



# Drei Emittenten am Markt

**OBLIGATIONEN SCHWEIZ** Schwyzer KB und KEXIM stocken auf, Hypo Vorarlberg platziert 125 Mio. Fr.

ANDREAS NEINHAUS  
UND MANFRED KRÖLLER

Kantonalbanken zählen in diesen Tagen zu den aktivsten Emittenten. Nach der Glarner, der Zürcher und der Zuger trat diese Woche auch die Schwyzer Kantonalbank in Erscheinung. Am Dienstag stockte sie **¼% Schwyzer Kantonalbank 2018/2027** um 100 Mio. Fr. auf 250 Mio. auf. Die Tranche wurde mit einem Abschlag von 1 Basispunkt (Bp) unter Swap platziert. Der Ausgabepreis betrug 98,055%. S&P bewertet langfristige Verbindlichkeiten der SZKB mit AA+.

Etwas mehr vom Gleichen darf es auch im Auslandsegment sein: UBS hatte vergangene Woche eine neue Anleihe der koranischen Export-Import-Bank lanciert und damit die Zahl der ausstehenden Frankenanleihen auf drei erhöht. Am Dienstag stockte die Grossbank **0,253% Export-Import Bank of Korea 2018/2023** um 150 Mio. Fr. auf. Der Renditeaufschlag (Spread) betrug 20 Basispunkte (Bp) über Swap-Mitte, der Ausgabepreis 100%. Die staatliche KEXIM stellt südkoreanischen Unternehmen Exportkredite und Garantien zur Verfügung. Ihre Bonität entspricht der Süd-

koreas. S&P bewertet beide mit AA, Moody's mit Aa2.

Im Auslandsegment gab es eine weitere Transaktion: **0,45% Hypo Vorarlberg Bank 2018/2024** über 125 Mio. Fr. unter Federführung von Credit Suisse und Zürcher Kantonalbank (ZKB). Die sechsjährige Pfandbriefanleihe erzielte einen Spread von 27 Bp über Swap-Mitte. Bei einem Ausgabepreis von 100,015% ergibt sich eine Rendite von **0,447%**.

An dreimonatigen Geldmarkt-Buchforderungen (GMBF) wurden am Dienstag 406,8 Mio. Fr. zugeteilt. Gemäss SNB gab es Gebote über 1,8 Mrd. Fr. Die Rendite lag

mit **-0,88% minimal höher als bei der letzten Auktion** vor zwei Wochen, als der Zins **-0,89%** betrug. Die sechsmonatigen GMBF in der Vorwoche erzielten **-0,851%**. Für die im März auslaufenden Dreimonats-GMBF wurden im Dezember noch **-1,191%** bezahlt.

Die robuste Weltkonjunktur und ein stabiler Franken sorgen auch in der Schweizer Wirtschaft für Rückenwind. Im Januar sind die Schweizer Warenexporte zwar um 4,2% gegenüber Dezember gesunken. Aber es muss berücksichtigt werden, dass die Dezember-Ergebnisse besonders kräftig ausgefallen waren. Wie die Eidgenössische Zollverwaltung ausweist, **wurde Anfang 2018 das zweit-höchste Exportniveau erzielt**. Der «insgesamt positive Trend der vergangenen Monate» werde bestätigt. Die Ausfuhren nach China überschritten zum dritten Mal die Schwelle von 1 Mrd. Fr. Auch beschleunigt sich der **Aufwärtstrend bei den Uhrenexporten** (+4,1% im Januar gegenüber Dezember).

«Der Renditeanstieg ist kurzfristig bereits weit gelaufen», merkt die ZKB in ihrem Zinsmarkt-ausblick an. Für eine **Ver-schnaupause** spreche, dass es in dieser Woche nur wenige US-Konjunkturdaten gebe und von der US-Notenbank «kaum eine forschere Gangart bei der Geldpolitik» zu erwarten sei. Im Euroraum stünden zahlreiche Stimmungs-indikatoren an. Die könnten nach dem jüngsten Höhenflug etwas schwächer ausfallen und den Renditeanstieg ebenfalls bremsen.

## Wenn die Bären erwachen

**INTERNATIONALE ANLEIHEN** Inzwischen vergeht kein Tag ohne einen weiteren Abgang auf den seit 35 Jahren währenden Bullenmarkt bei Anleihen. Könnte mit dem zuletzt rasanten Renditeanstieg der seit langem befürchtete Bärenmarkt nun auf uns hereinbrechen? Seit fünf Monaten haben die **Renditen zehnjähriger Anleihen** deutlich angezogen, angeführt von den USA (+67 Basispunkte, BP) und Europa (+36 Bp).

Schon seit etwa achtzehn Monaten befinden wir uns in einer Art Baisse, denn seit Sommer 2016 steigen die Renditen von **Staatsanleihen aus Industrieländern** wieder. Trotzdem haben Staatsanleihen 2016 und 2017 einen **positiven Gesamtertrag** erzielt. Ein klassischer Bärenmarkt sieht anders aus. Noch besser war die Bilanz bei Unternehmens- oder Schwellenländeranleihen. Die strukturellen Gründe für das Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre sind bekannt. Globalisierung, demografischer Wandel, nachlassende Produktivität und ein gigantischer Schuldenberg haben den **Gleichgewichtszins unaufhörlich gesenkt**. Mit einem steilen Renditeanstieg ausgehend von heutigen Niveaus ist kaum zu

rechnen. Strukturelle Faktoren dürften einen Anstieg auf Vorkrisenniveau verhindern. Mittlerweile nähern sich die **Gleichgewichtszinsen** im zehnjährigen Spektrum der Marke **von 3%**. Damit sie diese jedoch übersteigen und Richtung 3,5% bewegen, müsste sich die Lohninflation oder die Kreditvergabe schon spürbarer beschleunigen als zuletzt. Egal, wie man es nennt, aber keines dieser Szenarien ist der Vorbote einer bevorstehenden Katastrophe. Denn ein Bärenmarkt bei Anleihen ist nicht das Gleiche wie ein Bärenmarkt bei Aktien.

Wachstum bei Vollbeschäftigung heisst nicht mehr zwangsläufig, dass sich der **Preisaufruf** beschleunigt. Mit einer höheren Verschuldung der Unternehmen gehen nicht länger automatisch mehr Zahlungsausfälle und wachsende Spreads einher. Und dann wären da noch die Zentralbanken, die mit ihrem Verhalten auch weiterhin die Märkte verzerren. Zur Lösung dieser Probleme bieten sich Benchmark-unabhängige Strategien an, die zum Beispiel auf den laufenden Ertrag, attraktive Renditen mit Verlustschutz oder ein niedriges Zinsrisiko abzielen.

**JIM CIELINSKI**, Janus Henderson

## Im Korrekturmodus

**DEISEN** Der Dollar erholt sich von seinen Tiefst.

Ein Feiertag in den USA und eine leere Agenda bei den Konjunkturdaten bescherten dem Dollar das erforderliche ruhige Umfeld, um sich zu erholen. Er entfernte sich etwas von den Tiefs der Vorwoche. Händler sprachen von Gewinn-

mitnahmen nach den vergangenen Ausschlägen. 1 \$ kostete am Dienstag 0,935 Fr., 1,5 Rp. mehr als am Freitag. Der Euro wertete sich auf 1,234\$/€ ab. Entsprechend notierte das Franken-Euro-Paar stabil um 1.153 Fr./€. **FuW**

### Kreuzparitäten und Spotkurse

Kreuzparitäten ausgewählter Währungen										Datum: 20.02.18	
Zeit: 15.00h	Fr.	US-\$	Euro	Yen	GB-£	kan.\$	austr.\$	HK-\$	sKr.		
1 Fr.	-	1.0687	0.8665	114.5700	0.7646	1.3479	1.3550	8.3578	8.6473		
1 US-\$	0.9357	-	0.8110	107.2600	0.7156	1.2620	1.2677	7.8237	8.0950		
1 Euro	1.1536	1.2327	-	132.2400	0.8822	1.5554	1.5628	9.6443	9.9787		
100 Yen	0.8722	0.9321	0.7559	-	0.6671	1.1762	1.1822	7.2921	7.5457		
1 GB-£	1.3073	1.3974	1.1330	149.8600	-	1.7631	1.7712	10.9305	11.3087		
1 kan.\$	0.7413	0.7923	0.6425	84.9700	0.5670	-	1.0044	6.1985	6.4137		
1 austr.\$	0.7380	0.7888	0.6396	84.5900	0.5643	0.9952	-	6.1706	6.3845		
100 HK-\$	11.9600	12.7817	0.1036	1370.7900	9.1487	16.1300	16.2059	-	103.4500		
100 sKr.	11.5600	12.3533	10.0100	1324.4000	8.8427	15.5800	15.6629	96.6651	-		

### Umrechnungskurse in Franken (Spotpreise)

Land	Währung	Veränderung in %		Veränderung in %	
		20.02.18	-1Wo.	20.02.18	-1Wo.
Argentinien	100 ARS	4.679	+0.08	-10.62	
Australien	1 AUD	0.738	+0.59	-2.93	
Brasilien	100 BRL	28.783	+1.58	-2.15	
China	10 CNY	1.475	+0.14	-1.52	
Dänemark	1 DKK	0.155	+0.04	-1.32	
Euroland	1 EUR	1.154	-0.01	-1.29	
Grossbritannien	1 GBP	1.308	+0.95	-0.65	
Hongkong	100 HKD	11.966	+0.23	-4.05	
Indien	1000 INR	14.440	-0.61	-5.39	
Indonesien	1000 IDR	0.069	+0.58	-4.23	
Japan	100 JPY	0.872	+0.52	+0.88	
Kanada	1 CAD	0.741	0	-4.28	
Malaysia	1 MYR	0.240	+1.14	-0.40	
Mexiko	1 MXN	0.050	+0.08	+1.06	
Neuseeland	1 NZD	0.687	+1.02	-0.48	

Land	Währung	Veränderung in %		Veränderung in %	
		20.02.18	-1Wo.	20.02.18	-1Wo.
Norwegen	100 NOK	11.931	+0.72	+0.54	
Philippinen	10 PHP	0.179	-0.32	-8.15	
Polen	100 PLN	27.799	+0.39	-0.68	
Russland	100 RUB	1.650	+2.10	-2.33	
Schweden	100 SEK	11.559	-0.66	-2.69	
Singapur	1 SGD	0.709	+0.45	-2.63	
Südafrika	1 ZAR	0.080	+1.94	+1.16	
Südkorea	100 KRW	0.087	+1.32	-4.44	
Taiwan	100 TWD	3.206	+0.63	-2.39	
Thailand	100 THB	2.971	+0.16	-0.70	
Tschechien	100 CZK	4.556	+0.26	-0.43	
Türkei	100 TRY	24.759	+0.99	-3.69	
Ungarn	100 HUF	0.370	+0.05	-1.61	
USA	1 USD	0.936	+0.25	-3.91	

Notenkurse finden Sie auf Seite 24

## In dubio pro Tesla

**WANDELANLEIHEN** Firmenchef Musk polarisiert die Anleger.

Eines der Unternehmen mit den zahlenmässig meisten ausstehenden Wandelanleihen ist **Tesla**, der US-Produzent von Elektroautos, Solarprodukten und Stromspeicherlösungen. Das wachstumsstarke Unternehmen polarisiert Anleger seit jeher. Neben den Fans von Tesla-Chef Elon Musk ist das Lager der Kritiker gross: Von den ausstehenden Aktien sind 22% leer verkauft.

Wer gegen das Unternehmen wettete, hatte wenig Freude, denn die Aktie rentiert seit vier Jahren mit 15% p.a. (in Dollar). Produktseitig wiederholten sich dabei gewisse Rituale, die anfangs hochgesteckten Ziele wurden immer erst mit Verspätung erreicht. So verzögerte sich regelmässig die Einführung neuer Modelle, und die für 2017 in Aussicht gestellte autonome Fahrt eines Tesla quer durch die USA fand nicht statt.

Geschadet hat es dem Aktienkurs wenig, denn Musk befeuert immer wieder mit neuen Zielen und Visionen die Fantasie der Anleger. Unter dem Strich hat Tesla bislang als kleiner Produzent die **Wende des Marktes zum Elektroauto** angestossen. Zusätzlich dringt Musk in Bereiche vor, in denen bislang extremer Konkur-

renzdruck herrschte (Solarpanels, Akkutechnik). Vielleicht gelingt es Tesla wie Apple, austauschbare Standardkomponenten geschickt zu kombinieren und mit dem eigenen Markenlogo zum Premiumprodukt zu veredeln – mit entsprechender Marge.

Das Erreichen der Profitabilität wäre wichtig, denn beim gegenwärtigen Rating B- (S&P) und fortschreitend hohen Investitionen bleibt der Zugang zum Kapitalmarkt Pflicht. Kurzfristig entscheidend wird sein, wie schnell die über 500 000 Vorbestellungen für den Model 3 ausgeliefert werden können. Die Nachfrage ist unverändert hoch. Mittelfristig werden sich der Zeitsprung in der Entwicklung sowie Skaleneffekte in der Akkutechnologie auszahlen. Was die **Wandelanleihen** betrifft, erscheint aktuell eine **neutrale Position vertretbar**, da sich Chancen und Risiken in gleicher Weise gegenüberstehen. Vereinfacht gesagt lässt sich zwischen Restlaufzeiten von einem, zwei, drei und vier Jahren wählen, zusätzlich zwischen Profilen mittlerer Aktiensensitivität und solchen mit reinem Renditeprofil.

**CARSTEN KRÖGER**, Holinger AM

### Neu lancierte Frankenemissionen

Valor, Emittent, Federführer, Rating <sup>1</sup>	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit in Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Libe-rierung	Brief-kurs	Ren-dite in %
<b>Anleihen inländischer Schuldner</b>							
40 432 220 Zuger Kantonalbank (Zuger KB)	125	10	0,55	21.2.	8.3.	100,70	0,48
39 867 679 Kanton Bern (CS) <sup>8</sup>	50	13,7	0,05	28.2.	2.3.	92,55	0,62
40 195 682 Stadt Lausanne (CS/ZKB) - / A+ / -	100	20	1,1	12.3.	14.3.	100,25	1,09
40 195 648 Swisscom (CS) A2 / A / - <sup>9</sup>	150	17,1	1	12.3.	14.3.	99,35	1,04
40 558 153 Schwyzer Kantonalbank (SZKB) <sup>12</sup>	100	9	0,25	15.3.	16.3.	98,70	0,40
37 347 652 Zürcher Kantonalbank Serie 142 (ZKB) Aaa / AAA / AAA <sup>10</sup>	110	9,9	0,3	15.3.	16.3.	98,16	0,49
37 347 651 Glarner Kantonalbank (ZKB/Glarner KB) <sup>4,5</sup>	100		2	16.3.	19.3.	100,40	1,93
<b>Anleihen ausländischer Schuldner<sup>2</sup></b>							
40 431 168 Société Générale (UBS)	100	7	0,7	22.2.	26.2.	100,30	0,66
40 195 683 Mediobanca International (CS/Commerzbank/Mediobanca) - / BBB / BBB	150	5	0,55	28.2.	2.3.	100,20	0,51
39 867 771 Central American Bank for Economic Integration (CABEI) (CS/BNP Paribas) A1 / A / A+	200	6,5	0,314	1.3.	5.3.	100,10	0,30
40 195 686 Hypo Vorarlberg Bank (CS/ZKB) A3 / A / -	125	6	0,45	1.3.	5.3.	100,17	0,42
40 100 734 Export-Import Bank of Korea (UBS) Aa2 / AA / AA- <sup>11</sup>	500	5	0,253	2.3.	6.3.	100,29	0,20
40 459 922 National Australia Bank (Deutsche Bank) A3 / AA / -	200	6	0,250	9.3.	13.3	100,30	0,20

<sup>1</sup> Erstmals in dieser Tabelle: <sup>2</sup> Erwartete Ratings <sup>3</sup> das Rating von Moody's, Standard & Poor's und Fitch bezieht sich auf vergleichbare ausstehende Anleihen desselben Schuldners <sup>4</sup> Titel ausländischer Schuldner sind quellensteuerfrei <sup>5</sup> Floater <sup>6</sup> nachrangig <sup>7</sup> «Ewig» AT1-Anleihe (Perpetual), erstmals am 15. Mai 2024 vorzeitig kündbar <sup>8</sup> Betrag wir erst am Mittwoch, 14. Februar festgelegt, nach Liborierung am 1. März fungibel mit Valor 22 439 734 <sup>9</sup> Betrag wir erst am Mittwoch, 14. Februar festgelegt, nach Liborierung am 1. März fungibel mit Valor 34 495 847, zusätzlich werden March-zinsen für 277 Tage gezahlt <sup>10</sup> Aufstockung um 50 Mio. Fr. auf 200 Mio.; nach Liborierung am 2. März fungibel mit Valor 34 336 679, zusätzlich werden Marchzinsen für 104 Tage gezahlt <sup>11</sup> Aufstockung um 150 Mio. Fr. auf 300 Mio.; nach Liborierung am 14. März fungibel mit Valor 26 898 818, zusätzlich werden Marchzinsen für 327 Tage gezahlt <sup>12</sup> Aufstockung um 110 Mio. Fr. auf 350 Mio.; nach Liborierung am 16. März fungibel mit Valor 37 347 633, zusätzlich werden Marchzinsen für 51 Tage gezahlt <sup>13</sup> Aufstockung zu gleichen Konditionen um 150 Mio. Fr. auf 500 Mio. <sup>14</sup> Aufstockung um 100 Mio. Fr. auf 250 Mio.; nach Liborierung am 16. März fungibel mit Valor 27 001 783, zusätzlich werden Marchzinsen für 12 Tage gezahlt

### Neue Emissionen am Euromarkt

Schuldner (Federführer)	Moody's/S&P/Fitch	Rating <sup>*</sup>	Betrag in Mio.	Zins in %	Verfall	Libe-rierung	Ausg-Preis %
<b>Euro</b>							
ANZ (Joint Leads)	Aa3/-/AA-	XS1774629346	750	2023	0,625	21.02.	-
Deutsche Bank (Joint Leads)	Aaa/-/A-	DE000DL19T67	500	2025	0,625	21.02.	-
Sampo (Joint Leads)	Baa1/-/A-	XS1775786574	500	2028	1,625	21.02.	-
Sächsische Aufbaubank (DEKBK)	-/-/A-	DE000A12T3Z5	250	2022	0,125	22.02.	99,99
Bank Nederlandse Gemeenten (HSBC/NOMURA)	Aaa/-/AA-	XS1778667763	250	2024	1,125	22.02.	-
Swedbank Hypotek (Joint Leads)	Aaa/-/A-	XS1778322351	1000	2023	0,45	23.02.	-
<b>Schwedische Krone</b>							
IBRD (DANSKE/TD)	Aaa/-/A-	XS1779710901	1200	2023	0,500	28.02.	-
<b>US-Dollar</b>							
Ingersoll Rand (Joint Leads)	Baa2/-/A-	US45687AAN28	300	2048	4,3	21.02.	99,65
Ingersoll Rand (Joint Leads)	Baa2/-/A-	US45687AAP75	550	2028	3,75	21.02.	99,75
Ingersoll Rand (Joint Leads)	Baa2/-/A-	US45687AAM45	300	2021	2,9	21.02.	99,84
Nederl. Waterschapsbank (BMO/NWM)	Aaa/-/A-	XS1775370635	500	2020	1	21.02.	-
Daimler Finance (Joint Leads)	A2/-/A-	USU2339CCY22	400	2021	1	22.02.	100,00
Daimler Finance (Joint Leads)	A2/-/A-	USU2339CDB10	625	2028	3,75	22.02.	100,00
Daimler Finance (Joint Leads)	A2/-/A-	USU2339CCZ96	675	2023	3,35	22.02.	99,81
Daimler Finance (Joint Leads)	A2/-/A-	USU2339CCX49	550	2021	3	22.02.	99,85
Rentenbank (Joint Leads)	Aaa/AAA/AAA	XS1777193233	2000	2020	2,375	22.02.	99,98
KfW (DB/GS/MS)	Aaa/-/A-	US500769HT42	1500	2019	2,25	22.02.	-
Peco Energy (Joint Leads)	Aa3/-/A-	US699304AW72	325	2048	3,9	23.02.	99,51
Ventas Realty (Joint Leads)	-/BBB+/BBB+	US92277GAM96	650	2028	4	23.02.	99,23
Norfolk Southern (CITI/GS)	Baa1/BBB+/A-	US655844BY34	500	2048	4,15	28.02.	99,54
SBA Tower Trust (BCLY/DB/WFS)	-/-/A-	USU80547AM17	640	2023	3,448	09.03.	100,00
Com. Federal de Electricidad (HSBC)	-/-/A-	XS1773650681	727	2048	5	12.03.	100,00
<b>Kanadischer Dollar</b>							
Canada Housing Trust	Aaa/AAA/-	CA13509PGJ62	2500	2023	1	22.02.	100,35
Canada Housing Trust	Aaa/AAA/-	CA13509PGL19	2000	2028	2,65	22.02.	99,60
<b>Japanischer Yen</b>							
Select Access (DB)	-/-/A-	XS1776018027	524	2018	0,35	26.02.	-
Select Access (DB)	-/-/A-	XS1776018969	577	2018	0,35	26.02.	-

\* = einschliesslich erwartetem Rating 1 = variabler Zins 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 2
--	--------