



# Crédit Mutuel platziert

**OBLIGATIONEN SCHWEIZ** Als einzige Emittentin nimmt die französische Genossenschaftsbank 100 Mio. Fr. auf.

MANFRED KRÖLLER

Zum Wochenauftritt gab es nur eine Transaktion am Primärmarkt. Begleitet von Credit Suisse kam am Dienstag 1% Banque Fédérative du Crédit Mutuel 2018/2026 über 100 Mio. Fr. Die französische Genossenschaftsbank zahlte einen Renditeaufschlag (Spread) von 50 Basispunkten (Bp) über Swap-Mitte. Der Ausgabepreis betrug 100,884%, die Rendite 0,885%.

An dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen wurden am Dienstag 549,85 Mio. Fr. zugeteilt. Es gab Gebote über 2,905 Mrd. Fr.

Bei einem Einheitspreis von 100,224% fiel die Rendite auf -0,884% nach -0,868% in der Vorwoche. Standard and Poor's (S&P) hat Polen von BBB+ auf A- hochgestuft. Der Ausblick, zuvor positiv, ist jetzt stabil. Moody's hat Danske Bank von A1 auf A2 zurückgestuft, der Ausblick bleibt negativ. Ebenfalls zurückgestuft hat Moody's Eurofima, von Aa1 auf Aa2. Die Basler Beschaffungsgesellschaft für europäische Eisenbahnen stand auf der Beobachtungsliste mit negativen Implikationen. Der Ausblick ist jetzt stabil. Die Schweizer Produzenten- und Importpreise sind im Septem-

ber gegenüber August 0,2% gesunken. Im Jahresvergleich bleibt ein Anstieg von 2,6%. Den Rückgang im September führt das Bundesamt für Statistik vor allem auf tiefere Preise für Schrott, Metalle und Halbzeug zurück. Teurer wurden u.a. Mineralölprodukte. Wie allgemein erwartet, hat der Generalanwalt des Europäischen Gerichtshofes (EuGH) das Staatsanleihenkaufprogramm der EZB für rechtens erklärt. Die Beurteilung ist dennoch brisant, kommentiert die Commerzbank. Denn in seiner Analyse räume der Generalanwalt der EZB einen weiten Ermessensspielraum für die von ihr

selbst festgelegten Grenzen ihrer Politik ein. De facto drohe dadurch eine grenzenlose Politik. Zum Beispiel könnte aus Sicht der EZB die Hürde für eine Anhebung der Ankaufobergrenze erkennbar niedriger liegen – sollten der EuGH und das deutsche Bundesverfassungsgericht dem Generalanwalt nicht widersprechen. Möglicherweise sei selbst die EZB überrascht, wie gross der Ermessensspielraum ist, den ihr der Generalanwalt rechtlich zugesteht. Der Generalanwalt argumentiert, das Gericht habe aufgrund der «hoch komplexen wirtschaftlichen ... Umstände» nur zu überprüfen, ob der «Normgeber» (die EZB) sein Ermessen «nicht offensichtlich fehlerhaft ausgeübt oder missbraucht» hat. Eine eingehendere Prüfung wäre nicht mehr eine juristische, sondern eine wirtschaftliche Analyse, «die nicht in die Fachkompetenz des Richters fällt», zitiert die Commerzbank den Generalanwalt. Die italienische Regierung hat ihren Etatentwurf 2019 bei der EU eingereicht. Diese wird ihn bis 30. November prüfen und kann Anpassungen verlangen, um das als zu hoch angesehene Defizit von 2,4% zu senken. Wirklich zwingen könne die EU Italien allerdings nicht, merkt die Commerzbank an. Die Sanktionsmöglichkeiten seien zu schwach. Die Nervosität an den Märkten werde hoch bleiben, zum Ende Oktober S&P und Moody's den Ausblick bzw. das Rating für italienische Staatsanleihen senken dürften.

## Schulden werden zu extremer Belastung

**INTERNATIONALE ANLEIHEN** Die Europäische Zentralbank (EZB) hat erneut nicht definitiv entschieden, ihre geldpolitischen Sondermassnahmen zu beenden. Seit Jahren ist die EZB die wichtigste Käuferin von Staatsanleihen in der Eurozone. Das Ankaufprogramm (Asset Purchase Programme, APP) soll zwar reduziert, aber nicht beendet werden. Die Nettokäufe werden über das Jahresende hinaus weitergehen, ein Ende stellt die EZB nur in Aussicht. Sie wird Ende des Jahres Papiere über rund 2,6 Bio. € erworben haben, davon Staatsanleihen im Wert von 2 Bio. €, das heisst sie kontrolliert 39% der umlaufenden Staatspapiere. Mit den tiefen Zinsen haben nicht nur die EZB, sondern auch die anderen grossen Zentralbanken in den vergangenen Jahrzehnten massiv zu einem starken Wachstum der weltweiten Verschuldung der Staaten, der Unternehmen und der privaten Haushalte beigetragen. Gemäss dem Institute of International Finance beträgt die globale Verschuldung nun über 247 Bio. \$. Das sind 318% der weltweiten Wirtschaftsleistung. Zum Vergleich: 1997 lag die Verschuldung bei 70 Bio. \$, 2007

vor der Lehman-Krise bei 162 Bio. Sie hat sich also in zwei Jahrzehnten mehr als verdreifacht. Die Verschuldung in etlichen Staaten der Eurozone ist inzwischen so hoch, dass jede Zinsanhebung zu einer extremen Belastung der Staatshaushalte führt. Es ist verständlich, dass die Regierungen dieser Länder Druck auf die EZB ausüben, die Zinsen so lange wie möglich niedrig zu halten. Es überrascht daher nicht, dass die Frankfurter Währungshüter betonen: «Der EZB-Rat geht weiterhin davon aus, dass die EZB-Leitzinsen für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf ihrem aktuellen tiefen Niveau bleiben werden.» Zudem werden ja auch der Ertrag und die Fälligkeiten der bestehenden Wertpapiere «so lange wie erforderlich erneut angelegt» – für die verschuldeten Länder eine Sorge weniger. Die Reduzierung der Anleihenkäufe ist damit nur auf den ersten Blick als Abkehr von der lockeren Geldpolitik zu sehen. Von einer Straffung und Normalisierung der Geldpolitik zu sprechen, ist vor diesem Hintergrund verfrüht und eher irreführend. EWALD DÜR, LGT

## Daten belasten nur kurz

**DEISEN** Der Euro legt gegenüber dem Franken leicht zu.

Der Euro tendiert am Dienstag zum Franken etwas fester, zum Dollar knapp behauptet. «Die italienische Haushaltskrise geht anscheinend am Euro vorbei», kommentiert IG Markets. Schwache ZEW-Konjunkturdaten belasten nur vorübergehend. Am Nachmittag liegen die Notierungen bei 1.1578\$/€ und 1.1471 Fr./€ nach 1.1594\$/€ und 1.1442 Fr./€ zur gleichen Zeit am Vortag. Der Dollar geht mit 0.9907 Fr./\$ um, nach 0.9869 Fr./\$ tags zuvor. FuW

teten nur vorübergehend. Am Nachmittag liegen die Notierungen bei 1.1578\$/€ und 1.1471 Fr./€ nach 1.1594\$/€ und 1.1442 Fr./€ zur gleichen Zeit am Vortag. Der Dollar geht mit 0.9907 Fr./\$ um, nach 0.9869 Fr./\$ tags zuvor. FuW

## Interessante Beimischung

**WANDELANLEIHEN** Findet Brenntag auf den Wachstumspfad?

Vor knapp drei Jahren hat der in Essen ansässige deutsche Chemikalienhändler Brenntag eine Wandelanleihe über 500 Mio. \$ mit Laufzeit bis 2022 und einem Coupon in Höhe von 1,875% emittiert. Die Anleihe selbst ist nicht geratet, doch die Bonität der emittierenden niederländischen Brenntag Finance wird von Moody's mit Baa3 eingestuft.

Seit der Emission konnte die zugrundeliegende Aktie nicht voll überzeugen, bis heute rentierte sie rund 7% (in Euro). Die Wandelanleihe baute Prämie ab, begeben wurde sie zunächst mit 45%, derzeit sind es noch 30%, während die Rendite derzeit 2,25% p.a. beträgt. Damit könnte sie zu einer interessanten Beimischung werden, denn das Geschäftsmodell des Essener Traditionsunternehmens, die Chemiedistribution, hat einige interessante Aspekte. Brenntag hat eher spätzyklischen Charakter und erscheint recht konjunktur-unabhängig. Das Handelsunternehmen ist weltweit tätig und breit diversifiziert. Da der überwiegende Teil der Produkte kundenspezifisch gefertigt wird, teilweise aus verschiedenen Bestandteilen gemischt, ist die Preistransparenz eingeschränkt.

Der Markt ist global noch sehr fragmentiert mit über 10000 Wettbewerbern, legt aber kaum noch zu, sodass Brenntag als Marktführer auch durch Übernahmen wächst. Hierzu werden im Jahr rund 200 bis 250 Mio. € des freien Cashflows für fünf bis sechs meist kleinere Akquisitionen aufgewendet. Zusätzlich strebt man 4- bis 6%iges organisches Ebitda-Wachstum pro Jahr an. Nach einer Phase, in der Brenntag die organischen Expansionsziele nicht ganz erfüllen konnte, was zu der Seitwärtsbewegung führte, signalisiert das Unternehmen nun, auf den alten Wachstumspfad zurückkehren zu wollen. Dabei hebt es die Stabilität seines Geschäftsmodells hervor, das auch während der Bankenkrise vor zehn Jahren stabile Zahlen geliefert habe. Vor dem Hintergrund der aktuellen Aktienmarktconsolidierung könnten die Qualitäten Brenntags damit wieder mehr Wertschätzung erfahren. Analysten trauen dem Unternehmen auf Ende 2019 ein 7%iges Ebitda-Wachstum bei 5% Umsatzwachstum zu, die Schätzungen haben sich dabei im letzten Jahr ständig erhöht.

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	Briefkurs	Rendite in %
<b>Anleihen inländischer Schuldner</b>							
43 467 841 Sulzer (CS/Raiffeisen/ZKB)	210	3	0,625	18.10.	22.10.	100,50	0,46
43 467 842 Sulzer (CS/Raiffeisen/ZKB)	250	6	1,6	18.10.	22.10.	101,00	1,42
43 467 843 Stadt Lausanne (CS) - / A+ / -	100	19	1,2	22.10.	24.10.	99,85	1,21
40 715 335 Basellandschaftliche Kantonalbank (BLKB) - / AA / - <sup>2</sup>	105	5,5	0,375	23.10.	25.10.	100,15	0,35
43 467 844 Hiag Immobilien Holding (CS/Vontobel)	125	4	1	24.10.	26.10.	100,08	0,98
39 863 352 SGS (ZKB/CS/UBS) A3 / - / -	225	7	0,75	26.10.	29.10.	100,45	0,68
39 863 353 SGS (ZKB/CS/UBS) A3 / - / -	175	10	1,25	26.10.	29.10.	101,50	1,09
<b>Anleihen ausländischer Schuldner<sup>2</sup></b>							
43 896 554 Santander Consumer Finance (CS) A2 / A- / A-	150	4	0,625	22.10.	24.10.	100,25	0,56
43 896 560 Canadian Imperial Bank of Commerce (CS/CIBC) Aaa / - / AAA* <sup>6</sup>	100	6,5	0,1	26.10.	30.10.	99,21	0,22
43 896 553 Münchener Hypothekbank (CS) Aaa / - / -	125	6	0,1	29.10.	31.10.	100,35	0,04
44 118 431 Akademiska Hus (CS) - / AA / - <sup>3</sup>	50	25,25	0,65	6.11.	8.11.	84,63	1,37
44 118 645 Banque Fédérative du Crédit Mutuel (CS) Aa3 / A / A+	100	8	1	9.11.	13.11.	101,05	0,86

<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> Aufstockung um 50 Mio. Fr. auf 150 Mio. nach Liberierung am 8. November fungibel mit Valior 39 867 767, zusätzlich werden Marchzinsen für 270 Tage gezahlt <sup>8</sup> Aufstockung um 100 Mio. Fr. auf 250 Mio. nach Liberierung am 30. Oktober fungibel mit Valior 41 361 834, zusätzlich werden Marchzinsen für 180 Tage gezahlt <sup>9</sup> Aufstockung um 105 Mio. Fr. auf 225 Mio.; nach Liberierung am 25. Oktober fungibel mit Valior 40 715 335, zusätzlich werden Marchzinsen für 212 Tage gezahlt

### Neue Emissionen am Euromarkt

Schuldner (Federführer)	Moody's/S&P/Fitch	Ratings*	Betrag in Mio. ISIN	Verfall	Zins in %	Libe-rierung	Ausg.-preis %
<b>Euro</b>							
CPI Property Group (Joint Leads)	Baa2/-/	XS1894558102	600	2022	1,45	17.10.	-
SR-Bolligkredit (Joint Leads)	Aaa/-/	XS1894534343	750	2025	0,75	17.10.	-
Agence Française (Joint Leads)	-/AA/AA	FR0013373065	1000	2034	1,5	18.10.	98,92
Société Paris (Joint Leads)	-/-/	FR0013372299	1750	2028	1,125	22.10.	-
Berlin Hyp (Joint Leads)	Aaa/-/	DE0008HY0G3C	500	2025	0,625	22.10.	-
Diageo Finance (Joint Leads)	A3/-/A-	XS1896662175	500	2027	1,5	22.10.	-
Diageo Finance (Joint Leads)	A3/-/A-	XS1896661870	900	2021	0,25	22.10.	-
Diageo Finance (Joint Leads)	A3/-/A-	XS1896660989	600	2025	1	22.10.	-
Commerzbank (Joint Leads)	Baa1/-/BBB+	DE000CZ40NG4	500	2023	1,25	23.10.	-
Nova Scotia (Joint Leads)	Aaa/-/AAA	XS1897129950	1750	2023	0,375	23.10.	-
Fade (Joint Leads)	-/-/A-	ES0378641320	1000	2023	0,85	23.10.	-
Rossini (B.I.M.I)	B3/-/	XS1881594607	650	2025	1	26.10.	100,00
Rossini (Joint Leads)	B3/-/	XS1881594946	650	2025	6,75	26.10.	100,00
Erste Group Bank (ERSTE)	-/-/	AT000A23RS3	300	2028	1	05.11.	100,00
<b>Britisches Pfund</b>							
Southern Housing (Joint Leads)	A2/-/	XS1893609161	300	2047	3,5	19.10.	-
Anglian Water (Joint Leads)	A3/-/A-	XS1895640404	300	2029	2,75	26.10.	-
<b>US-Dollar</b>							
KfW (Joint Leads)	Aaa/AAA/-	US000769HW70	4000	2021	3,125	17.10.	-
Anhui Pro Invest (Joint Leads)	A3/-/A-	XS1891659358	400	2021	4,875	18.10.	-
Zijin Int. Capital (Joint Leads)	Baa3/-/	XS1876507556	350	2021	5,282	18.10.	100,00
Yieldking Investment (Joint Leads)	-/-/A-	XS1884717817	500	2021	4,8	18.10.	-
Jiayuan International (Joint Leads)	B3/-/	XS1877991718	225	2020	12	22.10.	-
Conagra Brands (Joint Leads)	Baa2/BBB/BBB-	US205887BX94	525	2020	1	22.10.	100,00
Conagra Brands (Joint Leads)	Baa2/BBB/BBB-	US205887CE05	1000	2048	5,4	22.10.	99,50
Conagra Brands (Joint Leads)	Baa2/BBB/BBB-	US205887CB65	1000	2025	4,6	22.10.	99,71
Conagra Brands (Joint Leads)	Baa2/BBB/BBB-	US205887CD22	1000	2038	5,3	22.10.	99,58
Conagra Brands (Joint Leads)	Baa2/BBB/BBB-	US205887CA82	1000	2024	4,3	22.10.	99,95
Conagra Brands (Joint Leads)	Baa2/BBB/BBB-	US205887CC49	1300	2028	4,85	22.10.	99,97
Conagra Brands (Joint Leads)	Baa2/BBB/BBB-	US205887B243	1200	2021	3,8	22.10.	99,89
RBC (Joint Leads)	Aaa/-/AAA	USC7976PAA42	1700	2021	3,35	22.10.	-
Korea Expressway (Joint Leads)	Aa2/-/	US00065KAE29	300	2021	3,625	22.10.	99,66
Kookmin Bank (Joint Leads)	A1/-/	XS1897132319	300	2021	3,625	23.10.	99,61
<b>Japanischer Yen</b>							
Select Access (DB)	-/-/	XS1892706406	3000	2019	0,25	18.10.	100,00
Aflac (Joint Leads)	A3/A-/A-	XS1892837250	8900	2038	1,75	18.10.	100,00
HSBC (HSBC)	-/-/	XS1892124881	300	2020	1	01.11.	100,00

\* = einschliesslich erwarteter Rating 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 2017	Hoch 2018	Tief 2018	12.10.	15.10.	16.10.
<b>Kassazins (10 Jahre)</b>	-0,10	0,22	-0,11	0,17	0,15	0,16
1,5% Eidgenossenschaft 2025 <sup>1</sup>	-0,07	0,19	-0,12	0,08	0,08	0,07
4% Eidgenossenschaft 2028 <sup>1</sup>	0,17	0,49	0,14	0,42	0,41	0,40
1,5% Eidgenossenschaft 2042 <sup>1</sup>	0,38	0,73	0,35	0,67	0,66	0,65
<b>Swapsätze Fr.</b>						
3 Jahre	-0,38	-0,25	-0,45	-0,31	-0,32	-0,32
5 Jahre	-0,14	0,06	-0,18	0,02	0,01	0,00
10 Jahre	0,27	0,61	0,26	0,59	0,58	0,57
<b>Euromarktsätze Fr.</b>						
1 Monat	-0,80	-0,70	-0,89	-0,70	-0,70	-0,75
3 Monate	-0,75	-0,62	-0,79	-0,62	-0,62	-0,74
12 Monate	-0,60	-0,50	-0,80	-0,58	-0,60	-0,60
Dreimonatssatz (ICE-Libor)	-0,75	-0,72	-0,75	-0,74	-0,74	-0,74
<b>Zinsdifferenzen (Spreads) in Prozentpunkten</b>						
Kassasatz (10 J.) - Euromarktsatz (3 Mte.)	0,66	0,99	0,56	0,80	0,78	0,90
Swap (10 J.) - Kassasatz (10 J.)	0,37	0,47	0,31	0,42	0,43	0,41
Euromarktsatz (3 Mte.): Euro - Franken	0,37	0,43	0,24	0,27	0,27	0,38
Swapsätze (10 J.): Euro - Franken	0,60	0,63	0,42	0,45	0,46	0,46
<b>Leitsätze der Nationalbank</b>						
Zielband für Dreimonatssatz (Libor) -1,25 bis -0,25 (seit 15.01.2015)						
Sondersatz: 0,50						
<sup>1</sup> Die Renditen beziehen sich auf die entsprechenden Referenzanleihen						

### Kennziffern Zinsen International

	Ende 2017	Hoch 2018	Tief 2018	12.10.	15.10.	16.10.
<b>Rendite Staatsanleihen (10 Jahre)</b>						
- USA	2,42	3,23	2,45	3,16	3,15	3,15
- USA (Long Bond)	2,75	3,41	2,79	3,34	3,33	3,35
- Kanada	2,02	2,60	2,06	2,50	2,50	2,51
- Japan	0,05	0,16	0,02	0,15	0,15	0,15
- Australien	2,64	2,91	2,49	2,74	2,72	2,72
<b>Europäische Währungsunion</b>						
- Deutschland	0,42	0,78	0,28	0,50	0,50	0,49
- Frankreich	0,77	1,01	0,61	0,86	0,86	0,84
- Griechenland	4,12	4,69	3,66	4,40	4,39	4,27
- Italien	1,99	3,59	1,72	3,56	3,57	3,46
- Spanien	1,55	1,69	1,16	1,68	1,69	1,66
- Niederlande	0,53	0,80	0,41	0,62	0,62	0,61
<b>Übriges Europa</b>						
- Grossbritannien	1,19	1,74	1,19	1,64	1,60	1,62
- Schweiz	-0,07	0,19	-0,12	0,08	0,08	0,07
<b>Euromarktsätze (3 Monate)</b>						
- US-Dollar	1,76	2,50	1,73	2,48	2,50	2,50
- Euro	-0,38	-0,32	-0,40	-0,36	-0,36	-0,36
<b>Swapsätze (5 Jahre)</b>						
- US-Dollar	2,22	3,16	2,25	3,12	3,10	3,14
- Euro	0,31					