



# Risikobereitschaft wächst

**OBLIGATIONEN SCHWEIZ** Die Pfandbriefzentrale beendet die Flaute am Primärmarkt mit einer Doppeltranche.

MANFRED KRÖLLER

Die Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken beendete am Dienstag die Flaute am Primärmarkt mit einer Doppeltranche über 501 Mio. Fr. Begleitet von den Kantonalbanken wurden ¼% Pfandbriefzentrale, Serie 494, 2017/2017 über 370 Mio. Fr. neu emittiert und ½% Pfandbriefzentrale, Serie 484, 2016/2031 um 131 Mio. Fr. auf 700 Mio. aufgestockt. Die Renditeaufschläge (Spreads) betragen 6 Basispunkte (Bp) über Swap-Mitte für die zehnjährige und 5

Bp für die 2031 fällige Tranche. Die Neuemission wurde zu 100,684% ausgegeben, die Aufstockung zu 96,351%. An dreimonatigen Geldmarkt-buchforderungen wurden am Dienstag 429 Mio. Fr. zugeteilt. Es gab Gebote über 3,102 Mrd. Fr. Die Rendite stieg auf -0,943% gegenüber -0,947% in der Vorwoche. Die erste Runde der französischen Präsidentschaftswahlen hat die ins Stocken geratene Anlegerstimmung wieder belebt. Die Märkte reagierten mit erhöhter Risikobereitschaft. Der Renditeunterschied zehnjähriger französischer zu deutschen Staatsanlei-

hen – ein Barometer für das Wahlrisiko in Frankreich – verringerte sich um 18 Basispunkte. Das sei «der grösste Rückgang seit 2012», merkt die Credit Suisse an. Standard & Poor's (S&P) hat den Ausblick für Flughafen Zürich von Stabil auf Positiv angehoben; die Bonität ist unverändert A+. Fast zehn Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise verzeichnen Spanien, Portugal und in einem deutlich geringeren Ausmass auch Griechenland Fortschritte in der wirtschaftlichen Erholung, stellt S&P im jüngsten «Global Ratings Report» fest. Spanien schreite dabei mit starkem Beschäftigungs-

Konsum- und Exportwachstum voran. Diese Entwicklung habe man zum Anlass genommen, den Ausblick des Landes bei unverändertem BBB+ von Stabil auf Positiv anzuheben, erklärt S&P-Ratinganalyst Marko Mrsnik. Die portugiesische Wirtschaft wachse dagegen langsamer als die spanische, sei aber gleichwohl «auf Kurs» in Richtung eines «moderaten Aufschwungs». Lediglich Griechenland habe noch reichlich Nachholbedarf für eine nachhaltige Belebung der Wirtschaft – vor allem im problembehafteten Bankensektor. Entgegen den Erwartungen ist das Ifo-Geschäftsklima für Deutschland im April weiter gestiegen. Mit 112,9 ist es so hoch wie zuletzt vor knapp sechs Jahren. «Offensichtlich laufen die Geschäfte der deutschen Unternehmen sehr gut», kommentiert die Commerzbank. Die rund laufende Weltwirtschaft gebe Rückenwind. Im ersten Quartal 2017 lockerten die deutschen Kreditinstitute in Teilen ihre Kreditvergabe, wie die jüngste Umfrage zum Kreditgeschäft unter den in Deutschland ansässigen Banken (Bank Lending Survey) ergab. Die Vergabestandards an Firmenkunden und für Konsumentenkredite blieben nahezu konstant. Bei der Mittelbereitstellung für private Wohnungsbauvorhaben zeigten sich die Banken etwas expansiver. Darüber hinaus verringerten die Institute ihre Margen. Die Nachfrage nach Unternehmens- und Konsumentenkrediten nahm merklich zu.

## Ein Anleihenportfolio mit drei Bereichen

**INTERNATIONALE ANLEIHEN** Die Anleihenmärkte haben sich seit der Finanzkrise strukturell verändert. Das ist auf das niedrige Wachstum, den hohen Verschuldungsgrad und die alternde Bevölkerung zurückzuführen – Umstände, die durch die Reaktionen der Regierungen und der Notenbanken sowie durch regulatorische Änderungen verstärkt werden. Früher verliessen sich Investoren darauf, dass traditionelle Anleihen ihnen Rendite lieferten, für Kapitalerhalt sorgten, einen Diversifikationseffekt gegenüber wachstumsstärkeren Vermögenswerten brachten und das Portfolio mit Liquidität versorgten. Heute sind diese Vorteile in Frage zu stellen. Die Renditen sind vielerorts niedrig. Die Duration hat zugenommen, was die Zinssensitivität erhöht – gerade zu einem Zeitpunkt, an dem es kaum Spielraum für weiter fallende Renditen gibt. Dies erhöht das Verlustrisiko bei der Kapitalanlage. Zusätzlich ist die Liquidität nachhaltig gestört, da die Notenbanken Anleihen kaufen und Investmentbanken sich vom Handel und Market-Making zurückgezogen haben. Angesichts dieses neuen Paradigmas sollten Investoren davon absehen, sich alle diese Vorzüge

mit einer einzigen Anlageklasse sichern zu wollen. Stattdessen sollten sie ihr traditionelles Anleihenportfolio in drei zielorientierte Bereiche aufteilen, die jeweils ein oder zwei der Kriterien – Rendite, Kapitalerhalt, Diversifikation und Liquidität – abdecken. Der erste Bereich könnte aus Unternehmensanleihen mit niedriger Umschlaghäufigkeit bestehen, vor allem aus dem Cross-over-Bereich des BBB- und BB-Sektors. Dies würde zwar die Liquidität senken, aber höhere Rendite und weniger Zinssensitivität bringen. Der zweite Teil könnte illiquide Vermögenswerte – Infrastrukturanleihen oder Insurance Linked Securities, umfassen. Das würde zwar ebenfalls Liquidität kosten, im Tausch gegen höhere Rendite, geringeres Zinsänderungsrisiko und niedrigere Korrelation mit traditionellen Anlagen. Der dritte Bereich sollte Strategien enthalten, die verlorene Liquidität ersetzen können und deren Ertragsersparungen jenen entsprechen, was Investment-Grade-Papiere vor zehn Jahren erzielten. Ideal wären die liquidesten Absolute-Return- oder Multi-Asset-Strategien.

SALMAN AHMED, Lombard Odier IM

## Der Euro legt weiter zu

**DEISEN** Macron und Fundamentaldaten geben Auftrieb.

Emmanuel Macrons Etappensieg und gute Fundamentaldaten haben den Euro am Dienstag gegen Dollar und Franken gestärkt. Aber auch wenn Euro-Befürworter Macron französischer Staatspräsident werden sollte, bleibe der Bo-

den für den Euro «schwammig und unsicher», warnt Thomas Stucki, Anlagechef der St. Galler Kantonalbank. Die EZB fixierte die Referenzkurve auf 1.0891\$/€ und 1.0826 Fr./€ nach 1.0848\$/€ und 1.0806 Fr./€ am Montag. **FuW**

### Kreuzparitäten und Spotkurse

**Kreuzparitäten ausgewählter Währungen** Datum: 25.04.2017

Zeit: 15.00h	Fr.	US-\$	Euro	Yen	GB-£	kan.\$	austr.\$	HK-\$	sKr.
1 Fr.	-	1.0051	0.9232	111.1400	0.7838	1.3659	1.3362	7.8176	8.8640
1 US-\$	0.9949	-	0.9189	110.6200	0.7802	1.3595	1.3289	7.7809	8.8227
1 Euro	1.0826	1.0880	-	120.3600	0.8489	1.4793	1.4460	8.4656	9.5987
100 Yen	0.8991	0.9037	0.8304	-	0.7050	1.2285	1.2018	7.0314	7.9724
1 GB-£	1.2752	1.2817	1.1774	141.7800	-	1.7421	1.7024	9.9704	11.3054
1 kan.\$	0.7315	0.7353	0.6756	81.3300	0.5736	-	0.9771	5.7213	6.4870
1 austr.\$	0.7484	0.7525	0.6912	83.2100	0.5868	1.0226	-	5.8528	6.6361
100 HK-\$	12.7900	12.8520	0.1181	1421.6700	10.0297	17.4700	17.0858	-	113.3900
100 sKr.	11.2700	11.3344	10.4100	1253.3000	8.8453	15.4000	15.0691	88.1912	-

**Umrechnungskurse in Franken (Spotpreise)**

Land	Währung	Veränderung in %		
		25.04.17	-1Wo.	2017
Argentinien	100 ARS	6.461	-1,54	+0,64
Australien	1 AUD	0.748	-0,75	+1,88
Brasilien	100 BRL	31.446	-2,59	+0,75
China	10 CNY	1.445	-0,45	-1,21
Dänemark	1 DKK	0.146	+1,32	+0,93
Euroland	1 EUR	1.083	+1,35	+1,01
Grossbritannien	1 GBP	1.275	+0,06	+1,69
Hongkong	100 HKD	12.784	-0,51	-2,41
Indien	1000 INR	15.464	-0,04	+3,38
Indonesien	1000 IDR	0.075	-0,28	-0,64
Japan	100 JPY	0.899	-2,15	+3,30
Kanada	1 CAD	0.731	-2,05	-3,31
Malaysia	1 MYR	0.228	+0,46	+0,49
Mexiko	1 MXN	0.052	-3,21	+6,21
Neuseeland	1 NZD	0.692	-1,40	-2,16

Land	Währung	Veränderung in %		
		25.04.17	-1Wo.	2017
Norwegen	100 NOK	11.614	-0,95	-1,62
Philippinen	10 PHP	0.200	-0,55	-2,48
Polen	100 PLN	25.639	+1,55	+5,39
Russland	100 RUB	1.775	-0,25	+6,97
Schweden	100 SEK	11.276	+1,36	+0,77
Singapur	1 SGD	0.714	-0,17	+1,53
Südafrika	1 ZAR	0.076	+0,83	+2,62
Südkorea	100 KRW	0.088	+0,86	+4,38
Taiwan	100 TWD	3.300	+0,46	+5,23
Thailand	100 THB	2.889	-0,64	+1,81
Tschechien	100 CZK	4.037	+1,21	+1,73
Türkei	100 TRY	27.631	+1,45	-4,25
Ungarn	100 HUF	0.348	+1,89	+0,15
USA	1 USD	0.995	-0,42	-2,07

Notenkurse finden Sie auf Seite 24

## Einstiegchancen

**WANDELANLEIHEN** Ein Shortseller attackiert Aurelius.

Den 28. März dieses Jahres werden die Anleger der Private-Equity-Gesellschaft Aurelius Equity Opportunities wohl nicht so schnell vergessen. Die Aktie des Unternehmens befand sich in einem mehrjährigen Aufwärtstrend und hatte seit Jahresanfang bereits um 20% auf rund 66€ zugelegt. Die auf Bloomberg geführten Analysten führten den Titel ausnahmslos als Kaufempfehlung mit Kurszielen von über 80€. Anleger warteten eigentlich nur auf neue Erfolgsmeldungen. Nun trat der unbekannt Shortseller «Gotham City» auf die Bildfläche und warf dem Unternehmen in klassischer Manier grobes Fehlverhalten vor. Die Anschuldigungen bezogen sich sowohl auf die Bilanzierung und Qualität der Beteiligungen sowie auf Corporate Governance-Themen wie unklare Anteilsbestände des Managements in der eigenen Aktie. Das von dieser angelsächsischen Attacke vollkommen überraschte Unternehmen berief zwar umgehend eine Anleger-Telefonkonferenz ein, in der CEO Markus versuchte, die Vorwürfe zu entkräften, er befand sich jedoch klar in defensiver Position und agierte teils ungeschickt. Aufgrund einer «Quiet Period»

CARSTEN KRÖGER, Hologer 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>							
35 767 623 Glarner Kantonalbank (ZKB) -/A/-	100	8 ½%	0,15	27.4.	28.4.	100,05	0,14
36 017 275 Electricité d'Emosson (CS)	130	5 ½%	1%	27.4.	2.5.	101,20	1,15
36 153 282 Pfandbriefzentrale schweizerischer Kantonalbanken (Kantonalbanken) Aaa/-/-	370	10 ¾%	¼	5.3.	5.4.	100,80	0,17
36 153 283 Pfandbriefzentrale schweizerischer Kantonalbanken (Kantonalbanken) Aaa/-/-	131	14 ½%	¼	5.3.	5.4.	96,50	0,38
36 274 829 Stadt Zürich (CS/Raiffeisen/UBS/ZKB)	100	20	0,55	4.5.	8.5.	100,55	0,52
36 067 729 Swiss Prime Site (UBS/BSKB/CS/ZKB)	250	9	0,825	9.5.	11.5.	100,00	0,83
<b>Anleihen ausländischer Schuldner<sup>2</sup></b>							
36 364 550 Achmea Bank (Deutsche Bank/BNP/CS) -/A/-	200	6 ½%	½	26.4.	27.4.	100,60	0,41
36 067 728 LGT Bank (UBS/Raiffeisen/LGT) Aa3/A+/ -	275	10	½	10.5.	12.5.	100,40	0,46

<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 131 Mio. Fr. auf 700 Mio., nach Liberierung am 5. Mai fungibel mit Valor 33 658 772, zusätzlich werden Marchzinsen für 242 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>								
Grifols (MS)	B2/-/		XS1598757760	1000	2025	3 ½%	26.04.	99,65
Bank of America (BAML)	Baa1/-/A		XS1602547264	1500	2027	1	27.04.	-
Bank of America (BAML)	Baa1/-/A		XS1602557495	1500	2023	1	27.04.	-
KfW (COBA)	Aaa/-/		DE000A2DAR99	1000	2019	0	28.04.	-
DSV Mijjo (PARETO)	-/-/		SE0009805633	210	2021	1	10.05.	100,00
<b>US-Dollar</b>								
Cagamas Global (Joint Leads)	A3/-/		XS1600334285	350	2020	2.53	26.04.	100,00
Barmingo Finance (Joint Leads)	B2/-/		USQ13095AB23	350	2022	6%	26.04.	100,00
Huarong Finance (Joint Leads)	Baa1/-/A		XS1596795192	1000	2022	1	27.04.	100,00
Huarong Finance (Joint Leads)	Baa1/-/A		XS1603397487	200	2047	5 ½%	27.04.	100,00
Huarong Finance (Joint Leads)	Baa1/-/A		XS1596795358	700	2027	4%	27.04.	99,71
Huarong Finance (Joint Leads)	Baa1/-/A		XS1596795275	500	2020	1	27.04.	100,00
Huarong Finance (Joint Leads)	Baa1/-/A		XS1596794971	570	2022	3%	27.04.	99,89
JICA (Joint Leads)	-/-/		US47109LAB09	500	2027	2%	27.04.	99,48
Want Want China (CS/NOMURA)	A3/-/		XS1599172746	500	2022	2%	27.04.	-
Endo DAC (Joint Leads)	Ba2/BB/-		USG30407AA14	300	2024	5%	27.04.	100,00
Fortune Star (Joint Leads)	-/-/		XS1602535848	600	2022	5 ½%	28.04.	-
E. W. Scripps (Joint Leads)	Ba2/BB/-		USU8604FAA40	400	2025	5%	28.04.	100,00
4finance (STIFEL)	B3/-/		XS1597294781	325	2022	10%	28.04.	100,00
<b>Australischer Dollar</b>								
Wells Fargo (Joint Leads)	-/-/		XS1602313196	550	2022	1	27.04.	100,00
Wells Fargo (Joint Leads)	-/-/		XS1602313279	250	2027	4	27.04.	99,88
Wells Fargo (Joint Leads)	-/-/		XS1602312891	400	2022	3 ½%	27.04.	99,94
<b>Japanischer Yen</b>								
Wilmar International (DBS)	-/-/		XS1602197938	10000	2022	0.58	26.04.	100,00
Commonwealth Bk of Australia (MUFG)	-/-/		XS1576698770	522	2021	1 ½%	26.04.	100,00
Commonwealth Bk of Australia (MUFG)	-/-/		XS1576702390	8490	2018	1	26.04.	100,00
BNP Paribas (BNPUK)	-/-/		XS1585239657	522	2022	1	26.04.	100,00
Kommunalbanken (BNP Paribas)	-/-/		XS1592640418	386	2017	7 ¼%	27.04.	100,00
Kommunalbanken (BNP Paribas)	-/-/		XS1592865411	1320	2017	7	27.04.	100,00
Municipality Finance (BNP Paribas)	-/-/		XS1598037916	200	2018	1	08.05.	100,00
Municipality Finance (BNP Paribas)	-/-/		XS1598745674	500	2018	5 ½%	10.05.	100,00
<b>Singapur-Dollar</b>								
Lendlease (Joint Leads)	Baa3/-/BBB-		XS1602127992	300	2027	3 ¾%	27.04.	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 2016	Hoch 2017	Tief 2017	21.4.	24.4.	25.4.
<b>Kassazins (10 Jahre)</b>	-0,14	0,04	-0,21	-0,19	-0,12	-0,11
1,5% Eidgenossenschaft 2025 <sup>1</sup>	-0,21	0,03	-0,24	-0,22	-0,14	-0,10
4% Eidgenossenschaft 2028 <sup>1</sup>	0,08	0,24	-0,04	-0,04	0,05	0,07
1,5% Eidgenossenschaft 2042 <sup>1</sup>	0,38	0,45	0,21	0,21	0,30	0,33
<b>Swapsätze Fr.</b>						
3 Jahre	-0,53	-0,31	-0,66	-0,61	-0,58	-0,53
(Mittelwerte)						
5 Jahre	-0,33	-0,26	-0,46	-0,41	-0,36	-0,32
10 Jahre	0,14	0,24	0,02	0,03	0,09	0,14
<b>Euromarktsätze Fr.</b>						
1 Monat	-0,84	-0,72	-0,86	-0,80	-0,78	-0,80
3 Monate	-0,80	-0,62	-0,82	-0,71	-0,72	-0,81
12 Monate	-0,92	-0,43	-0,88	-0,62	-0,60	-0,64
Dreimonatssatz (ICE-Libor)	-0,73	-0,72	-0,73	-0,73	-0,73	-0,73
<b>Zinsdifferenzen (Spreads) in Prozentpunkten</b>						
Kassasatz (10 J.) – Euromarktsatz (3 Mte.)	0,66	0,77	0,45	0,52	0,60	0,70
Swap (10 J.) – Kassasatz (10 J.)	0,28	0,33	0,18	0,22	0,21	0,25
Euromarktsatz (3 Mte.): Euro – Franken	0,44	0,45	0,26	0,34	0,35	0,44
Swapsätze (10 J.): Euro – Franken	0,51	0,70	0,54	0,70	0,69	0,68
<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						Stand: 17:00 Uhr

### Kennziffern Zinsen International

	Ende 2016	Hoch 2017	Tief 2017	21.4.	24.4.	25.4.
<b>Rendite Staatsanleihen (10 Jahre)</b>						
- USA	2,46					