

Stadt Zürich ist begehrt

Bald Haushalts- statt Konjunktur stabilisierung? – S&P sieht kleineres «Rückstufungspotenzial»

TOMMASO MANZIN

Der Bundesrat geht nach wie vor von einer Arbeitslosenquote von 5,5% in 2010 aus. Als weitere Stabilisierungsmassnahme hat er am Montag die Botschaft zum dritten Konjunkturprogramm über 400 Mio. Fr. verabschiedet (vgl. Tabelle). In zwei früheren Stufen wurden über 1,6 Mrd. Fr. gesprochen. Mit den 200 Mio. zur Krankenkassenverbilligung ergeben sich damit 2,3 Mrd. Fr., etwa 0,4% der jährlichen Wirtschaftsleistung.

Credit Suisse (CS) weist darauf hin, dass der Bund damit zwar die Schuldenbremse einhalte. Ein Blick auf den Finanzplan lege indes nahe, das Augenmerk bald auf die Stabilisierung der Bundesfinanzen zu verlegen. Zwar ziele das dritte Paket richtigerweise auf die Linderung der Arbeitslosigkeitseffekte, doch mit den Prämienverbilligungen würden strukturelle Probleme aufgeschoben. Die ersten Programme hätten die Grenzen der Stimulierung gezeigt, diese könnten nicht für fehlende Exporte in die Bresche springen.

Zürcher Kantonalbank (ZKB) geht davon aus, dass Letztere gegen Ende Jahr wieder anziehen. Auch die Dienstleistungsexporte sollten sich zumindest stabilisieren. Der Bankenindikator der Konjunkturforschungsstelle der ETH (Kof) hat sich bereits im ersten Semester dieses Jahres stabilisiert (vgl. letzte Ausgabe).

KBC-Hybride unter Beschuss

CS erwartet, dass das Zielband für den Dreimonatssatz Libor rezessionsbedingt noch für einige Quartale zwischen 0 und 0,75% bleibt. Für Bank Julius Bär gehört die Schweiz zu den Ländern, die als letzte aus der Rezession kommen werden. Für 2010 erwartet sie ein Nullwachstum.

Spitze ist unser Land dafür im Nachhaltigkeitsrating der ZKB. Dieses umfasst alle dreissig OECD-Staaten und basiert auf hundert Indikatoren zur Bewertung von Umwelt- und Sozialaspekten (vgl. FuW Nr. 51 vom 30. Juni 2007). Wie 2007 belegt Schweden auch in der Neuaufgabe den ersten Rang. Die Schweiz folgt auf Platz zwei und hat sich damit um einen Rang verbessert.

Gute Meldungen der folgenden Art zu rapportieren, hatte der Autor dieses Berichts bislang noch nie die Gelegenheit: Das globale Rückstufungspotenzial hat sich gemäss Standard & Poor's (S&P) verringert – wenngleich nur leicht. Die Zahl von Schuldnern der Kategorie AAA bis B-mit negativem Ausblick oder auf der Über-

prüfungsliste für eine Rückstufung – so definiert die Agentur das Rückstufungspotenzial – sei global von 992 auf 965 Einheiten gesunken – vor allem, weil viele Rückstufungen tatsächlich vorgenommen worden sind. Das Verhältnis potenzieller Rück- zu Höherstufungen von 7:1 habe sich heuer nicht verändert und betrage immer noch das Dreifache des Wertes nach dem ersten Semester 2008. Im Ratinguniversum von S&P haben derzeit 36% der Schuldner einen negativen Ausblick oder sie befinden sich auf der Überprüfungsliste.

CS bestätigt Bucher auf BBB+. Der Umsatz liege unter den Erwartungen und die Profitabilität sei gefallen, die Bilanz indes nach wie vor solide. Die Grossbank steht auch zum BBB+ von Geberit und zum BBB von Adecco. Inter-American Development Bank hat im Frühjahr eine Frankenleihe begeben (vgl. FuW Nr. 24 vom 28. März). S&P bestätigt die Bestnote der ältesten regionalen Förderbank.

Dieselbe Agentur reduzierte unlängst das Rating hybrider Titel, weil die Staatshilfe es wahrscheinlicher mache, dass Zahlungen für Hybride ausgesetzt würden (FuW Nr. 40 vom 23. Mai). S&P kürzt nun nachrangige Anleihen von KBC Bank von

CCC auf CC, was akute Gefahr eines Zahlungsverzugs anzeigt. Moody's hatte die belgische KBC Bank im Januar von Aa2 auf Aa3 sowie die KBC-Gruppe von Aa3 auf A1 zurückgestuft, S&P jüngst die KBC Gruppe von A auf A-. Die dazu gehörende KBC Ifima hat einen Frankenfloater ausstehend (vgl. FuW Nr. 23 vom 25. März).

Sekundärmarkt hält sich

Während am Primärmarkt vor allem das Inlandsegment das Sommerloch spürt (vgl. FuW Nr. 60 vom 5. August), ist der Wert der am Sekundärmarkt gehandelten Titel seit April in etwa stabil und liegt gar über Vorjahr (vgl. Grafik). Das Angebot im quellensteuerpflichtigen Segment erhöhte am Montag – politisch korrekt – das lokale Bankentrio aus CS, UBS Investment Bank (IB) und ZKB mit 2¼% Stadt Zürich 2009/2018 über 250 Mio.

Wie es sich derzeit gehört, kam auch dieser Bond mit einem Abschlag zum Swap an den Markt, und zwar von 6 Basispunkten (Bp). Die Nachfrage übersteige derzeit das Angebot, erklärt CS, die Spreads seien zudem mit den guten Börsendaten negativ korreliert. Die Limmstadt war heuer schon fünfmal am Markt. Auch diesmal dient der Emissionserlös allgemeinen Refinanzierungszwecken. Der Bond sei überzeichnet gewesen, führt UBS aus. Die Swapsätze hätten etwas angezogen, was die Rendite attraktiver mache. Man habe aufgrund der vor allem am langen Ende kräftigen Nachfrage den Abschlag von Anfangs 4 Bp auf 6 Bp vergrössern können. Auch ZKB bestätigt: Man hätte ohne Weiteres mehr begeben können, die Nachfrage habe sich trotz der eher hohen Laufzeit aus allen Anlegerklassen rekrutiert, auch aus dem Retailsegment. ZKB und CS bewerten die Stadt mit AA+. ZKB hat den Ausblick auf negativ dreht (vgl. FuW Nr. 50 vom 27. Juni).

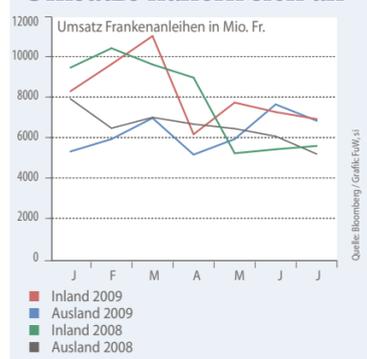
Nachdem CS eine zehnjährige Euroanleihe begeben hatte (vgl. letzte Ausgabe), ist die Grossbank nun auch im Dollar rührig (vgl. Seite 6). Am Montag tauschte die Schweizerische Nationalbank (SNB) in ihrem siebentägigen Devisenswap 9,3 Mrd. € in Franken. Die Beträge sind nach einer Flaute im Juni, als die SNB meist zwischen rund 4 und 10 Mrd. allozierte, jüngst wieder leicht gestiegen. Dollar-swaps schloss sie auch diese Woche keine ab. Seit Anfang August ist die im Juni angekündigte deutsche Fassung des Berichts zur Finanzstabilität 2009 auf der Homepage der SNB (www.snb.ch) greifbar.

Drittes Paket unterwegs

	Konjunkturförderung 2010
Förderung erster Einstieg	12
Bildungsmassnahmen Lehrgänger	40
Stellennetze	238
Sonderaufgaben	15
Kurzarbeit und Weiterbildung	30
Weiterbildung Energiebereich	15
Auslandpromotion	25
Informations- und Kommunikationstechnologien	25
Total	400

Quelle: Eidgenössisches Volkswirtschaftsdepartement (EVD)

Umsätze nähern sich an



Keine Topnote mehr im SMI

Kreditrends in der Schweiz (Teil 2): Wurden Risikomanagement und Kreditprofil vernachlässigt?

Rund fünfzehn von insgesamt zwanzig SMI-Gesellschaften verfügen mittlerweile über ein Rating von Moody's oder Standard & Poor's (S&P). Die Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung (vgl. letzte Ausgabe) deuten darauf hin, dass Risikomanagement und Kreditprofilpflege vernachlässigt wurden. Alle SMI-Urgesteine mit einer Einstufung zu Beginn 2000 mussten bis Ende März 2009 Rückstufungen hinnehmen. Sämtliche Firmen mit Top-Note (Aaa bzw. AAA) verloren diese zudem im Erhebungszeitraum.

In vielen Fällen notieren die Ratings der SMI-Schwergewichte heute auf historischen Tiefstwerten. Besonders unter die Räder gerieten Unternehmungen, (a) deren Rückstufungen markant ausfielen, (b) für die das Vertrauen der Kunden im Geschäftsmodell ausgesprochen wichtig ist (Versicherungen und Banken) sowie (c) deren Bonität sich bereits auf relativ tiefem Niveau bewegte. Die drei grössten SMI-Aktienverlierer gehören auch zu dieser Gruppe der Rating-Verlierer: Swiss Re (-88,6%), Swiss Life (-85,6) und ZFS (-72,9). Der jahrzehntelange Stabilitätsbonus, den die Vertreter des Finanzsektors in Anspruch nahmen, haben sie in der jüngsten Rezession weitgehend verloren.

Der unangefochtene SMI-Champion heisst Syngenta – und der Basler Konzern ist zugleich der unangefochtene Rating-Gewinner. Nur der weltgrösste Anbieter

von Pflanzenschutzmitteln weist einen positiven Kreditrendenzug (vgl. Grafik). Mit einem Aktienkursanstieg von 210,2% seit der Aufnahme in den SMI übertrumpfte Syngenta alle übrigen Gesellschaften im Index um Längen. Investoren, die den Titel nach der ersten Rating-Erhöhung im Zusammenhang mit operativen Unternehmens-Fortschritten gekauft hatten, konnten entgegen dem allgemein negativen Marktrendenzug eine ausgezeichnete Aktienrendite verbuchen.

Wer es noch extremer liebt, setzte seine Kreditstrategiefähigkeiten für die eindrücklichste «Rating Recovery Story», jene von ABB, ein. Von der ersten Rating-Anhebung

Ratingleben in Treppen



durch Moody's nach dem dramatischen Rating-Zerfall bis zum zyklischen Aktienhoch im Frühjahr 2007 versechsfachte sich der Aktienwert.

Nach Umstufungen sind äusserst interessante Preisreaktionen zu beobachten. Im Durchschnitt reagierten nach Rating-Mutationen durch Moody's und S&P die SMI-Aktien am Ankündigungstag auf Höherstufungen leicht positiv und auf Rückstufungen markant negativ. Spannend ist, dass in den folgenden Wochen die Aktien, die von Rating-Rückstufungen betroffen waren (und nicht im Zeitablauf aus dem SMI gekippt wurden), nicht nur die Verluste völlig wettmachen konnten, sondern binnen Monatsfrist eine kräftige Index-Outperformance verbuchen konnten. Die Volatilität der Resultate ist zwar enorm, doch vieles deutet darauf hin, dass eine «Relief Rally» (Erleichterungshausse) einsetzt, sobald die Rating-Fakten einmal auf dem Tisch liegen und das Management unter dem steigenden Handlungsdruck beginnt, strategische Massnahmen zur Stabilisierung oder Verbesserung der Bonität zu treffen. Langfristig fahren aber eindeutig diejenigen Aktiengesellschaften am besten, die es verstehen, ihr Kreditprofil aktiv und sorgsam zu pflegen. Die Ergebnisse der vorliegenden Forschungsarbeit lassen keinen anderen Schluss zu.

GIORGIO CAPPAUL, Visual Finance

Neu lancierte Frankenemissionen

Valor, Emittent, Lead Manager, Rating ²	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Libor	Briefkurs	Rendite in %
Anleihen inländischer Schuldner							
10 430 908 Pfandbriefbank (CS) Aaa ¹⁶	405	3 ½	1 ½	17.8.	1.9.	100,90	2,24
10 430 914 Pfandbriefbank (CS) Aaa ²¹	541	8 ½	2 ½	17.8.	1.9.	99,91	2,26
10 430 917 Pfandbriefbank (CS) Aaa ²²	400	11 ½	2 ½	17.8.	1.9.	97,40	2,64
10 449 305 Stadt Zürich (CS/UBS IB/ZKB)	250	9	2 ½	21.8.	10.9.	100,46	2,32
Anleihen ausländischer Schuldner⁸							
10 379 116 Comp. de Financement Foncières (CS) Aaa/AAA ¹⁷	200	7 ¼	2 ¼	17.8.	19.8.	101,55	2,51
10 390 721 KfW (CS) Aaa/AAA ¹³	150	9 ½	2 ¼	17.8.	19.8.	–	2,17
10 390 722 KfW (CS) Aaa/AAA ¹⁹	150	8 ½	3 ½	17.8.	19.8.	–	2,31
10 390 980 NWB (ABN Amro/ZKB) Aaa/AAA ¹⁸	150	4 ¾	2 ¼	17.8.	20.8.	102,87	1,62
10 280 608 EIB (UBS Investment Bank) Aaa/AAA ²⁰	100	9 ½	2 ½	17.8.	24.8.	101,70	2,30
10 400 750 Bank Nederlandse Gemeenten (UBS IB) Aaa/AAA ¹⁵	100	6 ¾	2 ¾	19.8.	28.8.	104,95	1,96
10 441 068 Swiss Re Finance (CS/BNP Paribas) A1/A+	500	5	3 ¼	19.8.	20.8.	102,25	2,76
10 404 450 Svensk Exportkredit (Deutsche Bank) Aa1/AA+ ¹²	200	8 ½	3	24.8.	27.8.	103,59	2,53
10 416 116 Comp. de Financement Foncières (CS) Aaa/AAA	250	4 ¾	1 ¾	26.8.	28.8.	100,16	1,72

Hinweis: Eine Liste neuer Euroemissionen finden Sie am Samstag auf Seite 6 (Obligationen/Devisen).

Erstmals in dieser Tabelle ¹ noch nicht bekannt ² das Rating von Moody's und Standard & Poor's bezieht sich auf vergleichbare ausstehende Anleihen desselben Schuldners ³ Staatsgarantie ⁴ nachrangig ⁵ Tender ⁶ Floater (variabler Zins) ⁷ Garantie der Muttergesellschaft ⁸ Titel ausländischer Schuldner sind quellensteuerfrei ⁹ erster Coupon kurz ¹⁰ Verzinsung zum Dreimonatssatz Libor + 10 ¹¹ Aufstockung; nach Liborierung am 19.8. mit Valor 2 061 619 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 180 Tage gerechnet ¹² Aufstockung; nach Liborierung am 19.8. mit Valor 2 061 619 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 158 Tage gerechnet ¹³ Aufstockung; nach Liborierung am 10.8. mit Valor 2 061 619 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 158 Tage gerechnet ¹⁴ Aufstockung; nach Liborierung am 28.8. mit Valor 4 949 559 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 197 Tage gerechnet ¹⁵ Aufstockung; nach Liborierung am 1.9. mit Valor 10 060 864 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 137 Tage gerechnet ¹⁶ Aufstockung; nach Liborierung am 19.8. mit Valor 1 972 743 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 274 Tage gerechnet ¹⁷ Aufstockung; nach Liborierung am 20.8. mit Valor 10 110 810 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 97 Tage gerechnet ¹⁸ Aufstockung; nach Liborierung am 19.8. mit Valor 3 289 762 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 349 Tage gerechnet ¹⁹ Aufstockung; nach Liborierung am 24.8. mit Valor 2 860 885 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 196 Tage gerechnet ²⁰ Aufstockung; nach Liborierung am 1.9. mit Valor 2 319 437 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 286 Tage gerechnet ²¹ Aufstockung; nach Liborierung am 1.9. mit Valor 2 399 118 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 214 Tage gerechnet

«Ein schlechtes Geschäft»

Economiesuisse kämpft gegen eine materielle Steuerharmonisierung

Der Wirtschaftsdachverband macht Front gegen die von der SP lancierte «Steuer-gerechtigkeits»-Initiative, die schweizweit kantonale und kommunale Mindeststeuersätze für gut verdienende bzw. vermögendere Personen festschreiben will. Der Köcher der Argumente, die Economiesuisse am Dienstag ins Feld führte, ist gut gefüllt. Direktor Pascal Gentinetta erinnert an die Säulen des Steuersystems: direkte Demokratie, Föderalismus und Vertrauen der Steuerbehörden in den Bürger. Die SP attackiere den zweiten Pfeiler.

Andere Vertreter von Economiesuisse unterstrichen, ohne den durch Steuer-autonomie und -wettbewerb entstehenden Druck des Wohn- und Standortwechsels liesse sich der Steuerappetit der Regierungen kaum zähmen. Zudem könnten Kantone rascher mit Reformen auf internationale Trends reagieren als der Bund – zum Vorteil der ganzen Schweiz.

Der Steuerwettbewerb sei schon heute nicht ungehemmt. Finanzausgleich, formelle Steuerharmonisierung und Bundesgericht beschnitten die Spielräume.

Kernstück der ökonomischen Argumentation von Economiesuisse bildet ein Gutachten des deutschen Finanzwissenschaftlers Prof. Lars Feld. Es entkräftet die Thesen, dass der Steuerwettbewerb das Niveau staatlicher Leistungen drückt und bloss den Reichen nützt. Die Schweiz habe im internationalen Standortwettbewerb auch dank des inneren Steuerwettbewerbs eine gute Position. Die Zusatzbelastung durch die Harmonisierung würde weit in den Mittelstand wirken. «Die Initiative ist ein schlechtes Geschäft und den Schweizer Bürgern nicht zu empfehlen», hält Feld fest, für den sich unser Land heute «bereits in bedenklicher Weise auf dem Weg zu einer Harmonisierung von Ausgaben und Einnahmen» befindet. PK

Kennziffern Zinsen Schweiz

	Ende 2008	Hoch 2009	Tief 2009	7.8.	10.8.	11.8.
Kassazinssatz (10 Jahre)	2,15	2,61	1,97	2,18	2,23	2,19
4,25% Eidgenossenschaft 1994/2014 ¹	1,66	1,77	1,16	1,31	1,30	1,30
3% Eidgenossenschaft 2004/2019 ¹	2,23	2,56	2,01	2,14	2,13	2,13
2,5% Eidgenossenschaft 2006/2036 ¹	2,59	3,13	2,43	2,80	2,79	2,79
Swapsätze Fr.						
3 Jahre	1,42	1,46	1,05	1,25	1,21	1,18
5 Jahre	1,86	2,01	1,59	1,77	1,76	1,69
10 Jahre	2,59	2,83	2,29	2,59	2,56	2,48
Euromarktsätze Fr.						
1 Monat	0,63	0,90	0,06	0,20	0,22	0,15
3 Monate	0,97	1,49	0,30	0,45	0,45	0,42
12 Monate	1,26	1,78	0,63	0,71	0,65	0,65
Dreimonatssatz (Libor)	0,67	0,66	0,35	0,36	0,36	0,35
Conf-Futures (September-Kontrakt)				132,63	133,05	133,35
Dreimonats-Eurofranken-Futures (September-Kontrakt)				99,66	99,67	99,67

Zinsdifferenzen (Spreads) in Prozentpunkten

Kassasatz (10 J.) – Euromarktsatz (3 Mte.)	1,18	2,18	0,68	1,73	1,78	1,77
Swap (10 J.) – Kassasatz (10 J.)	0,44	0,52	0,12	0,41	0,33	0,29
Euromarktsatz (3 Mte.): Euro – Franken	1,95	2,68	0,30	0,30	0,45	0,48
Swapsätze (10 J.): Euro – Franken	1,12	1,31	0,71	1,02	1,07	1,12

Leitsätze der Nationalbank

Zielband für Dreimonatssatz (Libor) 0,00 – 0,75 (seit 12.3.2009)	Sondersatz 0,52
--	-----------------

¹ Die Renditen für Ende 2008 beziehen sich auf die entsprechenden Referenzanleihen, ausführliche Tabellen siehe Seite E Stand: 17.00

Zinskonditionen von Schweizer Banken

	Credit Suisse	UBS	Bank Coop	Migros-bank	Post-finance	ZKB	Raiffeisen ¹	Genfer KB	Valiant Bank
Konten²									
Kontokorrent	0,125	–	0,125	0,125	–	0,125	0,125	0,125	0,125
Sparkonto	0,50	0,50	0,375	0,75	0,75–1,50	0,50	0,75 ⁴	0,20–2,20	0,375
Privatkonto	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125
Jugend-Privatkonto	1,00	0,875	1,375	1,50	1,25	0,75	1,375	1,00	1,00
Sondersparkonten²									
Anlagesparkonto	0,75–1,125	–	1,375–1,750	0,875	0,75–1,50	0,875	–	–	0,625
Jugendsparkonto	1,625	1,25	1,500	1,75	1,75–2,25	1,25	1,375	1,25	1,375
Alterssparkonto	–	–	0,500–0,625	0,75	0,75–1,50	0,675	0,375	–	0,50
Vorsorgekonto (3. Säule)	2,25	2,25	1,750	2,00	2,50	1,75	1,875	1,75	2,00
Festgelder³									
1 Monat	0	0	0	0	–	0	0,125	0	0,10
3 Monate	0,00	0	0	0	–	0	0,125	0	0,10
6 Monate	0,11	0	0,15	0,10	–	0	0,125	0	0,10
12 Monate	0,42	0,27	0,35	0,33	–	0,30	0,125	0,13	0,35
Kassenobligationen									
3 Jahre	1,50	1,625	1,125	1,125	0,875	0,875	1,00	1,00	0,875
5 Jahre	2,125	2,375	1,750	1,75	1,375	1,500	1,625	1,625	1,50
8 Jahre	2,625	2,875	2,375	2,25	2,00	2,125	2,25	2,25	2,25

¹ Empfehlung von Raiffeisen Schweiz an die Mitgliedsinstitute ² die Zinsen können je nach Betrag variieren ³ in der Regel ab 100 000 Fr. ⁴ Nichtmitglieder wird mit 0,5% weniger verzinst Stand: 11.8.2009

Konditionen von Schweizer Banken für erstrangige Hypotheken auf Wohnbauten

	Credit Suisse	UBS	Bank Coop	Migros-bank	Post-finance	ZKB	Raiffeisen ¹	Genfer KB	Valiant Bank
Variable Hypothek									
	2,85	–	2,625	2,50	–	2,50	2,875	2,875–3,875	2,95
Festhypothek									
2 Jahre	2,05	2,05	1,74	1,44	1,40	1,75	1,75	1,85	1,80
5 Jahre	2,80	2,91	2,83	2,42	2,40	2,64	2,65	2,75	2,70
10 Jahre	3,65	3,68	3,68	3,40	3,35	3,43	3,40	3,55	3,65
Strukturierte Libor-Hypothek^{2,3}									
3 Jahre	2,55	–	–	–	1,40	1,703	1,803	–	2,00
	(3,85)	–	–	–	(3,25)	(4,24)	(3,59)	–	(4,00)
5 Jahre	2,70	–	–	–	–	1,845	2,033	–	2,00</