



Zwei Emittenten am Markt

OBLIGATIONEN SCHWEIZ Die Pfandbriefbank plant dreifache Grosstransaktion von 1,45 Mrd. Fr. am Mittwoch.

MANFRED KRÖLLER

Auf eigene Rechnung platziert wurde am Montag **3-Mt-Libor in Fr. (SNB)** -0,790. Rendite **10-j. Eidgenossen** -0,070. Rendite **10-j. dt. Bundesanleihe** 0,235. Rendite **10-j. Treasury Notes** 1,916.

Mittwoch in einer dreifachen Tranche 1,45 Mrd. Fr. aufnehmen, verlautet aus Handelskreisen. Die Pfandbriefbank habe im Mai 659 Mio. Fr. zu tilgen. Aufgenommen werden sollen deshalb 300 Mio. Fr. über vier Jahre – mit einer vermutlichen negativen Rendite um die 0,2%. Ferner soll eine Tranche mit zehnjähriger Restlaufzeit (Coupon %) um 450 Mio. aufgestockt werden und eine neue %-Obligation mit 18 Jahren Laufzeit über 700 Mio. platziert werden.

Rendite erreichte -0,9% nach -0,963% in der Vorwoche. Das im März gestartete grosse **Anleihenkaufprogramm (QE)** der Europäischen Zentralbank (EZB) ist «nutzlos und gefährlich», kommentiert Analyst Daniel Hartmann von der Bantleon Bank. Das seit Jahren höhere Wachstum in den USA und in Grossbritannien lasse sich mit Demografie erklären und habe mit Geldpolitik nichts zu tun. «Die Konjunktur in den angelsächsischen Ländern wäre vermutlich auch ohne Assetkäufe auf die Beine gekommen», vermutet Hartmann. Zwar sei der Wachstumsausblick der Eurozone für

2015 freundlich. Das Wertpapierkaufprogramm der EZB sei aber nur eines von vielen stimulierenden Faktoren – Ölpreisverfall, die Stabilisierung der Banken, weniger restriktive Fiskalpolitik, Nachholeffekte, sinkende Risikoprämien. 2016/2017, wenn der zyklische Rückenwind nachlasse, dürfte erneut Ermüchtung eintreten. Denn das Potenzialwachstum der Eurozone liege wegen der demografischen Entwicklung und des «bestenfalls mässigen Investitionsklimas» bei maximal 1%. Um auf einen höheren Pfad zu gelangen, bleibe nichts anderes übrig, als auf Zuwanderung, eine steigende Erwerbsquote und Strukturereformen zu setzen.

QE werde sich bestenfalls langfristig als nutzlos erweisen. Zu befürchten sei aber, dass man ganz neue Probleme bekomme. So sei das Kaufprogramm explizit auf kräftige Steigerungen der Vermögenspreise ausgerichtet. Der Börsenboom seit Anfang Januar sei nur ein Vorgeschmack. Hartmann hält 2016 folgendes Szenario für wahrscheinlich: Die Aktienkurse werden sich in Europa auf Allzeithochs bewegen, die Risikoaufschläge auf ein Minimum. Wenn in dieser Situation der konjunkturelle Schwung nachlasse, seien scharfe Einbrüche programmiert – ausser bei sicheren Häfen **deutsche Bundesanleihen** und **«Eidgenossen»**. Als Folge drohe die nächste Deflationsschleife, die natürlich bekämpft werden müsse. Hartmann weiss auch schon wie: mit einem «QE 2.0» der EZB.

US-Notenbank sorgt für Opportunitäten

INTERNATIONALE ANLEIHEN Das Treffen des Offenermarktausschusses der US-Notenbank (Fed) vergangene Woche hinterliess Spuren an den internationalen Obligationenmärkten. Im Communiqué von Fed-Präsidentin Janet Yellen verschwand zwar das Wort «geduldig», doch möchten die Währungshüter noch mehr Sicherheit, dass sich die Verbesserung am US-Arbeitsmarkt nachhaltig fortsetzt und die Inflationsrate in Richtung der Zielmarke von 2% steigt. Damit öffnet sich das Tor einer Zinswende frühestens im Juni. Der Dollar schwächte sich seither ab, und die risikolosen Zinsen der **US-Treasuries** verringerten sich signifikant. Zehnjährige US-Treasuries rentieren derzeit mit bei nur noch 1,9% – so tief wie Ende 2014.

Die Entwicklung der Zinsen wirkt sich zwar positiv auf die Kurse von Unternehmensobligationen mit Anlagequalität aus. Die Risikoprämien – die zweite wichtige Komponente – sind jedoch in die Höhe geschwellt. Durch diese Gegenläufigkeit bilden **Unternehmensanleihen mit Anlagequalität** (Investment Grade, IG) eine attraktive Anlageklasse und sollten daher näher ange-

schaut werden. In diesem Jahr haben IG-Unternehmensanleihen aus den USA bis dato eine Rendite von 2,2% erzielt. So auch das Pendant aus den Schwellenländern in Hartwährungen. Hochverzinsliche Anleihen, die mehr auf Entwicklungen der Risikoprämien reagieren, haben im globalen Kontext auch nur eine ähnlich hohe Rendite (2,3%) generiert. Es bleibt die weiteren neun Monate abzuwarten, welches Segment sich dieses Jahr am besten entwickelt. Die Risikoprämien beider Segmente sind derzeit auf jeden Fall interessant.

Werfen IG-Unternehmensanleihen aus den USA 1,65% an Risikoprämie ab, liegt der Wert bei solchen aus **Schwellenländern** bei attraktiven 2,5%. **Hochverzinsliche Unternehmensanleihen** im globalen Kontext kommen sogar auf eine Risikoprämie von 5,2%.

Am Primärmarkt wurde beispielsweise die mit BBB-eingestufte türkische **Akbank** aktiv und emittierte eine zehnjährige Dollaranleihe mit einer Risikoprämie von 3,46%. Das Angebot ist gross, und es darf die eine oder andere spannende Neuemission erwartet werden.

CLAUDIA VON WALDKIRCH, Fisch AM

Neu lancierte Frankenemissionen

Valor, Emittent, Federführer, Rating ¹	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Libe-rie-rung	Briefkurs	Ren-dite in %
Anleihen inländischer Schuldner							
27 474 026 Zürcher Kantonalbank (ZKB) Aaa/AAA	320	6	¼	30.3.	31.3.	100,85	0,11
27 535 212 Thurgauer Kantonalbank (TKB)	140	10	3/8	30.3.	31.3.	100,65	0,31
27 431 478 Basellandschaftliche KB (BLKB) AA	185	13	¼	27.3.	30.3.	103,05	0,51
27 334 782 Allreal Holding (ZKB/CS/UBS)	120	6	¼	30.3.	31.3.	101,30	0,53
27 334 783 Allreal Holding (ZKB/CS/UBS)	100	10	1 ¼	30.3.	31.3.	101,45	1,22
27 576 460 Basler Kantonalbank (BKB/Deutsche Bank) ^{4,5}	100	3	30.3.	1.4.	99.50	3,11	
27 274 875 Raiffeisen Schweiz (Raiffeisen/UBS) ^{4,6}	550	3	31.3.	2.4.	100,18	2,96	
26 288 893 VP Bank (UBS/Deutsche Bank) A-	100	6	½	1.4.	7.4.	100,75	0,37
26 288 894 VP Bank (UBS/Deutsche Bank) A-	100	9 ½	¾	1.4.	7.4.	100,55	0,81
27 425 351 Freiburger Kantonalbank (Freiburger KB)	150	12	¾	8.4.	9.4.	101,80	0,45
27 552 788 Aargauische KB (AKB) AA+	160	13	¾	10.4.	13.4.	-	-
27 623 764 Geberit (CS/UBS/ZKB) A+	150	4	0,05	15.4.	17.4.	100,30	-0,02
27 623 766 Geberit (CS/UBS/ZKB) A+	150	8	0,3	15.4.	17.4.	100,75	0,21
27 577 643 Intershop Holding (ZKB/CS/UBS)	100	8	1 ¼	16.4.	17.4.	101,15	0,97
27 642 381 Graubündner Kantonalbank (GKB) AA	205	14	¾	17.4.	20.4.	101,20	0,54
26 898 815 Pargesa Holding (UBS)	150	9	¾	22.4.	24.4.	100,87	0,77
Anleihen ausländischer Schuldner²							
27 475 881 Mondelez International (CS/UBS) Baa1/BBB	175	2	0	26.3.	30.3.	100,05	-0,02
27 475 882 Mondelez International (CS/UBS) Baa1/BBB	300	6	¾	26.3.	30.3.	100,75	0,51
27 475 883 Mondelez International (CS/UBS) Baa1/BBB	200	10	1 ¼	26.3.	30.3.	102,35	0,89

¹ Erstmals in dieser Tabelle ² das Rating von Moody's, Standard & Poor's und Fitch bezieht sich auf vergleichbare ausstehende Anleihen desselben Schuldners ³ Titel ausländischer Schuldner sind quellensteuerfrei ⁴ Floater ⁵ nachrangig ⁶ «ewige» Anleihe, die bis zum ersten vorzeitigen Kündigungstermin am 1. April 2020 fest zu 3% verzinst wird, anschliessend zum fünfjährigen Swap-Satz plus 300 Bp, mindestens jedoch zu 3% ⁷ «ewige» Anleihe, die bis zum ersten vorzeitigen Kündigungstermin am 2. Oktober 2020 fest zu 3% verzinst wird, anschliessend zum fünfjährigen Swap-Satz plus 300 Bp, mindestens jedoch zu 3%

Neue Emissionen am Euromarkt

Schuldner (Federführer)	Betrag in Mio. €	Verfall	Zins in %	Libe-rie-rung	Ausg.-preis %
Euro					
Bankia (Joint Leads)	ES0413307093	1000	2025	1	25.3.
Nationwide Building Society (Joint Leads)	BBG0089Q8WR7	750	2027	¾	25.3.
Repsol International Finance (Joint Leads)	XS1207054666	1000	2025	1	25.3.
Repsol International Finance (Joint Leads)	XS1207058733	1000	2025	1	25.3.
European Investment Bank (Joint Leads)	XS1207449684	2000	2025	¾	26.3.
Statkraft (Joint Leads)	XS1207005023	500	2030	1 ½	26.3.
Caixabank (Joint Leads)	ES0440609271	1000	2025	¾	27.3.
VRX Escrow Corp. (Joint Leads)	XS1205619288	1500	2023	4 ½	27.3.
Kering (Joint Leads)	FR0012648244	500	2022	¾	27.3.
Geberit International (Joint Leads)	XS1117297942	500	2021	0,69	30.3.
Swiss Re (Joint Leads)	XS1209031019	750	2021	1	2.4.
Britisches Pfund					
Virgin Media (Joint Leads)	XS1207459725	525	2027	4 ¾	30.3.
Schwedische Kronen					
Wallenstam (Swedbank)	SE0006964524	500	2019	1	25.3.
Swedbank (Swedbank)	XS1207448520	500	2018	0,463	26.3.
Four Financial (ABGSUN)	SE0006594412	200	2018	11 ¾	27.3.
US-Dollar					
Mizuho Bank (Joint Leads)	USJ46186BA93	1000	2020	2 ¾	26.3.
DNB (Joint Leads)	XS1207306652	750	2021	1	26.3.
VRX Escrow Corp. (Joint Leads)	USC96729AA31	2000	2020	5 ¾	27.3.
VRX Escrow Corp. (Joint Leads)	USC96729AB14	3250	2023	5 ¾	27.3.
Infor (Joint Leads)	USU4R23BAB47	1030	2022	6 ½	1.4.
Rite Aid (Joint Leads)	USU76659AW82	1800	2023	6 ¾	2.4.
IBRD (BoAML)	US459058DN09	2700	2018	1 ¼	10.4.
Japanische Yen					
Municipality Finance (Daiwa)		844	2017	4,55	25.3.
Kommunalbanken		5210	2020	1	26.3.
Kreditanstalt für Wiederaufbau (Mizuho)	XS1189795245	1300	2020	1	26.3.
Municipality Finance (DB)		1340	2020	1	26.3.
Municipality Finance	XS1200787981	1110	2020	1	27.3.
Bank of East Asia (Nomura)		2000	2016	0,3	31.3.
Hongkong-Dollar					
Hong Kong Mortgage Corporation (UOB)		500	2015	3	26.3.
Chinesische Yuan					
Yuanta Commercial Bank (CTBCBK/SP)		265	2017	4,55	30.3.

1 = variabler Zins 2 = ewige Anleihe 3 = Nullcouponanleihe 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: Bloomberg

Euro zum Dollar leichter

DEISEN Franken gewinnt gegenüber beiden Währungen.

Dank verbesserter Wachstumsaussichten der Eurozone hat der Euro zum Dollar am Dienstag zunächst zugelegt, fiel aber am Nachmittag auf 1.0906\$/€ unter Vortagesniveau. Der Franken zog zum Euro und zum Dollar deut-

lich an. Die Schweizer Wirtschaft werde auch mit einem stärkeren Franken recht gut leben können, hiess es. Die EZB fixierte die Referenzkurve am Mittag auf 1.0950\$/€ und 1.0491 Fr./€, nach 1.0912\$/€ und 1.0561 Fr./€ am Montag. **FuW**

Kreuzparitäten und Spotkurse

Kreuzparitäten ausgewählter Währungen					Datum: 24.03.15				
Zeit: 15.00h	Fr.	US-\$	Euro	Yen	GB-£	kan.\$	austr.\$	HK-\$	sKr.
1 Fr.	-	1.0435	0.9549	124.8000	0.7009	1.3247	1.3247	8.0887	8.8754
1 US-\$	0.9583	-	0.9154	119.6500	0.6720	1.2522	1.2689	7.7546	8.5088
1 Euro	1.0468	1.0923	-	130.6900	0.7340	1.3679	1.3858	8.4703	9.2942
100 Yen	0.8007	0.8356	0.7649	-	0.5615	1.0464	1.0608	6.4794	7.1096
1 GB-£	1.4257	1.4881	1.3620	178.0500	-	1.8633	1.8877	11.5381	12.6602
1 kan.\$	0.7650	0.7983	0.7308	95.5100	0.5365	-	1.0129	6.1908	6.7924
1 austr.\$	0.7549	0.7881	0.7213	94.2700	0.5294	0.9867	-	6.1098	6.7041
100 HK-\$	12.3600	12.8956	0.1180	1542.7400	8.6669	16.1500	16.3671	-	109.7100
100 sKr.	11.2600	11.7525	10.7500	1405.7000	7.8988	14.7100	14.9162	91.1494	-

Umrechnungskurse in Franken (Spotpreise)				Veränderung in %					
Land	Währung	24.03.15	-1Wo.	2015	Land	Währung	24.03.15	-1Wo.	2015
Argentinien	100 ARS	10.913	-4,61	-7,03	Norwegen	100 NOK	12,182	+0,83	-8,26
Australien	1 AUD	0,755	-1,34	-7,13	Philippinen	10 PHP	0,214	-4,79	-3,55
Brasilien	100 BRL	30,620	-0,49	-18,09	Polen	100 PLN	25,480	-0,76	-9,09
China	10 CNY	1,544	-4,02	-3,55	Russland	100 RUB	1,656	+1,62	-2,57
Dänemark	1 DKK	0,140	-1,60	-13,00	Schweden	100 SEK	11,260	-2,74	-11,28
Euroland	1 EUR	1,048	-1,60	-12,86	Singapur	1 SGD	0,702	-3,03	-6,43
Grossbritannien	1 GBP	1,426	-3,74	-7,92	Südafrika	1 ZAR	0,081	-0,25	-6,13
Hongkong	100 HKD	12,353	-4,61	-3,57	Südkorea	100 KRW	0,087	-2,61	-4,75
Indien	1000 INR	15,359	-4,19	-2,54	Taiwan	100 TWD	3,067	-3,71	-2,40
Indonesien	1000 IDR	0,074	-2,77	-7,45	Thailand	100 THB	2,949	-3,36	-2,29
Japan	100 JPY	0,800	-3,40	-3,45	Tschechien	100 CZK	3,825	-2,29	-11,82
Kanada	1 CAD	0,765	-2,79	-10,80	Türkei	100 TRY	37,396	-2,75	-12,03
Malaysia	1 MYR	0,263	-3,43	-7,58	Ungarn	100 HUF	0,347	-0,95	-8,63
Mexiko	1 MXN	0,064	-1,77	-4,89	USA	1 USD	0,958	-4,71	-3,57
Neuseeland	1 NZD	0,731	-0,55	-5,76					

Erfreuliche Rendite

WANDELANLEIHEN Es gibt wieder mehr Neuemissionen.

In dem sich zu Ende neigenden ersten Quartal haben Wandelanleihen eine erfreuliche Rendite erwirtschaftet. Zudem sind in Europa die Neuemissionen zurück: Innerhalb einer Woche haben wir mit zwei grossen und einer kleineren Emission wieder neues Material hereinbekommen. Zuletzt kam **Telecom Italia 1% 2022**.

Trotz der offensichtlich stolzen Prämie von 70% wurde das Papier freundlich, wenn auch nicht euphorisch aufgenommen. Die federführenden Banken brachten die ausgegebenen 2 Mrd. € problemlos unter. Die Wandelanleihe handelt nach wie vor um den Emissionspreis. Diese Woche ist mit **Aabar/UniCredit** ein weiterer «Jumbo» erschienen. Hier sind zwei Tranchen zu je 750 Mio. € angeboten, eine mit Laufzeit bis 2020, die andere bis 2022. Wie Telecom Italia sind beide marktgerecht bewertet, entsprechend den Modellen mit ihrem fairen Wert. Ich neige zur Vorsicht, nach harscher Kritik die Modelle zu erwähnen, aber jeder Wandelanleihenmanager sollte bereit sein, Auskunft zu geben. Aabar, mehrheitlich im Besitz von IPIC, einem Unternehmen der Regierung von Abu Dhabi, ist ein

solides Papier. Die Mittel aus der Emission werden offenbar zum Rückkauf der **Aabar/Daimler 4% 2016** eingesetzt, die derzeit um 140% bei 100%iger Aktiensensitivität handelt. Die indizierte Prämie der beiden neuen Wandelanleihen liegt bei 40 bis 45%. Leider sind die Titel erst jeweils sechs Monate vor Laufzeitende wandelbar, es sei denn, die Parität erreicht 130%. Damit sehen sich Investoren de facto mit einer europäischen Option konfrontiert. Sollte die Aktie von UniCredit in kürzester Zeit im Kurs deutlich zulegen, werden die Wandelanleihen vermutlich nicht erwartungsgemäss daran teilhaben.

Market Tech ist eine weitere Neuemission aus Europa mit einem Volumen von 112,5 Mio. €. Eine Einstufung von Ratingagenturen ist nicht zu erwarten. Im Sekundärmarkt nahm **BKW** eine interessante Entwicklung. Die Aktie legte zu, nachdem erfreuliche Resultate auch eine Erhöhung der Dividende zur Folge hatten. Davon profitierte die **EON/BKW 0% 2018** mehr als die **BKW ¼%**, da erstgenannte über eine Dividend Protection verfügt.

MARKUS BOSSARD, MIRANTE FM

Kennziffern Zinsen Schweiz

	Ende 2014	Hoch 2015	Tief 2015	20.3.	23.3.	24.3.
Kassazins (10 Jahre)	0,38	0,38	-0,30	-0,05	-0,08	-0,07
1,5% Eidgenossenschaft 2025 ¹	0,37	0,28	-0,28	-0,06	-0,05	-0,07
4% Eidgenossenschaft 2028 ¹	0,48	0,38	-0,02	0,21	0,21	0,19
1,5% Eidgenossenschaft 2042 ¹	0,77	0,74	0,32	0,41	0,39	0,39
Swapsätze Fr.						
(Mittelwerte)						
3 Jahre	-0,11	-0,11	-1,03	-0,66	-0,66	-0,66
5 Jahre	0,02	0,03	-0,82	-0,36	-0,36	-0,36
10 Jahre	0,48	0,47	-0,27	0,14	0,15	0,14
Euromarktsätze Fr.						
1 Monat	-0,20	-0,11	-3,48	-0,65	-0,65	-