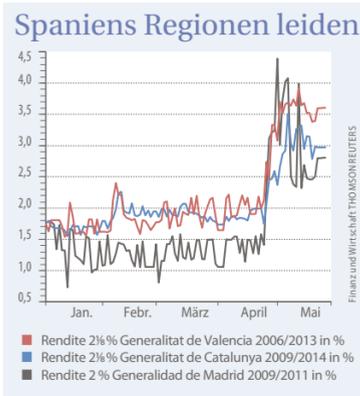


# Neue Deutsche Welle

Euro-Weissgeld fließt zurück – Steigt Leitzins erst 2011? – Konsumindikator ungebremst positiv

TOMMASO MANZIN

Befürchtungen, dass die Schuldenkrise der Eurozone die Erholung weiter unterminieren könnte, befinden sich derzeit im Vormarsch. Die spanische Zentralbank hat am Wochenende die Sparkasse Cajasur unter Zwangsaufsicht gestellt, weil die Fusion mit einem anderen Institut gescheitert war. Dies nährt Zweifel an der Verfassung des spanischen Bankensystems. Tatsächlich besteht das Risiko, dass die immensen Abschreibungen auf Immobilien in den Büchern der regionalen Sparkassen erst in Ansätzen vollzogen wurden (vgl. Seite 27). Die Institute stehen traditionell der Politik nahe, so dass sie gerade im – in allen Ländern – politisierten Wohnungsbau tendenziell die Kreditvergabe aufblähen.



Die spanische Zentralbank hat am Wochenende die Sparkasse Cajasur unter Zwangsaufsicht gestellt, weil die Fusion mit einem anderen Institut gescheitert war. Dies nährt Zweifel an der Verfassung des spanischen Bankensystems. Tatsächlich besteht das Risiko, dass die immensen Abschreibungen auf Immobilien in den Büchern der regionalen Sparkassen erst in Ansätzen vollzogen wurden (vgl. Seite 27). Die Institute stehen traditionell der Politik nahe, so dass sie gerade im – in allen Ländern – politisierten Wohnungsbau tendenziell die Kreditvergabe aufblähen.

## Fiskalisches Vorbild Schweiz

Sollten daher noch mehr Regionalbanken in Schieflage geraten, bestünde ein gewaltiges Verlustpotenzial für die iberischen Regionen und schliesslich für das Königreich insgesamt. Standard & Poor's (S&P) erwartet eine markante Verschlechterung der Bilanzqualität spanischer Gebietskörperschaften (vgl. letzte Ausgabe). In diesem Jahr hat kein spanischer Subsovereign einen Verfall am Frankenmarkt. Die ausstehenden Anleihen rentieren indes klar höher, was ihren Wertverlust spiegelt (vgl. Grafik).

Dass der hiesige Bankenplatz mehr zu bieten hat als Schlupflöcher vor dem ausländischen Fiskus, unterstrich dieser Tage die Meldung der «NZZ am Sonntag», dass täglich versteuertes Geld (Weissgeld) aus Euroland und besonders aus Deutschland in die Schweiz fließt und in Franken investiert wird. Die Stabilität helvetischer Institutionen und die Solidität der Wäh-

lung sind ebenso wichtig wie die Dienstleistungsmoralität des Finanzplatzes. Die fiskalische Strenge hat zudem dazu geführt, dass der Bund als eine der wenigen Verwaltungen weltweit nicht vor einer Emissionsflut eigener Anleihen steht (vgl. Artikel unten). Vielleicht fließt ja auch der eine oder andere «weisse» Rappen in diese oder jene Frankenleihe.

Ob die Schweizerische Nationalbank (SNB) mit dieser zusätzlichen Beliebtheit der hiesigen Währung ein Problem mehr hat? Die Frankenschwemme, die sie zur Aufwertungsbekämpfung in Kauf nimmt, muss irgendwann abgeschöpft werden. Die Zinsen hierzulande heben sich optisch bald kaum mehr von der Nulllinie ab. Dass die SNB eher erst im Dezember statt im September einen Zinsschritt vornehmen wird, glaubt auch Goldman Sachs (GS) – Leser dieser Seite wissen, dass der Termin wegen der Frankenaufwertung nach hinten rutschen dürfte (Vgl. FuW Nr. 27 vom 15. Mai). Allerdings nennt GS als Grund, dass die konjunkturellen Risiken eines früheren Zinsschritts derzeit ein Hinauszögern rechtfertigen. Da sich die

Produktionslücke in der Schweiz früher schliesse als im Ausland, erwartet GS einen steilen Anstieg des Libors 2011 auf 2,25% (vorherige Prognose 1,75%).

Unicredit, die regelmässig an den hier publizierten Prognosen teilnimmt, sieht eine V-förmige Erholung in der Schweiz, was eigentlich eine baldige Zinserhöhung implizieren würde. Doch wegen der anhaltenden Frankenhärte sind die Währungsreserven seit März 2009 230% gestiegen. Die Aufwertung habe einen ähnlichen Effekt wie eine Zinserhöhung. Unicredit hält die Wahrscheinlichkeit eines Zinsschritts im September zwar für geschrumpft, aber dennoch für vorhanden.

Auch die sechsmonatigen Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft, als deren Federführer die SNB fungiert, rentieren seit Februar 0%. Sie erzielten am Dienstag ein Zuteilungsergebnis von 500 Mio. Fr. Die Nachfrage war mit 3,7 Mrd. deutlich höher. Am Primärmarkt ist derweil nicht nur festtagsbedingt Flaute. Die hohe Volatilität an den Aktien- und Devisenmärkten stimmt besonders Auslandschuldner vorsichtig.

## Geberit höhergestuft

Unbeeindruckt von neuem Ungemach und des Verdachts, der Markt hege zu hohe konjunkturelle Erwartungen, gibt sich der UBS-Konsumindikator. Im April ist er mit 1,76 Punkten (März 1,68) weiter gestiegen und signalisiert gar eine Beschleunigung des Konsums. Dies teilte die Grossbank am Dienstag mit. Der Anstieg sei vor allem auf die Verbesserung im Detailhandel zurückzuführen. Das Barometer notiert mittlerweile deutlich über dem langjährigen Mittelwert von 1,5. Stützend wirkten das tiefe Zinsniveau, die anhaltende Zuwanderung sowie der sich rasch erholende Arbeitsmarkt.

S&P hat das Rating von Geberit von BBB+ auf A- erhöht. Die Agentur erwartet, dass Cashflow und Bilanzstruktur stark bleiben. Die Ratinglage für Schweizer Unternehmen scheint sich zum Besseren gewendet zu haben, negative Änderungen sind seit Ende 2009 eher selten (vgl. FuW Nr. 36 vom 12. Mai).

S&P dreht den Ausblick des A von Telecom Corporation of New Zealand von stabil auf negativ. Der Frankendebütant von 2008 beabsichtigt, sich vom Kupferkabelnetz zu trennen und ein Glasfasernetzwerk aufzubauen. Das Vorhaben wird von der neuseeländischen Regierung mit bis zu umgerechnet knapp über 1 Mrd. Fr. gefördert. Eine Trennung vom Kupferkabelnetz aus dem Konzern würde den Cashflow mittelfristig trotzdem markant senken. Zudem sei im Mobilfunk zunehmend der Druck der Konkurrenz spürbar.

## Kennziffern Zinsen Schweiz

	Ende 2009	Hoch 2010	Tief 2010	20.5.	21.5.	25.5.	
<b>Kassazins (10 Jahre)</b>	1,97	2,07	1,50	1,64	1,58	1,50	
2% Eidgenossenschaft 2005/2014 <sup>1</sup>	1,15	1,18	0,57	0,65	0,58	0,57	
2,25% Eidgenossenschaft 2005/2020 <sup>1</sup>	2,03	2,13	1,46	1,58	1,52	1,46	
2,5% Eidgenossenschaft 2006/2036 <sup>1</sup>	2,40	2,46	1,90	2,04	1,97	1,90	
<b>Swapsätze Fr.</b>							
3 Jahre	1,16	1,17	0,69	0,79	0,77	0,69	
(Mittelwerte)	5 Jahre	1,69	1,70	1,12	1,24	1,22	1,12
10 Jahre	2,47	2,48	1,84	1,99	1,96	1,84	
<b>Euromarktsätze Fr.</b>							
1 Monat	0,22	0,33	-0,18	0,08	0,02	0,08	
3 Monate	0,32	0,38	0,06	0,15	0,08	0,16	
12 Monate	0,74	0,83	0,32	0,34	0,32	0,44	
Dreimonatssatz (Libor)	0,25	0,25	0,12	0,20	0,17	0,12	
Conf-Futures (Juni-Kontrakt)	136,70			141,75	142,10	143,21	
Dreimonats-Eurofranken-Futures (Juni-Kontrakt)	99,73			99,86	99,88	99,91	
<b>Zinsdifferenzen (Spreads) in Prozentpunkten</b>							
Kassasatz (10 J.) – Euromarktsatz (3 Mte.)	1,65	1,87	1,34	1,49	1,50	1,34	
Swap (10 J.) – Kassasatz (10 J.)	0,50	0,50	0,32	0,35	0,38	0,34	
Euromarktsatz (3 Mte.) – Euro – Franken	0,26	0,56	0,08	0,36	0,56	0,32	
Swapsätze (10 J.): Euro – Franken	1,10	1,11	0,89	0,98	0,98	1,04	

**Leitsätze der Nationalbank**  
Zielband für Dreimonatssatz (Libor) 0,00 – 0,75 (seit 12.3.2009) Sondersatz 0,52  
<sup>1</sup> Die Renditen für Ende 2009 beziehen sich auf die entsprechenden Referenzanleihen, ausführliche Tabellen siehe Seite E Stand: 17.00 Uhr

# Über richtige Obligationärspflege

Die Schweiz als Zinsinsel der Glückseligen – Anderen Ländern bleibt kaum Zeit für Neid (Teil 1)

Die globale Schuldenuhr tickt immer eindringlicher: tickack, tickack! Wer diesen Ton nicht hören mag, aber seine Augen vor dem Schuldenproblem nicht verschliessen möchte, dem sei ein Blick auf die Schuldenuhr am Sitz des Bundes für Steuerzahler in Berlin empfohlen. Die Uhr misst das Schuldenwachstum im Sekundentakt. Während Zürich am 19. April bei schönstem Frühlingswetter sein Sechsläuten feierte, übersprang in der Weltmetropole Berlin die Schuldenuhr die Marke von 1 694 365 783 844 €.

In Griechenland arbeitete derweil der Chef der Schuldenagentur – parallel zu den Gesuchen der Regierung um die (mittlerweile auch von den nationalen Parlamenten gesprochenen) Finanzhilfen von EU und IWF – an einer glaubwürdigen Bond-Story für Griechenland und der entsprechenden Dokumentation. Dies sind nach wie vor wohl seine wertvollsten Gepäckstücke, wenn er durch die Finanzzentren der Welt tingelt, um Refinanzierungen für sein Land einzufädeln. Trotz Hilfspaketen und angekündigten Sparmassnahmen, dank deren der unmittelbare Refinanzierungsbedarf gedeckt ist, dürfte es nach wie vor schwierig sein, die

Gläubiger von der Nachhaltigkeit eines künftigen Investments in das geschichts-trächtige Hellas zu überzeugen.

Ganz anders in der Schweiz. Hier emittierte die Eidgenossenschaft locker eine elfjährige Anleihe mit einem Coupon von gerade einmal 2% (vgl. FuW Nr. 30 vom 17. April). Zeit, um neidisch sein, bleibt den anderen Ländern aber keine. Denn in vielen Schatzkämtern rund um den Globus herrscht höchste Alarmbereitschaft. Die Angst der Investoren vor explodierenden



Staatsschulden ist spürbar. Die Tresore-rieleiter fürchten einen Käuferstreik am Rentenmarkt. Ein solcher ist zwar selten, aber wenn er plötzlich da ist, schnellen die Anleihenrenditen rasch in astronomische Höhen. Im unvorbereiteten Fall kann die Situation sogar zum «Sudden Death», zum plötzlichen Tod, führen. Bondholder Management ist damit nolens volens auf die Prioritätenliste der Regierungsaufgaben katapultiert worden.

Die – für Schuldner – fast paradiesisch günstigen Zinsverhältnisse in der Schweiz (vgl. Grafik) geben uns etwas Zeit, um über die eigene Heimat nachzudenken und unseren Blick für einen Moment von anderen, problembeladenen Staaten abzuwenden. Welches sind unsere Erfolgsrezepte? Wie sorgt sich die Schweizer Regierung um ihre bedeutendste Gläubigergruppe: die Anleihen-gläubiger – die Financiers der Schweiz? Um ein Bild der helvetischen Obligationärspflege zu gewinnen, setzen wir in der nächsten Folge den Hebel dort an, wo die Geschichte ihren Anfang nimmt: bei den Neuemissionen.

GIORGIO CAPPAUL, Visual Finance

## Neu lancierte Frankenemissionen

Valor, Emittent, Lead Manager, Rating <sup>2</sup>	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Libe-rie-rung	Brief-kurs	Ren-dite in %
<b>Anleihen inländischer Schuldner</b>							
10 915 316 Lonza (Credit Suisse/UBS IB)	400	6	3	27.5.	2.6.	102,00	2,64
11 293 375 Kanton Basel-Stadt (ZKB) AA+	400	9	1%	28.5.	1.6.	102,41	1,59
11 307 967 Zürcher Kantonalbank Aaa/AAA (ZKB)	180	4	1	28.5.	2.6.	101,10	0,72
11 312 101 AKEB – AG für Kernenergie Beteiligungen (ZKB)	85	6	2	4.6.	9.6.	102,19	1,61
10 915 274 Stadt Zürich (UBS IB/Credit Suisse/ZKB)	250	10	2%	8.6.	10.6.	102,95	1,80
11 348 016 Kanton Genf (ZKB/DB/UBS IB) A+	500	10	2%	11.6.	15.6.	101,50	1,96
<b>Anleihen ausländischer Schuldner<sup>8</sup></b>							
11 226 295 Energie Beheer Nederland (UBS IB/DB/RBS) Aaa/AAA <sup>12</sup>	125	9%	2%	26.5.	27.5.	–	–
11 285 195 Réseau Ferré de France (RFF) (Credit Suisse) Aaa/AAA	300	2	3/4	28.5.	1.6.	100,85	0,20
11 284 413 Swedbank (RBS) Aaa/AAA <sup>10</sup>	100	2%	1/4	2.6.	4.6.	101,60	0,69

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

<sup>1</sup> Erstmals in dieser Tabelle <sup>2</sup> noch nicht bekannt <sup>3</sup> das Rating von Moody's und Standard & Poor's bezieht sich auf vergleichbare ausstehende Anleihen desselben Schuldners <sup>4</sup> Staatsgarantie <sup>5</sup> nachrangig <sup>6</sup> Tender <sup>7</sup> Floater (variabler Zins) <sup>8</sup> Garantie der Muttergesellschaft <sup>9</sup> Titel ausländischer Schuldner sind quellensteuerfrei <sup>10</sup> Aufstockung; ab Liborierung am 4.6. mit Valor 11 074 110 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 42 Tage gerechnet <sup>11</sup> Aufstockung; ab Liborierung am 27.5. mit Valor 11 226 295 fungibel

# Der Kapitalbedarf wird wachsen

ICV identifiziert Bric-Banken als Gewinner – Gute Position für CS und UBS

Die Bonitätsspezialisten von Independent Credit View (ICV) bleiben ihrer Linie treu. Wie bei der Erfassung ihrer Bankenbewertungsstudie vor bald drei Jahren (vgl. FuW Nr. 70 vom 8. September 2007) lautet die Kernaussage trotz der Erweiterungen des Universums und der Verfeinerungen der Methodologie unverändert: Die Ratings der Agenturen für die international aktiven Finanzinstitute sind im Schnitt merklich zu hoch.

Vergrössert wurde in der am Dienstag präsentierten jüngsten Auflage der ICV-Bankenstudie der Kreis der Schuldner, und zwar auf 58. Die über 30 unter den Titeln Strategie, Finanzierung, Volatilität und Risikoversorge subsumierten Bewertungsfaktoren der Fundamentalanalyse werden im ICV-Modell mit 60% gewichtet. 40% zählt der Stresstest für den Kapitalbedarf, der eine Kernkapitalquote von 10% als Minimum supponiert und Rückstellungen, Kreditwachstum und Gewinnentwicklung einbezieht. Je nach Region differieren die Ergebnisse beträchtlich.

In den Bric-Staaten beziffert ICV den Eigenmittelbedarf auf 24% der Marktkapitalisierung, wobei speziell die russischen Banken durstig sind. In den Schuldenländer Europas (mit Grossbritannien, ohne das in der Studie nicht erfasste Portugal)

sind hingegen 70% der Marktkapitalisierung oder 513 Mrd. \$ nötig. Einen Kapitalbedarf von über 300% weisen im Stressszenario Allied Irish Banks, Commerzbank, Bank of Ireland und RBS auf. Diese Banken könnten ohne Staatshilfe oder Schuldenrestrukturierung kaum frisches Geld aufnehmen, urteilt ICV. Dagegen werden die zwei Schweizer Grossbanken mit ihren Mitteln auskommen können.

ICV bezieht die hauseigenen Länderratings ein – die Ergebnisse deren nächster Überprüfung werden im September vorgestellt. Allerdings spielt das Element der systemischen Unterstützung eine viel kleinere Rolle als im Kalkül der Agenturen. Das schlägt sich in den oft tieferen Noten und der grösseren Bandbreite der Bankenratings nieder (vgl. Tabelle unten). Das Standalone-Rating werde künftig wichtiger, ist ICV überzeugt, weil Banken aus finanziellen und politischen Gründen nicht erneut gerettet werden könnten.

Die Rangliste führen übrigens drei Banken an, die gar keine Frankenanleihen ausstehend haben: Toronto Dominion, China Construction und I&C Bank of China. Von den sechs Instituten unterhalb Investment Grade sind Monte dei Paschi und das Schlusslicht Bank of Ireland hierzulande nicht vertreten. **PK**

## Die Noten für die Finanzschuldner am Schweizer Kapitalmarkt

Name	Rating	Name	Rating	Name	Rating
BNP Paribas	AA-	Westpac	A	Danske Bank	BBB
J. P. Morgan	AA-	Canadian Imperial Bank	A-	Erste Group	BBB
ANZ Banking Group	A+	Citigroup	A-	Lloyds	BBB-
Crédit Agricole	A+	Commonwealth Bank	A-	Swedbank	BBB-
Royal Bank of Canada	A+	DnB NoR	A-	Unicredit	BBB-
Credit Suisse Group	A	Scitété Générale	A-	VTB Bank	BBB-
Deutsche Bank	A	UBS	A-	Commerzbank	BB+
HSBC Holding	A	Bank of America	BBB+	Alpha Bank	BB
National Australia Bank	A	Royal Bank of Scotland	BBB+	EFG Eurobank	BB
Nordea	A	RZB	BBB+	Allied Irish Banks	BB-
Rabobank	A	SEB	BBB+		
Svenska Handelsbanken	A	Barclays	BBB		

Quelle: Independent Credit View

## Zinskonditionen von Schweizer Banken

	Credit Suisse	UBS	Bank Coop	Migros Bank	Post-finance	ZKB	Raiff-eisen <sup>1</sup>	Genfer KB	Valiant Bank
<b>Konten<sup>2</sup></b>									
Kontokorrent	0,125	–	0,125	0,125	–	0,125	0,125	0,125	0,125
Sparkonto	0,50	0,375	0,375	0,625	0,75–1,25	0,375	0,75 <sup>4</sup>	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	1,375	1,25	0,75	1,375	1,00	1,00
<b>Sondersparkonten<sup>2</sup></b>									
Anlagesparkonto	0,75–1,125	–	1,625–2,00	0,750	0,75–1,25	0,50–0,625	–	–	0,625
Jugendsparkonto	1,625	1,25	1,50	1,625	1,50–2,00	1,25	1,375	1,25	1,375
Alterssparkonto	–	–	0,50–0,625	0,625	0,75–1,25	0,50	0,375	–	0,50
Vorsorgekonto (3. Säule)	2,25	1,75	2,00	2,00	2,25	1,75	2,00	1,875	2,00
<b>Festgelder<sup>3</sup></b>									
1 Monat	0	0	0	0	–	0	0,125	0	0,10
3 Monate	0	0	0	0	–	0	0,125	0	0,10
6 Monate	0	0	0,15	0	–	0	0,125	0	0,10
12 Monate	0,22	0	0,32	0,3	–	0	0,125	0,11	0,30
<b>Kassenobligationen</b>									
3 Jahre	1,375	1,375	1,125	1,125	0,875	0,625	1,000	1,000	0,750
5 Jahre	2,000	2,000	1,750	1,750	1,375	1,125	1,500	1,500	1,250
8 Jahre	2,625	2,625	2,375	2,250	2,000	1,625	2,125	2,125	1,875

<sup>1</sup> Empfehlung von Raiffeisen Schweiz an die Mitgliedsinstitute <sup>2</sup> die Zinsen können je nach Betrag variieren <sup>3</sup> in der Regel ab 100 000 Fr. <sup>4</sup> Nichtmitglieder wird mit 0,5% weniger verzinst Stand: 25.05.2010

## Konditionen von Schweizer Banken für erstrangige Hypotheken auf Wohnbauten

	Credit Suisse	UBS	Bank Coop	Migros Bank	Post-finance	ZKB	Raiff-eisen <sup>1</sup>	Genfer KB	Valiant Bank
<b>Variable Hypothek</b>									
	2,85	–	2,625	2,50	–	2,50	2,875	2,875–3,875	2,95
<b>Festhypothek</b>									
2 Jahre	1,65	1,60	1,59	1,23	1,25	1,36	1,45	1,48	1,65
5 Jahre	2,20	2,25	2,33	1,93	2,00	2,08	2,15	2,15	2,35
10 Jahre	3,00	2,99	3,21	2,75	2,80	2,82	2,95	2,91	3,10
<b>Strukturierte Libor-Hypothek<sup>2,3</sup></b>									
3 Jahre	1,50 (5,35)	–	–	–	1,25 (2,50)	1,542 (4,267)	1,608 (3,32)	–	1,750 (3,750)
5 Jahre	1,55 (5,90)	–	–	–	–	1,599 (4,324)	1,818 (3,78)	–	1,875 (4,375)

<sup>1</sup> Empfehlung von Raiffeisen Schweiz an die Mitgliedsinstitute <sup>2</sup> strukturierte Hypotheken sind mit einer Zinsobergrenze versehen, in den Klammern finden Sie den Maximalzins; die Sätze für strukturierte Hypotheken lassen sich nicht miteinander vergleichen <sup>3</sup> verschiedene Banken bieten noch weitere strukturierte Hypotheken an Stand: 25.05.2010