



Nur knapp über Vorjahr

OBLIGATIONEN SCHWEIZ Das Volumen der Neuemissionen hat 2017 gegenüber 2016 kaum zugenommen.

MANFRED KRÖLLER

Das Geschäft am Franken-Primärmarkt 2017 ist so gut wie gelaufen. Es sind auch nach der Weihnachtspause bis zum Jahreswechsel keine Neuemissionen mehr zu erwarten, verlautet von den Syndikatsbanken. So wurden bisher im zu Ende gehenden Jahr **Anleihen über knapp 55,1 Mrd. Fr. platziert**, nach 54,8 im Vorjahr und 61,7 Mrd. Fr. 2015, geht aus der Statistik der Credit Suisse, ergänzt um die monatlichen «Eidgenossen»-Auktionen, hervor. Auf das **Inlandsegment** entfallen davon fast unver-

ändert **39,8 Mrd. Fr.** (Vorjahr: 39,5 Mrd., 2015: 42,4 Mrd.). **Ausländische Schuldner** platzierten **15,2 Mrd. Fr.**, nach 15,4 Mrd. im Vorjahr und 19,3 Mrd. 2015. Im **Dezember** gab es wie gewöhnlich wenig Transaktionen. Es wurden **neue Anleihen über 1,13 Mrd. Fr.** emittiert, nach 4,5 Mrd. im November und 1,97 Mrd. Fr. im Dezember 2016. Inländische Schuldner nahmen 1,03 Mrd. Fr. auf nach 4,2 Mrd. im November und 1,97 Mrd. vor Jahresfrist. Im Auslandsegment beschränkte sich das Neugeschäft auf 100 Mio. Fr., nach 350 Mio. im November. Im Dezem-

ber 2015 hatte es keine Auslandsemissionen gegeben. An **dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen** wurden am Freitag vorzeitig wegen der Weihnachtsfeiertage 145 Mio. Fr. zugeteilt. Es gab Gebote über 175 Mio. Fr. Die **Rendite stieg auf -1,05%**, gegenüber -1,191% am Dienstag. Das **Kof-Konjunkturbarometer** ist im Dezember um fast einen Punkt auf 111,3 gestiegen. Das ist der **höchste Stand seit Juni 2010**, teilt die Kof mit. Die Schweizer Wirtschaft befindet sich in einem Aufschwung. Der hohe Stand des Barometers sei hauptsächlich dem Bankensektor zu verdanken.

Positive Beiträge hätten auch der Export, das verarbeitende Gewerbe, der Konsum sowie das Gastgewerbe geliefert. Negativ war der Beitrag des Baugewerbes. Das **Gesamtvermögen der Anlagefonds in der Schweiz** ist im November gegenüber Oktober erneut leicht gestiegen, auf rund 1086 Mrd. Fr. (+0,3%). Das geht aus der Statistik von Swiss Fund Data und Morningstar hervor. Mit Abstand **das meiste Neugeld** (rund 4 Mrd. Fr.) **floss in Obligationenfonds**, gefolgt von Anlagestrategiefonds (423 Mio. Fr.) und Rohstofffonds (352,5 Mio. Fr.). Kapitalabflüsse gab es bei Geldmarkt- (947,8 Mio.) und Aktienfonds (496,6 Mio.). Netto seien den Fonds insgesamt 3,5 Mrd. Fr. zugeflossen. Als **beliebteste Anlagekategorien** liegen Aktienfonds mit 42% in Führung, vor Anleihenfonds (rund 32%), Anlagestrategiefonds (12%) und Geldmarktfonds (7%).

Die neue Normalität in Europa

INTERNATIONALE ANLEIHEN Angesichts solider Frühindikatoren und einer Inflation deutlich über null sah sich die Europäische Zentralbank (EZB) gezwungen, ein Zeichen zu setzen. Von der oft beschriebenen Zinswende zu reden, wäre allerdings stark übertrieben, und von einer restriktiven Geldpolitik ist man noch weit entfernt. Der Hauptfinanzierungssatz bleibt bei 0%, und der Negativzins für Bankeinlagen wird bei -0,4% belassen. Auch das **umfangreiche Anleihenankaufprogramm**, das im Frühjahr 2015 eingeführt wurde und eigentlich im Dezember dieses Jahres enden sollte, wird nochmals vorerst bis September 2018, verlängert. Zumindest reduziert die EZB ab Januar 2018 ihre monatlichen Anleihenankäufe von 60 auf 30 Mrd. im Monat. Sie hält sich jedoch eine erneute Erhöhung der Käufe offen – falls sich die wirtschaftlichen Verhältnisse oder die **Finanzierungsbedingungen** verschlechtern sollten. Mit Finanzierungsbedingungen meint die EZB vor allem die Zinsen, die die Unternehmen bzw. die Staaten der Eurozone für neue Kredite zahlen müssen. Auch das Ende des Ankaufprogramms steht nicht definitiv fest –

es kann «verlängert werden, falls notwendig» – so die Ansage. Mit Rücksicht auf Marktreaktionen hat sich die EZB so praktisch **alle Optionen offengehalten**. Klar ist auch, dass Zinserhöhungen in die Zukunft verschoben wurden, weil die EZB sie erst nach dem Ende der quantitativen Lockerung erwägen will. Über **Zinserhöhungen** wird also **frühestens 2019** nachgedacht. Bis dahin wird die EZB für mindestens 2,55 Bio. € Wertpapiere, überwiegend Staatsschulden, gekauft haben. Die auslaufenden Anleihen werden wie bisher reinvestiert, auch hier handelt es sich um grosse Milliardenbeträge. Investoren und Länder haben sich bereits an die Staatsfinanzierung gewöhnt. Speziell die Peripheriestaaten profitieren davon. EZB-Präsident Mario Draghi steht mit dem Rücken zur Wand, eine finanzielle Vollbremsung ist gar nicht mehr möglich, ohne die Finanzmärkte in ein extremes Chaos zu stürzen. Die umstrittenen **Anleihenankaufprogramme** sind bereits zur **«Normalität»** geworden. Fazit: «The New Normal» heisst für die Zinsen in Europa «Lower for Longer». **EWALD DÜR, LGT**

Katalonien-Wahl drückt

DEISEN Der Euro kann sich aber gut über 1.18\$/€ halten.

Der Euro tendiert am Freitag zum Dollar schwächer – eine Reaktion auf die Wahl in Katalonien, wo die Separatisten die Oberhand behielten, und auf überraschend gute US-Verbraucherdaten. Auch zum Franken geht der Euro etwas leicht-

ter in die Festtagspause. Am späten Nachmittag handelt er bei 1.1835\$/€ und 1.1724 Fr./€, nach 1.1870\$/€ und 1.1742 Fr./€ zur gleichen Zeit am Vortag. Der Dollar läuft mit 0.9902 Fr./\$ um, nach 0.9891 Fr./\$ tags zuvor. **FuW**

Kreuzparitäten und Spotkurse					Datum: 22.12.17				
Kreuzparitäten ausgewählter Währungen									
Zeit: 15.00h	Fr.	US-\$	Euro	Yen	GB-£	kan.\$	austr.\$	HK-\$	sfr.
1 Fr.	-	1.0101	0.8520	114.5000	0.7545	1.2893	1.3089	7.8936	8.4510
1 US-\$	0.9900	-	0.8436	113.3700	0.7470	1.2765	1.2955	7.8155	8.3673
1 Euro	1.1733	1.1851	-	134.3600	0.8854	1.5129	1.5354	9.2621	9.9161
100 Yen	0.8730	0.8818	0.7439	-	0.6587	1.1257	1.1430	6.8920	7.3786
1 GB-£	1.3249	1.3387	1.1292	151.7300	-	1.7085	1.7339	10.4603	11.1988
1 kan.\$	0.7753	0.7831	0.6607	88.7900	0.5850	-	1.0146	6.1207	6.5528
1 austr.\$	0.7640	0.7719	0.6511	87.4900	0.5765	0.9851	-	6.0312	6.4570
100 HK-\$	12.6700	12.7951	0.1079	1450.3900	9.5600	16.3300	16.5804	-	107.0500
100 sfr.	11.8300	11.9513	10.0800	1354.1900	8.9295	15.2500	15.4871	93.4143	-

Umrechnungskurse in Franken (Spotpreise)					Veränderung in %				
Land	Währung	22.12.17	-1Wo.	2017	Land	Währung	22.12.17	-1Wo.	2017
Argentinien	100 ARS	5.505	-2.20	-14.25	Norwegen	100 NOK	11.880	+0.19	+0.64
Australien	1 AUD	0.764	+0.82	+3.99	Philippinen	10 PHP	0.198	+0.66	-3.65
Brasilien	100 BRL	29.830	-0.01	-4.42	Polen	100 PLN	27.992	+1.10	+15.07
China	10 CNY	1.506	+0.43	+2.93	Russland	100 RUB	1.698	+0.79	+2.32
Dänemark	1 DKK	0.158	+0.65	+9.31	Schweden	100 SEK	11.823	+1.45	+5.66
Euroland	1 EUR	1.174	+0.64	+9.45	Singapur	1 SGD	0.737	+0.26	+4.82
Grossbritannien	1 GBP	1.325	+0.41	+5.65	Südafrika	1 ZAR	0.078	+3.93	+5.51
Hongkong	100 HKD	12.667	-0.10	-3.30	Südkorea	100 KRW	0.092	+0.98	+8.99
Indien	1000 INR	15.460	-0.06	-3.36	Taiwan	100 TWD	3.311	+0.07	+5.58
Indonesien	1000 IDR	0.073	+0.05	-3.17	Thailand	100 THB	3.024	-0.77	+6.56
Japan	100 JPY	0.873	-0.67	+0.34	Tschechien	100 CZK	4.556	+0.35	+14.80
Kanada	1 CAD	0.775	+0.36	+2.51	Türkei	100 TRY	25.917	+1.13	-10.19
Malaysia	1 MYR	0.243	-0.05	+7.20	Ungarn	100 HUF	0.377	+1.45	+8.55
Mexiko	1 MXN	0.051	-2.12	+2.77	USA	1 USD	0.990	-0.07	-2.53
Neuseeland	1 NZD	0.694	-0.03	-1.94					

Der Fall Steinhoff

WANDELANLEIHEN Begrenzte Diversifikation erhöht das Risiko.

Die kalte Dusche traf den Kapitalmarkt am Abend des 5. Dezember und kam in Form einer Ad-hoc-Meldung der **Steinhoff International Holdings** daher. Steinhoff ist nach Ikea der zweitgrösste Möbeldändler in Europa (Hauptmarken Conforama, Poco, Kika und Leiner). Das im deutschen MDax gelistete Unternehmen kündigte eine Untersuchung zu Tage getretener Bilanzunregelmässigkeiten an und gab den sofortigen Rücktritt des CEO Markus Jooste bekannt. Neben der Aktie, die in den folgenden drei Tagen bis zu 90% an Wert verlor, sind von dem Eklat auch Anleihegläubiger betroffen. Steinhoff hat drei Wandelanleihen mit Laufzeit bis 2021, 2022 und 2023 über insgesamt 2,7 Mrd. € sowie eine «normale» Anleihe mit Laufzeit bis 2025 über 800 Mio. €. Spätestens seit dem Listing der Aktie in Frankfurt vor zwei Jahren und der MDax-Aufnahme im Frühjahr 2016 war Steinhoff etabliert. Von den Aktienanalysten, die das Steinhoff-Papier abdecken, gab es zum Zeitpunkt der Nachricht keine einzige Verkaufsempfehlung. Wegen des hohen Emissionsvolumens waren die Steinhoff-

Wandler Bestandteil vieler Indizes, und doch gibt es Unterschiede. Kurz vor Bekanntgabe der möglichen Bilanzfälschungen hatten die drei Steinhoff-Wandelanleihen im breiten globalen Index ein Gewicht von rund 1%. Da Steinhoff sogar als Anlagequalität (Investment Grade, IG) eingestuft wurde (Moody's führte sie mit Baa3), war ihr Gewicht aufgrund der relativen Knappheit dieser Qualität in globalen IG-Indizes entsprechend höher (etwa 3,6%). Anleger, die ihr IG-Universum regional begrenzt hatten, etwa auf europäische Titel, waren mit einem **Indexgewicht von über 5%** dabei. Auch die Steinhoff-Wandelanleihen erlitten einen zwischenzeitlichen Kurseinbruch von über 50%. Die weitere Entwicklung bleibt offen. Erste Gespräche mit Gläubigern finden dieser Tage statt. Der Vorfall zeigt, dass Investoren die Klumpenrisiken kennen müssen, die in ihrem Portfolio stecken, denn eine Beschränkung der Anlagemöglichkeiten durch Rating- oder Regionenvorgaben kann die Risiken erhöhen – aufgrund der geringeren Diversifikation. **CARSTEN KRÖGER, Holinger AM**

Neu lancierte Frankenemissionen									
Valor, Emittent, Federführer, Rating ¹	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit in Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Libe-rierung	Briefkurs	Rendite in %		
Anleihen inländischer Schuldner									
38 787 907 Kanton Tessin (CS) Aa2/-/-	100	8	0,01	20.12.	22.12.	-	-		
37 347 628 Zürcher Kantonalbank (ZKB) Aaa/AAA/AAA ⁵	50	3,4	0,875	21.12.	22.12.	-	-		
37 347 626 Emissionszentrale für gemeinnützige Wohnbauträger (ZKB)	130,8	16,17	0,5	8.1.	9.1.	101,10	0,43		

Neue Emissionen am Euromarkt									
Schuldner (Federführer)	Moody's/S&P/Fitch	Rating ²	Betrag in Mio. ISIN	Verfall	Zins in %	Libe-rierung	Ausg-preis %		
US-Dollar									
Iron Mountain (Joint Leads)	Ba3/BB-/-	USU46009AE35	825	2028	5,25	27.12.	100,00		
Churchill Downs (Joint Leads)	B2/B+/-	USU1714QAC88	500	2028	4,75	27.12.	100,00		
Vornado Realty (Joint Leads)	Baa2/BBB/BBB	US929043AJ65	450	2025	3,5	27.12.	99,60		
Whiting Petroleum (Joint Leads)	B3/BB-/-	USU9650FAH02	1000	2026	6,625	27.12.	100,00		
Luso Int. Banking (Joint Leads)	-/-/-	XS1737492287	250	2027	¹ 28.12.	27.12.	100,00		
Shangrao City Construction (Joint Leads)	-/-/BB+	XS1742767657	300	2020	5,7	28.12.	-		
Lonestar Resources (Joint Leads)	Caa2/B/-	USU54230AB09	250	2023	11,25	04.01.	100,00		
Hongkong-Dollar									
MTR (HSBC)	Aa2/-/-	HK0000384658	500	2024	2,25	28.12.	100,00		
Westpac Banking (HSBC)	Aa3/-/-	XS1744250603	231	2021	2,316	29.12.	100,00		
Indische Rupie									
Inter-American Development Bank (BNP)	-/-/-	XS1739817325	335	2021	5,25	30.01.	100,00		

Kennziffern Zinsen Schweiz						
	Ende 2016	Hoch 2017	Tief 2017	20.12.	21.12.	22.12.
Kassazins (10 Jahre)	-0,14	0,06	-0,21	-0,11	-0,08	-0,09
1,5% Eidgenossenschaft 2025 ¹	-0,21	0,05	-0,24	-0,06	-0,08	-0,07
4% Eidgenossenschaft 2028 ¹	0,08	0,31	-0,04	0,18	0,19	0,18
1,5% Eidgenossenschaft 2042 ¹	0,38	0,49	0,21	0,37	0,38	0,38
Swapsätze Fr.						
3 Jahre	-0,53	-0,31	-0,66	-0,40	-0,39	-0,39
5 Jahre	-0,33	-0,14	-0,46	-0,18	-0,15	-0,14
10 Jahre	0,14	0,33	0,02	0,27	0,28	0,28
Euromarktsätze Fr.						
1 Monat	-0,84	-0,72	-1,17	-1,17	-1,10	-1,12
3 Monate	-0,80	-0,62	-0,88	-0,83	-0,82	-0,80
12 Monate	-0,92	-0,43	-0,88	-0,67	-0,64	-0,60
Dreimonatssatz (ICE-Libor)	-0,73	-0,72	-0,76	-0,76	-0,76	-0,76

Zinsdifferenzen (Spreads) in Prozentpunkten						
	Ende 2016	Hoch 2017	Tief 2017	20.12.	21.12.	22.12.
Kassasatz (10 J.) – Euromarktsatz (3 Mte.)	0,66	0,82	0,45	0,72	0,74	0,71
Swap (10 J.) – Kassasatz (10 J.)	0,28	0,38	0,18	0,38	0,36	0,37
Euromarktsatz (3 Mte.): Euro – Franken	0,44	0,47	0,26	0,46	0,44	0,42
Swapsätze (10 J.): Euro – Franken	0,51	0,70	0,54	0,59	0,60	0,59

Kennziffern Zinsen International						
	Ende 2016	Hoch 2017	Tief 2017	20.12.	21.12.	22.12.
Rendite Staatsanleihen (10 Jahre)						
– USA	2,46	2,60	2,04	2,49	2,49	2,49
– USA (Long Bond)	3,08	3,19	2,66	2,86	2,86	2,84
– Kanada	1,73	2,17	1,39	1,98	2,04	2,03
– Japan	0,04	0,11	-0,01	0,06	0,06	0,05
– Australien	2,77	2,98	2,33	2,66	2,69	2,72
Europäische Währungsunion						
– Deutschland	0,19	0,59	0,18	0,42	0,41	0,42
– Frankreich	0,67	1,14	0,58	0,75	0,73	0,73
– Griechenland	7,12	7,85	3,89	4,12	4,11	4,12
– Italien	1,83	2,54	1,64	1,95	1,92	1,90
– Spanien	1,40	1,90	1,36	1,50	1,48	1,46
– Niederlande	0,34	0,76	0,28	0,53	0,52	0,52
Übriges Europa						
– Grossbritannien	1,24	1,51	0,93	1,27	1,27	1,24
– Schweiz	-0,21	0,05	-0,22	-0,06	-0,08	-0,07
Euromarktsätze (3 Monate)						
– US-Dollar	1,05	1,74	0,95	1,73	1,73	1,74
– Euro	-0,36	-0,30	-0,40	-0,38	-0,38	-0,38
Swapsätze (5 Jahre)						
– US-Dollar	1,95	2,27	1,67	2,25	2,25	2,27
– Euro	0,06	0,32	0,07	0,28	0,29	0,30
– Pfund	0,85	1,15	0,64	1,07	1,07	1,05

Ratingschlüssel für Schuldner- und Anleihenqualität		
Ratingagentur		
Fitch und S&P ¹	Moody's	Bedeutung
Anlagequalität		
AAA	Aaa	Beste Schuldner- beziehungsweise Anleihenqualität; äusserst hohe Fähigkeit zur Zahlung der Zinsen und zur Tilgung
AA+	Aa1	Sehr hohe Schuldner- beziehungsweise Anleihenqualität
AA	Aa2	Sehr hohe Zahlungsfähigkeit; geringe Differenz zu Triple-A
AA-	Aa3	
A+	A1	Hohe Fähigkeit des Emittenten zur Zahlung von Zinsen und zur Rückzahlung
A	A2	
A-	A3	
BBB+	Baa1	Angemessene Zahlungsfähigkeit; ungünstige wirtschaftliche Entwicklungen können die Fähigkeit zur Zinszahlung und zur Tilgung beeinträchtigen
BBB	Baa2	
BBB-	Baa3	
Spekulative Qualität		
BB+	Ba1	Anleihe weist spekulative Charakteristiken auf; Gefahr, dass die Zahlungsfähigkeit eingeschränkt ist
BB	Ba2	
BB-	Ba3	
B+	B1	Spekulative Anleihe; Schuldner ist noch zahlungsfähig; ein widriges Geschäfts- oder Konjunkturmilieu vermindert die Zahlungsfähigkeit des Emittenten
B	B2	
B-	B3	
CCC+	Caa1	Hohe Gefahr eines Zahlungsverzugs beziehungsweise -ausfalls; die Solvenz des Schuldners hängt von der Verbesserung des Geschäfts- oder Konjunkturmilieus ab
CCC	Caa2	
CCC-	Caa3	
CC	Ca	Akute Gefahr eines Zahlungsverzugs beziehungsweise -ausfalls; hochspekulative Anleihe; geringe Zahlungsfähigkeit des Schuldners
C	C	Emittent steht kurz vor Zahlungsunfähigkeit