



400 Mio. Fr. für Hypotheken

OBLIGATIONEN SCHWEIZ Pfandbriefzentrale eröffnet den Primärmarkt im September mit einer Doppeltranche.

MANFRED KRÖLLER

Die ersten beiden Transaktionen im neuen Monat gingen am Dienstag auf das Konto der Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken. Neu begeben wurden 0% PfZ, Serie 468 2015/2020 über 232 Mio. Fr. und ¼% PfZ, Serie 469 2015/2025 über 167 Mio. Die von Moody's mit Aaa bewertete Hypothekenanstalt zahlte Renditeaufschläge (Spreads) von 3 Basispunkten (Bp) über Swap-Mitte für die zehnjährige und 15,7 Bp für die knapp fünfjährige Pfandbriefanleihe.

An dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen (GMBF) der Eidgenossenschaft wurden am Dienstag 206,2 Mio. Fr. zugeteilt. Es gab Gebote über 1,385 Mrd. Fr. Die Rendite fiel auf -0,924% nach -0,908% in der Vorwoche.

Im August hat sich das Emissionsvolumen am Frankenobligationsmarkt zwar gegenüber Juli erhöht: Von gut 3 Mrd. Fr. auf knapp 4,3 Mrd. Es blieb aber erneut unter dem Niveau des Vorjahres von 5,6 Mrd. Fr. Nach der Platzierungsstatistik der Credit Suisse hat sich im Berichtsmonat die Emissionstätigkeit vor allem im Auslandsegment belebt: Von

bescheidenen 835 Mio. Fr. im Juli auf 2,1 Mrd. (August 2014: 2,4 Mrd. Fr.). Das Emissionsvolumen im Inlandsegment blieb mit 2,15 Mrd. Fr. nahezu unverändert.

Von Januar bis August wurden Frankenanleihen einschliesslich der «Eidgenossen» über 44,6 Mrd. Fr. platziert, gegenüber 50,5 Mrd. im Vergleichszeitraum 2014. Auch da blieb das Volumen im Inlandsegment mit 31,5 Mrd. Fr. gegenüber Vorjahr so gut wie unverändert, während ausländische Emittenten mit gut 13 Mrd. Fr. deutlich weniger Kapital aufnahmen als in den ersten acht Monaten 2014 (19,1 Mrd.).

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat die PostFinance in den Kreis der systemrelevanten Banken der Schweiz aufgenommen. Die Verfügung wurde nach Anhörung der PostFinance und der Finanzmarktaufsicht (Finma) rechtskräftig. Für PostFinance ergeben sich strengere Eigenkapitalvorschriften.

Das Konjunkturbarometer der Konjunkturforschungsstelle (Kof) der ETH Zürich ist im August geringfügig um 0,3 Punkte auf 100,7 gestiegen. Es liegt leicht über seinem langfristigen Durchschnitt, stellt die Kof fest. Der Ausblick für die Schweizer Wirtschaft bleibe somit unverändert gegenüber Juli.

Insgesamt leicht positive Tendenzen im verarbeitenden Gewerbe und im Bankensektor werden laut Kof im August von leicht negativen Entwicklungen primär im Bausektor ausgeglichen. Da die Indikatoren, die das internationale Umfeld sowie den Inlandkonsum abdecken, sich in etwa auf den vorherigen Werten stabilisiert hätten, zeige das Barometer insgesamt leicht nach oben.

Im verarbeitenden Gewerbe habe sich der Ausblick in den Bereichen Metall, Maschinenbau, Textil sowie bei den Spezialindustrien verbessert. Überschattet werde dieser positive Ausblick von einer weniger günstigen Entwicklung in der chemischen Industrie, der Nahrungsmittelverarbeitung und der Papierindustrie. Der Ausblick in der Elektro- und in der Holzverarbeitungsindustrie bleibt nach Angaben der Kof stabil.

Ein Rally mit kurzen Beinen

INTERNATIONALE ANLEIHEN Nicht immer, aber meistens hat der Bondmarkt gegenüber dem Aktienmarkt das bessere Gespür für sich abzeichnende Korrekturen. So auch dieses Mal, als die Aktienanleger unsanft wachgerüttelt wurden. Das Schrecken des Volatilitätsweckers hat jetzt wohl jeder vernommen. Dass ein Sturm aufzuziehen drohte, erkannte man bereits vor ein paar Wochen, als die Unterschiede in der Wertentwicklung von Aktien und analogen Anleihenrisikosegmenten wie Hochzins-, Schwellenländer-, und Pflichtwandelanleihen sowie Preferred Shares deutlich wurden.

Wir haben an dieser Stelle bereits Anfang Juli auf diese Gefahren hingewiesen, vor der Einstiegsfalle gewarnt und zu einer auf Werterhalt ausgerichteten Strategie (Return of My Money) geraten. Die Dollaraufwertung und Yuanabwertung ist noch nicht vorbei. Der Druck auf die Zahlungsbilanzen und entsprechende Kapitalabflüsse in einigen wichtigen Schwellenländern wird anhalten. Der Unterschied zu der Situation vor ein paar Wochen liegt jetzt aber darin, dass der Markt die Gefahr schmerzlich zur Kenntnis genommen hat.

Auch ist es möglich, dass der Ölpreis bei unter 40\$/Fass (WTI) nun ein Tief erreicht hat. Wenn nämlich Öl in drei Handelstagen um beinahe 20% teurer werden kann, dann hat dies nichts mehr mit fundamentalen Bewegungen zu tun, sondern nur noch mit «Kasino» und Marktmanipulation. Die US-Notenbank hat es verpasst, die Leitzinsen rechtzeitig zu erhöhen und wird dies jetzt in Zeiten erhöhter Unsicherheit nur sehr zögernd tun. Eine Zinserhöhung gekoppelt mit Zwangsverkäufen in US-Treasuries durch ausländische Notenbanken zur Stützung der eigenen Währungen wäre gefährlich.

Kurzfristig dürfte sich die Lage beruhigen. Deshalb erscheinen US-Hochzinsanleihen mit Risikospreads so hoch wie in den vergangenen Systemkrisen und Wandelobligationen attraktiv bewertet. Der Sturm ist aber noch nicht vorbei. Die kurze Verschnaufpause kann aber bei relativen Mandaten taktisch genutzt werden. Absolut denkenden Investoren sei weiterhin eine Überbewertung von Liquidität und Fokus auf Return of My Money und nicht Return on My Money empfohlen.

DANIEL GSCHWEND, Premium Strategy Partners

China belastet den Dollar

DEVISEN Eine Flucht in den Franken ist bisher ausgeblieben.

Die Turbulenzen in China lasten laut Händlern vor allem auf dem Dollar. Der Euro ist am Dienstag kurzfristig über 1.13 \$/€ gestiegen. Trotz Panik sei der Franken in den vergangenen Tagen nicht stärker geworden, eine Flucht in den si-

cheren Hafen sei ausgeblieben, merkt die St. Galler Kantonalbank an. Für eine Entwarnung sei es aber noch zu früh. Die EZB setzte die Referenzkurse auf 1.1236 \$/€ und unverändert 1.0825 Fr./€ fest, nach 1.1215 \$/€ am Montag. **FuW**

Belastungstest bestanden

WANDELANLEIHEN Aktienkorrektur wurde gut gemeistert.

Kaum war die Griechenlandkrise überstanden, zog an den Aktienmärkten das nächste Gewitter auf. Diesmal waren es Sorgen um das Wirtschaftswachstum Chinas, die die Aktienkurse rund um den Globus auf Talfahrt schickten. In nur vier Tagen brach der MSCI Weltaktienindex um 10% ein, was der grössten Belastungsprobe für Wandelanleihen seit der Euro-Schuldenkrise 2011 gleichkam.

Mit einem Verlust von 4% überstanden die Wandelanleihen die Korrekturphase erstaunlich gut, und dies, obwohl ihre Aktiensensitivität (Delta) zuvor bei rund 50% lag. Das vergleichsweise gute Abschneiden der Wandelanleihen war nicht zuletzt darauf zurückzuführen, dass Panikverkäufe weitgehend ausblieben. Im Gegenteil, im qualitativ besseren Segment wurde die Korrektur eher als Kaufgelegenheit genutzt, lassen zahlreiche Broker verlauten.

Am meisten unter den Turbulenzen zu leiden hatte sicherlich der Primärmarkt. Als Mitte August die Sommerflaute langsam zu Ende ging, brachen die Märkte ein. Damit verschlechterte sich das Umfeld für Neuemissionen schlagartig. So blieb die einzig namhafte Transaktion eine Vor-

zugswandelanleihe aus Übersee; der US-Halbleiterproduzent **Sun-Edison** platzierte 650 Mio. \$ mit einer Dividende von 6¼%. Für «Long-only»-Investoren war der Zeitpunkt aber denkbar ungünstig, zumal die Anleihe nach anfänglichen Gewinnen nur nach unten ging. Die Aktien von SunEdison verloren bis Monatsende fast 30%.

Das Umfeld im Primärmarkt wird auch in den kommenden Wochen und Monaten voraussichtlich schwierig bleiben. Eine Belebung dürfte erst dann einsetzen, wenn sich die Wogen an den Märkten allmählich wieder glätten. Ein Blick zurück ins Jahr 2011 verrät, dass nach Erreichen eines Tiefpunkts auch ein paar Monate vergehen können bis die Emittenten wieder an den Markt zurückkehren.

Ob sich diese Entwicklung wiederholt oder die Neuemissionspresse rascher wieder in die Gänge findet, bleibt abzuwarten. Jedenfalls ist davon auszugehen, dass zahlreiche Fondsmanager die jüngste Korrektur auch deshalb zu Zukäufen genutzt haben, weil zuvor angehäufte Barbestände derzeit im Primärmarkt auf wenig Angebot treffen.

LUKAS BUXTORF, AgaNola

Neu lancierte Frankenemissionen										
Valor, Emittent, Federführer, Rating	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit in Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Libe-rierung	Brief-kurs	Ren-dite in %			
Anleihen inländischer Schuldner										
29 236 507	Emissionszentrale für gemeinnützige Wohnbauträger (ZKB) ¹	54,7	9 ½%	¼	4.9.	7.9.	99,66	0,16		
29 236 508	Emissionszentrale für gemeinnützige Wohnbauträger (ZKB)	130,5	18	¼	4.9.	7.9.	100,36	0,60		
29 087 649	Kraftwerke Linth-Limmern (UBS/ZKB/BNP Paribas)	160	6	½	7.9.	9.9.	99,85	0,53		
29 334 339	Banque Cantonale du Valais (CS/ZKB/Walliser KB)	125	6	¼	11.9.	15.9.	99,95	0,09		
29 334 341	Banque Cantonale du Valais (CS/ZKB/Walliser KB)	125	10	¼	11.9.	15.9.	99,50	0,45		
29 505 091	Cembra Money Bank (CS/ZKB) A-	175	6	½	11.9.	15.9.	100,30	0,45		
29 518 637	Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken (Schweizerische KB) Aaa-/AAA	232	4 ¼%	0	14.9.	15.9.	101,00	-0,21		
29 518 638	Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken (Schweizerische KB) Aaa-/AAA	167	10	¼	14.9.	15.9.	100,75	0,30		
23 317 344	Lonza Swiss Finanz (CS/UBS/ZKB)	150	5	¼	18.9.	22.9.	99,90	0,65		
23 317 345	Lonza Swiss Finanz (CS/UBS/ZKB)	175	8	1 ¼	18.9.	22.9.	100,10	1,24		
Anleihen ausländischer Schuldner										
29 208 619	Corporación Andina de Fomento (CS) Aa3/AA-/AA-	200	8	0,45	3.9.	7.9.	100,25	0,42		

¹ Erstmals in dieser Tabelle ² das Rating von Moody's, Standard & Poor's und Fitch bezieht sich auf vergleichbare ausstehende Anleihen desselben Schuldners ³ Titel ausländischer Schuldner sind quellensteuerfrei ⁴ Floater ⁵ nachrangig ⁶ Aufstockung um 54,7 Mio. Fr. auf 174,5 Mio. Fr.; nach Libe-rierung am 7. September fungibel mit Valor 28 073 751, zuzüglich werden Märzinszen für 100 Tage gezahlt

Neue Emissionen am Euromarkt							
Schuldner (Federführer)	Betrag in Mio. €	Verfall	Zins in %	Libe-rierung	Ausg.-preis %		
Euro							
KfW (DB/GS/JPM)	DE00A168Y06	5000	2020	¼	3.9.	-	-
Deutsche Bank Luxembourg (DB)		200	2025	¼	3.9.	-	-
Niederlande Waterschapsbank (Joint Leads)	XS1284550941	1000	2025	1	3.9.	-	-
Boligkredit (Joint Leads)	XS1285867419	1000	2022	¼	4.9.	-	-
OP Mortgage Bank (Joint Leads)	XS1285892870	1000	2022	¾	4.9.	-	-
Commerzbank (Joint Leads)	DE00CZ40KZO	500	2025	¼	7.9.	-	-
Sumitomo Mitsui (BNP)	XS1286892069	1000	2017	1	8.9.	100,00	-
Crédit Agricole (Joint Leads)	FR0012936656	1250	2021	¼	9.9.	-	-
Norwegische Krone							
KfW (Nordea)	XS1284557284	1000	2020	1 ¼	2.9.	99,71	-
Schwedische Krone							
Landeshypothek (Nordea)	XS1285271927	400	2017	¼	3.9.	-	-
Japanischer Yen							
Morgan Stanley	XS1282732475	3000	2030	2	3.9.	75,85	-
Lloyds Bank (Daiwa)	XS1285915671	1000	2022	0.503	9.9.	100,00	-
Hongkong-Dollar							
Nationwide Building Society (Citi)		1400	2025	3.155	2.9.	100,00	-
Pohjola Bank (Caclib)	XS1285867336	1270	2025	3.001	4.9.	100,00	-
Indische Rupie							
IBRD (Citi)	XS1280779528	393	2020	5.47	29.9.	100,00	-
IBRD (Citi)	XS1280369031	275	2018	5 ¼%	29.9.	100,00	-
Singapur-Dollar							
HSBC Singapore (HSBC)	XS1285680267	250	2030	1	4.9.	100,00	-

1 = Variabler Zins 2 = Nullcouponanleihe 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 2014			Hoch 2015	Tief 2015			28.8.	31.8.	1.9.
	Ende	Hoch	Tief		Ende	Hoch	Tief			
Kassazins (10 Jahre)	0,38	0,38	-0,30	-0,12	-0,12	-0,12	-0,08			
1,5% Eidgenossenschaft 2025 ¹	0,37	0,28	-0,28	-0,14	-0,14	-0,14	-0,10			
4% Eidgenossenschaft 2028 ¹	0,48	0,56	-0,02	0,24	0,25	0,29	0,29			
1,5% Eidgenossenschaft 2042 ¹	0,77	0,83	0,23	0,52	0,53	0,56				
Swapsätze Fr.	3 Jahre	-0,11	-0,11	-1,03	-0,58	-0,57	-0,56			
(Mittelwerte)	5 Jahre	0,02	0,03	-0,82	-0,35	-0,34	-0,31			
	10 Jahre	0,48	0,48	-0,27	0,24	0,25	0,28			
Euromarktsätze Fr.	1 Monat	-0,20	-0,11	-3,48	-0,76	-0,77	-0,78			
	3 Monate	-0,25	-0,15	-2,45	-0,72	-0,77	-0,78			
	12 Monate	-0,08	0,05	-1,45	-0,60	-0,68	-0,65			
Dreimonatssatz (ICE-Libor)		-0,06	-0,06	-0,96	-0,72	-0,72	-0,72			
Zinsdifferenzen (Spreads) in Prozentpunkten										
Kassasatz (10 J.) – Euromarktsatz (3 Mte.)	0,63	2,15	0,35	0,60	0,65	0,70				
Swap (10 J.) – Kassasatz (10 J.)	0,10	0,41	-0,10	0,36	0,37	0,36				
Euromarktsatz (3 Mte.) Euro – Franken	0,31	2,45	0,17	0,66	0,70	0,72				
Swapsätze (10 J.) Euro – Franken	0,31	0,96	0,18	0,42	0,41	0,38				
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 2014			Hoch 2015	Tief 2015			28.8.	31.8.	1.9.
Rendite Staatsanleihen (10 Jahre)										
- USA	2,18	2,48	1,69	2,15	2,16	2,18				
- USA (Long Bond)	2,75	3,22	2,26	2,89	2,89	2,95				
- Kanada	1,79	1,90	1,25	1,42	1,42	1,46				
- Japan	0,33	2,03	0,21	0,38	0,38	0,39				
- Australien	2,80	3,14	2,28	2,69	2,65	2,71				
Europäische Währungsunion										
- Deutschland	0,54	0,97	0,08	0,71	0,76	0,79				
- Frankreich	0,82	1,32	0,35	1,06	1,11	1,15				
- Griechenland	9,60	19,38	8,46	9,19	9,29	9,22				
- Italien	1,88	2,35	1,16	1,91	1,94	1,99				
- Spanien	1,61	2,40	1,16	2,05	2,09	2,14				
- Niederlande	0,68	1,19	0,23	0,91	0,96	1,00				
Übriges Europa										
- Grossbritannien	1,76	2,19	1,36	1,92	1,96	1,94				
- Schweiz	0,37	0,37	-0,14	-0,14	-0,14	-0,10				
Euromarktsätze (3 Monate)										
- US-Dollar	0,19	0,51	0,20	0,48	0,50	0,51				
- Euro	0,10	0,62	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07				
Swapsätze (5 Jahre)										
- US-Dollar	1,75	1,86	1,34	1,55	1,57	1,56				
- Euro	0,36	0,58	0,18	0,41	0,43	0,45				
- Pfund	1,44	1,80	1,18	1,58	1,60	1,59				

Stand 17:00 Uhr

Kreuzparitäten und Spotkurse					
Kreuzparitäten ausgewählter Währungen					
Zeit: 15.00h	Fr.	US-\$	Euro	Yen	
1 Fr.	-	1.0391	0.9232	124.4600	
1 US-\$	0.9624	-	0.8887	119.8100	
1 Euro	1.0832	1.1252	-	134.7900	
100 Yen	0.8031	0.8344	0.7415	-	
1 GB-£	1.4739	1.5314	1.3608	183.4700	
1 kan.\$	0.7311	0.7597	0.6751	91.0200	
1 austr.\$	0.6784	0.7054	0.6264	84.4500	
100 HK-\$	12.4200	12.9032	0.1147	1545.9200	
100 skr.	11.4000	11.8453	10.5200	1418.6800	
Umrechnungskurse in Franken (Spotpreise)					
Land	Währung	Veränderung in %		Veränderung in %	
		01.09.15	-1Wo.	01.09.15	-1Wo.
Argentinien	100 ARS	10.339	+0,95	-11,91	
Australien	1 AUD	0.678	-0,63	-16,64	
Brasilien	100 BRL	26.197	-2,39	-29,92	
China	10 CNY	1.511	+2,02	-5,63	
Dänemark	1 DKK	0.145	-0,08	-10,16	
Euroland	1 EUR	1.083	-0,08	-9,97	
Grossbritannien	1 GBP	1.473	-1,20	-4,88	
Hongkong	100 HKD	12.405	+1,28	-3,17	