



Ein besserer Auftakt als 2016

OBLIGATIONEN SCHWEIZ Der Bund nimmt 105 Mio. Fr. auf, PSP, BCV und Hypo Noe platzen knapp 400 Mio.

MANFRED KRÖLLER

Das Geschäft am Primärmarkt zum neuen Jahr begann vielversprechend und lebhaft – besser jedenfalls als in den beiden Vorjahren. Nach Angaben der Commerzbank wurde in den ersten beiden Wochen mit 3,5 Mrd. Fr. so viel platziert wie seit 2014 (3,7 Mrd. Fr.) nicht mehr. In der Vergleichszeit des Vorjahres waren 2,9 Mrd. Fr. an neuen Obligationen an den Markt gekommen, in den ersten zwei Wochen 2015 gar nur 2,3 Mrd. Fr. Neben dem traditionell starken Jahresauf-

takt könnte auch hineinspielen, dass Schuldner die tiefen Renditen vor einem möglichen Anstieg noch ausnutzen wollten, vermutet Daniel Zubler, Leiter des Syndikatsgeschäfts der Zürcher Kantonalbank (ZKB). Mit wenig Freude sei von Anlegern dagegen die Ankündigung einer Milliarden-Gewinnausschüttung der Schweizerischen Nationalbank an die öffentliche Hand aufgenommen worden. Dies dürfte dazu beitragen, dass der Mittelbedarf der Kantone am Kapitalmarkt weiter schrumpft. Auf ihrer ersten Monatsauktion des neuen Jahres

hat die Eidgenossenschaft am Mittwoch die im Mai 2016 neu aufgelegte ½% Bundesanleihe 2016/2058 um 104,7 Mio. Fr. auf 941 Mio. aufgestockt. Wie die Eidgenössische Finanzverwaltung weiter mitteilt, gingen Gebote über 207,9 Mio. Fr. ein. Bei einem Emissionspreis von 106,75% ergibt sich eine Rendite von 0,325% p.a. Der vorläufige Valor der neuen Tranche, 22 439 741, ist nach der Liberierung am 25. Januar fungibel mit dem Ursprungsvalor 22 439 733. Marchzinsen werden für 235 Tage gezahlt. Eine Eigen tranche gab es nicht.

Unter Federführung von Zürcher Kantonalbank (ZKB), Basler KB, Credit Suisse (CS), Raiffeisen und UBS wurde am Mittwoch die im September 2016 erstmals platzierte 0% PSP Swiss Property 2016/2033 um 50 Mio. Fr. auf 175 Mio. aufgestockt. Bei einem Ausgabepreis von 98,661% erzielte die Nullcoupontranche der Zuger Immobiliengesellschaft eine Rendite von 0,206%. Der Renditeaufschlag (Spread) erreichte 38 Basispunkte (Bp) über Swap-Mitte.

Im Alleingang brachte CS gleichentags ½% Hypo Noe Gruppe Bank 2017/2022 über 110 Mio. Fr. an den Markt. Die fünfjährigen Notes der Regionalbank, die zu 100% dem Bundesland Niederösterreich gehört, kommen mit einem Ausgabepreis von 100,201% auf eine Rendite von 0,161%. Der Spread erreichte 48 Bp über Swap-Mitte. Begleitet von ZKB, UBS und in Eigenregie (ohne Buch) kam am Donnerstag ½% Banque Cantonale Vaudoise 2017/2026 über 235 Mio. Fr. Die neunjährige BCV-Anleihe erzielte einen Ausgabepreis von 100,045% und einen Spread von 17 Bp über Swap-Mitte.

Frankschuldnerin KfW hat nach eigenen Angaben ihre erste Globalanleihe 2017 begeben: 5 Mrd. \$ über fünf Jahre zu 2½% Coupon. Bei einem Ausgabepreis von 99,51% stellt sich die Rendite auf 2,226%. Nachfragebedingt konnte der Spread um 2 auf 31 Bp über Swap gesenkt werden, heisst es weiter. Zu ausstehenden KfW-Anleihen ergebe sich eine Neuemissionsprämie von etwa 1 Bp.

Die Grenze der Divergenz

INTERNATIONALE ANLEIHEN Das Drehbuch am Rentenmarkt für den Jahresauftakt ist neu. Anders als in den letzten drei Jahren starten Bundesanleihen mit Abgabedruck ins neue Jahr. Allerdings liegen die zehnjährigen Renditen immer noch unter den Dezember-Hochs.

Der Renditerückgang in der zweiten Dezemberhälfte war der überraschendste Trend. Denn schliesslich entschied die EZB, das monatliche Volumen der Anleihenkäufe ab April zu reduzieren, und die US-Notenbank (Fed) hob die Zinsen an und stellte weitere Schritte in Aussicht. Da gleichzeitig die Inflationserwartungen des Marktes mit der Einigung der Opec auf eine geringere Ölförderung gestiegen sind, erscheint das Muster an den Rentenmärkten umso bemerkenswerter. Dass sich die zehnjährigen Bundesrenditen von den Inflationserwartungen eine Zeit lang abkoppeln, ist nicht neu und auch nicht nachhaltig. Denn trotz der seit Jahren divergierenden Geldpolitik von Fed und EZB bleibt die Korrelation zwischen den europäischen und den US-Renditen sehr hoch. Wie geht es weiter? Kurzfristig dürfte die Verbraucherpreisinflation im Euroraum weiter steigen,

ebenso wie die US-Inflationserwartungen aufgrund der Wirtschaftspolitik der Trump-Regierung. Das weitere Aufwärtspotenzial für die Bund-Renditen erscheint somit begrenzt, zumal die EZB ihre Anleihenkäufe nun auch in kürzere Laufzeiten lenken und Papiere mit einer Rendite unter dem Einlagensatz von -0,4% kaufen kann. Die Renditekurve dürfte also tendenziell steiler werden.

Für die Grosswetterlage an den Rentenmärkten ist jedoch neben der konjunkturellen Entwicklung auch entscheidend, dass die Anleihenkäufe der Notenbanken im laufenden Jahr an Grenzen stossen. Die jüngsten Aussagen der EZB untermauern, dass sie grossen Respekt davor hat, mit Anteilen von mehr als einem Drittel ein dominanter Investor von Staatsanleihen zu werden. Allerdings gehen wir davon aus, dass weder die aktuell bessernden Wachstumsaussichten noch der Anstieg der Inflation sich als nachhaltig erweisen werden. Entsprechend sehen wir nur ein sehr begrenztes Aufwärtspotenzial für Bund-Renditen, zumal der Renditeanstieg in den USA an Kraft verlieren dürfte.

RAINER GUNTERMAN, Commerzbank

Euro behauptet sich knapp

DEISEN Trump enttäuscht, Peso und Lira bleiben schwach.

Der Euro zeigt sich am Freitag gegen Dollar und Franken knapp behauptet. Jüngste, wenig konkrete Aussagen des künftigen US-Präsidenten Trump enttäuschten, was dem Dollar zunächst schadete. Die türkische Lira und der

mexikanische Peso handeln unterdessen weiter auf extrem schwachem Niveau. Die EZB fixierte die Referenzkurve am Freitagnachmittag auf 1.0661 \$/€ und 1.0728 Fr./€, nach 1.0679 \$/€ und 1.0742 Fr./€ am Donnerstag. FuW

Kreuzparitäten und Spotkurse						
Kreuzparitäten ausgewählter Währungen						
Zeit: 15.00h	Fr.	US-\$	Euro	Yen	GB-£	kan.\$
1 Fr.	-	0.9933	0.9323	113.9100	0.8162	1.3045
1 US-\$	1.0067	-	0.9388	114.7100	0.8219	1.3136
1 Euro	1.0724	1.0650	-	122.1700	0.8755	1.3991
100 Yen	0.8775	0.8717	0.8183	-	0.7164	1.1450
1 GB-£	1.2248	1.2167	1.1419	139.5200	-	1.5977
1 kan.\$	0.7661	0.7610	0.7145	87.3000	0.6255	-
1 austr.\$	0.7528	0.7483	0.7020	85.7800	0.6146	0.9823
100 HK-\$	12.9800	12.8959	10.1210	1479.1600	10.6016	16.9400
100 skr.	11.3000	11.2275	10.5300	1287.3300	9.2301	14.7400

Umrechnungskurse in Franken (Spotpreise)						
Land	Währung	13.01.17	-1Wo.	2017	Veränderung in %	2017
Argentinien	100 ARS	6.371	-0.61	-0.77	-0.61	-0.77
Australien	1 AUD	0.753	+1.61	+2.57	+1.61	+2.57
Brasilien	100 BRL	31.488	-0.27	+0.89	-0.27	+0.89
China	10 CNY	1.460	-0.41	-0.15	-0.41	-0.15
Dänemark	1 DKK	0.144	+0.05	+0.02	+0.05	+0.02
Euroland	1 EUR	1.073	+0.07	+0.04	+0.07	+0.04
Grossbritannien	1 GBP	1.226	-1.94	-2.29	-1.94	-2.29
Hongkong	100 HKD	12.995	-0.69	-0.80	-0.69	-0.80
Indien	1000 INR	14.787	-0.79	-1.14	-0.79	-1.14
Indonesien	1000 IDR	0.076	-0.45	+0.25	-0.45	+0.25
Japan	100 JPY	0.878	+0.93	+0.85	+0.93	+0.85
Kanada	1 CAD	0.767	-0.14	+1.43	-0.14	+1.43
Malaysia	1 MYR	0.226	-0.47	-0.26	-0.47	-0.26
Mexiko	1 MXN	0.046	-2.31	-5.78	-2.31	-5.78
Neuseeland	1 NZD	0.716	+1.28	+1.30	+1.28	+1.30

Erfreuliches aus China

WANDELANLEIHEN Anleger profitieren vom «Reset».

Eine chinesische Neuemission aus dem November vergangenen Jahres hat ihren Zeichnern in der Zwischenzeit besondere Freude bereitet. Denn sie bietet im Vergleich zu den meisten anderen Wandelanleihen einen zusätzlichen Vorteil.

In der zweiten Novemberhälfte begab das in Hongkong gelistete Pharmaunternehmen United Laboratories International Holdings, das neben Arzneistoffen Insulinpräparate herstellt, eine Wandelanleihe mit 4½% Coupon und einer fünfjährigen Laufzeit. Diese im Umfang von 130 Mio. \$ begebene Anleihe ist zusätzlich mit einem Soft Call für den Emittenten sowie einer vorzeitigen Rückgabemöglichkeit für die Anleger nach drei Jahren ausgestattet.

Dies sind eigentlich gängige Merkmale vieler Emissionen. Zusätzlich aber verfügt die United-Laboratories-Emission über eine Reset-Möglichkeit. Dies bedeutet, dass die Wandlungsbedingungen nachträglich neu festgesetzt werden können, falls der Kurs der unterliegenden Aktie aufgrund der Emission deutlich negativ reagiert. Dieser Fall trat ein, da die Aktie nach der Emission des Wandlers während eines Zeitraums von wenigen Tagen 11% an

Wert verlor. Somit wurde der anfängliche Wandlungskurs von 5.35 HK-\$ bedingungsgemäss um rund 9% gesenkt und das Wandlungsverhältnis erhöht.

Im Dezember profitierte die Wandelanleihe dann zum einen von einem 26%igen Kursplus der United-Laboratories-Aktie. Die im November entstandene Kursdelle war also bereits zur Mitte des Folgejahres ausgeglichen. Zum anderen resultiert aufgrund des Reset ein für Anleger überaus vorteilhaftes Profil mit hohem 4%-Coupon und nur 15% Prämie bei einer Restlaufzeit von fünf Jahren. Im direkten Performancevergleich konnte die Wandelanleihe so schon unmittelbar nach Auflegung nahezu eins zu eins mit der Aktie mithalten, derzeit notiert sie um 120%, während die Aktie 23% zugelegt hat. Wandelanleihen gläubiger können profitieren von der Kursentwicklung und den laufenden Couponzahlungen, während Aktionäre schon seit fünf Jahren keine Dividende mehr erhalten. Da kommt man ins Grübeln, ob man statt dem direkten Aktienengagement nicht der Wandelanleihe den Vorzug geben sollte.

CARSTEN KRÖGER, Holinger AM

Neu lancierte Frankenemissionen

Valor, Emittent, Federführer, Rating	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit in Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Liberierung	Briefkurs	Rendite in %
Anleihen inländischer Schuldner							
34 755 689 Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute (CS/UBS/Raiffeisen) Aaa/-/-	114	4 ¼	0	19.1.	23.1.	101,70	-0,40
34 755 690 Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute (CS/UBS/Raiffeisen) Aaa/-/-	270	8 ½	½	19.1.	23.1.	100,80	0,03
34 755 691 Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute (CS/UBS/Raiffeisen) Aaa/-/-	223	11 ½	¾	19.1.	23.1.	101,40	0,25
34 755 692 Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute (CS/UBS/Raiffeisen) Aaa/-/-	350	20	¾	19.1.	23.1.	101,75	0,53
35 241 961 St. Galler Kantonalbank (St. Galler KB) Aa1/-/-	255	15	¾	20.1.	23.1.	102,10	0,48
34 708 278 Zürcher Kantonalbank (ZKB) Aaa/AAA/AAA	260	9	¼	26.1.	27.1.	100,65	0,18
34 708 279 Zürcher Kantonalbank (ZKB) Aaa/AAA/AAA	85	9	¼	26.1.	27.1.	100,65	0,18
35 003 042 Kraftwerke Oberhasli (UBS) (ZKB/UBS/BCV)	120	9	¾	27.1.	30.1.	100,65	0,63
35 259 585 Banque Cantonale du Valais (ZKB/UBS/BCV)	235	9	½	1.2.	2.2.	100,10	0,19
34 708 281 Stadt Bern (ZKB) Aa2/-/-	60	19 ¾	½	7.2.	8.2.	98,90	0,56
35 310 519 Thurgauer Kantonalbank (Thurgauer KB)	250	11	¾	7.2.	8.2.	100,45	0,33
35 259 584 PSP Swiss Property (ZKB/BKB/CS/Raiffeisen/UBS) -/-/A-	50	6 ½	0	9.2.	10.2.	98,70	0,20
34 708 280 Freiburger Kantonalbank (Freiburger KB)	200	10	¾	16.2.	17.2.	100,30	0,27
Anleihen ausländischer Schuldner							
34 755 687 Provinz New Brunswick (CS/Scotia Capital) Aa2/A+/-	200	12	¼	17.1.	19.1.	100,85	0,18
34 755 688 Metropolitan Life (CS/Deutsche Bank) Aa3/AA-/AA-	250	9	¾	18.1.	19.1.	100,50	0,24
34 682 843 National Australia Bank (NAB) (UBS) Aa2/AA-/	300	8	¾	27.1.	31.1.	100,50	0,24
35 003 041 ASB Finance (UBS) Aa3/AA-/	200	7	½	27.1.	2.2.	100,40	0,15
34 755 693 Hypo Noe Gruppe Bank (CS) -/-/A-	110	5 ¾	½	13.2.	15.2.	100,40	0,12

■ Rendite in dieser Tabelle 1 das Rating von Moody's, Standard & Poor's und Fitch bezieht sich auf vergleichbare ausstehende Anleihen desselben Schuldners 2 Titel ausländischer Schuldner sind quellensteuerfrei 3 Floater 4 nachrangig 5 Aufstockung um 60 Mio. Fr. auf 160 Mio.; nach Liberierung am 8. Februar fungibel mit Valor 31 941 613, zusätzlich werden Marchzinsen für 308 Tage gezahlt 6 Aufstockung, Betrag wird auf der Auktion am 11. Januar festgelegt, nach Liberierung am 25. Januar fungibel mit Valor 22 439 733, zusätzlich werden Marchzinsen für 235 Tage gezahlt 7 Aufstockung um 114 Mio. Fr. auf 514 Mio.; nach Liberierung am 23. Januar fungibel mit Valor 33 635 273 8 Aufstockung um 50 Mio. Fr. auf 175 Mio.; nach Liberierung am 25. Januar fungibel mit Valor 22 439 733, zusätzlich werden Marchzinsen für 235 Tage gezahlt

Neue Emissionen am Euromarkt

Schuldner (Federführer)	Betrag in Mio.	Verfall	Zins in %	Liberierung	Ausg.-preis %
Euro					
Enel Finance International (Joint Leads)	1250	2024	1	16.1.	-
Crédit Agricole (CACIB)	1000	2024	1	16.1.	-
Swedbank Hypotek (Joint Leads)	1000	2022	0,125	16.1.	-
EFFS (Joint Leads)	3000	2022	0	17.1.	-
Telefonica de Argentina (Joint Leads)	1250	2025	1,528	17.1.	-
Intesa Sanpaolo (Joint Leads)	1000	2024	1,375	18.1.	-
Linde Finance (Joint Leads)	1000	2022	0,25	18.1.	99,71
BPCE (Joint Leads)	1000	2023	1,125	18.1.	-
Erste Group Bank (Joint Leads)	750	2027	0,625	18.1.	-
Nederl. Waterschapsbank (Joint Leads)	1000	2027	0,625	18.1.	-
HeidelbergCement Finance (Joint Leads)	750	2021	0,5	18.1.	-
Britisches Pfund					
Lloyds Bank (Joint Leads)	1000	2020	1	16.1.	100,00
US-Dollar					
General Motors Financial (Joint Leads)	1250	2022	3,45	17.1.	99,87
Fibria Overseas Finance (Joint Leads)	700	2027	5 ½	17.1.	98,49
AXA (Joint Leads)	1000	2047	1	17.1.	100,00
Petrobras Global Finance (Joint Leads)	2000	2027	7 ½	17.1.	100,00
Petrobras Global Finance (Joint Leads)	2000	2022	6 ½	17.1.	100,00
Jefferies Group (JEFFLLC)	750	2027	4,85	17.1.	99,41
Standard Chartered Bank (Joint Leads)	1000	2	1	18.1.	100,00
ABN Amro Bank (Joint Leads)	1000	2019	2 ½	18.1.	99,99
KfW (DB/GS/TDSEC)	5000	2022	2 ½	18.1.	99,51
Drexia Crédit Local (Joint Leads)	1500	2020	2 ¼	18.1.	-
Inter-American Dev. Bank (Joint Leads)	3000	2022	2 ½	18.1.	-
Toronto Dominion (Joint Leads)	1750	2022	2 ½	18.1.	99,91

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 16/17	Tief 16/17	11.1.	12.1.	13.1.
Kassazins (10 Jahre)	-0,14	0,20	-0,60	-0,17	-0,20	-0,19
1,5% Eidgenossenschaft 2025	-0,21	-0,05	-0,64	-0,17	-0,19	-0,16
4% Eidgenossenschaft 2028	0,08	0,27	-0,41	0,02	0,01	0,02
1,5% Eidgenossenschaft 2042	0,38	0,60	-0,14	0,32	0,29	0,33
Swapsätze Fr.						
3 Jahre	-0,53	-0,50	-0,88	-0,58	-0,56	-0,56
(Mittelwerte)						
5 Jahre	-0,33	-0,29	-0,81	-0,37	-0,36	-0,35
10 Jahre	0,14	0,25	-0,47	0,09	0,10	0,12
Euromarktsätze Fr.						
1 Monat	-0,84	-0,72	-1,23	-0,76	-0,80	-0,80
3 Monate	-0,80	-0,54	-0,99	-0,62	-0,65	-0,67
12 Monate	-0,92	-0,40	-0,94	-0,46	-0,47	-0,47
Dreimonatssatz (ICE-Libor)	-0,73	-0,72	-0,81	-0,73	-0,73	-0,73
Zinsdifferenzen (Spreads) in Prozentpunkten						
Kassasatz (10 J.) - Euromarktsatz (3 Mte.)	0,66	0,85	0,09	0,45	0,45	0,48
Swap (10 J.) - Kassasatz (10 J.)	0,28	0,33	-0,14	0,26	0,30	0,31
Euromarktsatz (3 Mte.): Euro - Franken	0,44	0,74	0,24	0,26	0,30	0,30
Swapsätze (10 J.): Euro - Franken	0,51	1,13	0,41	0,59	0,56	0,57
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 2016	Hoch 16/17	Tief 16/17	11.1.	12.1.	13.1.
Rendite Staatsanleihen (10 Jahre)						
- USA	2,46	2,61	1,37	2,39	2,31	2,41
- USA (Long Bond)	3,08	3,19	2,13	2,97	2,91	3,01
- Kanada	1,73	1,85				