



Niederländischer Langläufer

OBLIGATIONEN SCHWEIZ Die Niederlande Waterschapsbank emittiert, und die Rendite der «Eidgenossen» steigt.

PHILIPPE BÉGUÉLIN

Trotz Ferienzeit ist diese Woche am Primärmarkt eine Frankenleihe platziert worden. Die Zürcher Kantonalbank begab den zwanzigjährigen Bond **5/8% Niederlande Waterschapsbank 2017/2037** über 110 Mio. Fr. Der Ausgabepreis betrug 100,706% des Nominalwerts, und die Rendite war 0,58%. Der Renditeabschlag (Spread) gegenüber der Referenz (Swapmitte) betrug -12 Basispunkte (Bp). Das Rating des staatsnahen Instituts wurde von Standard & Poor's im November 2015 auf AAA hochgestuft,

nachdem die Niederlande die Bestnote erhalten hatten.

An dreimonatigen **Geldmarktbuchforderungen (GMBF) der Eidgenossenschaft**, als deren Federführer die Schweizerische Nationalbank fungiert, wurden am Dienstag 413 Mio. Fr. zugeteilt. Eingegangen waren nach Mitteilung der SNB Gebote über 1,813 Mrd. Fr. Die Rendite lag fast unverändert auf -0,908%, nach -0,904% in der Vorwoche.

Am Sekundärmarkt **stieg die Rendite der zehnjährigen Anleihen der Eidgenossenschaft am Dienstag über null** und handelte auf 0,007%. Der Marktzins hatte vor

zwölf Monaten das Allzeittief von -0,62% erreicht und kletterte danach in die Höhe. Dabei blieb er jedoch stets im negativen Bereich, ausser im Dezember und im März, als er jeweils kurz über der Nulllinie handelte.

Die Rendite zehnjähriger Deutscher Bundesanleihen stieg ebenfalls leicht und notierte 0,555%. Ein Grund für die etwas höheren Zinsen könnte der **ifo-Index** sein. Der wichtigste Frühindikator für Deutschlands Konjunktur stieg unerwartet zum dritten Mal in Folge auf ein Rekordhoch. Die Unternehmen waren seit der Wiedervereinigung noch nie zufriedener

mit ihrer aktuellen Geschäftslage, meldete das Münchner Ifo Institut. Das Fazit: «Die deutsche Wirtschaft steht unter Volldampf.»

Der Franken hält sich derweil über dem Kurs von 1.10 Fr./€ und handelte am Dienstag etwas höher als am Freitagabend auf 1.1069 Fr./€. Um den vergangenen Monatswechsel hatten sich verschiedene Notenbanken dahingehend geäussert, dass die expansive Geldpolitik gedrosselt werden müsse. Das würde ihre Währungsstärken und den Aufwertungsdruck auf den Franken verringern. Seither ist besonders EZB-Chef Mario Draghi zurückgekehrt, der vergangene Woche beim Zinsentscheid wieder vorsichtiger Töne angeschlagen hat. Dennoch bleibt die Lage entspannt.

Das zeigt sich besonders gut an den **Sichtguthaben der Banken bei der SNB**. Sie sind ein Indikator für die Interventionen der Nationalbank am Devisenmarkt. Je mehr sie den Franken schwächt, desto schneller nehmen die Sichtguthaben zu. Sie stiegen in den vergangenen vier Wochen um 887 Mio. Fr. und damit erstmals in diesem Jahr weniger als 1 Mrd. Fr. Von Mai bis Mitte Juli lag die Vierwöchensumme zwischen 1,4 und 2,6 Mrd. Fr. und im Februar stieg sie bis auf 18 Mrd. Fr. Trotz der Beruhigung ist die SNB aber ununterbrochen am Markt aktiv. Am wenigsten intervenierte sie dieses Jahr in der ersten Woche im Juli, damals stiegen die Sichtguthaben lediglich 62 Mio. Fr. Ihr Gesamtbetrag beläuft sich mittlerweile auf 579 Mrd. Fr.

Anleihen werden weiterhin rege gehandelt. Der Handel mit Anleihen des staatlichen Ölkonzerns PDVSA machte im Juni 5% des im Trace-System registrierten Volumens aus, und der Emittent kommt im Energy EM Hard Currency Index von Bloomberg auf fast 5%.

Im Juni beherrschten institutionelle Investoren die Handelsströme, mit Fokus auf Laufzeitverlängerung. Mit dem Verkauf kurzfristiger Anleihen und dem Kauf langfristiger setzen sie auf eine Umschuldung. Deutsche Bank rechnet in diesem Jahr nicht mit einer Umschuldung, schliesst sie aber nicht aus. Sie schätzt die Rückzahlungsquote auf 43% (35% bei PDVSA). Einerseits sind Haircuts (Abschläge) und Laufzeitverlängerungen nicht auszuschliessen, andererseits ist das rechtliche Risiko nicht zu unterschätzen. Nach den Analysen erfahrener Rechtsanwälte hatte **kein Land seit Mexiko in den Achtzigjahren einen so hohen Schuldenanteil, der US-amerikanischem Recht unterstand.** Das Risiko wegen Gläubigern, die nicht der Mehrheit folgen (Holdout Creditors), ist essenziell – der Fall Argentinien ist noch gut in Erinnerung. **CATHERINE REICHLIN**, Mirabaud

Venezuela am Rand des Abgrunds

INTERNATIONALE ANLEIHEN Venezuela nähert sich dem Rand des Abgrunds. Die von Präsident Maduro initiierte Wahl vom 30. Juli könnte den Spannung bald ein Ende setzen. Sie dient der Ernennung einer verfassungsgebenden Versammlung und der Erarbeitung einer neuen Verfassung mit dem Ziel, dem Präsidenten mehr Macht zu geben. **Venezuela leidet unter erstem Finanzstress** und der zunehmenden Schwierigkeit, neues Kapital aufzunehmen. Die Devisenreserven sind auf dem tiefsten Stand seit 15 Jahren, die Binnenwirtschaft ist eingebrochen, und die gesunkenen Ölpreise schmerzen.

Das Land hat seit Dezember 2016 nicht mehr versucht, sich am internationalen Markt zu finanzieren. Vor Ort hat sich der Kongress gerade geweiht, neuen Schulden zuzustimmen. Am Markt kursieren **Gerüchte über eine Umschuldung.** Die Zinskurve verläuft jetzt invers – ein Zeichen für erheblichen Stress. Die Rendite bei einjähriger Laufzeit beträgt 50%, während die 2038 fälligen Anleihen mit 18% gehandelt werden. Die CDS für fünfjährige Anleihen nähern sich einer schwindelerregenden Höhe von 5000 Bp. **Die venezolanischen**

Der Euro wird stärker

DEISEN Zum Franken steigt der Euro in Richtung 1.11 Fr./€.

Der Euro stieg am Dienstag erstmals seit August 2015 über 1.17 \$/€. Gegen Abend handelte er leicht tiefer auf 1.1668 \$/€. Ein Grund dafür waren gute Konjunkturindikatoren aus Deutschland und Frankreich. Zum Franken

stieg der Euro von 1.1025 auf 1.1069 Fr./€. Während die Devisenhändler auf den Zinsentscheid des Fed vom Mittwoch warteten, sank der Dollar zu den wichtigsten Handelswährungen auf den tiefsten Stand seit Mai 2016. **FuW**

Kreuzparitäten und Spotkurse

Kreuzparitäten ausgewählter Währungen										Datum: 25.07.17	
Zeit: 15.00h	Fr.	US-\$	Euro	Yen	GB-£	kan.\$	austr.\$	HK-\$	sKr.		
1 Fr.	-	1.0562	0.9027	117.7000	0.8075	1.3194	1.3271	8.2431	8.6268		
1 US-\$	0.9468	-	0.8550	111.4700	0.7648	1.2497	1.2564	7.8079	8.1717		
1 Euro	1.1073	1.1693	-	130.3800	0.8943	1.4615	1.4693	9.1306	9.5552		
100 Yen	0.8490	0.8967	0.7667	-	0.6858	1.1206	1.1273	7.0013	7.3276		
1 GB-£	1.2376	1.3075	1.1175	145.7400	-	1.6334	1.6422	10.2049	10.6799		
1 kan.\$	0.7574	0.7999	0.6839	89.1800	0.6118	-	1.0051	6.2458	6.5365		
1 austr.\$	0.7535	0.7959	0.6804	88.7100	0.6086	0.9945	-	6.2135	6.5030		
100 HK-\$	12.1300	12.8075	10.1095	1427.5500	9.7992	16.0000	16.0940	-	104.6500		
100 sKr.	11.5800	12.2374	10.4600	1363.8400	9.3634	15.2900	15.3775	95.5566	-		

Umrechnungskurse in Franken (Spotpreise)

Land	Währung	Veränderung in %		Veränderung in %	
		25.07.17	-1Wo.	25.07.17	-1Wo.
Argentinien	100 ARS	5.435	-2,90	-15,35	
Australien	1 AUD	0.753	-0,25	+2,55	
Brasilien	100 BRL	30.058	-0,24	-3,69	
China	10 CNY	1.403	-0,67	-4,06	
Dänemark	1 DKK	0.149	+0,35	+3,20	
Euroland	1 EUR	1.107	+0,35	+1,67	
Grossbritannien	1 GBP	1.238	-0,28	-1,28	
Hongkong	100 HKD	12.129	-0,67	-7,41	
Indien	1000 INR	14.708	-0,79	-1,67	
Indonesien	1000 IDR	0.071	-0,76	-5,75	
Japan	100 JPY	0.849	-0,31	-2,44	
Kanada	1 CAD	0.757	+0,46	+0,13	
Malaysia	1 MYR	0.221	-0,57	-2,33	
Mexiko	1 MXN	0.053	-1,79	+8,36	
Neuseeland	1 NZD	0.704	+0,31	-0,47	

Land	Währung	Veränderung in %		Veränderung in %	
		25.07.17	-1Wo.	25.07.17	-1Wo.
Norwegen	100 NOK	11.879	+0,63	+0,64	
Philippinen	100 PHP	0.187	-0,41	-8,79	
Polen	100 PLN	26.011	-1,04	+6,92	
Russland	100 RUB	1.580	-2,00	-4,80	
Schweden	100 SEK	11.575	+0,61	+3,44	
Singapur	1 SGD	0.696	-0,21	-0,97	
Südafrika	1 ZAR	0.073	-1,46	-1,87	
Südkorea	100 KRW	0.085	+0,09	+0,56	
Taiwan	100 TWD	3.122	-0,59	-0,43	
Thailand	100 THB	2.831	-0,20	-0,23	
Tschechien	100 CZK	4.255	+0,63	+7,20	
Türkei	100 TRY	26.582	-1,71	-7,89	
Ungarn	100 HUF	0.362	+0,46	+4,40	
USA	1 USD	0.947	-0,63	-6,77	

Notenkurse finden Sie auf Seite 22

Die Rückkehr von AMD

WANDELANLEIHEN Besseres Chance-Risiko-Profil als Aktien.

Ein langjähriger Emittent von Wandelanleihen ist der amerikanische Halbleiteranbieter Advanced Micro Devices. Das Unternehmen spielt traditionell die Rolle des Davids im ungleichen Zweikampf der Hersteller x86-kompatibler Prozessoren, während Intel als Goliath den Markt bis vor kurzem nach Belieben dominierte.

Dies mag zu den moderaten Leistungssteigerungen von Intel Spitzenprozessoren in jüngerer Vergangenheit beigetragen haben. AMD, die nur über einen Bruchteil der Ressourcen Intels verfügt, gelang es einstmals mit dem K6-Prozessor, ein mindestens ebenbürtiges Produkt herzustellen, doch dies ist bereits rund zwanzig Jahre her.

Danach befand sich AMD in ständiger Umstrukturierung und einer gefühlten Dauerkrise. Die Fertigungssparte wurde in der Folge abgespalten, und vor neun Jahren wurde der Grafikchiphersteller ATI übernommen. Wandelanleihen halfen AMD in der schwierigen Umstrukturierung als flexibles Finanzierungsmittel. Für die Inhaber war es oft eine Zitterpartie, die Wandler waren wegen des schwachen Aktienkurses reine Renditeprofile. Einige Eigenkapitalpritsen später ist AMD nun zu-

rück und bringt Intel seit Frühjahr mit den neuen Ryzen-Prozessoren und seit Sommer mit Epyc-Serverprozessoren erneut in Bedrängnis, da sie ein signifikant besseres Preis-Leistungs-Verhältnis bieten.

Da AMD nicht nur bei den Prozessoren auf zweistellige Marktanteilsgewinne hoffen kann, sondern auch im Grafikkarten-Duopol neben Marktführer Nvidia mitspielt, verfügen die Aktien über einige Kursfantasie. Der Markt für Grafikkarten ist derzeit dank boomender Kryptowährungen in ausgezeichneter Verfassung, sodass PC-Spieler mit Lieferengpässen leben müssen. Die im September 2016 emittierte Wandelanleihe hat bereits 90% zugelegt. Sie verfügt über einen Coupon von 2½% bei einer Laufzeit bis 2026. Gegenüber den Aktien bietet sie eine bessere Position in der Kapitalstruktur sowie geringeres Rückschlagspotenzial bei ähnlichem Kurspotenzial. Das Ausschöpfen der neuen Zen-Architektur steht noch am Anfang, und es könnten einige weitere erfolgreiche Produkte folgen, wenn es AMD gelingt, die Fertigungsqualität besser als in der Vergangenheit zu gewährleisten.

CARSTEN KRÖGER, Holinger AM

Neu lancierte Frankenemissionen

Valor, Emittent, Federführer, Rating ¹	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit in Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Liberalisierung	Briefkurs	Rendite in %
Anleihen inländischer Schuldner							
37 394 505 Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute (CS/UBS/Raiffeisen) Aaa / - / - ⁵	226	10	10 7/8	1/8	28,7	2,8	97,90
Anleihen ausländischer Schuldner²							
37 331 489 Westpac Securities NZ (UBS) A1 / AA- / AA-	150	5	5 7/8	1/8	31,7	3,8	100,25
37 094 359 Land Niederösterreich (CS) Aa1 / - / -	100	4	4 1/2	0	11,8	15,8	100,65
37 094 360 Land Niederösterreich (CS) Aa1 / - / -	169	1	1 7/8	0	11,8	15,8	101,05
37 094 361 Land Niederösterreich (CS) Aa1 / - / - ⁶	16	9	9 1/8	1/8	11,8	15,8	98,70
36 153 311 Niederlande Waterschapsbank (ZKB) Aaa / AAA / -	110	20	10 1/8	1/8	18,8	21,8	100,90

¹ Erstmals in dieser Tabelle ² Erwartete Ratings ³ das Rating von Moody's, Standard & Poor's und Fitch bezieht sich auf vergleichbare ausstehende Anleihen desselben Schuldners ⁴ Titel ausländischer Schuldner sind quellensteuerfrei ⁵ Floater ⁶ nachrangig ⁷ Aufstockung um 226 Mio. Fr. auf 680 Mio. Fr. nach Libierung am 2. August füngel mit Valor 32 373 562, zusätzlich werden Märzinszen für 227 Tage gezahlt ⁸ Aufstockung um 16 Mio. Fr. auf 100 Mio. Fr. nach Libierung am 15. August füngel mit Valor 33 635 281, zusätzlich werden Märzinszen für 291 Tage gezahlt

Neue Emissionen am Euromarkt

Schuldner (Federführer)	Moody's/S&P/Fitch	Rating	Betrag in Mio. ISIN	Zins in %	Verfall	Liberalisierung	Ausgangspreis %
Euro							
Demire (BEREN/DB/MS)	Ba2/BB+/-	XS1647824173	270	2022	2%	26,07	100,00
Euro Secured Not. (NOTUND)	-/-/-	FR0013263928	200	2023	0,374	26,07	100,00
Dream Global (MS)	Baa3/-/-	XS1651850569	375	2021	1%	27,07	99,58
EFSP-RECM07/17	-/-/-	EU000A1G0DZ7	3000	2047	1,78	27,07	100,00
IPD 3 BV (Joint Leads)	B2/-/-	XS1577954149	325	2022	4 1/2	27,07	100,00
ADO Properties (Joint Leads)	Baa2/-/-	XS1652965085	400	2024	1 1/2	27,07	-
United Group (Joint Leads)	-/-/-	XS1647815775	325	2024	4%	27,07	100,00
United Group (Joint Leads)	-/-/-	XS1647816823	450	2023	1	27,07	100,00
United Group (Joint Leads)	-/-/-	XS1647814968	575	2022	4%	27,07	100,00
Banca Nazionale del Lavoro (BNPPAR)	-/-/-	IT0005276727	2500	2020	1	28,07	100,00
Britisches Pfund							
National Australia Bank (Joint Leads)	Aa3/-/-	XS1653066354	500	2020	7%	26,07	-
Schwedische Krone							
Morgan Stanley (MS)	-/-/-	XS1414135209	415	2037	3	27,07	100,00
LeasePlan (DANBK)	-/-/-	XS1654071726	400	2021	0,79	28,07	100,00
US-Dollar							
Gemdale Ever (Joint Leads)	Ba3/-/-	XS1646912250	200	2022	4,95	26,07	-
Shandong Energy Australia (Joint Leads)	-/-/-	XS1648248455	300	2020	4,55	26,07	-
Doosan Infracore (Joint Leads)	Aa2/-/-	XS1650145706	300	2020	2 1/2	26,07	-
Kommunalbanken (Joint Leads)	-/-/-	XS1651876796	500	2021	1	26,07	-
Yinchuan Tongliang (BOC/SOCGEN)	Baa3/-/-	XS1640820160	300	2020	3 1/2	27,07	-
Dexia (HSBC)	-/-/-	XS1647815775	750	2020	1	27,07	100,00
Can. Imperial Bank (Joint Leads)	Aaa/-/AAA	USC2428PBK69	1750	2022	2,35	27,07	99,92
Crevallores (BCPSEC/CS)	-/B+/B+	USP32086AL73	250	2022	9%	27,07	-
West African Development Bank (Joint Leads)	Baa1/-/BBB	XS1650033571	850	2027	5	27,07	98,07
China Life Insurance (Joint Leads)	-/A/-	XS1641445694	250	2027	1	27,07	-
China Jinjiang Environment (MS)	Ba3/BB-/-	XS1650556241	200	2020	6	27,07	-
Parkway Pantai (DB/HSBC)	-/-/-	XS1652511566	500	2021	2	27,07	-
Oceanwide INTL17 (Joint Leads)	-/B	XS1643544669	400	2020	7%	27,07	-
Toyota Motor Credit (NOMURA)	-/-/-	XS1639847414	268,61	2022	2 1/2	27,07	100,00
Extraction Oil & Gas (Joint Leads)	B3/BB	USU3025AAA70	400	2024	7%	01,08	100,00
DAE Funding (MS)	Ba3/BB-	USU23388AA62	800	2022	4 1/2	04,08	100,00
DAE Funding (MS)	Ba3/-/-	USU23388AC29	500	2020	4	04,08	100,00
DAE Funding (MS)	Ba3/BB-	USU23388AB46	1000	2024	5	04,08	100,00
Australischer Dollar							
Toyota Motor Credit (Nomura)	-/-/-	XS1639847257	363,22	2022	2,82	27,07	100,00
Hongkong-Dollar							
BOC Aviation (HSBC)	-/A/-	XS1653762853	800	2027	3 1/4	27,07	100,00
Japanischer Yen							
Natixis (Joint Leads)	-/-/-	XS1535179672	1520	2022	1	27,07	100,00
Tokyo Century Corporation (DAIWA)	-/-/-	XS1653111598	2500	2018	0,015	28,07	100,00
Municipality Finance (BNP)	-/-/-	XS1649228803	300	2018	4%	08,08	100,00
Municipality Finance (BNP)	-/-/-	XS1650036756	700	2019	6	08,08	100,00

* = einschliesslich erwartetem Rating 1 = variabler Zins 2 = ewige Anleihe 3 = Zinsstufenanleihe 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