



EKW, SPS und Stadt Zürich

OBLIGATIONEN SCHWEIZ SNB, CS und ZKB korrigieren Inflationserwartungen 2014 und 2015 nach unten

MANFRED KRÖLLER

Die drei Inländer gestalteten den Primärmarkt in der zweiten Wochenhälfte. Im Alleingang brachte Credit Suisse (CS) am Mittwoch 1% Engadiner Kraftwerke 2014/2014 über 100 Mio. Fr. Der zehnjährige Bond wurde mit einem Renditeaufschlag (Spread) von 38 Basispunkten (Bp) über Swap-Mitte gepreist. Die Emission dient der zinsgünstigeren Refinanzierung der am 25. April fälligen 2 3/4%-Anleihe im gleichen Volumen, bestätigt EKW-Finanzchef Roland Andri. Der Ver-sorger hat noch eine Anleihe über

100 Mio. Fr. mit Fälligkeit im Oktober 2016 ausstehen. Am Donnerstag begleiteten UBS, CS und Zürcher Kantonalbank (ZKB) 1 3/4% Swiss Prime Site 2014/2021 über 300 Mio. Fr. Die diversifizierte und grösste kotierte Schweizer Immobiliengesellschaft zahlte einen Spread von 90 Bp über Swap. Gleichentags platzierten ZKB, CS, UBS und Raiffeisen im Doppel den Floater Stadt Zürich 2014/2017 und 1% Stadt Zürich 2014/2022 über jeweils 150 Mio. Fr. Der variable Bond wird zum Dreimonatslibor plus 4 Bp verzinst; die achtjährige Festzins-tranche erzielte einen Abschlag

von 2 Bp unter Swap-Mitte. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) senkt einmal mehr ihre bedingte Inflationsprognose. Die unveränderte Teuerung nahe null in der Schweiz im Januar und Februar sowie die international rückläufige Verbraucherpreisentwicklung in Verbindung mit dem leicht stärkeren Franken verzögerten den Anstieg der Inflation im Inland, begründet die SNB die jüngste Korrektur. Erwartet wird eine um jeweils 0,2 Prozentpunkte geringere Inflationsrate von 0% und 0,4% für 2014 bzw. 2015. Erst 2016 dürfte die Teuerung in der Schweiz 1% erreichen.

Die CS hat ebenfalls ihre Inflationsprognose für 2014 von 0,2% auf -0,1% gesenkt und erwartet für 2015 eine Teuerung von 0,5%. Auch die ZKB korrigiert ihre Inflationsprojektionen nach unten mit der Begründung, dass die unerwartet schwache Teuerung im Januar und Februar einen starken Effekt auf die Preisentwicklung des gesamten Jahres habe. ZKB erwartet jetzt eine Nullinflation für 2014 (zuvor: 0,5%) und eine auf 0,5% (1%) halbierte Teuerung für 2015. Der Credit Suisse ZEW Indikator zur Entwicklung der Schweizer Konjunktur sank in der März-Umfrage um 9,7 auf 19 Punkte. Die aktuelle Wirtschaftslage wurde mit einem Rückgang um 4,7 auf 42,9 Punkte nur leicht schlechter beurteilt als im Februar. Ein ähnliches Bild zeichne sich für die Eurozone ab. Die aktuelle Konjunktur werde praktisch unverändert (+0,9 Punkte) wahrgenommen, doch der vorausschauende Indikator für die Eurozone ging um 10,8 auf 47,7 Punkte zurück. Mit 59,6% erwartet immer noch eine Mehrheit der Umfrageteilnehmer stabile Preise in der Schweiz in den nächsten sechs Monaten.

Ein Markt am Sättigungspunkt

INTERNATIONALE ANLEIHEN Das neue Eldorado für Anleger auf der raschen Suche nach Renditen an seine Grenzen: Der Markt für Hybridanleihen aus der Finanzbranche zeigt Ermüdungserscheinungen. Die Ursachen dafür sind nicht nur in den Nachrichten aus China und aus der Ukraine zu suchen. Am Primärmarkt ist die Veränderung noch kaum spürbar. Dort werden immer noch massiv neue Anleihen gezeichnet. Aber wer genauer hinsieht, erkennt so manches Zeichen dafür, dass der Hunger der Anleger – vorübergehend? – gesättigt sein könnte. Wegen der hohen Nachfrage verschärfen die Emittenten ihre Konditionen – das klassische Spiel zwischen Angebot und Nachfrage. Auch die Nachfrageseite ändert ihr Verhalten, wie bei der letzten Begehung von KBC (5% KBC Perp.) ersichtlich worden ist. Wegen der regen Nachfrage von mehr als 10 Mrd. € wurden die Renditen gesenkt (von 5 1/2% auf 5% bis 5 1/2%). Umgehend ging darauf hin das Interesse um mehr als 3 Mrd. € zurück! Und es geht noch weiter: Der Sekundärmarkt zeigt sich nicht mehr so präsent, was beim Handel der KBC-

Anleihe zu beobachten war, die 1,5 % unter dem Emissionspreis handelte. Durch die immer restriktiveren Bedingungen der bereits emittierten Anleihen wird die Risikovergütung zu gering, um noch Anreize zu bieten. Besser halten sich dagegen die Preise von Unternehmenshybridanleihen. Ausnahmen, etwa ein zu restriktives Pricing, wie beim Perpetual von EnBW, sind selten. Dort war auch die fünffache Überzeichnung kein dauerhafter Erfolgsgarant. Von den 15 Mrd. € an begebenen Anleihen 2014 zeigten einige Papiere, etwa Enel, EDF oder Orange eine ansehnliche Kursentwicklung. Auch die neuen VW-Anleihen sind hier zu nennen. Der deutsche Automobilhersteller kam vergangene Woche mit zwei Hybridanleihen über 3 Mrd. € an den Markt. Diese haben sich gut positioniert und beweisen damit auf dem Sekundärmarkt auch das korrekte Pricing und die Qualität des Emittenten. Dieser Trend zeigt einmal mehr – sofern dies noch notwendig war –, dass auf einem Markt am Sättigungspunkt nicht der Appetit zum Zeitpunkt des Auftrags zählt, sondern vielmehr die Qualität der Mahlzeit. CATHERINE REICHLIN, Mirabaud

Leichte Gegenbewegung

DEISEN Euro macht Vortagesverluste nur teilweise wett

Von den deutlichen Kursverlusten der beiden Vortage hat sich der Euro am Freitag zum Dollar nur teilweise erholt. Er handelte am Nachmittag bei rund 1.38 \$/€. Seitdem die US-Notenbank am Mittwoch Spekulationen auf Leitzins-

erhöhungen bereits im ersten Halbjahr 2015 geschürt hatte, steht der Euro unter Druck. Die EZB setzte die Referenzkurse am Freitagmittag auf 1.3780 \$/€ und 1.2182 Fr./€ fest nach 1.3762 \$/€ bzw. 1.2190 Fr./€ am Vortag. FuW

Bewertung und Dualität

WANDELANLEIHEN Aktive Bewirtschaftung ist wichtig

Die Bewertungen besonders im Segment Anlagequalität (Investment Grade, IG) sind derzeit beachtlich und daher ein Thema. Die kürzlich emittierte Suez Environment 0% gehört hier zu den Spitzenreitern. Der nach unserer Meinung interessante Titel mit einem starken Kredit handelt nach kürzester Zeit mit einer implizierten Volatilität von 44, während Optionen mit 24 zu haben sind.

Das erfreut das Herz der nimmermüden Wandelanleihenkritiker. Eine Replik liegt auf der Hand, doch hier scheiden sich Theorie und Realität, vor allem in Bezug auf den schwer quantifizierbaren Faktor Liquidität. Relative Bewertungen müssen in die Risikobetrachtung einbezogen werden. Aufgrund der Marktsituation halten wir aber die Gefahr einer drastischen Korrektur nach unten für gering. Im europäischen IG-Segment sind nach positiven Berichten die Wandel von Technip interessant. Die Aktie ist auf Erholungskurs. Die liquiden ausstehenden Wandelanleihen 2016 und 2017 sind relativ gesehen ebenfalls hoch bewertet, allerdings nicht im Ausmass von Suez Environment. Nach der Krediteinschätzung ist der Bond Floor solide. Damit ist die

vom Modell ausgewiesene Konvexität attraktiv. Die Dualität der Wandler zahlt sich aus. Investoren ohne Scheu vor schwächeren Kreditqualitäten haben 2013 Gulf Keystone ins Auge gefasst. Nach wiederholten guten Nachrichten stieg der Aktienkurs, und der Risikoauflschlag reduzierte sich. Was einem einfache Anleihen nicht bieten, liefert der Wandler. Das Papier ist von Mitte 2013 um 87% auf 110% gestiegen, ein Level, der ohne den Optionswert des Wandlers nicht zu erreichen gewesen wäre. Leider war es ein Strohfeuer – das Papier handelt jetzt um 80%.

Dies unterstreicht die Bedeutung, Wandelanleihen aktiv zu bewirtschaften. Den Wert der Option zeigt Abengoa noch deutlicher: Das 2019 fällige Papier mit 6 1/4% Coupon war Mitte 2013 noch zu unter 80% erhältlich. Dank der Option handelt es derzeit um 137% – ebenfalls mit einer reinen Obligation nicht zu erreichen. Wir schlagen vor, in 4 1/2% Abengoa 2017 zu wechseln. Das Papier handelt um 106,5%, mit einer Aktienkursbeteiligung von 34% und einen Bond Floor von 98%.

MARKUS BOSSARD, Mirante

Neu lancierte Frankenemissionen

Valor, Emittent, Federführer, Rating ¹	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit in Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Libe-rie-rung	Briefkurs	Ren-dite in %
Anleihen inländischer Schuldner							
23 984 012 Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute (CS/UBS/Raiffeisen) Aaa	260	10 2/4s	1 1/2	27.3.	31.3.	99,40	1,44
23 931 220 Banque Cantonale Vaudoise (BCV) A1	135	10	1 1/2	28.3.	28.3.	100,30	1,47
23 427 444 Allreal Holding (UBS/CS)	125	5	1 1/2	31.3.	2.4.	100,40	1,17
23 427 449 Swiss Prime Site (UBS/CS/ZKB)	300	7	1 1/2	14.4.	16.4.	100,05	1,74
23 971 329 Kanton Bern (ZKB/Deutsche Bank/UBS)	150	10	1 1/2	17.4.	22.4.	99,85	1,27
24 010 977 Engadiner Kraftwerke (CS)	100	10	1 1/2	23.4.	25.4.	99,90	1,64
24 033 000 Stadt Zürich (ZKB/CS/UBS/Raiffeisen) ^{3,6}	150	3		23.4.	25.4.	100,05	-
24 033 001 Stadt Zürich (ZKB/CS/UBS/Raiffeisen)	150	8	1	23.4.	25.4.	99,75	1,03
Anleihen ausländischer Schuldner²							
23 876 511 Auckland Council (BNP Paribas/UBS) Aa2	175	11 1/2	1 1/2	26.3.	28.3.	100,02	1,50
23 448 741 Banco Safra (UBS) Baa2	350	3 1/4	1 1/2	25.3.	27.3.	100,05	1,83
23 448 742 Bharti Airtel International (UBS/BNP Paribas/Deutsche Bank) Baa3/BBB-	350	6	3	27.3.	31.3.	99,65	3,06
23 873 147 Europäische Investitionsbank (BNP Paribas/ZKB) Aaa/AAA ⁵	125	10 1/2	1 1/2	28.3.	1.4.	101,52	1,34
23 903 431 Kiwibank (CS) Aa3/A+	175	5	1/2	2.4.	4.4.	100,35	0,80
23 919 316 Nordea Bank (CS/RBS) Aa3/AA-	200	5 1/2	3/4	2.4.	4.4.	99,85	0,78
23 932 249 Rabobank Nederland (CS/Raiffeisen/UBS) Aa2/AA-	300	7	1 1/2	4.4.	8.4.	99,70	1,17
23 949 867 Royal Bank of Canada (CS/RBC) Aa3/AA-	250	5	1/2	7.4.	9.4.	100,10	0,60

Neue Emissionen am Euro-Markt

Schuldner (Federführer)	Isin	Moody's*/S&P*	Betrag in Mio.	Verfall	Zins in %	Libe-rie-rung	Ausg.-preis %
US-Dollar							
Ocean Rig UDW (CS/DB)	USY64263AA76Caa1/CCC+		500	2019	7 1/2	26.03.	100,00
BCP Singapore VI (Bank of America Merrill Lynch/Citigroup/HSBC)	USG09059AA76	Ba3	275	2021	8	27.03.	100,00
Mizuho (Bank of America Merrill Lynch/Goldman Sachs/J. P. Morgan)	USG6180bab39	BBB+	1500	2024	4.6	27.03.	99,75
Igate (DB/RBC Capital Markets/UBS Investment Banking)	USU45048AB82	B1/BB-	325	2019	4 1/2	02.04.	100,00
Digicel Group (Barclays/Citigroup/CS)	USG27631AF05	Caa1	1000	2022	7 1/2	02.04.	100,00
Walter Energy (Barclays/Citigroup/Goldman Sachs)	USU9312CAD66	Caa1/CCC	350	2020	11	27.03.	100,00
Walter Energy (Barclays/Citigroup/Goldman Sachs)	USU9312CAE40	B3	200	2019	9 1/2	27.03.	100,00
Euro							
Brisa Concessao Rodov (Banco Santander/Barclays/Deutsche Bank)	XS1046173958	Baa2	750	2019	1 3/4	19.3.	99,67
Royal BK Canada Toronto (Goldman Sachs/RBC Capital Markets)	XS1045386494	Aa1	500	2029	2 1/2	19.3.	98,69
Almirall (Banco Bilbao Viscaya Argentario/Deutsche Bank/Societe Generale)	XS1046410830	Aaa	1500	2019	1	19.3.	99,43
Britische Pfund							
Gatwick Funding (J. P. Morgan/Royal Bank of Scotland)	XS1047788523		350	2034	4 1/2	27.03.	98,56
Schwedische Kronen							
Alandsbanken AB (Nordea Markets/Swedbank Markets)	XS1049366013		750	2016	2	27.03.	100,00

Kennziffern Zinsen International

	Ende 2013	Hoch 2014	Tief 2014	19.3.	20.3.	21.3.
Rendite Staatsanleihen (10 Jahre)						
- USA	3,01	3,00	2,62	2,70	2,77	2,76
- USA (Long Bond)	3,93	3,96	3,57	3,64	3,64	3,63
- Kanada	2,78	2,77	2,33	2,43	2,50	2,50
- Japan	0,74	0,74	0,58	0,61	0,60	0,60
- Australien	4,24	4,34	4,00	4,12	4,14	4,14
Europäische Währungsunion						
- Deutschland	1,94	1,94	1,54	1,59	1,65	1,63
- Frankreich	2,43	2,48	2,12	2,15	2,19	2,16
- Griechenland	8,55	8,74	6,78	6,81	6,96	6,89
- Italien	4,09	4,09	3,37	3,39	3,44	3,41
- Spanien	4,15	4,15	3,31	3,34	3,38	3,36
- Niederlande	2,23	2,23	1,77	1,83	1,87	1,84
Übriges Europa						
- Grossbritannien	3,03	3,03	2,67	2,70	2,77	2,75
- Schweiz	1,09	1,25	0,93	0,98	1,02	1,01
Euromarktsätze (3 Monate)						
- US-Dollar	0,32	0,33	0,19	0,23	0,23	0,22
- Euro	0,25	0,36	0,24	0,27	0,33	0,27
Swapsätze (5 Jahre)						
- US-Dollar	1,74	1,81	1,53	1,63	1,79	1,78
- Euro	1,25	1,26	0,93	0,98	1,05	1,05
- Pfund	2,13	2,13	1,85	1,94	2,01	2,03

Kennziffern Zinsen Schweiz

	Ende 2013	Hoch 2014	Tief 2014	19.3.	20.3.	21.3.
Kassasatz (10 Jahre)						
2% Eidgenossenschaft 2005/2014 ¹	1,25	1,25	0,92	0,96	1,00	1,00
2,25% Eidgenossenschaft 2005/2020 ¹	0,23	0,39	0,15	0,21	0,23	0,23
2,5% Eidgenossenschaft 2006/2036 ¹	1,09	1,25	0,92	0,98	1,02	1,01
2,5% Eidgenossenschaft 2006/2036 ¹	1,78	1,78	1,47	1,52	1,55	1,55
Swapsätze Fr.						
3 Jahre	0,27	0,27	0,11	0,15	0,17	0,17
5 Jahre	0,74	0,76	0,43	0,47	0,50	0,50
10 Jahre	1,61	1,62	1,25	1,29	1,34	1,32
Euromarktsätze Fr.						
1 Monat	-0,08	0,08	-0,08	-0,05	-0,05	-0,05
3 Monate	0,04	0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05
12 Monate	0,18	0,22	0,14	0,17	0,16	0,16
Dreimonatssatz (Libor)						
	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Zinsdifferenzen (Spreads) in Prozentpunkten						
Kassasatz (10 J.) – Euromarktsatz (3 Mte.)	1,29	1,26	0,91	1,01	1,05	1,05
Swap (10 J.) – Kassasatz (10 J.)	0,36	0,38	0,29	0,33	0,34	0,32
Euromarktsatz (3 Mte.) – Euro – Franken	0,29	0,38	0,20	0,32	0,38	0,32
Swapsätze (10 J.) – Euro – Franken	0,52	0,59	0,11	0,53	0,54	0,54
Leitsätze der Nationalbank						
Zielband für Dreimonatssatz (Libor) 0,00 – 0,25 (seit 3. 8. 2011)						Sondersatz 0,50

Kreuzparitäten und Spotkurse

Kreuzparitäten ausgewählter Währungen										Datum: 21.03.2014									
Zeit: 15.00h	Fr.	US-\$	Euro	Yen	GB-£	kan.\$	austr.\$	HK-\$	sKr.	Fr.	US-\$	Euro	Yen	GB-£	kan.\$	austr.\$	HK-\$	sKr.	
1 Fr.	-	1.1343	0.8210	115.9600	0.6871	1.2688	1.2489	8.7986	7.2724	1	0.8816	-	0.7241	102.2800	0.6060	1.1191	1.1007	7.7604	6.4143
1 US-\$	0.8816	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1.2175	1.3808	-	141.2200	0.8367	1.5453	1.5199	10.7156	8.8569
1 Euro	0.8619	0.9776	-	-	-	-	-	-	-	100	0.8619	0.9776	0.7080	-	0.5925	1.0940	1.0765	7.5867	6.2707
100 Yen	1.4545	1.6502	1.1947	-	-	-	-	-	-	1	0.7873	0.8930	0.6467	91.3400	0.5412	-	0.9830	6.9302	5.7281
1 GB-£	0.8007	0.9085	0.6577	92.8900	-	-	-	-	-	1	0.8007	0.9085	0.6577	92.8900	0.5504	1.0164	-	7.0480	5.8255
1 kan.\$	11.3600	12.8859	0.0933	1317.8000	7.8106	14.4200	14.1884	-	-	100	11.3600	12.8859	0.0933	1317.8000	7.8106	14.4200	14.1884	-	82.6400
100 HK-\$	13.7400	15.5902	11.2900	1593.9900	9.4497	17.4400	17.1659	121.0068	-	100	13.7400	15.5902	11.2900	1593.9900	9.4497	17.4400	17.1659	121.0068	-

Umrechnungskurse in Franken (Spot-Preise)

Land	Währung	Veränderung in %		Land	Währung	Veränderung in %	
		21.03.14	-1Wo.			21.03.14	-1Wo.
Argentinien	100 ARS	11.091	+0.44	Norwegen	100 NOK	14.573	-0.24
Australien	1 AUD	0.801	+1.79	Philippinen	10 PHP	0.195	-0.27
Brasilien	100 BRL	37.872	+2.53	Polen	100 PLN	29.011	+1.39
China	10 CNY	1.417	-0.04	Russland	100 RUB	2.432	+2.24
Dänemark	1 DKK	0.163					