



Fiat Finance bietet Rendite

OBLIGATIONEN 200 Mio. Fr. für Thurgauer Kantonalbank – Kanton Bern stockt auf – Floater aus Österreich

MANFRED KRÖLLER

Endlich einmal richtig hohe Rendite: UBS Investment Bank (IB) und Royal Bank of Scotland (RBS) brachten am Donnerstag **5¼% Fiat Finance 2012/2016** über 400 Mio. Fr. unter. Der Renditeaufschlag (Spread) der im Hochzinsumfeld angesiedelten Anleihe – B1 von Moody's, BB– von Standard and Poor's (S&P) – machte 507,7 Basispunkte (Bp) aus. Als Kontrastprogramm lief gleichentags die Eigenemission **1% Thurgauer Kantonalbank 2012/2022** über 200 Mio. Fr. zu einem Mini-Spread von 5 Bp über Swap,

was einer Rendite von 0,948% entspricht. UBS IB stockte **1% Kanton Bern 2012/2024** um 100 Mio. auf 300 Mio. Fr. auf. Der Spread lag 7 Bp über Swap. Die viel beschäftigte UBS IB platzierte dann noch den Floater **Raiffeisenlandesbank Niederösterreich 2012/2014** über 140 Mio. Fr., der zum Dreimonatslibor plus 45 Bp verzinst wird.

S&P reagiert auf die Ankündigung der französischen Regierung, **Réseau Ferré de France (RFF)** in die staatliche Eisenbahngesellschaft **Société Nationale de Chemins de Fer Français (SNCF)** zu integrieren. Beide Unternehmen sind Frankenschuldner. Da die Folgen der

Reorganisation auf die Bonität von SNCF noch nicht klar seien, hält die Agentur bei unverändertem Rating (AA) den Ausblick (bisher: negativ) noch offen («developing»). Bei RFF (AA+) bestätigt S&P den negativen Ausblick.

S&P hat die hypothekarisch besicherten Anleihen (Covered Bonds) der **Deutschen Pfandbriefbank** auf die Überprüfungsliste mit negativen Implikationen gesetzt. Bisher war der Ausblick stabil. Die Bonität der zur Hypo Real Estate gehörenden Pfandbriefbank ist BBB. Die von ihr begebenen Frankenanleihen, die alle mit Pfandbriefen besichert sind, stuft

S&P noch mit AA+ ein. Dieses Rating wackelt nun, weil die Agentur neue Bewertungskriterien für Covered Bonds heranzieht. Moody's hat die mit A3 bewerteten Covered Bonds der in Irland ansässigen **Depfa ACS Bank**, auch eine HRE-Tochter, auf die Liste mit negativen Implikationen gesetzt. Depfa selbst bleibt mit Baa3 und stabilem Ausblick bewertet. Auch Moody's argumentiert mit einem modifizierten Ratingprozess: Emittenten könnten nicht besser benotet werden als das Land. Moody's stuft Irland mit A3 ein.

Die **Konsumentenpreise der Schweiz** stiegen im Oktober zum Vormonat 0,1%. Laut Bundesamt für Statistik **sanken die Preise im Jahresvergleich um 0,2%**, nach Rückgängen von 0,4% im September und 0,1% im Oktober 2011.

Die Schweiz hat die Finanzkrise besser gemeistert als ihre Nachbarn, schreibt S&P. Für 2012 erwartet die Agentur ein Wachstum des **Schweizer Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 0,8%**, das sich 2013 auf 1,1% und 2014 auf 1,7% beschleunigen dürfte. Die **Inflation** sollte leicht steigen: von **-0,7% im laufenden Jahr, über 0% im nächsten bis 0,5% 2014**.

Die **Unternehmen der Schweiz sind mit der Geschäftslage weniger zufrieden** als in den ersten neun Monaten, geht aus der Kof-Konjunkturumfrage hervor. Der **Geschäftslageindikator sinkt auf den niedrigsten Stand seit zweieinhalb Jahren**. Die Erwartungen im kommenden halben Jahr seien skeptischer als im Juli.

Spaniens Emissionsziel 2012 erreicht

INTERNATIONALE ANLEIHEN Trotz vergleichsweise hoher Renditen kann **Spanien** die jüngste Anleiheemission am Donnerstag als vollen Erfolg verbuchen. Abgesetzt wurden bei kaum veränderter bis leicht geringerer Nachfrage insgesamt 4,763 Mrd. € zwischen drei und zwanzig Jahren Laufzeit. Das Gros von 3,04 Mrd. € wurde mit Fälligkeit Januar 2018 platziert. Die Durchschnittsrendite der kurzen Bonds stieg zwar von 3,227% Mitte Oktober auf 3,66%, dafür **rentierte die mittlere Laufzeit nur noch 4,68%** nach 4,766% Anfang Oktober. Der Langläufer bis Juli 2032 erzielte 6,328%. Das Schatzamt in Madrid hat nach eigenen Angaben nunmehr seinen diesjährigen Finanzierungsbedarf gedeckt und kann auf den verbleibenden Auktionsterminen schon für 2013 vorsorgen. Derart von Investorenvertrauen gestärkt, könnte sich Spaniens **Premier Mariano Rajoy** ermutigt sehen, in diesem Jahr **doch keinen Hilfsantrag mehr** für den Rettungsschirm ESM zu stellen, der schliesslich nur unter harten Auflagen zu haben wäre.

Die EU-Kommission geht in ihrer Herbstprognose davon aus, dass Spanien noch mindestens zwei Jahre unter

einem hohen Haushaltsdefizit zu leiden haben wird. Auch 2014 werde der Fehlbetrag noch 6,4% des BIP betragen – mehr als doppelt so viel wie die als Ziel vereinbarten 3%. Planmässig hat **Deutschland** am Mittwoch die fünfjährige Bundesobligation um 4 Mrd. auf 13 Mrd. € aufgestockt. Zugeschlagen wurden 3,29 Mrd., der Rest ging in die Marktpflege. Die **Durchschnittsrendite sank** von 0,53% am 10. Oktober auf **0,42%**. Die Überzeichnungsquote ging von 2,2 auf 1,5 zurück.

Im sicheren Hafen Deutschland werden Liegeplätze frei. Im Zuge der Entspannung am Finanzmarkt **flossen im September vermehrt Gelder ausländischer Investoren ab**, meldet die Deutsche Bundesbank. Der **Netto-Kapitalexport stieg auf 21,7 Mrd. €** (August: 0,7 Mrd. €). Ausländische Anleger hätten deutsche Schuldtitel meist öffentlicher Emittenten für 10,4 Mrd. € veräussert, nachdem sie im August noch solche für 5,9 Mrd. € gekauft hatten. Das deutsche Emissionsvolumen stieg im September auf 104,2 Mrd. € (Vormonat: 97,7 Mrd. €). Unter Berücksichtigung der Tilgungen sind jedoch 24,5 Mrd. € an die Investoren zurückgezahlt worden. **KR**

Euro fällt, Yen wird stärker

DEISEN Neue Konjunktursorgen belasten den Euro

Der Euro fällt seit dem 17. Oktober – als er ein Zwischenhoch von 1.3119\$/€ erreichte. Am Freitag notierte er knapp über 1.27\$/€. Spekulationen, dass ein Wahlsieg Obamas dem Greenback schaden könnte, haben sich nicht erfüllt.

Dafür sind die Sorgen um Europas Konjunktur zu gross.

Gegen den Willen der Bank of Japan wird der Yen seit Anfang November stärker. Der Dollar kostete statt 80,43 Yen vor einer Woche am Freitag nur noch 79,32. **FuW**

Diversifikation

WANDELANLEIHEN Stabiler Risikoaufschlag ist massgebend

Einmal mehr hat der Markt eine bemerkenswerte Dynamik entwickelt, allerdings nach beiden Seiten. Dies ist grundsätzlich für Wandelanleihen von Vorteil. Sie reagieren asymmetrisch und profitieren von steigenden Volatilitäten. Allerdings soll festgehalten werden, dass sie natürlich nur mit entsprechendem Risikomanagement und Zieldefinierung den erwartenden Mehrwert schaffen.

Zum Thema Risikomanagement sei die kürzlich erschienene Anleihe 5% Nokia 2017 erwähnt. Von der Preisgestaltung her war der Wandler durchaus interessant. Allerdings stellte sich die Frage nach dem Risikoaufschlag. Dieser variiert nach Angaben der Emissionshäuser zwischen 800 und 1085 Basispunkten (Bp). Die Kreditabsicherung (Credit Default Swap) lag im Bereich von 930 Bp. Bedingt durch die Korrelation von Kredit und Aktienkurs ist gewisse Vorsicht angebracht. Die theoretischen Modelle neigen dazu, eine mögliche Aktienkursentwicklung und entsprechende Reaktion der Wandelanleihe zu unterschätzen.

Derzeit handelt das Papier bei 103,5% und zeigt demnach eine respektable Renditeentwicklung. Die Wandelanleihe ist von Stan-

dard and Poor's (S&P) mit BB– eingestuft. Doch die vielgelobte Asymmetrie tritt nur mit stabilem Risikoaufschlag, dessen Höhe irrelevant ist, in Kraft. Im Beispiel Nokia sollten Investoren mehr auf die Kursentwicklung der Aktie setzen und für mögliche Kurschwankungen bereit sein. Die Prämie von gut 31% sollte reichen, der Rückzahlung in 2017 bei 100% zu vertrauen und mit 5% Verzinsung eine diversifizierte Anlage zu haben. Die Stückelung (100000€) zielt aber eher auf institutionelle Anleger ab.

Interessant sind Wandler auch im Bereich des Renditeprofils, vor allem im Segment unterhalb Investment Grade. Dabei gibt die Zieldefinierung den Ausschlag zur Entscheidung, da die Erzielung von lediglich Rendite auch durch reine Obligationen erreicht werden kann. Jedoch darf die teilweise Unterbewertung der Optionen, welche Wandelanleihen beinhalten, nicht unterschätzt werden, wie Beispiele von Seadrill oder Marine Harvest veranschaulicht haben. Diese Optionen bieten die Möglichkeit, Kursgewinne mit kalkulierbarem Risiko zu erzielen.

MARKUS BOSSARD

Mirante Fund Management

Neu lancierte Frankenemissionen

Valor, Emittent, Federführer, Rating ²	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit in Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Libe- rierung	Brief- kurs	Ren- dite in %
Anleihen inländischer Schuldner							
19 880 029 Pfandbriefzentrale (KB) Aaa ⁵	185	6 ½	½	9.11.	13.11.	–	–
19 880 032 Pfandbriefzentrale (KB) Aaa ⁵	295	10 ¼	1	9.11.	13.11.	–	–
19 880 034 Pfandbriefzentrale (KB) Aaa ^{5,8}	185	14 ½	1 ½	9.11.	13.11.	–	–
19 958 957 Pfandbriefbk (CS/UBS/Raiff) Aaa ¹⁰	225	6 ½	½	14.11.	16.11.	100,32	0,45
19 958 958 Pfandbriefbk (CS/UBS/Raiff) Aaa	130	11	1 ½	14.11.	16.11.	101,39	0,99
19 958 959 Pfandbriefbk (CS/UBS/Raiff) Aaa ¹¹	340	20 ½	1 ½	14.11.	16.11.	102,24	1,37
19 941 999 Stadt Genf (DB/Raiffeisen) AA–	200	17	1 ½	16.11.	19.11.	–	1,33
19 938 204 Valiant Bank (CS/Raiffeisen/UBS/ZKB/Valiant)	185	6	1	16.11.	20.11.	100,21	0,96
19 677 041 Kanton Bern (UBS) ¹²	100	12	1	21.11.	23.11.	–	–
19 977 322 Kt. Solothurn (Raiffeisen/CS) AA+	100	7	¾	27.11.	29.11.	100,26	0,34
19 977 323 Kt. Solothurn (Raiffeisen/CS) AA+	200	15	1 ½	27.11.	29.11.	100,55	1,09
19 832 348 Thurgauer KB (Thurgauer KB)	200	10	1	28.11.	30.11.	100,71	0,93
19 954 352 Kt. Zürich (ZKB/CS/Raiff./UBS) Aaa/AAA	450	8	½	28.11.	3.12.	99,95	0,51
19 954 354 Kt. Zürich (ZKB/CS/Raiff./UBS) Aaa/AAA	175	13	1	28.11.	3.12.	100,10	0,99
19 954 356 Kt. Zürich (ZKB/CS/Raiff./UBS) Aaa/AAA	375	20	1 ½	28.11.	3.12.	100,33	1,23
Anleihen ausländischer Schuldner²							
19 440 536 Österreich. KB (UBS/CS) Aaa/AA+ ⁴	200	8 ½	1	9.11.	13.11.	–	–
19 440 537 DZ Bank (UBS) A+	100	5	2	12.11.	14.11.	–	–
19 838 023 GIC Funding (RBS/BNP) Baa2 ⁶	300	3	2 ¾	14.11.	16.11.	101,21	2,33
19 861 944 Korea Railroad Corporation (RBS/UBS) A1/A+	300	6	1	14.11.	16.11.	100,58	0,90
19 784 154 Fiat Finance (UBS/RBS) B1/BB–	400	4	5 ¼	21.11.	23.11.	100,52	5,10
19 945 792 Aareal Bank (DB) ³	100	3	7	22.11.	23.11.	–	–
19 841 507 Enel (CS) Baa1/BBB+	130	15	4	25.11.	26.11.	–	–
19 954 478 Macquarie Bank (CS/RBS) A2/A	350	6	2 ½	27.11.	29.11.	101,80	1,81
19 954 498 Macquarie Bank (CS/RBS) A2/A	225	10	3	27.11.	29.11.	101,42	2,83
19 784 153 Raiffeisenlandesbank Niederösterreich-Wien (UBS) A1 ³	140	2	13	3.12.	5.12.	–	–

Erstmals in dieser Tabelle ¹ das Rating von Moody's und Standard & Poor's bezieht sich auf vergleichbare ausstehende Anleihen desselben Schuldners ² Titel ausländischer Schuldner sind quellensteuerfrei ³ Floater ⁴ Aufstockung um 200 Mio auf 400 Mio. Fr. nach Libeierung am 12. November fungibel mit Valor 19 012 505 ⁵ erster Coupon kurz ⁶ Aufstockung um 15 Mio auf 300 Mio. Fr. zu unveränderten Konditionen ⁷ Verzinst wird zum Dreimonatslibor + 100 Basispunkte ⁸ Aufstockung um 185 Mio auf 717 Mio. Fr. nach Libeierung am 13. November fungibel mit Valor 18 121 502; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 234 Tage gezahlt ⁹ Aufstockung um 50 Mio auf 175 Mio. Fr.; nach Libeierung am 7. November fungibel mit Valor 19 783 124 ¹⁰ Aufstockung um 225 Mio auf 710 Mio. Fr.; nach Libeierung am 16. November fungibel mit Valor 19 736 865; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 23 Tage gezahlt ¹¹ Aufstockung um 340 Mio auf 484 Mio. Fr.; nach Libeierung am 16. November fungibel mit Valor 19 036 937; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 104 Tage gezahlt ¹² Aufstockung um 100 Mio auf 300 Mio. Fr.; nach Libeierung am 23. November fungibel mit Valor 19 469 511; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 28 Tage gezahlt ¹³ Verzinst wird zum Dreimonatslibor + 45 Basispunkte

Neue Emissionen am Euro-Markt

Schuldner (Federführer)	Moody's/ S&P*/ Fitch	Betrag in Mio. Verfall	Zins in %	Libe- rierung	Ausg- preis %		
Euro							
Rottapharm (J. P. Morgan)	XS0808637309	Ba	400	2019	6 ½	14.11.	100,00
Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba LB Hessen-Thüringen)	DE000HLB0VDS		250	2017	1 ¼	14.11.	100,00
Carlsberg Breweries (BofA Merrill Lynch/BNP/Citigroup)	XS0854746343	Baa	750	2022	2 ¾	15.11.	99,48
Slovakia Gov. Bond (SoGen)	SK4120008871	Ae/A	1250	2024	3 ¾	15.11.	99,55
US Dollar							
American Expr. Centurion (Barclays/Goldman Sachs/RBS)	US025815AA91	Ae/A	750	2015	¾	14.11.	99,96
New Gold (J. P. Morgan)	USC62944AB64	B	500	2022	6 ¼	14.11.	100,00
American Expr. Centurion (Barclays/Goldman Sachs/RBS)	US025815AB74	Ae/A	550	2015	1	14.11.	100,00
QNB Finance (DB/HSBC)	XS0854469599	Aa	1000	2018	2 ½	14.11.	99,29
Georgia Power Company (BofA Merrill Lynch/J. P. Morgan)	US373334JZ57	A	400	2015	¾	15.11.	99,93
China Overseas Finance (BNP/Citigroup/Goldman Sachs)	XS0852986313	Baa	300	2042	5,35	15.11.	99,79
Mattamy Group (Citigroup/CS/RBC Capital Markets)	USC5400RAA08	BB	300	2020	6 ½	15.11.	100,00
Cred Mutuel - CIC Home Loan (Barclays/BNP/Citigroup)	USF2373UAD49		1000	2017	1 ½	16.11.	99,63
313 Group (BofA Merrill Lynch/ Citigroup/CS)	USU0385PAA40	B/B	925	2019	6 ¾	16.11.	100,00
Canadian Nat. Railway (BofA Merrill Lynch/ RBC Capital Markets/Wells Fargo)	US136375BX90	A	250	2022	1	20.11.	99,87
Canadian Nat. Railway (BofA Merrill Lynch/ RBC Capital Markets/Wells Fargo)	US136375BW18	A	250	2042	3 ½	20.11.	99,43
Britisches Pfund							
EIB (Barclays/HSBC/Lloyds)	XS0852107273		200	2017	FRM	22.11.	100,00

¹ Coupon = 3 MO US Libor + 180 Bp
Die Tabelle zeigt eine Auswahl von Anleihen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.
*Die Bewertungen beziehen sich auf die bisher ausgegebenen Anleihen dieses Schuldners bzw. Garanten
Quelle: Credit Suisse

Kennziffern Zinsen International

	Ende 2011	Hoch 2012	Tief 2012	7.11.	8.11.	9.11.
Rendite Staatsanleihen (10 Jahre)						
– USA	1,87	2,05	1,40	1,64	1,67	1,63
– USA (Long Bond)	2,88	3,38	2,59	2,82	2,83	2,77
– Kanada	1,94	2,13	1,58	1,73	1,74	1,71
– Japan	0,98	1,02	0,73	0,77	0,75	0,74
– Australien	3,79	4,24	2,71	3,12	3,14	3,07
Europäische Währungsunion						
– Deutschland	1,82	1,99	1,17	1,37	1,36	1,35
– Frankreich	3,15	3,34	2,04	2,18	2,16	2,13
– Griechenland	35,49	38,20	16,49	17,04	18,19	18,13
– Italien	7,04	7,15	4,75	4,92	5,01	4,99
– Spanien	5,12	7,61	4,87	5,71	5,88	5,85
– Niederlande	2,17	2,45	1,55	1,65	1,63	1,61
Übriges Europa						
– Grossbritannien	1,98	2,24	1,45	1,75	1,77	1,73
– Schweiz	0,69	0,86	0,43	0,45	0,46	0,43
Euromarktsätze (3 Monate)						
– US-Dollar	0,45	0,94	0,22	0,43	0,43	0,30
– Euro	1,32	1,06	0,10	0,14	0,14	0,14
Swapsätze (5 Jahre)						
– US-Dollar	1,21	1,28	0,72	0,74	0,74	0,76
– Euro	1,70	1,77	0,84	0,86	0,86	0,84
– Pfund	1,55	1,68	0,93	0,96	0,98	0,94

Stand: 17.00 Uhr

Kennziffern Zinsen Schweiz

	Ende 2011	Hoch 2012	Tief 2012	7.11.	8.11.	9.11.
Kassazinsen (10 Jahre)						
2% Eidgenossenschaft 2005/2014 ¹	0,74	0,93	0,50	0,56	0,54	0,52
2,25% Eidgenossenschaft 2005/2020 ¹	0,19	0,42	-0,07	0,01	0,00	0,00
2,5% Eidgenossenschaft 2006/2036 ¹	0,69	0,92	0,43	0,45	0,46	0,43
2,5% Eidgenossenschaft 2006/2036 ¹	1,04	1,30	0,90	1,01	0,98	1,01
Swapsätze Fr.						
3 Jahre (Mittelwerte)	0,16	0,30	0,03	0,07	0,09	0,07
5 Jahre	0,55	0,55	0,22	0,25	0,24	0,25
10 Jahre	1,21	1,21	0,83	0,87	0,86	0,87
Euromarktsätze Fr.						
1 Monat	0,40	0,53	-0,12	-0,06	-0,04	-0,10
3 Monate	0,15	0,83	-0,08	-0,06	-0,02	-0,08
12 Monate	1,34	1,29	0,20	0,29	0,50	0,45
Dreimonatssatz (Libor)	0,05	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03
Zinsdifferenzen (Spreads) in Prozentpunkten						
Kassasatz (10 J.) – Euromarktsatz (3 Mte.)	0,59	0,81	-0,08	0,62	0,56	0,60
Swap (10 J.) – Kassasatz (10 J.)	0,47	0,48	0,19	0,31	0,32	0,35
Euromarktsatz (3 Mte.): Euro – Franken	1,16	1,24	0,06	0,20	0,16	0,22
Swapsätze (10 J.): Euro – Franken	1,16	1,30	0,39	0,81</		