



# Zwei Hypothekenanleihen

**OBLIGATIONEN SCHWEIZ** Die Pfandbriefzentrale platziert, und die Stimmung der Exporteure ist etwas besser.

MANFRED KRÖLLER

Die Doppeltranche der Pfandbriefzentrale (PFZ) der schweizerischen Kantonalbanken am Dienstag war die einzige Transaktion am Primärmarkt. Unter Federführung der schweizerischen Kantonalbanken wurden zwei Tranchen neu aufgelegt: **1/4% PfZ Serie 470, 2015/2024** über 267 Mio. Fr. sowie **3/4% PfZ Serie 471, 2015/2030** über 487 Mio. Fr. An Renditeaufschlägen (Spreads) wurden für die kürzere Laufzeit 4 Basispunkte (Bp) und für das in 15 Jahren fällige Papier 10 Bp über Swap-Mitte gezahlt.

An dreimonatigen Geldmarkt-buchforderungen (GMBF) der Eidgenossenschaft wurden am Dienstag 405,2 Mio. Fr. zugeteilt. Es gab Gebote über 2,023 Mrd. Fr. Die Rendite sank auf **-0,92%** nach **-0,798%** (auf sechsmonatige GMBF) in der Vorwoche.

Es brauchte einige Zeit, um die Auswirkungen und Kreditrisikokonsequenzen des Abgasskandals bei Volkswagen einermassen abschätzen zu können. Dafür feuert nun die Agentur Standard and Poor's (S&P) eine Breitseite an Herabstufungen auf den wohl nur vorübergehend weltgrössten Autohersteller. Jeweils von A auf A-

zurückgesetzt wurden die Konzernmutter **VW AG** sowie die Konzerntöchter **VW Financial Services, VW Credit Canada, VW Financial Services Australia, VW Financial Services N.V., und VW Int. Finance N.V.** Im Zuge der aufgedeckten Abgasmanipulationen bei rund 11 Mio. Fahrzeugen hat der Konzern nach Ansicht der Ratingagentur erhebliche Mängel im Management und in der Risikosteuerung gezeigt. Ungeachtet der Bonitätskorrektur bleibt VW bei S&P auf der Beobachtungsliste mit negativen Implikationen. Eine nochmalige Rückstufung könnte bis zu zwei Noten betragen.

Moody's setzt **UBS** bei unverändertem Rating A2 auf die Überwachungsliste mit positiven Implikationen. Eine mögliche Höherstufung wird mit den Verbesserungen bei der Leverage-Ratio sowie der Profitabilität begründet.

Die **Schweizer Produzenten- und Importpreise** sind im September gegenüber August **0,1% gesunken** und im Jahresvergleich gar um **6,8%**, teilt das Bundesamt für Statistik (BFS) mit. Während die Produzentenpreise unverändert blieben, sanken die Importpreise um **0,2%**. Verbilligt haben sich im September vor allem Rohöl und Treibstoffe. Im Jahresvergleich sanken die **Produzentenpreise um 4,8%**, die **Importpreise um 11,2%**.

Nach dem Allzeittief im Vorquartal hat sich die **Stimmung unter den exportorientierten kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)** in der Schweiz **«etwas gebessert»**, meldet Credit Suisse (CS), die zusammen mit Switzerland Global Enterprise (S-GE) den **KMU-Exportindikator** veröffentlicht. Er sei nun wieder knapp über die Wachstumsschwelle gestiegen. Die KMU wollen gemäss der S-GE-Umfrage vermehrt in neue, attraktive Exportmärkte vorstossen. Das Exportbarometer zeige eine **robuste Nachfrage aus dem Ausland**, kommentiert die CS. Die etwas weniger angespannte Lage mit Blick auf den Wechselkurs dürfte dazu führen, dass Schweizer Unternehmen stärker von diesen Nachfrageimpulsen profitieren können als in den ersten drei Quartalen dieses Jahres.

## Etwas für Mutige: Glencore und RWE

**INTERNATIONALE ANLEIHEN** Den Mutigen gehört die Welt. Dies mag in vielen Bereichen des Lebens zutreffen, bei Anlagen jedoch meistens nicht. Die Bondmärkte offerieren zurzeit nur in wenigen Bereichen aus Risiko-Ertrags-Sicht genug attraktive Chancen. Die Aktien- und die Obligationenmärkte stehen vor einer neuen Realität: Der «Fed-Put» (monetäre Stimulierung durch die US-Notenbank) entfällt, und entsprechend stark steigt die Volatilität. Gleichzeitig besteht die Gefahr, dass wir vor einer erneuten **globalen Wachstumsdelle** stehen.

Für die Obligationeninvestoren bedeutet dies, dass die Renditen weiter tief bleiben und noch keine Gefahr von substantziellen Kursverlusten infolge steigender Zinsen droht. Tiefe Renditen geben aber nur sehr begrenzten Schutz nach unten, sodass eine **positive Rendite in der Zukunft** wohl nur über ein gutes Timing sowie Einzeltitelsituationen erzielt werden kann. In den vergangenen Wochen häuften sich die negativen Unternehmensnachrichten im Rohstoffbereich – aus fundamentaler Sicht komplett überzogen. Der Markt vergisst, dass wir in wenigen Jahren vor einem Angebotsdefizit stehen

könnten, was dann der Auslöser eines neuen Rohstoff-Bullenzyklus und steigender Inflation sein dürfte. Wir erachten die **Obligationen von Glencore** als attraktiv bewertet. Glencore hat aus Sicht der Obligationäre die richtigen Schritte eingeleitet und dürfte das Anlage-Qualitätssiegel Investment Grade behalten.

Wir favorisieren entgegen der Konsensmeinung die längeren Laufzeiten, die den höchsten Zinskurven-Spread aufweisen, etwa den Dollarbond **4% Glencore Funding** (Isin XS1218432349) mit Verfall am 16. April 2025. Das Papier rentiert 6,6%. Ebenfalls attraktiv bewertet sind die Anleihen von **RWE**. Auch hier wurden vor wenigen Wochen unrealistische Zahlen für die Rückstellungen zum Atomausstieg kolportiert. Kaufenswert sind die Frankenanleihe **5 1/4% RWE** (Isin CH0136594352) mit einer Rendite von 5,3% und erstem Call-Datum am 4. April 2017 sowie der Dollarbond **6,625% RWE** (Isin XS1254119750) mit einer Rendite von 6,8% und erstem Call-Datum am 30. März 2026. Diese Positionen könnten mit US-Treasuries abgesichert werden.

**DANIEL GSCHWEND**, Premium Strategy Partners

## Dollar gibt weiter nach

**DEISEN** Schwache ZEW-Daten beeindrucken den Euro nicht.

Trotz schwacher ZEW-Daten ist der Euro zum Dollar am Dienstag leicht gestiegen und kostete am Nachmittag 1.1368\$/€. Zum Franken tendierte er etwas schwächer. Seit März hat der Dollar zum Euro fast 9% verloren. Das hat laut St.

Galler KB mit der «verflossenen» Euro-Geldfantasie und der ausbleibenden US-Zinserhöhung zu tun. Die EZB fixierte die Referenzkurse am Mittag auf 1.1374\$/€ und 1.0910Fr./€, nach 1.1373\$/€ und 1.0928 Fr./€ am Montag. **FuW**

## Zwang kann wehtun

**WANDELANLEIHEN** Volkswagen liefert ein Negativbeispiel.

Wandelanleihen zeichnen sich gerade in Krisenzeiten durch einen besseren Rückschlagschutz aus als Aktien. Dass dies nicht für Zwangswandelanleihen (Mandatories) gilt, zeigt einmal mehr das Beispiel Volkswagen. Die VW-Aktie ist seit dem Abgasskandal stark unter Druck und hat seit Mitte September fast 40% verloren. Auch der VW-Wandler hat den Kursverfall grösstenteils mitgemacht, da das Wandelrecht eben auch auf der Seite des Emittenten und nicht nur des Investors liegt.

Die vorab fixierte maximale Anzahl VW-Aktien pro Bond, die bei Verfall am 9. November ausgeliefert werden, hat jetzt einen Wert von nur noch **74% des Nominalwerts** des Bonds. Bei einer Zwangswandelanleihe geht der Investor neben der Long-Call-auch eine Short-Put-Option ein und lässt sie sich mit einem höheren Coupon vergüten. Bei der VW-Anleihe waren es 5 1/2% p.a. über drei Jahre.

Der Kurseinbruch kurz vor Verfall wird dem Investor nun zum Verhängnis und nimmt ihm mehr als nur die «Überrendite» weg. Es bleibt ihm nur die leise Hoffnung, dass sich die Aktie über die Zeit erholt. Das Pay-off-Profil von

Zwangs- oder Pflichtwandelanleihen entspricht also viel mehr einer Aktienbewegung und bietet nicht den Schutz klassischer Wandler mit festem Rückzahlungspreis. Solange der Schuldner solvent ist, besteht bei den klassischen Wandelanleihen ein Bond Floor, egal, ob der Aktienkurs steigt oder fällt.

In Zwangswandelanleihen tummeln sich vornehmlich Aktieninvestoren oder Hedge Funds, die das Aktienrisiko oft durch Leerverkäufe absichern. Es lohnt sich also, genau hinzuschauen, wo die Rechte und die Pflichten einer Wandelanleihe liegen. Der **Anteil von Zwangswandelanleihen** ist allerdings gering und erreichte 2014 etwa 10% des Emissionsvolumens. Da sich der Charakter einer Wandelanleihe über die Laufzeit stark verschieben kann, sollte man die Papiere und ihre Kursentwicklung im Auge behalten.

Viele Investoren greifen daher gerne auf Fonds zurück. Hier ist die professionelle Überwachung der Strategie gewährleistet, und andererseits besteht dank breiter Diversifikation keine Abhängigkeit von wenigen Titeln.

**ROLAND HOTZ**, Fisch AM

Neu lancierte Frankenemissionen									
Valor, Emittent, Federführer, Rating <sup>1</sup>	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit in Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Libe-rierung	Brief-kurs	Ren-dite in %		
<b>Anleihen inländischer Schuldner</b>									
29 734 357 Siegfried Holding (UBS/ZKB) <sup>4,5</sup>	100		3 1/2	22.10.	26.10.	102,50	2,95		
29 929 728 Zürcher Kantonalbank (ZKB) Aaa/AAA/AAA	210	15	3/4	27.10.	28.10.	100,40	0,72		
30 087 426 Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken (Kantonalbanken) - /Aaa/AAA	267	8 1/2	3/4	30.10.	2.11.	100,15	0,11		
30 087 428 Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken (Kantonalbanken) - /Aaa/AAA	487	15	3/4	30.10.	2.11.	100,20	0,61		
30 041 727 République et Canton de Neuchâtel (ZKB)	100	9	0,04	9.11.	10.11.	99,60	0,08		

<sup>1</sup> Erstmals in dieser Tabelle <sup>2</sup> das Rating von Moody's, Standard & Poor's und Fitch bezieht sich auf vergleichbare ausstehende Anleihen desselben Schuldners <sup>3</sup> Titel ausländischer Schuldner sind quellensteuerfrei <sup>4</sup> Floater <sup>5</sup> nachrangig <sup>6</sup> «Ewige» Anleihe, die bis zum ersten vorzeitigen Kündigungsstermin am 26. Oktober 2020 fest zu 3,5% verzinst wird; anschliessend wird sie für jeweils 5 Jahre zum dann gültigen Fünfjahreswap plus 350 Bp Spread plus 250 Bp Step-up-Aufschlag verzinst

### Neue Emissionen am Euromarkt

Schuldner (Federführer)	Isin	Betrag in Mio.	Verfall	Zins in %	Libe-rierung	Ausg-preis %
<b>Euro</b>						
Deutsche Pfandbriefbank (Joint Leads)	DE000A13SWA4	500	2018	1 1/2	15.10.	99,83
Gazprom (Joint Leads)	XS1307381928	1000	2018	4 1/2	15.10.	-
Niederlande Gasunie (Joint Leads)	XS1307993292	300	2018	1	16.10.	-
Nordea Bank (Joint Leads)	XS1308350237	1250	2022	3/4	19.10.	-
Bank of Ireland (Joint Leads)	XS1308351714	750	2021	3/4	19.10.	-
TDF Infrastructure (Joint Leads)	FR0013016631	600	2022	2 1/2	19.10.	99,31
Landsbankinn (CITI/DB/JPM)	XS1308312658	300	2018	3	19.10.	99,79
Carrefour Banque (Joint Leads)	XS1301773799	300	2019	1	19.10.	-
<b>Norwegische Krone</b>						
Islandsbanki (DNB/PARETO)	NO0010747470	500	2018	1	16.10.	100,00
<b>Schwedische Krone</b>						
SBAB Bank (SWED)	XS1306414746	250	2017	0,26	14.10.	-
<b>Ungarische Forint</b>						
Raiffeisen Bank (RAIINT)	AT0008013677	1.558	2017	1 1/2	20.10.	100,00
<b>US-Dollar</b>						
Banco Nacional Comercio (BAML/HSBC)	USP14517AA73	1000	2025	4 1/2	14.10.	99,72
Royal Bank of Canada (Joint Leads)	US780082AC79	1.758	2020	2 1/2	14.10.	99,97
Rolls-Royce (Joint Leads)	USG76237AB53	1000	2025	3 1/2	14.10.	99,90
MMC Norilsk Nickel OJSC via MMC Fina (Joint Leads)	XS1298447019	1000	2022	6 1/2	14.10.	100,00
SBA Tower Trust (BARCBK/C/DB)	USU80547AJ87	500	2020	3,156	14.10.	100,00
PepsiCo (Joint Leads)	US713448DC92	1100	2020	2,15	14.10.	99,89
PepsiCo (Joint Leads)	US713448DD75	750	2046	4,45	14.10.	99,74
PepsiCo (Joint Leads)	US713448DA37	700	2017	1	14.10.	100,00
Invesco Finance (Joint Leads)	US46132FAD24	500	2026	3 1/2	14.10.	99,74
PepsiCo (Joint Leads)	US713448DB10	450	2017	1	14.10.	99,79
Host Hotels (Joint Leads)	US44107TAW62	400	2026	4 1/2	14.10.	99,68
Asian Development Bank (Joint Leads)	US045167DF79	500	2017	1	19.10.	-
<b>Japanischer Yen</b>						
Credit Suisse (CSINT)		470	2020	1	15.10.	-
Municipality Finance	XS1304483305	500	2020	1	15.10.	100,00
Barclays		355	2020	1	16.10.	-
Barclays		678	2018	1,15	16.10.	-
Swedish Export Credit Corporation		11,28	2020	1	21.10.	-
KW (MUEG)		467	2016	1 1/2	21.10.	100,00
<b>Chinesische Yuan</b>						
China Construction Bank (Joint Leads)	XS1294343840	1000	2017	4 3/4	19.10.	-

<sup>1</sup> = Variabler Zins  
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	9.10.	12.10.	13.10.
<b>Kassazins (10 Jahre)</b>	0,38	0,38	-0,30	-0,17	-0,17	-0,18
1,5% Eidgenossenschaft 2025 <sup>1</sup>	0,37	0,28	-0,28	-0,18	-0,21	-0,18
4% Eidgenossenschaft 2028 <sup>1</sup>	0,48	0,56	-0,02	0,23	0,22	0,21
1,5% Eidgenossenschaft 2042 <sup>1</sup>	0,77	0,83	0,23	0,59	0,58	0,59
<b>Swapsätze Fr.</b>						
(Mittelwerte)						
3 Jahre	-0,11	-0,11	-1,03	-0,62	-0,62	-0,65
5 Jahre	0,02	0,03	-0,82	-0,40	-0,40	-0,42
10 Jahre	0,48	0,48	-0,27	0,21	0,20	0,19
<b>Euromarktsätze Fr.</b>						
(Mittelwerte)						
1 Monat	-0,20	-0,11	-3,48	-0,82	-0,74	-0,82
3 Monate	-0,25	-0,15	-2,45	-0,82	-0,76	-0,76
12 Monate	-0,08	0,05	-1,45	-0,62	-0,62	-0,62
Dreimonatssatz (ICE-Libor)	-0,06	-0,06	-0,96	-0,72	-0,72	-0,72
<b>Zinsdifferenzen (Spreads) in Prozentpunkten</b>						
Kassasatz (10 J.) – Euromarktsatz (3 Mte.)	0,63	2,15	0,35	0,64	0,58	0,58
Swap (10 J.) – Kassasatz (10 J.)	0,10	0,41	-0,10	0,38	0,37	0,37
Euromarktsatz (3 Mte.) Euro – Franken	0,31	2,45	0,17	0,75	0,68	0,70
Swapsätze (10 J.) Euro – Franken	0,31	0,96	0,18	0,45	0,46	0,47
<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 2014	Hoch 2015	Tief 2015	9.10.	12.10.	13.10.
<b>Rendite Staatsanleihen (10 Jahre)</b>						
- USA	2,18	2,48	1,69	2,11	2,09	2,07
- USA (Long Bond)	2,75	3,22	2,26	2,93	2,92	2,91
- Kanada	1,79	1,90	1,25	1,51	1,52	1,48
- Japan	0,33	2,03	0,21	0,33	0,33	0,32
- Australien	2,80	3,14	2,28	2,72	2,71	2,69
<b>Europäische Währungsunion</b>						
- Deutschland	0,54	0,97	0,08	0,61	0,58	0,60
- Frankreich	0,82	1,32	0,35	0,90	0,87	0,88
- Griechenland	9,60	19,38	7,77	7,89	7,93	7,97
- Italien	1,88	2,35	1,16	1,69	1,68	1,67
- Spanien	1,61	2,40	1,16	1,84	1,82	1,81
- Niederlande	0,68	1,19	0,23	0,79	0,76	0,78
<b>Übriges Europa</b>						
- Grossbritannien	1,76	2,19	1,36	1,86	1,83	1,85
- Schweiz	0,37	0,37	-0,22	-0,18	-0,21	-0,18
<b>Euromarktsätze (3 Monate)</b>						
- US-Dollar	0,19	0,57	0,20	0,52	0,51	0,41
- Euro	0,10	0,62	-0,09	-0,07	-0,07	-0,07
<b>Swapsätze (5 Jahre)</b>						
- US-Dollar	1,75	1,86	1,34	1,43	1,42	1,39
- Euro	0,36	0,58	0,18	0,36	0,33	0,34
- Pfund	1,44	1,80	1,18	1,44	1,44	1,44

Stand 17:00 Uhr

### Kreuzparitäten und Spotkurse

Kreuzparitäten ausgewählter Währungen										Datum: 13.10.2015											
Zeit: 15.00h	Fr.	US-\$	Euro	Yen	GB-£	Kan.\$	austr.\$	HK-\$	sKr.	Veränderung in %	Land	Währung	13.10.15	-1Wo.	2015	Veränderung in %	Land	Währung	13.10.15	-1Wo.	2015
1 Fr.		1,0444	0,9160	124,8900	0,6862	1,3625	1,4343	8,0931	8,4836		Norwegen	100 NOK	11,744	+0,71	-11,56		Philippinen	10 PHP	0,208	-0,39	-6,28
1 US-\$	0,9575		0,8777	119,5900	0,6571	1,3054	1,3725	7,7500	8,1239		Polen	100 PLN	25,716	+0,14	-8,25		Russland	100 RUB	1,523	+0,19	-10,35
1 Euro	1,0908	1,1392		136,2400	0,7486	1,4871	1,5635	8,8288	9,2547		Schweden	100 SEK	11,781	+0,38	-7,17		Singapur	1 SGD	0,684	+0,49	-8,81
100 Yen	0,8006	0,8361	0,7338		0,5494	1,0915	1,1480	6,4799	6,7926		Südafrika	1 ZAR	0,071	-0,67	-17,39		Südkorea	100 KRW	0,083	-0,17	-8,58
1 GB-£	1,4563	1,5218																			