmus in Euro aktiv ist. Summa summarum 2,5 Mrd. EUR.

Singapur (4,5 Mrd. EUR – YTD 2026: 3,5 Mrd. EUR): Mit fünf in Euro aktiven Emittenten darf Singapur mittlerweile als etablierter Covered Bond Markt bezeichnet werden. Aufgrund von Emissionsmustern gehen wir davon aus, dass in 2027 – ähnlich wie bereits 2025 – alle fünf Emittenten aktiv werden. Damals wurden 3,6 Mrd. EUR emittiert. Eine der Emittenten, die DBS Bank, tritt in der Zwischenzeit etwas großvolumiger auf, weshalb wir von einer Bruttoemission von 4,5 Mrd. EUR ausgehen. Netto bedeutet dies ein weiteres Marktwachstum um 2 Mrd. EUR.

Schweden (4,5 Mrd. EUR – YTD 2026: 2,5 Mrd. EUR): Schwedische Emittenten glänzten 2026 bis dato eher mit Zurückhaltung. Zwei Emittenten, die SBAB und die Svenska Handelsbanken, setzten – wie bereits 2024 – komplett aus. Wir wären aber überrascht, wenn dies zwei Jahre in Folge der Fall wäre. Insofern sollte – dem Emissions-muster entsprechend – 2027 eher vergleichbar werden mit 2025; ein Jahr, in dem alle Emittenten ihre Aufwartung machten. Angesichts der hohen Rückzahlung der SEB dürfte jedoch trotz der Bruttoemission von 4,5 Mrd. EUR Netto ein leichtes Minus stehenbleiben.

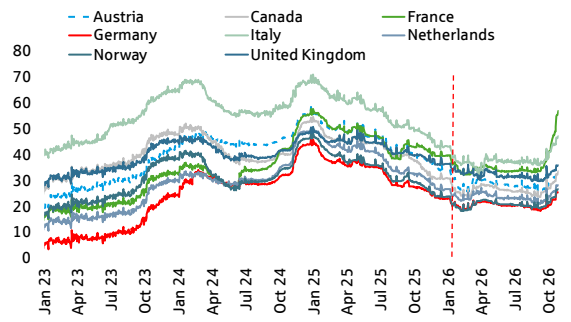
2 Spreaddiskussion

2.1 Aktuelle Marktlage – Covered Bonds im Auge des Sturms

Der Covered Bond-Markt ist derzeit in einer schwierigen Situation. Für sich genommen ist die Underperformance gegen Swaps aktuell sehr breit ausgelegt und betrifft alle Segmente. Relativ zu benachbarten Assetklassen (Staatsanleihen, SSA, unsecured Bank Debt) zeigt sich der Covered Bond-Markt jedoch stabil. Grund dafür ist die Gemengelage, dass zum einen die Profitabilität sowie die Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung der Banken als robust zu bezeichnen ist – zuletzt bestätigt von der EZB im Mai (nächste Veröffentlichung des Financial Stability Review am 18 November). Zum anderen sendet das stetig steigende Renditeniveau französischer Staatsanleihen Schockwellen durch den Markt, vor denen sich in diesem Maß auch robuste Anleiheformen nicht ganz abschirmen können. Tatsächlich hielten insbesondere französische Covered Bonds lange durch: die ersten beiden Wellen Ende Juni und Anfang September fanden in den Sekundärmarktspreads nur sehr gedämpften Widerhall. Die starke dritte Welle Anfang Oktober sorgte dann aber auch für eine spürbare Reaktion am Covered Bond-Markt. Am stärksten betroffen waren französische Covered Bonds, gefolgt von italienischen, die ebenfalls von sich verbilligenden Staatspapieren belastet wurden. Belgische, spanische und portugiesische Covered Bonds zeigen eine im Vergleich zu französischen und italienischen Covered Bonds deutlich weniger ausgeprägte Underperformance gegen Swaps. Tatsächlich liegen die Spreadreaktionen dieser Märkte weit näher an den stabilsten wie den Nordics oder deutschen Pfandbriefen.

Covered Bond Spreads weiten gegen Swaps aus …

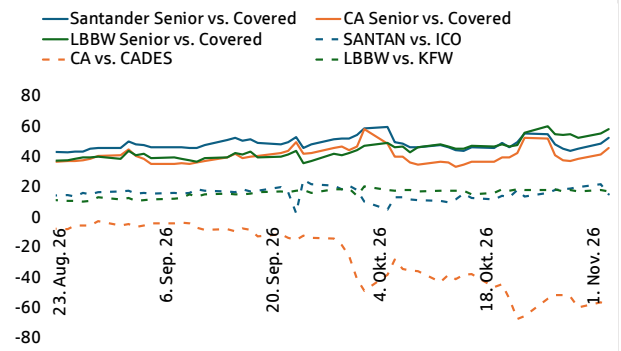
5Y constant duration Spread Indices ausgewählter Märkte [bp]



Quellen: Bloomberg, Helaba Research

… zeigen sich aber gegen SSAs und Seniors stabil

Bond vs. Bond Vergleich im 5-Jahres-Bereich [bp]



Quellen: Bloomberg, Helaba Research

2.2 Spreads französischer Staatsanleihen als Kernkriterium

Ein großer Teil der Frage „wohin gehen Covered Bond Spreads?“ hängt an der Frage nach der Bodenbildung bei französischen Staatsanleihen. Aktuell handeln 10-jährige französische OATs etwa 150-160 bp über 10-jährigen Bundesanleihen. Historisch gesehen war der Spread zum Peak bei 190 bp – 2011 inmitten der europäischen Staatsschuldenkrise. Damals wurde die Kuh mit einem Bündel von Maßnahmen vom Eis geholt: Griechenland bekam ein Hilfspaket i.V.m. Schuldenschnitt, Banken wurden höhere Eigenkapitalanforderungen auferlegt, der EFSF wurde gehebelt eingesetzt, mit dem Fiskalpakt wurden schärfere Haushaltsregeln verankert und die EZB hob dreijährige TLTROs aus der Taufe. Letztlich war es aber der Satz von Draghi „whatever it takes“, der die Wende brachte.

Christine Lagarde äußerte sich am 29. Oktober 2026 dahingehend, dass Frankreich seine Finanzen selbst regeln muss. Aber wenn es nötig wäre, habe die EZB theoretisch mehrere Optionen. Dies ist zwar weniger markig als die Bemerkung von Draghi, steht aber – so unsere Interpretation – bewusst im Kontrast zu ihrer Aussage aus dem Jahr 2020, als sie im Hinblick auf Italien bemerkte: „we are not here to close spreads". Während somit der zweite Teil ihres Satzes zumindest ein gewisses Problembewusstsein seitens der EZB in sich trägt, sollte bei aller Erleichterung der erste Teil nicht vergessen werden: in der Frage der Haushaltsdisziplin Frankreichs ist eine gewisse Skepsis zumindest in der kurzen Frist sicher nicht fehl am Platz. Zu schwer wiegt der politische Stillstand in Frankreich angesichts der bevorstehenden Präsidentschaftswahlen.

Wie lässt sich eine derartige Situation in Covered Bond Spreads übersetzen? Im besagten Zeitraum um den Jahreswechsel 2011/2012 zeigte sich der französische Covered Bond-Markt in bemerkenswertem Zustand: negativ gesehen muss man angesichts der damaligen Primärmarktspreads durchaus schlucken. Zur Spitze wurden damals +190bp bezahlt. Allerdings – und das ist das Positive – war der Markt sogar aufnahmefähig für Laufzeiten jenseits der zehn Jahre. Die aktuellen Sekundärmarktindikationen für Frankreich von zehn Jahren +85 bp und fünf Jahren +60 bp spielen noch in einer anderen Liga. Allerdings dürften die letzten Emissionen im Laufzeitband jenseits der fünf Jahre den in Frage kommenden Emittenten wenig Mut machen.

2.3 Was kann den aktuellen Fall bremsen

Wenn nun also das oft zitierte Messer fällt, was könnte diesen Fall bremsen? Am Sekundärmarkt lassen sich derzeit allenfalls indikative Spreads beobachten. Gehandelt wird – wenn überhaupt – auf deutlich weiteren Niveaus. Zumindest so lange, bis mit der Emissionswelle im Januar die ersten Preispunkte gesetzt werden. Einhergehend mit der Emissionswelle im Januar dürfte auch auf der Nachfrageseite wieder eine gewisse Zyklik einsetzen. Und so panikerfüllt der ein oder andere Investor im Oktober seine französischen Papiere zur Verlustbegrenzung abstieß, so sollte mit dem Anlagedruck im Januar ein Renditehunger einsetzen, der mit einigem Appetit die dann vermutlich ähnlich weiten Spreads in Portfolioperformance umwandelt. Insbesondere sollte man mit Anlagedruck auch die Umstellung niederländischer Pensionfonds im Hinterkopf behalten. Die DNB rechnet damit, dass zum 1. Januar 2027 bereits rund ein Drittel der Pensionsfonds umgestellt sein werden (566 Mrd. EUR). Rund 55 Fonds mit einem Gesamtvolumen von 1.064 Mrd. EUR wollen erst im kommenden Jahr wechseln.

2.4 Politische Unsicherheit als Grundrauschen macht Covered Bonds zu Krisengewinnern

Während sich die grundsätzlichen Stabilitätsmomente von Covered Bonds in Bezug auf Angebot und Kreditqualität auch in einer Stabilisierung des Spreadniveaus niederschlagen sollten, wird uns das Thema politische Unsicherheit 2027 begleiten. Im Gegensatz zu vor einem Jahr sehen wir kaum mehr die Gefahr eines on-off Marktes; zu stabil war die Covered Bond-Marktperformance im zurückliegenden Jahr. Nichtsdestotrotz werden die vielfältigen Krisen in Nahost, in der Ukraine, aber auch die politischen Herausforderungen in Frankreich und Deutschland uns volatilitätsmäßig begleiten. Die Trägheit, mit der vor allem Sekundärmarktspreads für Covered Bonds reagieren, sollte dabei ein weiterer Stabilitätsanker sein. Die im Vergleich zu jeweiligen Staatsanleihen in Frankreich, Italien und Belgien wertstabileren Covered Bonds sind in dieser Gemengelage bereit und fähig, die Rolle als Safe Haven zu übernehmen.



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.