



JPMorgan begibt 350 Mio. Fr.

OBLIGATIONEN SCHWEIZ Auch die Zuger Kantonalbank und der Kanton Basel-Landschaft emittierten.

MANFRED KRÖLLER

Es war ein ruhiger Wochen- ausklang am Frankenkapi- talmarkt. Die Akteure neigten angesichts des ungelösten Griechenland-Problems zur Vorsicht, hiess es. Der Freitag blieb geschäftslos. In Eigenregie platziert wurde zur Wochenmitte **½% Zuger Kantonalbank 2015/2027** über 180 Mio. Fr. Der Renditeaufschlag (Spread) betrug 16 Basispunkte (Bp) über Swap-Mitte.

Ein etwas grösseres Kaliber boten gleichentags Credit Suisse (CS) und J. P. Morgan Securities mit **½% JPMorgan Chase 2015/2023** über

350 Mio. Fr. auf. Die achtjährigen Notes der US-Bank wurden mit einem Spread von 44 Bp über Swap platziert. Unter der Federführung von Zürcher Kantonalbank (ZKB), CS, UBS und der Basellandschaftlichen Kantonalbank folgte am Donnerstag **1% Kanton Basel-Landschaft 2015/2040** über 250 Mio. Fr. Für den Langläufer zahlte der von Standard and Poor's (S&P) mit AA+ bewertete Halbkanton einen Aufschlag von 15 Bp über Swap-Mitte.

Die Aufwertung des Frankens nach der Aufgabe der Wechselkursuntergrenze durch die SNB am 15. Januar hat sich bereits in

der **Ausfuhrstatistik der Schweiz** im ersten Monat des Jahres niedergeschlagen – wie zu erwarten negativ. Nach Angaben der Eidgenössischen Zollverwaltung gingen die Ausfuhr (16,4 Mrd. Fr.) und Einfuhren (12,97 Mrd. Fr.) gegenüber dem Vergleichsmonat des Vorjahres zurück. Der Rückgang der Einfuhren war meist preisbedingt. Da der Januar 2014 einen Arbeitstag mehr hatte, ergibt sich bereinigt bei den Ausfuhr noch ein leichtes nominales Plus von 1,2% (real -0,8%). Dagegen blieben die Importe auch Arbeitstag bereinigt klar unter Vorjahr: -6,1% nominal bzw. -4,1% real. Der Han-

delsbilanzüberschuss stieg auf 3,4 Mrd. Fr. nach 2,5 Mrd. im Vorjahr.

Mit Ausnahme von **Asien (+11%)** waren die Exporte in alle Kontinenten rückläufig, am deutlichsten die nach Lateinamerika (-16%). Hier standen dem markanten Absatzminus in Mexiko (-59%) deutlich höhere Exporte nach Argentinien (-76%) gegenüber. Die Ausfuhr nach Afrika sanken um 11%, während die nach Nordamerika und Europa um 8 und 7% abnahmen. Von den **europäischen Handelspartnern** fallen vor allem Österreich (-30%), Frankreich (-15%), Italien (-11%) und Deutschland (-7%) auf. In Asien verdoppelten sich die Exporte nach Saudi-Arabien, China kaufte 24% mehr.

Der **Credit Suisse ZEW Indikator** für den Finanzmarkt Schweiz brach im Februar um 62,2 Punkte auf -73 ein. Die befragten Analysten erwarten in den kommenden sechs Monaten eine deutlich **schlechtere Konjunktur**. Die **Inflationserwartungen** sind von -35 Punkten auf -59,5 gesunken. Auch dieser starke Rückgang dürfte auf die Frankenaufwertung zurückzuführen sein, kommentiert die CS.

Während die Analysten klar eine Abwertung des Frankens gegenüber dem Dollar erwarten, herrsche über den künftigen Wechselkursverlauf des Frankens zum Euro mehr Uneinigkeit. Die meisten Anlageklassen wurden im Februar für überbewertet befunden. Vor allem **Schweizer Staatsanleihen** seien in den Augen der Analysten stark **überbewertet**.

Null ist nicht die Untergrenze

INTERNATIONALE ANLEIHEN Risiko wird weiterhin belohnt. International orientierte Investoren vor allem in Europa und der Schweiz wissen nun, dass die Renditen nicht bei null stoppen, sondern negativ werden können. Risiko- und Bewertungsmodelle mit einem risikofreien Zins von mindestens 0% sind «verwirrt» und senden falsche Resultate, was mittelfristig viel höhere Volatilität und eine massive Blase mit unvorhersehbaren Konsequenzen zur Folge haben wird. Obligationenanleger müssen sich fragen, **wie stark negativ die Renditen werden können** und wo sich der Wendepunkt befindet.

Paradoxiere Weise kann sogar beim Kauf von auf Verfall **negativ rentierenden Obligationen ein positiver Gesamtertrag** erzielt werden, vorausgesetzt, man erwischt den richtigen Verkaufspunkt bei noch negativen Verfallrenditen. Das Deflationgespenst hat sich in den letzten Wochen etwas verzogen, und die Märkte haben mit einer klassischen «Reflexionsrally» reagiert. Einerseits stiegen die Benchmark-Renditen, und andererseits kam es in allen riskanteren Anlageklassen wie **Senior Loans, Hochzinsanleihen** und bei den Aktienmärkten zu Kurs-

gewinnen. Diese Rally dürfte aus unserer Sicht vor allem im Zinsbereich bald zu Ende sein. Am Mittwoch kam es nach der Publikation des Berichts der US-Notenbank zu einem starken **Renditeanstieg bei US-Treasuries**. Anhaltend tiefe Inflationszahlen und eher gemischte Signale vom Arbeits- und vom Produktionsmarkt dürften die erste Zinserhöhung weiter nach hinten verschieben.

Es scheint, dass die Leitzinsen erst erhöht werden, wenn sich die Inflation der 2%-Grenze nähert, bei gleichzeitig robustem inländischem Wachstum und tiefen exogenen Risiken. Seit dem 30. Januar sind die Renditen von dreissigjährigen US-Treasuries von 2,23 auf 2,73% gestiegen. Ausgelöst wurde dies primär über Zinsabsicherungsstrategien am Futures-Markt. Im Sekundärmarkt blieben die Volumen eher tief, und es gab keine grösseren Verkäufer. Wir denken, dass die Renditen maximal auf 3% steigen, und würden dann wieder US-Treasuries kaufen. Im Primärmarkt emittierten zuletzt einige bekannte Namen wie **Total, Boeing, Svenska Handelsbanken** oder **Roche** aktiv, die alle sehr gefragt waren.

DANIEL GSCHWEND, Premium Strategy Partners

Athen setzt dem Euro zu

DEVISEN Gute Daten aus der Eurozone bleiben wirkungslos.

Der Euro geriet am Freitag vor einem erneuten Krisentreffen zum griechischen Schuldenstreit etwas unter Druck. Neue gute Konjunkturdaten aus dem Euroraum blieben ohne Wirkung. Eine Lösung im Schuldenstreit könnte Auftrieb

bis 1.09 Fr./€ geben, meint die St. Galler KB. Grosse Unbekannte sei die Kompromissbereitschaft der Europartner. Die EZB fixierte die Referenzkurse auf 1.1298 \$/€ und 1.0718 Fr./€, nach 1.1387 \$/€ und 1.0796 Fr./€ am Vortag. **FuW**

Eine Frage des Preises

WANDELANLEIHEN Die Bewertungen sind nicht zu hoch.

Nach einem turbulenten Januar sind die Aktienmärkte meist in guter Verfassung. Es verwundert, dass Probleme wie Griechenland, Terror, Ölpreis, die noch lange nicht behoben sind, so akzeptiert werden.

Ofť wird man gefragt: «Sind Wandelanleihen im heutigen Marktumfeld nicht zu teuer?» Gut, die Preise sind wohl recht sportlich. Aber man muss sich auch fragen: «Werden die Bewertungen in naher Zukunft günstiger?» Dieses Risiko kann als gering erachtet werden, denn dazu bräuchte es verschiedene Einflussfaktoren.

Angebotsseitig müssten die Unternehmen den Markt mit Neuemissionen überfluten. Die Situation in den Zinsen spricht dagegen, die Situation in den Aktien hingegen dafür. Es werden sicher ein paar interessante Wandler emittiert werden, denn für Schuldner ist das momentane Marktumfeld günstig: Fremdkapital zu 0% Zinsen und hohe Aktienkurse.

Nachfrageseitig ist momentan bei den negativen Zinsen der Anlagenotstand grösser denn je. Darum hat sich die Nachfrage nach Wandelanleihen und -fonds massiv erhöht, als risikoaverse

Alternative zu Obligationen. Viele konservative institutionelle Investoren suchen Wandelanleihen in Anlagequalität.

Derart ausgerichteten Anlegern seien folgende Namen empfohlen: **RAG-Stiftung**, wandelbar in Evonik mit Fälligkeit 2018, einem Delta von 33% und einem Gamma von 0,91. Die Kreditseite ist nachhaltig stabil, was die Berechnung der Kurspartizipation und des Kapitalschutzes als verlässlich zeigt. Der Wandler handelt heute bei rund 102,5% mit einem theoretischen Bondfloor von 98%.

Ein anderer solider und interessanter Titel ist **EON**, fällig 2018, wandelbar in BKW. Das Papier handelt bei etwa 101,5% mit einem Delta von 39,96% mit einem Gamma von 0,893. Hier liegt der theoretische Bondfloor bei 98%. Wie angedeutet, sind stabile Kredite nicht zuletzt die Ausgangsbasis für die Berechnung und Simulation von Wandlern.

Naturgemäss ist dies im Bereich Anlagequalität einfacher zu bewältigen. Dennoch wird der Ausschluss von Titeln unterhalb Anlagequalität dem Wandelanleihenuniversum nicht gerecht.

GIANFRANCO IULIANO, MFM

Neu lancierte Frankenemissionen

Valor, Emittent, Federführer, Rating ¹	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Libe-rie-rung	Brief-kurs	Ren-dite in %
Anleihen inländischer Schuldner							
26 969 877 Hirslanden (CS/UBS)	120	6	1 %	23.2.	25.2.	100,50	1,54
26 969 879 Hirslanden (CS/UBS)	80	10	2	23.2.	25.2.	100,75	1,92
26 785 598 Kanton Basel-Landschaft (ZKB/BLKB/CS/UBS) AA+	215	11	½	24.2.	26.2.	99,25	0,19
26 785 599 Kanton Basel-Landschaft (ZKB/BLKB/CS/UBS) AA+	110	21	½	24.2.	26.2.	96,60	0,80
26 938 208 Swissgrid (ZKB/CS)	150	15	½	24.2.	25.2.	99,25	0,68
26 969 917 Glarner Kantonalbank (ZKB/GLKB)	100	12	½	25.2.	26.2.	99,70	0,40
27 058 620 Stadt Lausanne (CS/ZKB/BCV) A+	100	15	½	26.2.	2.3.	99,40	0,67
26 683 612 Engadiner Kraftwerke (UBS)	100	7	½	26.2.	2.3.	99,55	0,19
26 759 669 Zürcher Kantonalbank (ZKB) A ³	185	10 ½	1	27.2.	2.3.	100,10	0,98
27 181 981 Zuger Kantonalbank (Zuger KB)	180	12	½	2.3.	3.3.	-	-
27 001 783 Schwyzer Kantonalbank (Schwyzer KB) AA+	150	12	¼	3.3.	4.3.	97,81	0,44
27 173 709 Banque Cantonale du Jura (ZKB)	100	10	½	3.3.	4.3.	101,13	0,51
27 215 417 Kanton Basel-Landschaft (ZKB/BLKB/CS/UBS) AA+	250	25	1	4.3.	5.3.	101,60	0,93
26 683 614 Kanton Tessin (UBS/Raiffeisen)	100	10	½	4.3.	6.3.	98,26	0,30
26 969 765 Luzerner Kantonalbank (ZKB/LUKB) ⁶	100	10	2 ¼	4.3.	6.3.	99,70	2,31
Anleihen ausländischer Schuldner²							
27 117 168 Apple (CS/Goldman Sachs) Aa1/AA+	875	9 ¼	½	23.2.	25.2.	100,30	0,34
27 117 169 Apple (CS/Goldman Sachs) Aa1/AA+	375	15	½	23.2.	25.2.	99,70	0,77
27 038 209 Corporación Andina de Fomento (CS) Aa3/AA-	200	11	½	24.2.	26.2.	99,15	0,58
26 983 670 Macquarie Bank (CS) A2/A	300	8 ½	½	2.3.	4.3.	100,70	0,54
27 202 466 JPMorgan Chase (CS/JPMorgan) A3/A	350	8 ¼	½	2.3.	4.3.	100,95	0,39

¹ Erstmals in dieser Tabelle ² das Rating von Moody's und Standard & Poor's bezieht sich auf vergleichbare ausstehende Anleihen desselben Schuldners ³ Titel ausländischer Schuldner sind quellensteuerfrei ⁴ Floater ⁵ nachrangig ⁶ Nachrangige Tier-2-Anleihe, die erstmals am 2. September 2020 vorzeitig kündbar ist; anschliessend wird das Papier zum fünfjährigen Swapsatz plus 100 Bp verzinst, jedoch zu mindestens 1%, falls der Swap dann immer noch negativ sein sollte ⁷ Ewige Anleihe, wird bis zum ersten vorzeitigen Kündigungstermin am 6. 3. 2020 fest mit 2 ¼% verzinst, anschliessend für 5 Jahre zum gültigen fünfjährigen Swapsatz plus 225 Bp, mindestens aber zu 2 ¼%

Neue Emissionen am Euromarkt

Schuldner (Federführer)	Betrag in Mio. Isin	Verfall	Zins in %	Libe-rie-rung	Ausg.-preis %
Euro					
General Motors Financial (Joint Leads)	XS1193853006	650 2018	0,85	23.2.	-
TeliaSonera (Joint Leads)	XS1193213953	500 2035	1 ½	23.2.	98,74
ThyssenKrupp (Joint Leads)	DE000A14J579	750 2020	1 ¼	25.2.	-
ThyssenKrupp (Joint Leads)	DE000A14J587	600 2025	2 ½	25.2.	-
Roche Finance Europe (Joint Leads)	XS1195056079	1000 2025	½	25.2.	99,74
UniCredit Bank Austria (Joint Leads)	AT000B049572	500 2025	¾	25.2.	99,47
Canal de Isabel (Joint Leads)	ES0205061007	500 2025	1,68	26.2.	99,95
Comunidad de Madrid (Joint Leads)		1400 2025	1,826	27.2.	99,99
Société Générale (Joint Leads)	FR0012562999	500 2020	½	27.2.	-
Vienna Insurance Group (Erste)	AT0000A1D5E1	400 2046	1	2.3.	-
Britisches Pfund					
Cades (Barclays/RBS)	FR0012560084	600 2018	1	27.2.	-
Schwedische Kronen					
Nordea Bank (Nordea)	XS1194120132	250 2020	0,85	24.2.	-
US-Dollar					
USG Corporation (Joint Leads)	USU90402AF27	350 2025	5 ½	24.2.	100,00
First Gulf Bank (Joint Leads)	XS1193304596	750 2020	2 ¼	24.2.	99,55
Svenska Handelsbanken (Joint Leads)	XS1194054166	1200	2	25.2.	-
Waste Management (Joint Leads)	US94106LBB45	450 2035	3,9	26.2.	99,83
Waste Management (Joint Leads)	US94106LBA61	600 2025	3 ½	26.2.	99,57
Waste Management (Joint Leads)	US94106LBC28	750 2045	4,1	26.2.	99,79
BNZ International Funding (Joint Leads)	US05579JAA60	600 2018	1,9	26.2.	99,97
Argos Merger (Joint Leads)	USU2247AA57	1900 2023	7 ½	4.3.	100,00
Hongkong-Dollar					
The Hong Kong Mortgage Corporation (HSBC)		240 2017	0,92	27.2.	100,00
Japanische Yen					
Kommunalbanken	XS1193806426	1620 2020	1	26.2.	100,00
KommuneKredit		1910 2016	1 ½	26.2.	100,00
Kommunalbanken (SMBCNI)		4080 2020	1	2.3.	100,00
Select Asset (DB)	XS1195184749	1000 2018	¾	11.3.	100,00

1 = variabler Zins 2 = ewige Anleihe 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

Kennziffern Zinsen Schweiz

	Ende 2014	Hoch 2015	Tief 2015	18.2.	19.2.	20.2.
Kassazins (10 Jahre)	0,38	0,38	-0,30	0,05	0,04	0,05
1,5% Eidgenossenschaft 2025 ¹	0,37	0,28	-0,28	0,10	0,05	0,06
4% Eidgenossenschaft 2028 ¹	0,48	0,38	-0,02	0,19	0,18	0,18
1,5% Eidgenossenschaft 2042 ¹	0,77	0,74	0,32	0,57	0,60	0,59
Swapsätze Fr.						
3 Jahre	-0,11	-0,11	-1,03	-0,70	-0,69	-0,69
5 Jahre	0,02	0,03	-0,82	-0,45	-0,44	-0,44
10 Jahre	0,48	0,47	-0,27	0,14	0,14	0,15
Euromarktsätze Fr.						
1 Monat	-0,20	-0,11	-3,48	-1,20	-1,20	-1,12
3 Monate	-0,25	-0,15	-2,45	-1,20	-1,18	-1,12
12 Monate	-0,08	0,05	-1,38	-1,06	-0,92	-0,92
Dreimonatssatz (SNB-Libor)	-0,06	-0,06	-0,96	-0,90	-0,90	-0,90
Zinsdifferenzen (Spreads) in Prozentpunkten						
Kassasatz (10 J.) – Euromarktsatz (3 Mte.)	0,63	2,15	0,35	1,25	1,22	1,18
Swap (10 J.) – Kassasatz (10 J.)	0,10	0,18	-0,10	0,09	0,10	0,10
Euromarktsatz (3 Mte.): Euro – Franken	0,31	2,45	0,17	1,26	1,20	1,12
Swapsätze (10 J.): Euro – Franken	0,31	0,96	0,27	0,58	0,58	0,55
Leitsätze der Nationalbank						
Zielband für Dreimonatssatz (Libor) -1,25 bis -0,25 (seit 15.01.2015)						Sondersatz 0,50
¹ Die Renditen beziehen sich auf die entsprechenden Referenzanleihen						

Kennziffern Zinsen International

	Ende 2014	Hoch 2015	Tief 2015	18.2.	19.2.	20.2.
Rendite Staatsanleihen (10 Jahre)						
- USA	2,18	2,12	1,69	2,12	2,07	2,07
- USA (Long Bond)	2,75	2,70	2,26	2,70	2,69	2,69
- Kanada	1,79	1,76	1,25	1,48	1,44	1,41
- Japan	0,33	0,46	0,21	0,42	0,40	0,40
- Australien	2,80	2,85	2,40	2,61	2,56	2,58
Europäische Währungsunion						
- Deutschland	0,54	0,51	0,31	0,38	0,38	0,36
- Frankreich	0,82	0,80	0,53	0,64	0,64	0,61
- Griechenland	9,60	11,32	8,46	9,99	10,03	9,93
- Italien	1,88	1,93	1,52	1,67	1,63	1,60
- Spanien	1,61	1,72	1,36	1,60	1,55	1,50
- Niederlande	0,68	0,63	0,38	0,46	0,45	0,44
Übriges Europa						
- Grossbritannien	1,76	1,85	1,36	1,85	1,83	1,79
- Schweiz	0,37	0,37	-0,28	0,10	0,05	0,06
Euromarktsätze (3 Monate)						
- US-Dollar	0,19	0,45	0,22	0,42	0,45	0,42
- Euro	0,10	0,10	-0,04	0,06	0,02	0,06
Swapsätze (5 Jahre)						
- US-Dollar	1,75	1,72	1,34	1,72	1,66	1,67
- Euro	0,36	0,34	0,26	0,30	0,29	0,30
- Pfund	1,44	1,52	1,18	1,52	1,48	1,45

Stand 17:00 Uhr