

# Anlagen Schweiz Obligationen Kommentare und Prognosen zum Schweizer Obligationenmarkt

Juni 2013 – Nr. 6

# Highlights

In den Krisenstaaten der Euro-Zone zeichnet sich eine Stabilisierung der Stimmungsindikatoren ab. Daraus lässt sich zwar noch keine Erholung ableiten, eine Verschärfung der Rezession dürfte vorerst aber abgewendet sein. Die Schweizer Wirtschaft ist im 1. Quartal um stattliche 0.6% gegenüber dem Vorquartal gewachsen. Positive Wachstumsbeiträge kamen insbesondere aus dem privaten Konsum und den Bauinvestitionen.

Der Renditeanstieg im vergangenen Monat wurde unter anderem durch die Ansprache von Fed-Chef Bernanke unterstützt. Sie schürte bei den Marktteilnehmern Erwartungen einer baldigen Rücknahme resp. eines Auslaufens der Wertpapierkäufe des Fed. Wir sind der Meinung, dass Bernanke damit in erster Linie die Euphorie an den Aktienmärkten bremsen wollte.

Wenn sich das Zinsumfeld ändert, dürfte sich die Risikoaversion der Investoren wohl auch verändern und dürften die Spreads in Bewegung kommen. Deshalb reagieren die Finanzmärkte derzeit nervös auf jede Äusserung der Notenbankchefs, die eine Abkehr von der Tiefzinspolitik bedeuten könnte.

Der kräftige Anstieg der Renditen im Mai hat nach unserer Meinung an Dynamik bereits verloren; sie werden sich in den nächsten Monaten seitwärts entwickeln. Für einen weiteren starken Renditeanstieg in den kommenden Monaten fehlt besonders eine substantielle Beschleunigung des Wachstums im In- und im Ausland.

In den vergangenen vier Wochen hat sich das Auslandsegment für den Primärmarkt wieder belebt. Das Emissionstableau füllte sich auf ein ansehnliches Mass. Aktuell sind Anleihen ausländischer Schuldner im Volumen von CHF 2.3 Mrd zur Zeichnung aufgelegt, bei denen noch vor Ende dieses Monats der Börsenhandel aufgenommen wird. Im Juni dürfte somit im Auslandsegment erneut mehr platziert als zurückbezahlt werden – das Volumen wird netto steigen. Dies war im September 2012 zum letzten Mal der Fall gewesen.

Der Spezialreport befasst sich mit den Ratings für Kantonalbanken. Nachdem wir vor Kurzem die Bonitätseinstufungen der Kantone überprüft haben, drängte sich auch eine Anpassung bei den jeweiligen Kantonalbanken auf.

## Inhalt

Highlights	2
Rückblick auf Konjunktur, Zinsen und Spreads	3
Konjunkturausblick Schweiz	4
Ausblick auf Zinsen und Spreads	5
Ertragserwartungen und Portfolioempfehlung	6
Zum Geschehen am Primärmarkt	7
Neuemissionen – Kurzporträts	8
Credit Spreads	10
Implizite Ratings	11
Spezialreport: Schweizer Kantonalbanken	12
Swiss Bond Index AAA–BBB	14
Ratingübersicht Inlandschuldner	15
Auswahlliste CHF-Obligationen	16
Mitarbeitende	19

## Autoren

Luca Corletto, Peter Gasser, Marc Schulthess,  
Roman Sorg, David Marmet, Cornelia Luchsinger,  
Manuel Ferreira

# Rückblick auf Zinsen und Spreads

## Zinssenkung schafft Sicherheit

In den Krisenstaaten der Euro-Zone zeichnet sich eine Stabilisierung der Stimmungsindikatoren ab. Daraus lässt sich zwar noch keine Erholung ableiten, eine Verschärfung der Rezession dürfte vorerst aber abgewendet sein. In den USA hat die Konsumkonjunktur merklich an Schwung verloren. Zwar spricht vieles für einen nachhaltig höheren Konsum. Voraussetzung hierfür ist und bleibt aber die Erholung am US-Häuser- und -Arbeitsmarkt. Die Schweizer Wirtschaft ist im 1. Quartal um stattliche 0.6% gegenüber dem Vorquartal gewachsen. Positive Wachstumsbeiträge kamen insbesondere aus dem privaten Konsum und den Bauinvestitionen.

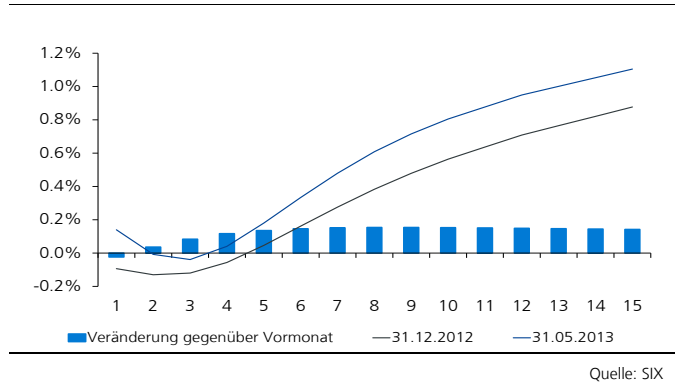
## Abnehmende Risikoaversion lässt Renditen steigen

Der geldpolitische Paukenschlag der japanischen Notenbank und die kürzlich vorgenommene Zinssenkung der Europäischen Zentralbank haben weltweit eine neue Runde von Zinssenkungen eingeläutet. Weitere Zinssenkungen sind zu erwarten. Zudem stiegen im Mai die Kurse der als sicher geltenden Staatsanleihen teilweise kräftig an. Die globalen Wachstumsaussichten haben sich kaum verändert, gleichzeitig sind die Inflationsraten zum Teil deutlich zurückgekommen. Der jüngste Renditeanstieg ist deshalb im Wesentlichen auf die Verringerung der Risikoaversion zurückzuführen, nachdem diese in den Monaten zuvor infolge der wieder entflammten Euro-Krise zugenommen hatte. Der Renditeanstieg wurde aber auch durch die Ansprache von Fed-Chef Bernanke unterstützt. Sie schürte bei den Marktteilnehmern Erwartungen einer baldigen Rücknahme resp. eines Auslaufens der Wertpapierkäufe des Fed von USD 85 Mrd monatlich. Wir sind der Meinung, dass Bernanke damit in erster Linie die Euphorie an den Aktienmärkten bremsen wollte.

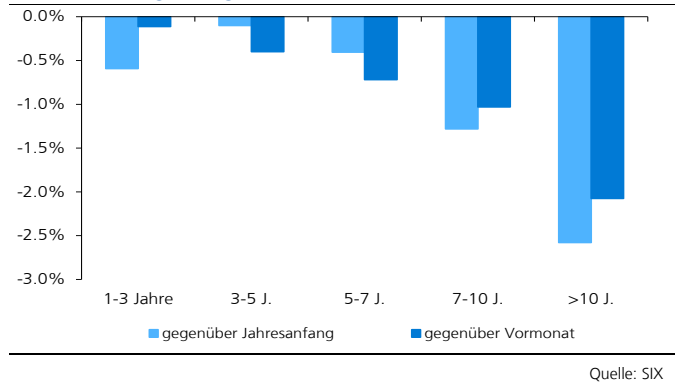
## Schwache Bondperformance wegen Renditeanstieg

Der Anstieg der Eidgenossen-Rendite im Mai war über die Laufzeitenstruktur nicht gleichmässig. Insgesamt resultierte über den ganzen Monat zwar eine steilere Eidgenossen-Kurve. Während sich im Segment der 2- bis 5-jährigen Laufzeiten die Renditen nahezu proportional zur Laufzeit erhöhten, war der Anstieg im Bereich der über 5-jährigen Laufzeiten zwar gleich verteilt, aber höher als bei den kürzeren Laufzeiten. Folglich trugen die lang laufenden Positionen im Bondportfolio stark zur negativen Performance bei. Eine positive Bondperformance im Mai konnte nur das BBB-Segment ausweisen.

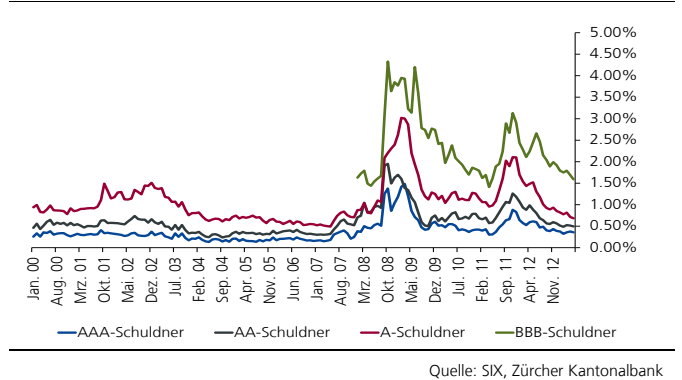
## Zinskurve Eidgenossen (Zerokurve) – Rückblick



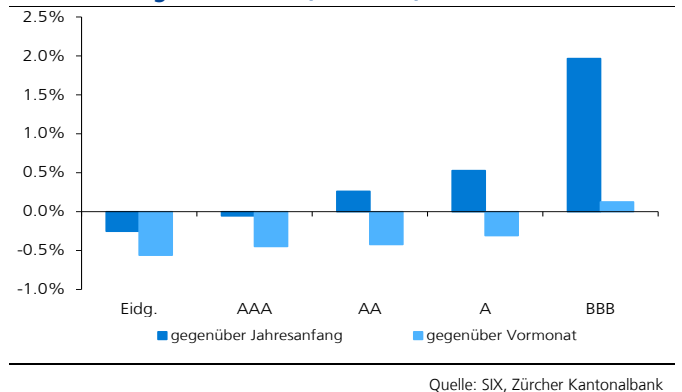
## Gesamterträge Eidgenossen nach Laufzeiten



## Renditespreads gegenüber Eidgenossen (3-7 Jahre)



## Gesamterträge Bonitäten (3-7 Jahre)



# Konjunkturausblick Schweiz

## Wachstum mit Fragezeichen

Die Schweizer Wirtschaft ist im 1. Quartal mit stattlichen 0.6% gegenüber dem Vorquartal gewachsen (*Grafik 1*). Positive Wachstumsbeiträge kamen vor allem aus dem privaten Konsum, den Bauinvestitionen und dem Ausenhandel. Einen Rückgang verzeichneten hingegen der Staatssektor, die Ausrüstungsinvestitionen sowie die Importe von Waren und Dienstleistungen. Dies widerspiegelt die aktuell schwache Verfassung der heimischen Industrie, bei der die erhofften Wachstumsimpulse in den vergangenen Monaten grösstenteils ausblieben. Die Mai-Zahlen zum Einkaufsmanagerindex (PMI) lassen aber hoffen, dass die Schweizer Industrie langsam zu einem solideren Wachstum zurückfindet. Momentan notiert der PMI bei über 52 Punkten, wobei insbesondere die Subindikatoren Auftragsbestand und Produktion deutlich im Plus lagen (*Grafik 2*). Insgesamt ist und bleibt die Verfassung der Schweizer Konjunktur im internationalen Vergleich durchaus kraftvoll, und ein Wachstum in der Gröszenordnung unserer Prognose ist weiterhin realistisch.

## SNB mit Rückendeckung vom Währungsfonds

Der Internationale Währungsfonds (IWF) heisst in seinem aktuellen Länderbericht nicht nur die Mindestkurspolitik der SNB gut, sondern denkt auch offen über Negativzinsen nach. Sollte der Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken wieder stärker werden, solle die Schweiz dieses Instrument in Betracht ziehen. Der Bericht des IWF entkräftet die Argumente ausländischer Marktbeobachter, die SNB betreibe einen Währungskrieg. Ohne Rückenwind von internationalen Organisationen scheinen einige wichtige Investoren auch nicht länger gewillt zu sein, auf eine stetige Aufwertungstendenz des Frankens zu wetten. Denn der sogenannte faire Wert hat sich jüngst stabilisiert, da sich die Veränderungsraten der Produzentenpreise in den beiden Wirtschaftsregionen angleichen (*Grafik 3*).

## Fiskalpolitik: Übereifrige Schweizer Musterknaben?

Hinsichtlich der Verschuldungslage konstatiert der IWF die Nützlichkeit der Schweizer Schuldenbremse, deren Vorgaben die Schweiz aber zumeist übererfüllt habe. Mit einem Wachstum unter Potenzial, zu tiefer Inflation und ohne Gefahr der Überschuldung des Schweizer Staatshaushalts empfiehlt der IWF aber einen etwas expansiveren Fiskalkurs, als aktuell budgetiert, sprich den Spielraum auszunutzen, den die Schuldenbremse zulässt.

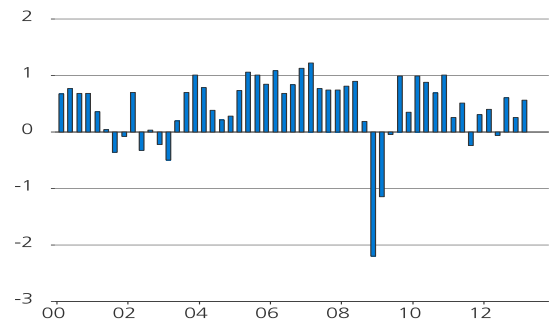
**Tabelle 1: Wirtschaftliche Eckdaten**

Konjunktur	2000 - 10	2011	2012	2013 <sup>1</sup>	2014 <sup>1</sup>
BIP	1.9	1.9	1.0	1.2	1.5
Inflation	0.9	0.2	-0.7	-0.3	0.8
Arbeitslosenrate	3.4	3.1	2.9	3.2	3.3
Wechselkurse	aktuell	in 3 Mt <sup>1</sup>		in 12 Mt <sup>1</sup>	
EUR/CHF	1.25	1.23		1.23	
USD/CHF	0.95	0.98		0.99	

<sup>1</sup> Prognose

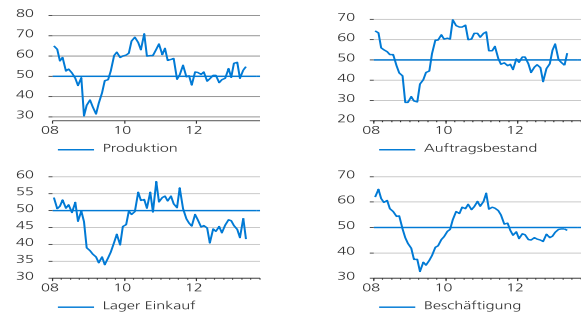
Quelle: Zürcher Kantonalbank

**Grafik 1: BIP-Wachstum Schweiz (% vs. Vq.)**



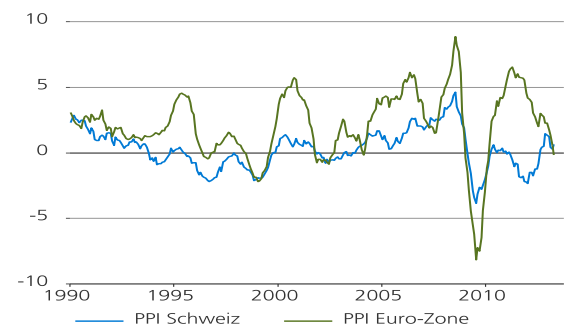
Quelle: Thomson Datastream

**Grafik 2: PMI-Details**



Quelle: Thomson Datastream

**Grafik 3: Produzentenpreisentwicklung (% vs. Vj.)**



Quelle: Thomson Datastream

Diese Seite wurde nicht vom Research der Zürcher Kantonalbank erstellt, sondern von der Organisationseinheit Investment Solutions, und untersteht somit nicht den Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse der Schweizerischen Bankiervereinigung.

# Ausblick auf Zinsen und Spreads

## Renditeanstieg verliert an Dynamik

Der kräftige Anstieg der Renditen im Mai hat nach unserer Meinung bereits an Dynamik verloren, in den nächsten Monaten werden sie sich seitwärts entwickeln. Für einen weiteren kräftigen Renditeanstieg in den kommenden Monaten fehlen eine substantielle Beschleunigung des Wachstums im In- und Ausland, höhere Inflationserwartungen und konkrete Ankündigungen über das Ende der ultraexpansiven Geldpolitik. Vor allem die Entwicklung in den USA scheint für die Schweizer Renditen gegenwärtig wegweisend zu sein. Andeutungen von Fed-Chef Bernanke über eine baldige Rücknahme resp. ein Auslaufen der Wertpapierkäufe liessen die Renditen von als sicher geltenden Staatsanleihen – wie Eidgenossen – steigen. Wir erachten eine Rückführung der Anleihenkäufe in den Sommermonaten als unwahrscheinlich. Das Fed hat klargemacht, dass eine Verlangsamung der geldpolitischen Expansion nur dann infrage kommt, wenn die Konjunkturdaten dies rechtfertigen und der Arbeitsmarkt sich weiter erholt. Wir sind der Meinung, dass der jüngste Renditeanstieg in diesem Zusammenhang eine zu positive Entwicklung vorwegnimmt. Die sinkenden Teuerungsraten in den USA geben kaum Anlass zu einer Abkehr von der expansiven Geldpolitik, und auch die Konjunktur und damit der Arbeitsmarkt werden sich im Sommer nur moderat entwickeln. Denn auch die öffentlichen Ausgaben sollen beschränkt werden. Für die Schweiz erwarten wir daher auf Sicht von drei Monaten eine Seitwärtsentwicklung bei den Eidgenossen-Renditen; binnen Jahresfrist sehen wir einen Anstieg auf 1.1%.

## Taktische Massnahmen für Juni

Nachdem wir zu Beginn des letzten Monats die Duration der festverzinslichen Positionen aus taktischen Überlegungen verkürzt haben, verlängern wir sie jetzt wieder. Die Renditen sind in den letzten Wochen stark gestiegen, und das Potenzial für einen weiteren kurzfristigen Anstieg ist beschränkt. Im Hinblick auf unsere Credit-Wette behalten wir das Übergewicht in den Unternehmensanleihen zwar bei, bauen es aber nicht weiter aus. Das gegenwärtige Credit-Spread-Niveau berücksichtigt bereits sowohl die positiven Finanzen der emittierenden Unternehmen wie auch die konjunkturelle Erholung. Der Coupon für Unternehmensanleihen dürfte in Zukunft wieder etwas steigen. Deshalb gehen wir von leicht höheren Spreads binnen Jahresfrist aus.

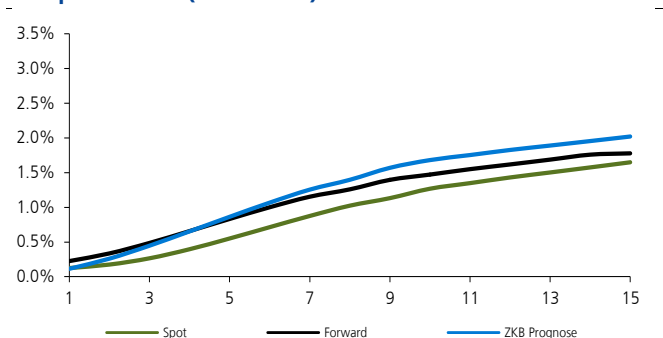
## Zinsausblick

Zinsen (%)	aktuell	in 3 Mt*	in 12 Mt*
3-Mt-Geldmarkt	0.02	0.02	0.05
10-jährige Eidgen.	0.79	0.70	1.10

\* Prognose

Quelle: Thomson Datastream, Zürcher Kantonalbank

## Swapzinskurve (Zerokurve) – Ausblick



Quelle: Thomson Datastream, Zürcher Kantonalbank

## Zinsszenarien auf 12 Monate

%	Basis-szenario	Tiefzins-szenario	Hochzins-szenario
Eintretenswahrscheinlichkeit	70%	20%	10%
3-Monats-Geldmarktsatz	0.05%	0.00%	0.30%
10-jährige Obligationrendite	1.10%	0.40%	2.00%

Quelle: Thomson Datastream, Zürcher Kantonalbank

## Spreadszenarien auf 12 Monate

%	aktuell	Basis-szenario	Tiefzins-szenario	Hochzins-szenario
AAA - Eidg. (3-7J.)	0.36%	0.40%	0.80%	0.20%
AA - Eidg. (3-7J.)	0.50%	0.60%	1.00%	0.30%
A - Eidg. (3-7J.)	0.69%	0.80%	1.40%	0.60%
BBB - Eidg. (3-7J.)	1.59%	1.90%	3.00%	1.20%

Quelle: Thomson Datastream, Zürcher Kantonalbank

# Ertragserwartungen und Portfolioempfehlungen

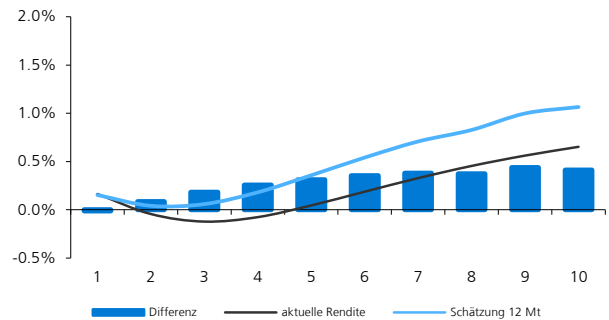
## Jahresperformance wieder im Minus

Die Zinsen, die im April gesunken sind, sind im Mai wieder gestiegen. Während bei den mittleren bis langen Laufzeiten Zinsänderungen von über 15 Basispunkten festgestellt werden konnten, betrug der Zinsanstieg im Segment der kürzeren Laufzeiten lediglich rund 5 Basispunkte. Die Konsequenz auf die Performance war hingegen überall die gleiche – sie ist gesunken. CHF-Obligationen verzeichneten im Mai insgesamt einen Wertverlust von  $-0.7\%$ . Damit fiel auch die Performance für die ersten 5 Monate des Jahres wieder in den Minusbereich, allerdings nur auf  $-0.2\%$ . Den stärksten Rückgang mit  $1.3\%$  verzeichneten die Eidgenossen-Titel, da sie aufgrund der längeren Laufzeiten zinssensitiver reagieren. Grundsätzlich kann festgehalten werden, dass die Performance umso schlechter ausfiel, je höher die Bonität der Schuldner war. Im BBB-Segment war die Performance im laufenden Jahr mit  $+0.1\%$  sogar leicht positiv.

## Kurzfristig eine Gegenbewegung

Nach dem jüngsten Zinsanstieg bereits von einer Zinswende zu sprechen, wäre wohl verfrüht. Seit 2012 konnte man des Öfteren bei den Zinsen solche Monatssprünge feststellen. Dabei wurde die Marke von 80 Basispunkten für die Rendite der 10-jährigen Eidgenossen-Anleihe schon mehrfach getestet, aber nicht signifikant überschritten. Wir glauben nicht an eine Fortsetzung dieses steilen Trends. Vielmehr gehen wir davon aus, dass kurzfristig wieder eine kleine Gegenbewegung nach unten erfolgen wird. Dies ist auch der Grund, weshalb wir die empfohlene Portfolioduration um einen Zehntelpunkt auf 4.6 Jahre erhöht haben. Mit Blick auf die kommenden 12 Monate bleibt unsere Prognose für die Rendite der 10-jährigen Eidgenossen-Anleihe hingegen unverändert. Wir erwarten einen Anstieg um rund 30 Basispunkte auf  $1.10\%$ . Unter dieser Annahme dürfte für CHF-Obligationen eine Negativperformance von  $-0.7\%$  resultieren. Dabei dürften wie in jüngster Vergangenheit die Eidgenossen-Titel schlechter abschneiden als Unternehmensanleihen. Bei den Bonitätsspreads erwarten wir nur eine geringe Veränderung.

## Zinskurve Eidgenossen – Ausblick



Quelle: Zürcher Kantonalbank

## Erwartete Gesamterträge auf 12 Monate (Basisszenario)

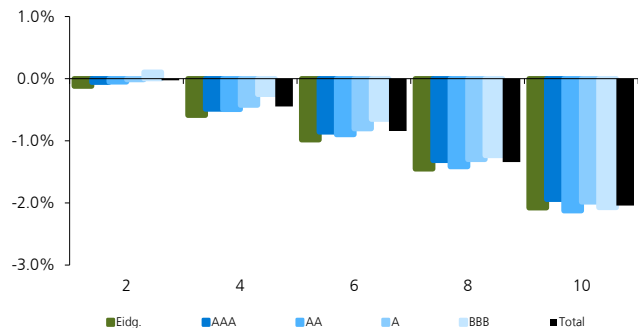
%	Jahre				Total*
	1-3	3-5	5-7	7-10	
Eidgen.	-0.11	-0.58	-0.99	-1.63	-0.92
AAA	-0.05	-0.48	-0.87	-1.49	-0.81
AA	-0.04	-0.49	-0.91	-1.62	-0.87
A	-0.01	-0.42	-0.82	-1.85	-0.78
BBB	0.11	-0.26	-0.67	-1.47	-0.69
Total	-0.02	-0.45	-0.85	-1.61	-0.81

\*Durchschnitt aller Laufzeitenjahre

Quelle: Zürcher Kantonalbank

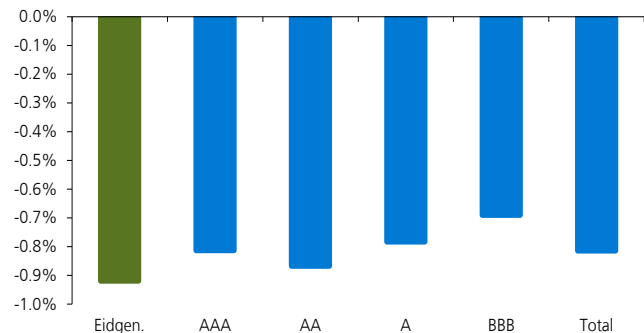
In den erwarteten Gesamterträgen der Nicht-Eidgenossen sind erwartete Kursabschläge infolge möglicher Down- oder Upgradings sowie Ausfälle enthalten.

## Ertragserwartungen nach Laufzeiten



Quelle: Zürcher Kantonalbank

## Ertragserwartungen nach Bonitätsklassen



Quelle: Zürcher Kantonalbank

# Zum Geschehen am Primärmarkt

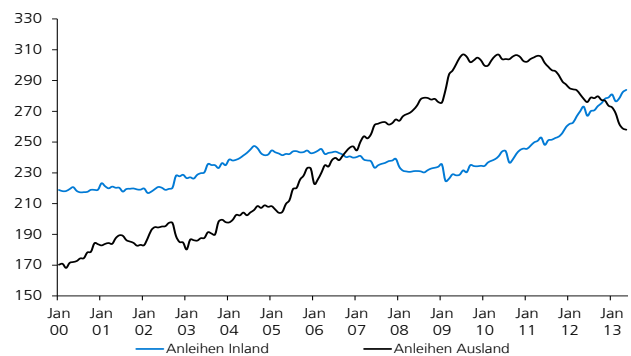
## Das Auslandsegment lebt

In den vergangenen vier Wochen hat sich das Auslandsegment wieder belebt. Das Emissionstableau füllte sich auf ein ansehnliches Mass – auch dank altbekannter Namen wie Europäische Investitionsbank (AAA/Aaa), Rabobank (AA-/Aa2) und Société Générale (A/A2). Aktuell sind Anleihen ausländischer Schuldner im Volumen von CHF 2.3 Mrd zur Zeichnung aufgelegt, bei denen noch vor Ende dieses Monats der Börsenhandel aufgenommen wird. Im Juni dürfte somit im Auslandsegment erneut mehr platziert als zurückbezahlt werden – das Volumen wird netto steigen. Dies war im September 2012 zum letzten Mal der Fall. Seitdem musste das Auslandsegment einen Volumentrückgang von nicht weniger als 7.8% hinnehmen.

## Zinsen hoch – folgen nun die Risikoaufschläge?

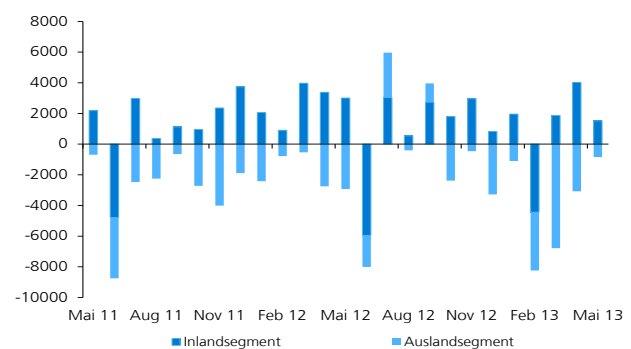
Seit dem 24. Mai ist die CHF-Swap-Kurve ab einer Laufzeit von sechs Jahren um 12 bis 18 Basispunkte gestiegen. Glücklicherweise kann sich der Schuldner, der sich noch vor dieser Aufwärtsbewegung zu einer Emission entschloss resp. die Konditionen der Anleihe fixieren konnte. Darunter gehört die von S&P mit BBB eingestufte Swiss Life Holding, die u.a. eine 10-jährige Anleihe mit einem Coupon von 1.875% platzierte. Mit den aktuellen Swap-Sätzen müsste die Swiss Life Holding wohl einen Coupon von 2% anbieten – unter der Voraussetzung unveränderter Risikoaufschläge (Spreads). Auch bei den Spreads war in den letzten Tagen eine leichte Aufwärtsbewegung zu erkennen. Ob der jüngste Zinsanstieg die nun von einigen Marktteilnehmern erwartete Zinswende ist, bleibt abzuwarten. Sollte dem so sein, wird sich dies auch in einer Ausweitung der Risikoaufschläge zeigen. Es ist also gut möglich, dass in der zweiten Jahreshälfte 2013 wieder vermehrt Anleihen mittlerer Laufzeit mit Coupons von 2% und mehr emittiert werden. Aktuell findet man als Investor hauptsächlich Papiere von Schuldner mit einem Coupon von über 2%, deren Namen am CHF-Kapitalmarkt wenig bis kaum bekannt sind. Dies trifft auch auf Swedish Match zu, ein Unternehmen, das u.a. rauchlose Tabakprodukte (Schnupf- und Kautabak, Snus) sowie Streichhölzer und Feuerzeuge produziert. Mit der Premiere am CHF-Kapitalmarkt (Anleihe von CHF 100 Mio) haben die Schweden ihre bisherige Finanzierungsstruktur, bestehend aus Euro und schwedischer Krone, durch den Schweizer Franken ergänzt.

## CHF-Anleihenvolumen: Inland und Ausland (in Mrd CHF)



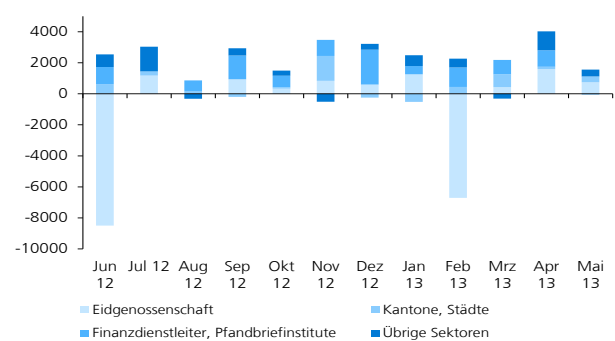
Quelle: SIX, Zürcher Kantonalbank

## Nettobeanspruchung des CHF-Kapitalmarktes (in Mio)



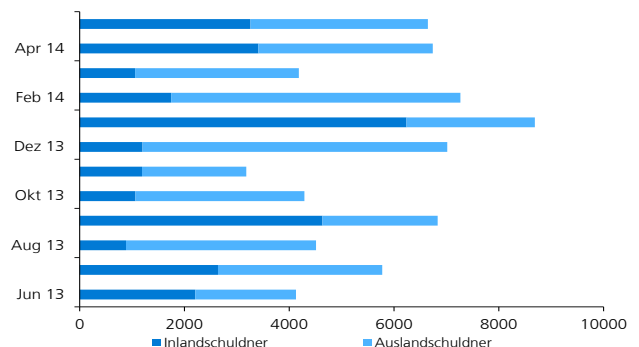
Quelle: SIX, Zürcher Kantonalbank

## Inland – Nettobeanspruchung nach Sektoren (in Mio)



Quelle: SIX, Zürcher Kantonalbank

## Maturitätsprofil der Frankenschuldner (Mio CHF)



Quelle: SIX, Zürcher Kantonalbank

# Neuemissionen/Kurzporträts

## CHF-Neuemissionen

Valor	Coupon	Schuldner	Rating			Verfall	Rendite			Spread zu Swap	Emissionsvol. in Mio CHF	KAU*	NAU**
			Mdy	S&P	ZKB		Kurs	(%)	Duration				
21'293'722	0.875%	Société Générale (2018)	A2	A		19.06.18	99.48	0.98%	4.9	42	100	–	–
21'492'582	1.000%	ENAG (2018)			AA-	14.12.18	99.95	1.01%	5.4	38	100	ja	–
21'436'561	0.500%	Pfandbriefbank (2019)	Aaa		AAA	15.04.19	99.80	0.53%	5.8	-13	350	ja	ja
21'402'760	0.875%	ASB Finance (2019)	Aa3	AA-		11.06.19	99.65	0.94%	5.8	24	250	–	–
21'293'723	1.500%	Achmea (2019)		A		19.06.19	99.45	1.60%	5.7	90	100	–	–
21'218'406	1.125%	Swiss Life Hld (2019)			BBB	21.06.19	99.30	1.25%	5.8	55	225	–	–
21'488'315	1.250%	Hero (2020)				26.06.20	99.00	1.40%	6.7	57	130	–	–
21'527'551	1.000%	Rabobank (2020)	Aa2	AA-		26.06.20	99.65	1.05%	6.8	22	250	ja	ja

\* KAU: die Schuldner sind im Zürcher Kantonalbank-Kaufuniversum \*\* NAU: die Schuldner sind im nachhaltigen Anlageuniversum

Quelle: Zürcher Kantonalbank

### Société Générale: A/A2, Outlook negativ/stabil

Société Générale (SocGen) ist an der Marktkapitalisierung gemessen die zweitgrösste französische Bank und ist insgesamt in 76 Ländern und verschiedenen Segmenten tätig. Das Geschäft des Unternehmens wurde über die letzten Jahre hauptsächlich in Zentral- und Osteuropa ausgebaut. Das Rating profitiert von der breit diversifizierten Geschäftstätigkeit und der Verankerung im Kernmarkt Frankreich, die der Bank eine gewisse systemische Bedeutung verleiht. Einschränkend wirken die relativ hohe Abhängigkeit vom Kapitalmarkt zur Finanzierung der Ausleihungen und die lediglich moderate Kapitalisierung. Während Moody's den Outlook für das Rating von A2 für stabil befindet, vergibt Standard & Poor's dem Rating von A einen negativen Outlook. Dieser widerspiegelt insbesondere den negativen Outlook für das Rating von AA+ für Frankreich.

### ENAG: AA-, Outlook stabil

ENAG wurde 1990 gegründet mit dem Zweck, ihren Aktionären Strom zu liefern. Da die Gesellschaft selber keinen Strom produziert, wurden 1990 mit der Electricité de France (EdF) langfristige Stromlieferverträge abgeschlossen, die es ENAG erlauben, aus dem Kraftwerkpark von EdF die vereinbarte Strommenge zu beziehen. In den letzten Jahren belief sich die durchschnittliche Strombezugsmenge auf etwa 3500 GWh. Dies entspricht rund der doppelten Jahresproduktion eines grösseren Schweizer Wasserkraftwerks. Das Rating leitet sich von der Bonität der Aktionäre ab. Ähnlich wie bei anderen Schweizer Stromproduzenten müssen auch bei ENAG die Aktionäre den Strom zu kostendeckenden Preisen übernehmen. Zu einem Zahlungsausfall kann es also nur kommen, wenn ein Aktionär in Zahlungsschwierigkeiten gerät. Die Axpo-Gruppe kontrolliert rund drei Viertel der ENAG-Aktien.

### Pfandbriefbank: AAA, Outlook stabil

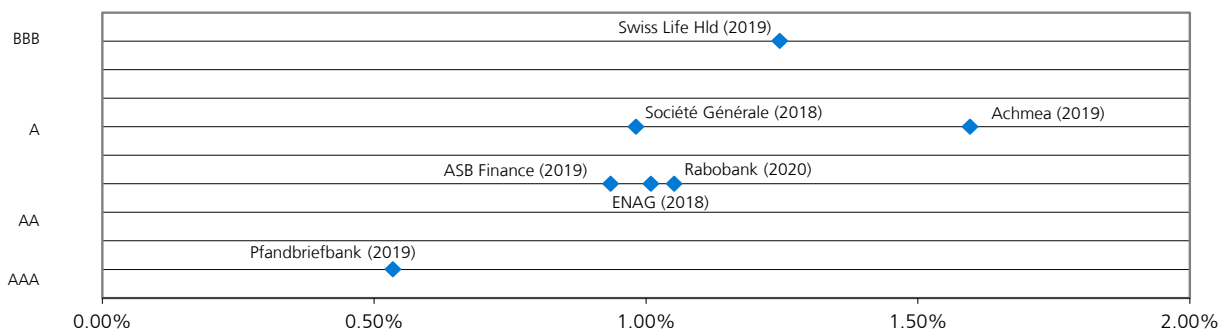
In der Schweiz sind aufgrund des Pfandbriefgesetzes nur die Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute und die Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken berechtigt, Pfandbriefe zu emittieren. Wegen der hohen Sicherheiten (Grundpfand, laufend überwachter Deckungspool, Mitgliedsbanken) werden diese Pfandbriefe von Moody's mit dem Höchststrating bewertet. Gemessen an der Bilanzsumme ist die Pfandbriefbank etwa doppelt so gross wie die Pfandbriefzentrale. Die Pfandbriefbank ist nach der Schweizerischen Eidgenossenschaft der zweitgrösste Schweizer Schuldner am CHF-Kapitalmarkt. Das 1930 gegründete Institut ist ein wichtiges Refinanzierungsgefäss für seine Aktionärsbanken, die mit dem gegen Registerpfanddeckung erhaltenen Geld langfristige Grundpfanddarlehen an ihre Kunden weitergeben.

### ASB Finance: Aa3/AA-, Outlook stabil

Die von der ASB Finance ausgegebenen Anleihen werden von der Muttergesellschaft, der ASB Bank, garantiert und weisen entsprechend das gleiche Rating auf. Die ASB Bank ist die viertgrösste Geschäftsbank in Neuseeland. Seit 2000 ist sie zu 100% im Besitz der noch grösseren australischen Bankengruppe Commonwealth Bank of Australia. Die ASB Bank ist vor allem in Neuseeland tätig und hat insbesondere im Hypothekengeschäft eine starke Marktposition. Es wird die ganze Palette von Bankdienstleistungen angeboten. Verglichen mit anderen neuseeländischen Banken ist die ASB Bank gemessen an der Eigenkapitalrendite von 19% äusserst profitabel. Der Anteil fauler Kredite an den Gesamtausleihungen ist sehr klein, was die vorsichtige Geschäftspolitik der Bank reflektiert. Die Aussichten sind stabil, zumal auch in den Besitzverhältnissen keine Änderungen zu erwarten sind.



## Neuemissionen: Bonitäts- und Renditeverteilung



Quelle: Zürcher Kantonalbank

### Achmea B.V.: A–, Outlook stabil

Achmea ist mit einem Bruttoprämienvolumen von rund EUR 20 Mrd jährlich und 19 000 Mitarbeitenden der grösste Versicherungskonzern der Niederlande. Der Konzern ist ausserdem noch in Irland und 6 weiteren osteuropäischen Ländern aktiv. Zum Kerngeschäft gehören Versicherungslösungen im Bereich Nichtleben und Gesundheit. Das Lebensversicherungsgeschäft macht nur knapp 20% des Prämienvolumens aus. S&P stuft die Achmea B.V seit Jahren mit A– und stabilem Outlook ein. Die Einstufung reflektiert hauptsächlich die führende Marktstellung in den Niederlanden, die risikoarmen, aber kompetitiven Geschäftsfelder und die geringen Länderrisiken der Gruppe. Der stabile Outlook basiert auf der Einschätzung, dass sich die aktuelle Ertragsschwäche bis 2015 ausgleichen wird und Achmea das sehr starke Finanzrisikoprofil auch die nächsten Jahre beibehalten kann.

### Swiss Life Holding: BBB, Outlook stabil

Swiss Life ist ein fast reiner Lebensversicherer, für den geografisch die Schweiz der wichtigste Markt ist und im Ausland vor allem Frankreich und Deutschland von Bedeutung sind. Für das Gesamtjahr 2012 hat das Unternehmen ein gutes Kennzahlenset ausgewiesen, das vor allem auf eine gute operative Geschäftsentwicklung und ein solides Finanzergebnis zurückzuführen ist. Das Rating von BBB für die Swiss Life Holding widerspiegelt in erster Linie die gute Kapitalisierung und die starke Wettbewerbsposition des Unternehmens insbesondere im heimischen Markt. Beeinträchtigt wird das Rating vor allem durch die Konzentration der Gesellschaft auf das – zurzeit generell herausfordernde – Lebensversicherungsgeschäft. Derzeit ist bei Swiss Life das tiefgreifende Restrukturierungsprogramm «Swiss Life 2015» im Gang, das bislang positiv verlaufen ist.

### Hero: Not rated

Über den 1886 gegründeten Lebensmittelkonzern mit Sitz in Lenzburg sind nur wenige öffentliche Informationen erhältlich. Gemäss Angaben von Hero betrug der Umsatz 2012 mehr als CHF 1.43 Mrd, verteilt auf über 30 Länder und erwirtschaftet mit rund 4000 Mitarbeitenden. 1995 übernahm Dr. Arend Oetker eine Mehrheitsbeteiligung an Hero. 2003 folgte die Dekotierung von der Schweizer Börse – seitdem befindet sich Hero in Familienbesitz. Das Kerngeschäft der Hero-Gruppe besteht aus der Produktion von Konfitüren (u.a. die deutsche Schwartau) und von Baby- und Kindernahrung. Letztere umfasst u.a. Milchpulver, Frühstücksflocken und Biskuits. Aufgrund der unzureichenden Verfügbarkeit öffentlicher Informationen zum Hero-Konzern verzichtet die Zürcher Kantonalbank auf eine Bonitätseinstufung.

### Rabobank: AA–/Aa2, Outlook stabil/negativ

Rabobank ist eine niederländische Universalbank mit Fokus auf Retail- und KMU-Kunden, die rund drei Viertel des Umsatzes in ihrem Heimmarkt generiert. Die Bonität basiert auf dem konservativen Finanzrisikoprofil und der starken Marktstellung in den Niederlanden. Die Kreditwürdigkeit wird ferner von der genossenschaftlichen Organisation unterstützt, mit der sich die Mitgliedsbanken – rund 140 lokale Rabobanken – gegenseitig absichern. Während Standard & Poor's dem Rating von AA– einen stabilen Outlook beimisst, vergibt Moody's für das um einen Notch höher liegende Rating von Aa2 einen negativen Ausblick. Der Grund dafür wird insbesondere mit dem sich verschlechternden operativen Umfeld für Banken in den Niederlanden begründet. Die Margen könnten angesichts der rückläufigen Immobilienpreise stärker sinken, als ursprünglich erwartet.

# Credit Spreads

## Leicht höhere Renditen und Spreads

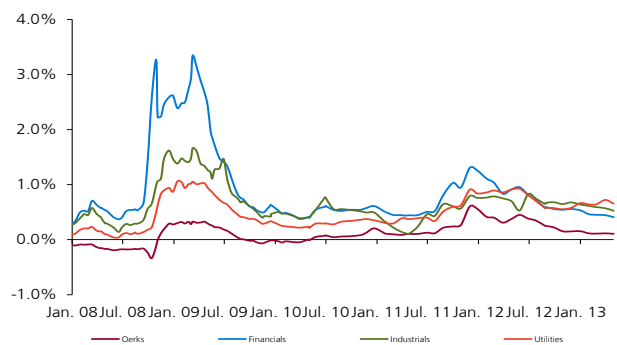
Global gesehen, haben die Renditen und Spreads gemäss Moody's im Mai 2013 gegenüber dem Vormonat leicht angezogen und so die Emissionstätigkeit von Corporates und Financials weltweit leicht gedrosselt. Auch die High-Yield-Spreads sind im Laufe des Monats Mai in den USA und in Europa leicht gestiegen. Der High-Yield-Markt zeigte sich davon aber unbeeindruckt, und die Emissionen in Europa haben mit rund USD 40 Mrd allein im Mai neue Rekordwerte erreicht. Dies reflektiert unserer Ansicht nach den anhaltenden Trend, dass sich bonitätsmässig schwächere Schuldner vermehrt über die Ausgabe von Obligationen finanzieren und Bankschulden abbauen. Die Banken weltweit drängen wohl auch darauf: Sie versuchen, Kreditrisiken in der Bankbilanz zu verringern. Zudem ist es derzeit möglich, am Bondmarkt Anleihen mit höheren Risiken zu verkaufen. Auch wenn die Spreads oder Zinsen in den nächsten Monaten leicht anziehen sollten, sind die Finanzierungskosten für High-Yield-Schuldner in den wichtigsten Währungen im Vergleich zu den Kosten vor einigen Jahren immer noch sehr tief. Daher dürften Schuldner im Junk-Bereich ein anhaltend starkes Interesse an Neuemissionen haben. Die Frage ist nur, ob Investoren weiterhin bereit sind, trotz des schwachen Wirtschaftsumfelds in vielen Ländern Bonds mit höheren Risiken zu kaufen. Sie werden dies wohl tun, solange die Zinsen tief sind: Um eine gewisse Mindestrendite zu erreichen, müssen sie Anleihen mit höheren Risiken kaufen.

## Geldpolitik macht die Anleger nervös

Wenn sich das Zinsumfeld ändert, dürfte sich die Risikoaversion der Investoren wohl auch verändern und dürften die Spreads in Bewegung kommen. Deshalb reagieren die Finanzmärkte derzeit nervös auf jede Äusserung der Notenbankchefs, die eine Abkehr von der Tiefzinspolitik bedeuten könnte. Dies hatte jüngst eine paradoxe Situation zur Folge: Wenn schwache Wirtschaftsdaten in den USA oder in Europa kommuniziert wurden, entwickelten sich die Aktienmärkte positiv, denn dies bedeutete, dass die Tiefzinspolitik wohl weiter anhält.

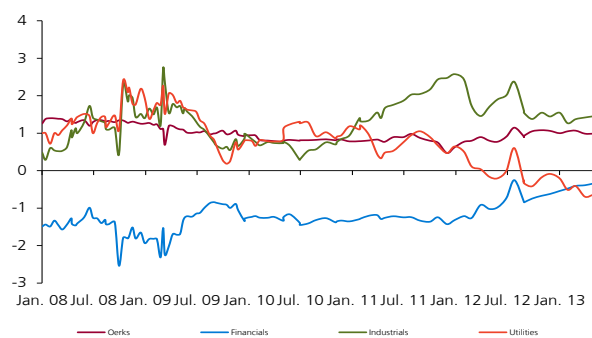
Fazit: Geben die globalen Notenbanken ihre Tiefzinspolitik allmählich auf, wird dies nicht spurlos an den Finanzmärkten und der Risikoaversion der Anleger vorbeigehen. Da dies aber noch nicht der Fall ist, bleibt der Fokus auf High-Yield-Papiere vorläufig bestehen.

Grafik 1: Branchenvergleich Spread zu Swap



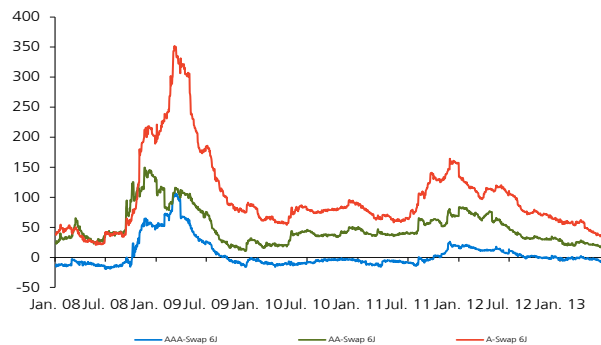
Quelle: SIX, Zürcher Kantonalbank

Grafik 2: Markt- minus Fundamentalfating (in Notches)



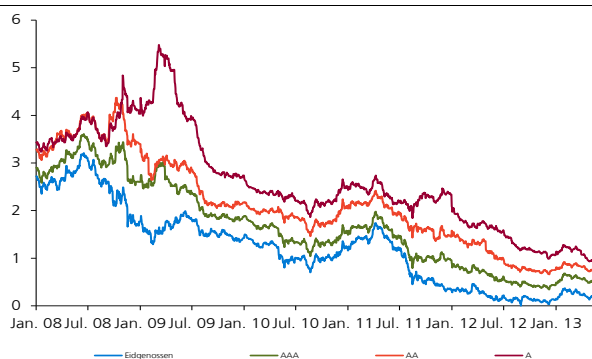
Quelle: SIX, Zürcher Kantonalbank

Grafik 3: Bonitätsklassen Spread zu Swap (6J Restlaufzeit)



Quelle: SIX, Zürcher Kantonalbank

Grafik 4: Renditeverlauf nach Bonität (6J Restlaufzeit)



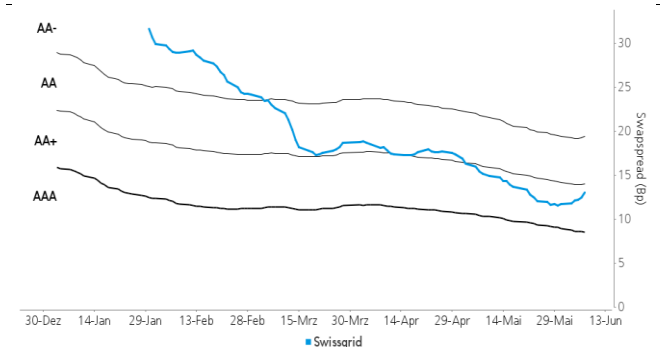
Quelle: SIX, Zürcher Kantonalbank

# Implizite Ratings

## Swissgrid (20 481 107, 20 481 110)

Swissgrid, die nationale Netzgesellschaft der Schweiz, kann auf ein erfolgreiches Geschäftsjahr zurückblicken. Trotz volatiler Stromflüsse war eine störungsfreie Übertragung gewährleistet. Im Weiteren konnte mit der Übernahme des Schweizer Übertragungsnetzes das bisher grösste Projekt abgeschlossen werden. Die Neuemissionen zu Beginn des Jahres stiessen auf grosses Interesse bei den Anlegern – die Anleihen werden mittlerweile wie Bonds mit einem Rating von AA+ gehandelt.

## Swissgrid – Grosses Anlegerinteresse

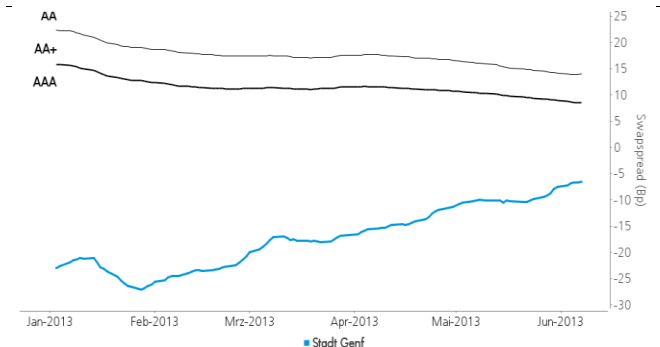


Quelle: SIX, Zürcher Kantonalbank

## Stadt Genf (20 978 203, 19 941 999)

Die Stadt Genf, in der 40% der Kantonsbevölkerung leben und 50% arbeiten, weist eine gesündere Finanzlage aus als der Kanton Genf. Ein Grund dafür liegt in der Banque Cantonale de Genève, an deren Sanierung sich die Stadt – im Gegensatz zum Kanton – nicht beteiligen musste. Das Fundamentalrating (S&P AA-; Zürcher Kantonalbank AA) ist tiefer als jenes des Kapitalmarkts, der die Stadt Genf als Schuldnerin mit der höchsten Kreditqualität einstuft – wie die meisten Schweizer Städte und Kantone.

## Stadt Genf – AAA, what else?

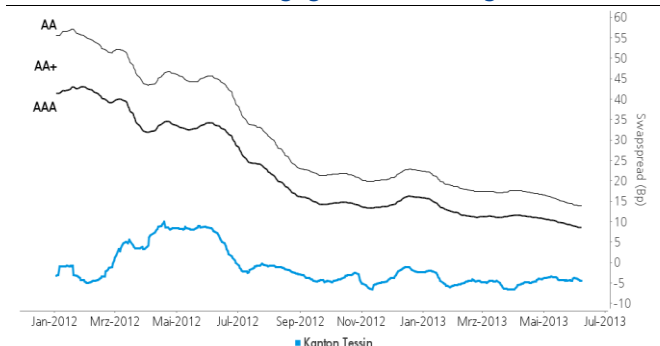


Quelle: SIX, Zürcher Kantonalbank

## Tessin (2 734 460, 10 316 501, 20 741 318 u.a.)

Der Kanton Tessin kämpft seit einigen Jahren mit relativ hohen Finanzierungsfehlbeträgen und einer steigenden Verschuldung. Dies hat die Zürcher Kantonalbank im Mai 2013 veranlasst, den Kanton Tessin von AA- auf A+ zurückzustufen. Die Verschlechterung des Fundamentalratings hat sich bisher nicht in einer Erosion bei der durch die Verfallrenditen ermittelten Bonität niedergeschlagen. Der Markt stuft den Kanton Tessin weiterhin solide mit AAA und somit vier Notches über dem Rating der Zürcher Kantonalbank ein.

## Kanton Tessin – Immun gegen Rückstufung

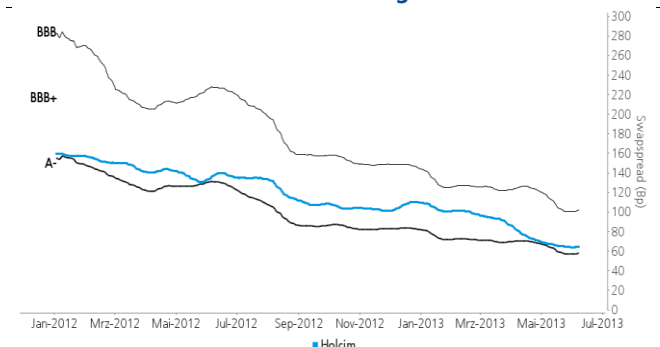


Quelle: SIX, Zürcher Kantonalbank

## Holcim (10 175 390, 2 497 209, 11 364 849 u.a.)

Nachdem S&P und Moody's Anfang 2009 ihre Einstufung von Holcim je um einen Notch auf BBB und Baa2 gesenkt hatten, hat sich das Kreditrisikoprofil stabilisiert. Dem hat Moody's damit Rechnung getragen, dass sie im März 2013 den Outlook von negativ auf stabil gedreht hat. Moody's begründete den Schritt mit der besseren Ertragslage und der stärkeren Cashflowkraft von Holcim. Der Obligationenmarkt handelt Holcim-Anleihen seit Langem einen Notch über der Fundamenteinstufung.

## Holcim – Bonds werden wie BBB+ gehandelt



Quelle für alle Daten: Zürcher Kantonalbank

Renditespread bezieht sich auf eine synthetische Anleihe mit 4 Jahren Restlaufzeit.  
Bonitäts Grenzen beziehen sich auf alle Schuldner des CHF-Anleihenmarktes.

# Spezialreport: Schweizer Kantonalbanken

## Staatsgarantie und Bonität

Die Banque Cantonale de Genève (BCGE), die Banque Cantonale Vaudoise (BCV) und die Berner Kantonalbank (BEKB) sind diejenigen Kantonalbanken, deren Verbindlichkeiten grundsätzlich nicht explizit durch den entsprechenden Kanton garantiert werden. Von der Staatsgarantie ebenfalls ausgenommen sind die nachrangigen Anleihen einiger weniger Kantonalbanken. Das Rating der staatsgarantierten Kantonalbanken basiert auf demjenigen des betreffenden Kantons. Eine etwaige Rating- und/oder Outlook-Änderung einer staatsgarantierten Kantonalbank widerspiegelt somit eine Verbesserung beziehungsweise eine Verschlechterung der Bonität des garantiengebenden Kantons. Anfang Mai veröffentlichten wir unser jährliches Bonitätsupdate zu den Schweizer Kantonen. Damit drängte sich auch eine Anpassung der Kantonalbanken-Ratings auf.

Im Vergleich zum letzten Jahr haben sich Änderungen ergeben: Da die Ratings der Kantone Appenzell-Innerrhoden, Basel-Stadt und Glarus um einen Notch erhöht wurden, haben auch die entsprechenden Kantonalbanken eine Ratingverbesserung erfahren. Dementsprechend verfügen die Appenzeller Kantonalbank und die Basler Kantonalbank neu beide über ein Höchststrating von AAA/stabil, und auch die Glarner Kantonalbank wird nun mit AA/stabil bewertet. Im Gegensatz zu diesen Bonitätsverbesserungen wurden die Ratings der Kantone Basellandschaft, Nidwalden und Tessin um einen Notch zurückgestuft, was sich ebenfalls in den Ratings der entsprechenden Kantonalbanken manifestiert. Somit wird die Banca dello Stato del Cantone Ticino neu mit A+/stabil und die Nidwaldner Kantonalbank mit AA+/stabil eingestuft. Die Basellandschaftliche Kantonalbank ist ebenfalls entsprechend ihrem Kanton um einen Notch zurückgestuft worden. Da der Outlook des Kantons aber auf der neuen Ratingstufe immer noch negativ ist, wird auch die Basellandschaftliche Kantonalbank neu mit AA bei weiterhin negativem Outlook bewertet. Die neu positiven Outlooks für die Kantone Graubünden und Obwalden führen zu positiven Outlooks für die Graubündner und die Obwaldner Kantonalbank; ebenso ergeben sich aufgrund der neu negativen Outlooks für die Kantone Schaffhausen, Schwyz und St. Gallen nun ebenfalls negative Outlooks für die entsprechenden Kantonalbanken. Der vor einem Jahr auf negativ gesenkte Outlook für das Rating des Kantons Freiburg wurde wieder auf

stabil erhöht, womit die Banque Cantonale de Fribourg nun mit AA+ bei wieder stabilem Outlook beurteilt wird.

## Wegfall des Obligatoriums der Staatsgarantie

Im Jahr 1999 wurde mit der Revision des Bankengesetzes auch das bis dahin gültige Obligatorium der Staatsgarantie für sämtliche Kantonalbanken abgeschafft. Während für die BCGE und die BCV infolgedessen schon seit längerer Zeit keine explizite Staatsgarantie mehr besteht, erfolgte der definitive Wegfall der Staatsgarantie für die BEKB per Ende 2012. Seither stufen wir die BEKB mit einem Rating von AA– bei stabilem Outlook ein. Die beiden am CHF-Kapitalmarkt ausstehenden Anleihen der BEKB wurden allerdings noch unter expliziter Garantie des Kantons Bern emittiert. Für diese zwei Anleihen bleibt die Staatsgarantie bis zu deren Endfälligkeit bestehen. Unser Rating für diese beiden Anleihen entspricht deshalb nach wie vor unserem Rating für den Kanton Bern, den wir mit AA bei stabilem Outlook bewerten.

## Kantonalbankenratings der Zürcher Kantonalbank

	alt <sup>1</sup>	neu <sup>1</sup>	Outlook
Aargauische KB	AAA	AAA	stabil
Appenzeller KB <sup>2</sup>	AA+	AAA	positiv
Basellandschaftliche KB	AA+	AA	negativ
Basler KB	AA+	AAA	stabil
BC de Fribourg	AA+	AA+	stabil
BC de Genève <sup>3</sup>	A	A	stabil
BC du Jura	A+	A+	stabil
BC Neuchâteloise	A+	A+	stabil
BC du Valais	AA–	AA–	stabil
BC Vaudoise <sup>3</sup>	AA–	AA–	stabil
Berner KB <sup>3</sup>	AA	AA–	stabil
Glarner KB	AA–	AA	stabil
Graubündner KB	AA	AA	positiv
Luzerner KB	AA+	AA+	stabil
Nidwaldner KB	AAA	AA+	stabil
Obwaldner KB	AA	AA	positiv
Schaffhauser KB	AAA	AAA	negativ
Schwyzner KB	AAA	AAA	negativ
St. Galler KB	AAA	AAA	negativ
Tessiner KB	AA–	A+	stabil
Thurgauer KB	AA+	AA+	stabil
Urner KB	AA–	AA–	stabil
Zuger KB	AAA	AAA	stabil

<sup>1</sup> Aufgrund der Staatsgarantie bestimmt das Kantonsrating direkt das Rating der jeweiligen Kantonalbank

<sup>2</sup> Garantiegeber: Kanton Appenzell-Innerrhoden

<sup>3</sup> Keine Garantie des Kantons

Aus Unabhängigkeitsgründen vergeben wir kein Rating für die Zürcher Kantonalbank.

Quelle: Zürcher Kantonalbank

### **Solide Resultate 2012 für BCGE, BCV und BEKB**

Obwohl in unserem Ratingmodell für die Erstellung der Ratings für die BCGE, der BCV und der BEKB keine explizite Staatsgarantie berücksichtigt werden kann, widerspiegeln die Bonitätseinstufungen, dass diese drei Banken von einer impliziten Unterstützung ihrer Kantone profitieren. Da die Rückkoppelungseffekte zu gross wären, glauben wir nicht, dass die Kantone Bern, Genf und Waadt im Ernstfall abseitsstehen würden. Die Banken erfüllen wichtige Wirtschaftsfunktionen für ihre Kantone und haben entsprechend starke Wettbewerbspositionen in ihren Heimkantonen. Da diese drei Schuldner von uns auf einer Stand-alone-Basis eingestuft werden, soll ihnen und ihren neusten Ergebnissen im folgenden Text besondere Beachtung geschenkt werden.

### **Banque Cantonale de Genève (A/stabil)**

Die BCGE konnte im Jahr 2012 einen Bruttogewinn von CHF 137.4 Mio erwirtschaften, was einer Steigerung von 16.5% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Dabei haben sowohl die gestiegenen Erträge (+2.7%) als auch der gesunkene Geschäftsaufwand (-4.7%) einen positiven Beitrag zur Ergebnisverbesserung geleistet. Der Reingewinn wuchs um 6.2% auf CHF 67 Mio. Während sich die Bilanzsumme um 3.8% auf CHF 16.47 Mrd erhöhte, stiegen die verwalteten Vermögen um 3.7% auf CHF 18.74 Mrd an. Der Erfolg aus dem Zinsengeschäft konnte um 4% auf CHF 205.4 Mio gesteigert werden. Der Erfolg aus dem Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft blieb mit CHF 104 Mio gegenüber dem Vorjahr konstant. Der betragsmässig weniger bedeutende Erfolg aus dem Handelsgeschäft nahm leicht um 0.7% auf CHF 24.1 Mio zu. Das Eigenkapital stieg innerhalb des Jahres 2012 von CHF 1.01 Mrd auf CHF 1.09 Mrd an, was einem Zuwachs von 7.5% entspricht. Für das laufende Jahr erwartet die BCGE ein ähnliches Rentabilitätsniveau wie für 2012. Als strategische Prioritäten gelten – neben einem selektiven Wachstum der Hypothekarfinanzierungen – die gezielte Zunahme im Private Banking und die Verbesserung der Produktivität. Zudem soll die Rolle als zentraler Partner der regionalen Wirtschaft weiterhin bekräftigt werden.

### **Banque Cantonale Vaudoise (AA-/stabil)**

Die BCV konnte den Bruttogewinn im für Banken generell anspruchsvollen Jahr 2012 mit CHF 485.8 Mio stabil halten. Der Reingewinn stieg gar um 2.9% auf CHF 311 Mio an. Der Nettoneugeldzufluss 2012 betrug CHF 160 Mio und ergab sich aus dem Zufluss von Onshore-

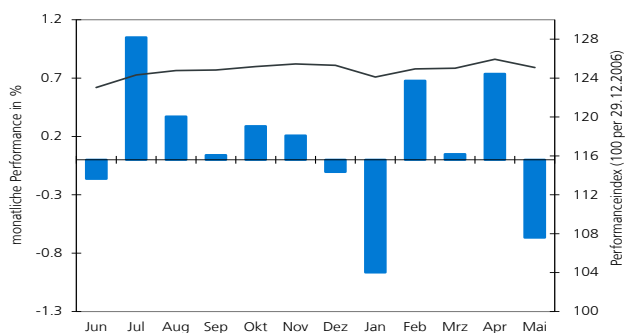
Geldern von CHF 1.2 Mrd und dem erwarteten Abfluss von Offshore-Geldern von CHF 1 Mrd. Der Erfolg aus dem Zinsengeschäft nahm aufgrund des anhaltend tiefen Zinsniveaus um 2.6% auf CHF 519.3 Mio ab. Der Erfolg aus dem Kommissionsgeschäft erhöhte sich um 2% auf CHF 347 Mio. Der Erfolg aus dem Handelsgeschäft sank um 1.6% auf CHF 113.1 Mio. Der Geschäftsaufwand reduzierte sich um 1.4% auf CHF 524 Mio. Dabei wurde sowohl beim Personalaufwand (-1.3%) als auch beim Sachaufwand (-1.6%) Sparpotenzial realisiert. Das Unternehmen ist angesichts einer Kernkapitalquote von 18.4% und eines Eigenmitteldeckungsgrads von 180% per Ende 2012 weiterhin solide mit Kapital ausgestattet. Die BCV konnte ihr Geschäftsvolumen im 1. Quartal 2013 weiter erhöhen. Während die Bilanzsumme seit Ende 2012 um 4.2% auf CHF 41.5 Mrd anwuchs, stiegen die verwalteten Vermögen um 5.8% auf CHF 86.4 Mrd an. Der Bruttogewinn fiel infolge gesunkener Erträge mit CHF 114.9 Mio allerdings 5.1% tiefer aus als in der gleichen Vorjahresperiode.

### **Berner Kantonalbank (AA-/stabil)**

Die BEKB erarbeitete 2012 einen Bruttogewinn von CHF 226.2 Mio, was einem Rückgang von 3.9% gegenüber dem Vorjahresergebnis entspricht. Der Jahresgewinn reduzierte sich um 1.6% auf CHF 128.1 Mio. Die Bilanzsumme stieg innerhalb des Jahres 2012 um 4.6% auf CHF 26.37 Mrd. Die Kundengelder nahmen im vergangenen Jahr weiter zu und erreichten einen Wert von CHF 21.7 Mrd (2011: CHF 20.5 Mrd). Sie übertrafen damit die Kundenausleihungen, die auf CHF 20.2 Mrd zu liegen kamen. Die Kernkapitalquote hat sich innerhalb des Jahres 2012 von 18.3 auf 17.8% reduziert. Das gesetzliche Eigenmittelerfordernis von 150% wird mit 222.4% per Ende 2012 klar übertroffen. Die BEKB hat das langfristige Ziel, in einer Zeitspanne von zehn Jahren (2013 bis 2022) einen Free Cashflow von CHF 900 Mio bis CHF 1.1 Mrd zu erarbeiten. Das Hauptziel ist es grundsätzlich, eine gesunde und starke Bank für den Kanton Bern zu sein und zu bleiben. Die Bank plant derzeit drei neue Niederlassungen, die 2014 eröffnet werden. Das bernische Kantonalbankgesetz gibt vor, dass der Staatsanteil an der BEKB mindestens 50% zu betragen hat. Moody's hat die BEKB zu Beginn des Jahres 2013 erstmals mit einem Bonitätsrating versehen und stuft das Institut seither mit A1 bei stabilem Outlook ein.

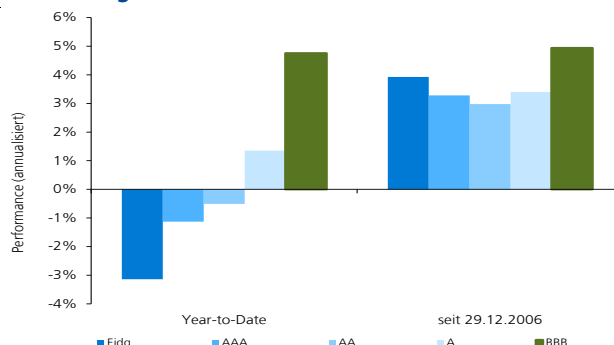
# Swiss Bond Index AAA-BBB

## Performance



Quelle: SIX, Zürcher Kantonalbank

## Bonitätssegmente



Quelle: SIX, Zürcher Kantonalbank

## Performance vs. Vormonat (vs. Jahresanfang)

%	1-3 J.	3-5 J.	5-7 J.	7-10 J.	>10 J.	Total
Eidg.	-0.1%	-0.4%	-0.7%	-1.0%	-2.1%	-1.1%
	(-0.6%)	(-0.1%)	(-0.4%)	(-1.3%)	(-2.6%)	(-1.3%)
AAA	-0.1%	-0.3%	-0.6%	-1.1%	-2.1%	-0.8%
	(0.1%)	(0.1%)	(-0.2%)	(-0.6%)	(-2.1%)	(-0.5%)
AA	-0.1%	-0.3%	-0.6%	-1.0%	-2.0%	-0.8%
	(0.2%)	(0.3%)	(0.3%)	(-0.5%)	(-1.6%)	(-0.2%)
A	0.0%	-0.2%	-0.4%	-0.6%	-1.9%	-0.3%
	(0.6%)	(0.4%)	(0.7%)	(0.8%)	(0.6%)	(0.6%)
BBB	-	-	-	-	-	0.1%
	-	-	-	-	-	(2.0%)
Index	0.0%	-0.2%	-0.5%	-0.9%	-2.0%	-0.7%
	(0.4%)	(0.4%)	(0.2%)	(-0.4%)	(-1.9%)	(-0.2%)

Quelle: SIX, Zürcher Kantonalbank

## Kennzahlen Verfallrendite und Duration

%	1-3 J.	3-5 J.	5-7 J.	7-10 J.	>10 J.	Total
Eidg.	-0.06	0.10	0.27	0.59	1.16	0.87%
	(2.26)	(3.89)	(5.57)	(7.63)	(16.14)	(8.82)
AAA	0.22	0.39	0.69	1.04	1.45	1.01%
	(1.98)	(3.73)	(5.52)	(7.65)	(13.69)	(6.11)
AA	0.29	0.51	0.85	1.15	1.71	1.21%
	(1.92)	(3.69)	(5.53)	(7.46)	(13.01)	(6.15)
A	0.51	0.70	1.04	1.51	2.02	1.11%
	(1.96)	(3.66)	(5.40)	(7.77)	(12.71)	(4.30)
BBB	-	-	-	-	-	1.69%
	-	-	-	-	-	(3.64)
Index	0.41	0.56	0.82	1.07	1.46	1.07%
	(1.99)	(3.71)	(5.49)	(7.62)	(14.13)	(6.10)

Quelle: SIX, Zürcher Kantonalbank

## Domestic vs. Foreign: Perf. vs. Vormonat (vs. Jahresanfang)

%	Domestic	Foreign
AAA	-0.89	-0.62
	(-0.8%)	(-0.1%)
AA	-1.1	-0.5
	(-1.0%)	(0.2%)
A	-0.5	-0.2
	(0.3%)	(0.7%)
BBB	-0.1	0.2
	(1.3%)	(2.4%)
Gesamt	-0.8	-0.4
	(-0.5%)	(0.5%)

Quelle: SIX, Zürcher Kantonalbank

## Domestic vs. Foreign: Verfallrendite und Duration

%	Domestic	Foreign
AAA	1.05	0.99
	(6.68)	(5.42)
AA	1.33	1.08
	(8.09)	(4.81)
A	1.20	1.03
	(5.65)	(3.57)
BBB	1.40	1.87
	(3.98)	(3.45)
Gesamt	1.18	1.11
	(6.60)	(4.55)

Quelle: SIX, Zürcher Kantonalbank

## Erläuterung

Die Schweizer Börse SIX hat auf Anfang 2008 die Bondindex-Palette für den Schweizer Kapitalmarkt mit der neuen SBI®-Rating-Index-Familie ersetzt bzw. ergänzt. Im Vergleich um bisherigen SBI, der per Ende 2007 eingestellt wurde, bieten die neuen Indizes dem Frankenanleger nebst einer umfassenden Marktabdeckung auch eine Erweiterung um die Dimension der Bonitätsklassen und verschiedenster Laufzeitensubindizes.

## Verfallstruktur

%	1-3 J.	3-5 J.	5-7 J.	7-10 J.	>10 J.	Total
Eidg.	3.1%	3.8%	1.5%	4.0%	25.6%	19.0%
AAA Dom	3.8%	4.1%	3.1%	3.5%	23.5%	19.0%
AAA For	4.1%	4.4%	3.0%	2.4%	18.2%	16.0%
AA Dom	1.2%	1.1%	1.3%	1.8%	11.7%	8.5%
AA For	4.0%	3.1%	2.3%	1.3%	13.4%	12.1%
A Dom	0.9%	1.6%	1.3%	1.4%	6.2%	5.7%
A For	5.0%	2.9%	1.6%	0.8%	10.6%	10.4%
BBB Dom	0.8%	1.4%	0.7%	0.4%	3.3%	3.3%
BBB For	2.9%	1.9%	0.7%	0.4%	6.2%	6.1%
Laufzeit	25.7%	24.3%	15.3%	15.9%	118.7%	100.0%

Quelle: SIX, Zürcher Kantonalbank

# Ratingübersicht Inlandschuldner

## Inlandschuldner

Schuldner	S&P	Mdy	ZKB	BIR**	NAU *	Schuldner	S&P	Mdy	ZKB	BIR**	NAU *
Aargauische KB	AAA		AAA	AA+	ja	Kanton Waadt	AA+		AAA	AAA	ja
ABB	A	A2	A	A+	ja	Kanton Zürich	AAA	Aaa	AAA	AAA	ja
Actelion			BB+	BB	–	KKW Leibstadt			A	A-	–
Adecco	BBB	Baa3	BBB	BBB+	–	Kraftwerk Amsteg			AA	BBB+	–
Aduno			A	A+	–	Kraftwerke Hinterrhein			A	A-	–
Akeb			A	BBB+	–	Kraftwerke Oberhasli			A+	A	–
Allreal			BBB+	BBB+	–	Kudelski			BBB-	BBB-	–
Alpiq			A-	BBB	–	Kuoni			BBB-		–
Arbonia Forster			BB+	BB	–	KW Linth-Limmern			AA-	BBB+	–
Aryzta			BBB	AAA	–	Lonza			BBB	BBB+	–
Autoneum			BB	BB	–	Luzerner KB	AA+		AA+	AA+	ja
Axpo			AA-	BBB+	–	Meyer Burger			B+	BB	ja
Bâloise	A-		A-	A	ja	Migros Bank	A		A+	A+	ja
Baloise Bank SoBa			A-	A-	ja	Migros GB			A+	AA+	ja
Banca dello Stato Ticino			A+	BBB+	–	Mobimo			BBB+		–
Bank Coop			A	A	ja	Nant de Drance SA			A	A	–
Basellandschaftliche KB	AAA		AA	AAA	ja	Nestlé	AA	Aa2	AA+	AAA	ja
Basler KB	AA+		AA	AA+	ja	Nobel Biocare			BBB	BBB-	ja
BC de Genève	A+		A		–	Novartis	AA-	Aa3	AA-	AA	ja
BC Neuchâteloise			A+	AA+	–	OC Oerlikon			BBB-	BBB-	–
BC Vaudoise	AA	A1	AA-	AAA	–	Pargesa			A	BBB+	–
Bell			A-	A+	–	Pfandbriefbank		Aaa	AAA	AAA	ja
Berner KB		A1	AA-	AA+	ja	Pfandbriefzentrale		Aaa	AAA	AAA	ja
BKW AG			A+	BBB+	–	PSP Swiss Property			A-	A+	–
Bobst			BBB-	BB	–	Raiffeisen Schweiz		Aa2	AA-	A-	–
Bucher			BBB+	BBB+	–	Repower			A	BBB+	–
Clariant	BBB-	Ba1	BBB-	BBB	–	Rieter			BB+	BBB	–
Clientis		A3	A-	A	–	Roche	AA	A1	A+	AAA	ja
Coop			BBB+	A+	ja	Schaffhauser KB			AAA	AAA	–
CS Group	A	A2	A	A	ja	Schindler			A	A+	ja
Dätwyler			BBB+	A-	–	Schweiz	AAA	Aaa	AAA	AAA	ja
Emmi			A-		–	Schwyzter KB	AAA		AAA	AAA	–
ENAG			AA-	BBB+	–	SGS			A	AA-	–
Engadiner Kraftwerke			A+	A-	–	Sika	A-		A-	AA-	ja
Eurofima	AA+	Aaa	AAA	AAA	ja	St. Galler KB		Aa1	AAA	AA-	–
Ez Gem. Wohnbauträger			AAA	AAA	ja	Stadt Bern		Aa2	AA	AA+	ja
Flughafen Zürich	A		A-	AA	–	Stadt Biel			AA-	AAA	–
Forbo			BBB+		–	Stadt Genf	AA-		AA	AAA	–
Freiburger KB			AA+	AAA	–	Stadt Lausanne	A+		A+	AAA	ja
Galenica			BBB-	BBB+	–	Stadt Lugano			AA-	AAA	–
Georg Fischer			BBB+	BBB+	ja	Stadt St. Gallen			AA	AAA	–
Givaudan			A	AA	ja	Stadt Winterthur			AA	AA	–
Glarner KB			AA	AAA	–	Stadt Zürich			AA	AAA	ja
Glencore International	BBB	Baa2	BBB	BBB	–	Straumann Holding AG			BBB+	BBB+	ja
Grande Dixence			A-	A-	–	Sulzer			A-	BBB+	ja
Graubündner KB	AA+		AA	AAA	ja	Swiss Prime Site			BBB+		–
Helvetia	A		A-	A+	–	Swiss Re	AA-	A1	AA-	AA-	ja
Hilti AG			A		ja	Swisscom	A	A2	A-	AAA	ja
Holcim	BBB	Baa2	BBB+	BBB+	ja	Swissgrid			AA	AA+	–
Implenia			BBB	A-	–	Syngenta	A	A2	A		–
Kanton Aargau	AAA		AAA	AAA	ja	Temenos					–
Kanton Basel-Land	AAA		AA	AAA	ja	Thurgauer KB			AA+	AAA	ja
Kanton Basel-Stadt	AA+		AAA	AAA	ja	UBS	A	A2	A	A+	–
Kanton Bern			AA	AAA	ja	Valiant		A1	A+	A	–
Kanton Genf	AA-		AA-	AAA	ja	Valora			BB+	BBB	–
Kanton Luzern	AA+		AA+	AAA	ja	Von Roll			BB-	BB	–
Kanton Neuenburg			A+	AAA	ja	Walliser KB			AA-	AAA	–
Kanton Solothurn	AA+		AA	AAA	ja	Zuger KB			AAA	AAA	–
Kanton St. Gallen	AA+	Aa1	AAA	AAA	ja	Zürcher Kantonalbank	AAA	Aaa		AA	ja
Kanton Tessin			A+	AAA	ja	Zurich Insurance Co.	A+	A1	A+	AAA	ja

\* Schuldner ist im nachhaltigen Anlageuniversum \*\* Bondpreis impliziertes Rating per Ende Monat

Quelle: Zürcher Kantonalbank

# Auswahlliste CHF-Obligationen

## AAA-Bereich: Inlandschuldner - 35% Verrechnungssteuer

Valor	Coupon (%)	Schuldner	Rating			Verfall	Kurs (%) 07.06.13	Duration	Verfall- rendite (%)	Spread zu Swap (in Bp)	Emissions- volumen	NAU**
			Mdy	S&P	ZKB							
14 427 903	0.625%	Pfandbriefzentr. CH KBs	Aaa		AAA	15.12.16	101.05%	3.49	0.32%	-5	542	ja
20 400 272	0.250%	Pfandbriefb. CH Hypoinst.	Aaa	AAA	AAA	17.03.17	99.79%	3.76	0.31%	-10	306	ja
14 142 821	1.250%	Aargauische KB*	Aaa	AAA	AAA	15.11.18	102.85%	5.26	0.71%	10	200	ja
18 599 645	0.750%	Pfandbriefb. CH Hypoinst.	Aaa		AAA	15.03.19	101.46%	5.66	0.49%	-17	193	ja
21 436 561	0.500%	Pfandbriefb. CH Hypoinst. (neu)	Aaa		AAA	15.04.19	99.80%	5.78	0.53%	-14	350	ja
19 954 352	0.500%	Kanton ZH	Aaa	AAA	AAA	03.12.20	98.35%	7.35	0.73%	-17	450	ja
21 236 581	0.875%	Züricher Kantonalbank*	Aaa	AAA		17.05.21	99.00%	7.70	1.01%	4	140	ja
19 371 754	1.000%	Pfandbriefzentr. CH KBs	Aaa	AAA	AAA	10.09.22	98.75%	8.82	1.14%	-2	611	ja
20 387 286	1.125%	Züricher Kantonalbank*	Aaa	AAA		25.01.23	99.05%	9.14	1.23%	1	125	ja
21 046 131	1.125%	Schaffhauser KB*			AAA	24.04.23	99.35%	9.39	1.20%	-6	125	-
20 531 090	1.125%	Schwyzner KB*		AAA	AAA	20.02.23	99.20%	9.21	1.21%	-1	250	-
21 158 891	1.250%	Pfandbriefb. CH Hypoinst.	Aaa		AAA	29.09.23	99.64%	9.66	1.29%	-3	518	ja

## AAA-Bereich: Auslandschuldner - Steuerrückbehalt für Anleger mit Domizil in der EU

Valor	Coupon (%)	Schuldner	Rating			Verfall	Kurs (%) 07.06.13	Duration	Verfall- rendite (%)	Spread zu Swap (in Bp)	Emissions- volumen	NAU**
			Mdy	S&P	ZKB							
10 273 008	2.750%	Danske Bank	Aaa	AAA		09.01.15	103.95%	1.56	0.26%	11	150	-
11 167 506	1.375%	Kommunekredit	Aaa	AAA		21.01.15	102.15%	1.61	0.05%	-10	225	ja
12 876 796	2.125%	CHF	Aaa	AAA		11.05.16	105.25%	2.87	0.32%	2	175	-
13 457 728	0.750%	Energie Beheer	Aaa	AAA		03.10.16	101.90%	3.28	0.18%	-17	350	-
11 463 449	2.000%	Comp. Financement Foncier	Aaa	AAA		20.12.17	106.00%	4.35	0.65%	16	200	-
18 191 574	1.125%	Österr. Kontrollbank	Aaa	AA+		24.05.18	103.00%	4.86	0.51%	-4	250	-
14 669 842	1.250%	EIB	Aaa	AAA		02.02.19	103.40%	5.47	0.64%	-1	325	ja
14 872 396	1.000%	Canadian Imperial Bank	Aaa	AAA		13.02.19	102.25%	5.54	0.60%	-5	200	ja
19 306 983	1.125%	Bank Nederl. Gemeenten	Aaa	AAA		13.09.22	99.90%	8.78	1.14%	-2	125	ja
20 369 562	0.875%	Municipality Finance	Aaa	AAA		01.02.23	98.60%	9.27	1.03%	-19	225	ja
20 755 001	1.125%	BNG	Aaa	AAA		19.03.23	99.05%	9.29	1.23%	-1	125	ja
19 036 102	1.250%	Nederlandse Waterschapsbank	Aaa	AAA		09.08.24	99.90%	10.39	1.26%	-4	100	ja

## AA-Bereich: Inlandschuldner - 35% Verrechnungssteuer

Valor	Coupon (%)	Schuldner	Rating			Verfall	Kurs (%) 07.06.13	Duration	Verfall- rendite (%)	Spread zu Swap (in Bp)	Emissions- volumen	NAU**
			Mdy	S&P	ZKB							
12 366 717	1.375%	Freiburger KB*			AA+	23.02.16	103.15%	2.67	0.21%	-7	200	-
4 239 024	3.375%	KW Linth-Limmern			AA-	06.06.16	108.15%	2.90	0.62%	31	150	-
18 491 190	0.500%	Kanton Genf		AA-	AA-	29.05.17	100.70%	3.95	0.32%	-10	350	ja
21 492 582	1.000%	ENAG (neu)			AA-	14.12.18	99.95%	5.37	1.01%	38	100	-
11 293 375	1.875%	Kanton Basel-Stadt			AA+	01.06.19	107.50%	5.73	0.60%	-9	400	ja
18 193 294	0.750%	Kanton Tessin			AA-	11.06.20	101.15%	6.81	0.58%	-25	100	ja
19 411 207	1.000%	Basellandschaftliche KB*		AAA	AA+	04.10.22	98.55%	8.89	1.16%	0	300	ja
19 469 520	1.000%	Kanton GE			AA-	26.10.22	98.45%	8.95	1.18%	0	250	ja
19 832 348	1.000%	Thurgauer KB*			AA+	30.11.22	99.00%	9.04	1.11%	-8	200	ja
20 832 345	1.250%	Kanton GE		AA-	AA-	22.03.23	99.00%	9.25	1.36%	12	250	ja
20 978 203	1.125%	Stadt Genf		AA-	AA	17.04.23	100.60%	9.38	1.06%	-5	150	-
20 689 474	1.375%	Graubündner KB*		AA+	AA	11.03.25	100.55%	10.91	1.32%	-5	300	ja

## AA-Bereich: Auslandschuldner - Steuerrückbehalt für Anleger mit Domizil in der EU

Valor	Coupon (%)	Schuldner	Rating			Verfall	Kurs (%) 07.06.13	Duration	Verfall- rendite (%)	Spread zu Swap (in Bp)	Emissions- volumen	NAU**
			Mdy	S&P	ZKB							
12 248 736	1.000%	Land Nordrhein-Westfalen	Aa1			02.02.15	101.50%	1.64	0.09%	-6	200	-
10 138 127	2.125%	Nestlé Finance	Aa2	AA	AA+	29.05.15	103.85%	1.96	0.17%	-1	250	-
13 327 387	2.000%	Westpac	Aa2	AA-		15.12.16	105.30%	3.41	0.48%	11	150	ja
18 893 193	1.125%	National Australia Bank	Aa2	AA-		07.11.18	102.00%	5.25	0.75%	13	300	ja



19 348 602	1.125%	BNZ	Aa3	AA-		20.09.19	100.65%	6.06	1.02%	29	275	ja
20 447 768	0.875%	CB Australia	Aa2	AA-		01.02.20	99.60%	6.47	0.94%	16	200	ja
21 038 413	1.000%	National Australia Bank	Aa2	AA-		17.04.20	99.90%	6.66	1.02%	21	150	ja
21 527 551	1.000%	Rabobank (neu)	Aa2	AA-		26.06.20	99.78%	6.78	1.03%	20	250	ja
12 338 575	2.250%	SNCF	Aa2	AA		25.02.21	108.30%	7.16	1.12%	19	150	ja
19 495 898	1.375%	Svenska Handelsbanken	Aa3	AA-		05.10.22	100.45%	8.74	1.32%	15	200	–
20 583 261	1.125%	Provinz Québec	Aa2	A+		22.02.23	99.65%	9.22	1.16%	–6	250	–
21 089 198	1.125%	Norges Statsbaner	Aa2	AA-		02.05.23	100.05%	9.42	1.12%	–14	125	ja

#### A-Bereich: Inlandschuldner - 35% Verrechnungssteuer

Valor	Coupon (%)	Schuldner	Rating			Verfall	Kurs (%) 07.06.13	Duration	Verfall- rendite (%)	Spread zu Swap (in Bp)	Emissions- volumen	NAU**
			Mdy	S&P	ZKB							
13 694 025	1.375%	Alpiq			A-	20.09.16	100.60%	3.21	1.19%	84	250	–
13 926 496	1.250%	ABB	A2	A	A	11.10.16	102.25%	3.27	0.57%	22	500	–
13 876 104	1.250%	Schindler			A	21.11.16	102.60%	3.38	0.49%	13	400	–
14 298 189	1.250%	Givaudan			A	07.12.16	102.70%	3.43	0.47%	10	150	ja
18 051 306	1.000%	Roche Kapitalmarkt AG	A1	AA	A+	23.09.18	102.25%	5.15	0.57%	–3	600	ja
20 960 904	1.000%	Clientis	A3		A-	18.04.18	99.80%	4.77	1.04%	50	110	–
21 226 729	1.000%	Bell (neu)			A-	16.05.18	100.50%	4.84	0.90%	35	175	–
19 677 045	1.000%	PSP Swiss Property			A-	08.02.19	100.50%	5.52	0.91%	26	120	–
20 947 206	1.125%	Helvetia Holding		A	A-	08.04.19	101.60%	5.67	0.84%	17	150	–
20 004 477	1.500%	Nant de Drance			A	15.02.21	101.95%	7.29	1.23%	31	300	–
21 036 279	1.500%	Flughafen Zürich		A	A-	17.04.23	100.85%	9.23	1.41%	16	400	–
20 004 482	1.750%	Bâloise Holding			A-	26.04.23	99.70%	9.15	1.78%	53	225	ja

#### A-Bereich: Auslandschuldner - Steuerrückbehalt für Anleger mit Domizil in der EU

Valor	Coupon (%)	Schuldner	Rating			Verfall	Kurs (%) 07.06.13	Duration	Verfall- rendite (%)	Spread zu Swap (in Bp)	Emissions- volumen	NAU**
			Mdy	S&P	ZKB							
3 200 513	3.250%	La Poste			A	18.07.14	103.15%	1.08	0.41%	32	250	–
11 523 701	1.750%	Swiss Re Treasury	A1	AA-	AA-	21.07.14	101.91%	1.11	0.05%	–4	250	ja
3 590 789	3.250%	E.ON	A3	A-		17.12.14	104.25%	1.50	0.45%	31	225	–
3 742 382	3.625%	BMW US Capital	A2	A		28.02.15	105.65%	1.69	0.33%	17	325	–
11 364 381	1.875%	Mc Donalds	A2	A		23.06.16	104.30%	2.94	0.45%	14	250	–
10 199 730	4.500%	Anheuser-Busch InBev	A	A3		11.06.14	104.13%	0.97	0.40%	32	600	–
13 659 436	1.000%	Philip Morris International	A	A2		06.12.16	101.90%	3.44	0.45%	8	325	–
11 212 053	2.500%	LGT Finance	Aa3	A+		12.05.17	106.45%	3.79	0.83%	40	250	–
13 975 685	1.500%	GDF Suez	A1	A		20.10.17	103.85%	4.23	0.60%	13	300	–
3 064 403	3.250%	Polen	A2	A-		15.05.19	112.00%	5.52	1.15%	47	1000	–
19 528 810	1.125%	GDF Suez	A1	A		09.10.20	100.55%	7.04	1.05%	17	275	–

#### Variabel verzinsliche Anleihen\*\*\* - Steuerrückbehalt für Anleger mit Domizil in der EU

Valor	Coupon (%)	Schuldner	Rating			Verfall	Kurs (%) 07.06.13	Duration	Verfall- rendite (%)	Spread zu Swap (in Bp)	Emissions- volumen	NAU**
			Mdy	S&P	ZKB							
18 922 881	0.770%	Aduno			A	17.07.14	100.35%	0.11	0.45%	36	200	–
13 024 960	0.250%	BayernLB	Aaa	AAA		25.07.14	99.68%	0.13	0.53%	44	100	ja
13 571 083	0.322%	Nordea Bank Finland	Aaa			09.09.14	100.40%	0.24	0.00%	–10	250	–
14 282 146	0.670%	ANZ	Aaa			13.02.15	100.32%	0.18	0.48%	32	400	ja
18 137 954	0.672%	Westpac	Aaa			02.04.15	100.45%	0.07	0.42%	25	325	ja
18 369 841	0.204%	Zürcher Kantonalbank*	Aaa	AAA		07.05.15	100.28%	0.17	0.06%	–12	580	ja

## Schweizer Staatsanleihen - 35% Verrechnungssteuer

Valor	Coupon (%)	Schuldner	Rating			Verfall	Kurs (%) 07.06.13	Duration	Verfall- rendite (%)	Spread zu Swap (in Bp)	Emissions- volumen	NAU**
			Mdy	S&P	ZKB							
148 008	4.250%	CH Eidgenossenschaft	Aaa	AAA		06.01.14	102.55%	n.a.	-0.14%		4608	ja
1 238 558	3.750%	CH Eidgenossenschaft	Aaa	AAA		10.06.15	107.63%	n.a.	-0.05%		4309	ja
1 563 345	2.500%	CH Eidgenossenschaft	Aaa	AAA		12.03.16	107.04%	n.a.	-0.04%		6904	ja
644 842	4.250%	CH Eidgenossenschaft	Aaa	AAA		05.06.17	116.39%	3.78	0.13%		5760	ja
1 522 166	3.000%	CH Eidgenossenschaft	Aaa	AAA		08.01.18	112.83%	4.32	0.19%		7036	ja
1 845 425	3.000%	CH Eidgenossenschaft	Aaa	AAA		12.05.19	115.94%	5.55	0.29%		5999	ja
2 190 890	2.250%	CH Eidgenossenschaft	Aaa	AAA		06.07.20	112.34%	6.54	0.47%		4701	ja
11 199 981	2.000%	CH Eidgenossenschaft	Aaa	AAA		28.04.21	110.88%	7.40	0.59%		3612	ja
12 718 101	2.000%	CH Eidgenossenschaft	Aaa	AAA		25.05.22	110.97%	8.33	0.73%		2540	ja
843 556	4.000%	CH Eidgenossenschaft	Aaa	AAA		11.02.23	130.20%	8.34	0.75%		4558	ja
12 718 117	1.250%	CH Eidgenossenschaft	Aaa	AAA		11.06.24	104.08%	10.25	0.86%		947	ja
3 183 556	3.250%	CH Eidgenossenschaft	Aaa	AAA		27.06.27	130.15%	11.60	0.95%		2029	ja
868 037	4.000%	CH Eidgenossenschaft	Aaa	AAA		08.04.28	139.50%	12.00	1.10%		5612	ja
12 718 102	2.250%	CH Eidgenossenschaft	Aaa	AAA		22.06.31	119.95%	15.07	1.03%		1618	ja
1 580 323	3.500%	CH Eidgenossenschaft	Aaa	AAA		08.04.33	139.50%	15.47	1.24%		3633	ja
2 452 496	2.500%	CH Eidgenossenschaft	Aaa	AAA		08.03.36	127.03%	18.21	1.14%		3000	ja
12 718 119	1.250%	CH Eidgenossenschaft	Aaa	AAA		27.06.37	102.10%	20.72	1.15%		1020	ja
12 718 116	1.500%	CH Eidgenossenschaft	Aaa	AAA		30.04.42	108.40%	23.88	1.16%		1834	ja
975 519	4.000%	CH Eidgenossenschaft	Aaa	AAA		06.01.49	178.57%	23.46	1.25%		1368	ja

Quelle: Zürcher Kantonalbank

### Zeichenerklärungen

- 1) Staats- oder Kantonsgarantie
- 2) Der Schuldner ist im nachhaltigen Anlageuniversum der Zürcher Kantonalbank. Massgebend für diese Beurteilung sind einzig Umwelt- und Sozialkriterien.
- 3) Der Coupon wird i.d.R. alle drei Monate angepasst und richtet sich nach dem 3-Monats-Geldmarktsatz. Die jeweilige Duration bezieht sich auf den nächsten Couponanpassungstermin.
- 4) Diese Anleihen sind frühzeitig kündbar. Rendite- und Durationzahlen beziehen sich auf den nächsten wahrscheinlichen Kündigungstermin.

(neu) = Neuemission

IC / kC = langer Coupon / kurzer Coupon, d.h. erste Zinsbemessungsperiode dauert mehr/weniger als 12 Monate

Abschlusseinheiten für CHF-Anleihen: Mindestabschluss CHF 10'000

Die unverbindlichen Richtkurse können sich je nach Marktlage rasch ändern.

Alle Angaben ohne Gewähr

# Mitarbeitende

## Credit Research

Luca Corletto	luca.corletto@zkb.ch 044 292 33 94
Peter Gasser	peter.gasser@zkb.ch 044 292 33 48
Marc Schulthess	marc.schulthess@zkb.ch 044 292 33 93
Roman Sorg	roman.sorg@zkb.ch 044 292 38 47

## Swiss Economy

David Marmet	david.marmet@zkb.ch 044 292 45 40
Manuel Ferreira	manuel.ferreira@zkb.ch 044 292 37 93
Cornelia Luchsinger	cornelia.luchsinger@zkb.ch 044 292 34 04

## Kreditderivate

Can Marfurt	can.marfurt@zkb.ch 044 293 66 01
Christian Schmid	christian.schmid@zkb.ch 044 293 66 16
Philippe Wechsler	philippe.wechsler@zkb.ch 044 293 65 62

## CHF Obligationenverkauf

Marcel Grélat	marcel.grelat@zkb.ch 044 293 66 70
Urs Häusermann	urs.haeusermann@zkb.ch 044 293 65 72
Christian Locher	christian.locher@zkb.ch 044 293 65 77
Peter Scheifele	peter.scheifele@zkb.ch 044 293 66 70
Sandra Sirchia	sandra.sirchia@zkb.ch 044 293 66 70
Alain Zani	alain.zani@zkb.ch 044 293 66 70

## Portfolio Management Fixed Income

Hansjörg Schmidt	hansjoerg.schmidt@zkb.ch 044 292 47 13
Sandro Braun	sandro.braun@zkb.ch 044 292 47 51
Sandro Grimm	sandro.grimm@zkb.ch 044 292 21 87
Marco Högger	marco.hoegger@zkb.ch 044 292 47 88
Wilfried Kleiner	wilfried.kleiner@zkb.ch 044 292 31 26
Samuel Manser	samuel.manser@zkb.ch 044 292 37 98
Edgar Salzmann	edgar.salzmann@zkb.ch 044 292 21 62
Regula Ruth Schaub Atukeren	regula.schaub@zkb.ch 044 292 36 54

## Zinsderivate

Roland Schürch	roland.schuerch@zkb.ch 044 293 65 06
Tanja Hartmann	tanja.hartmann@zkb.ch ++41 44 293 65 06
Thomas Auböck	thomas.auboeck@zkb.ch ++41 44 293 65 06



**Disclaimer:**

Die Zürcher Kantonalbank hat in den letzten 12 Monaten an Kapitalmarkttransaktionen folgender Unternehmungen mitgewirkt:

AB Svensk Exportkredit, ABN Amro Bank, Aduno Holding AG, Alpiq, ANZ Banking Group Limited, Aryzta, Asian Development Bank, Autoneum Holding AG, Bâloise Holding AG, Bank Nederlandse Gemeenten N. V., Bell AG, G. Bossard Holding AG

Canadian Imperial Bank of Commerce, CIBC World Markets, Clientis AG, Daimler AG, Daimler Mercedes Benz, Danske Bank, Dätwyler Holding AG, EGW, EIB, Electra-Massa S.A., Emissionszentrale für gemeinnützige Wohnbauträger EGW, ENAG, Flughafen Zürich, Forces Motrices Chancy-Pougny SA, GE, GE Capital Australia Funding, GECC, General Electric Capital Corp., Glarner Kantonalbank, Graubündner Kantonalbank, Holcim Ltd., ING Bank N.V., Sydney Branch, Julius Baer Group Ltd., Kanton Genf, Kanton Luzern, Kanton Neuenburg, Kanton Zürich, KfW, Kommunalbanken AS, Korea Development Bank, Kraftwerke Linth-Limmern AG, Kraftwerke Oberhasli AG, Landwirtschaftliche Rentenbank, LGT Bank AG, FL-Vaduz, Linde AG, Lonza Swiss Finanz AG, Mercedes Benz, Municipality Finance Plc (Kuntarahoitus), N.V. Bank Nederlandse Gemeenten, Nant de Drance SA, National Australia Bank, Ned. Waterschapsbank, Nederlandse Waterschapsbank, Nestle, Nordic Investment Bank, NRW, Pfandbriefzentrale der Schweiz, KB, Rabobank Nederland, RCI Banque, Regionalverkehr Bern-Solothurn AG, Schaffhauser Kantonalbank, Schweiter Technologies AG, Schweizerische Südostbahn AG, Sika AG, Stadt Bern, Stadt Biel, Stadt Winterthur, Stadt Zürich, Swiss Prime Site AG, Swisscom AG, Swissgrid AG, Total Capital Intl., Toyota Finance Australia Ltd, Toyota Motor Credit Corporation, Valiant Bank AG, Ville de Genève, Ville de Lausanne, Westpac

Die Zürcher Kantonalbank hält gemäss der letzten Meldung über 25% an Ascom, 15% an Aduno, über 5% an der Banque Cantonale du Jura und über 3% an Valiant.

Das vorliegende Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten. Dieses Dokument wurde von der Zürcher Kantonalbank mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die Zürcher Kantonalbank bietet jedoch keine Gewähr für dessen Inhalt und Vollständigkeit und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Das Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, allenfalls unter Beizug eines Beraters die Informationen in Bezug auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Sofern Beiträge in dieser Publikation durch Organisationseinheiten erstellt wurden, welche nicht den „Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse“ (herausgegeben durch die Schweizerische Bankiervereinigung) unterliegen, ist dies in der Fusszeile entsprechend vermerkt.

Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen dürfen nicht an Personen, die möglicherweise US-Personen nach der Definition der Regulation S des US Securities Act von 1933 sind, verteilt und/oder weiterverteilt werden. Definitionsgemäss umfasst «US Person» jede natürliche US-Person oder juristische Person, jedes Unternehmen, jede Firma, Kollektivgesellschaft oder sonstige Gesellschaft, die nach amerikanischem Recht gegründet wurde. Im Weiteren gelten die Kategorien der Regulation S.

Dieses Dokument stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung oder Einladung zur Zeichnung oder zur Abgabe eines Kaufangebots für irgendwelche Wertpapiere dar, noch bildet es eine Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendwelcher Art. Dieses Dokument ist kein Prospekt im Sinne von Artikel 652a bzw. 1156 des schweizerischen Obligationenrechts oder Artikel 27 ff. des Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange AG.

This publication and the information contained in it must not be distributed and / or redistributed to, used or relied upon by, any person (whether individual or entity) who may be a US person under Regulation S under the US Securities Act of 1933. US persons include any US resident; any corporation, company, partnership or other entity organized under any law of the United States; and other categories set out in Regulation S.

Copyright © 2013 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.