

Auf ZKB folgt SGKB

Weiterer 30-jähriger Bond «on demand» – Kof-Barometer sinkt leicht – HSBC mit Covered Bond

TOMMASO MANZIN

Nachdem Moody's bereits Anfang Woche eine Rückstufung um mehrere Notches in Aussicht gestellt hat (vgl. FuW Nr. 92 vom 24. November, Seite 6), handelte Standard & Poor's (S&P) am Mittwoch und stufte die **Grüne Insel von AA- auf A** und setzte sie auf die Überprüfungsliste. Die Frankenschuldner **Allied Irish Banks (AIB)** und **Bank of Ireland (BOI)** fallen von **BBB+ auf BBB**, bzw. von **A- auf BBB+**. Das Covered Bond (CB) Programm von **AIB Mortgage Bank** schlingert von **AA+ auf AA**. Moody's überprüft weitere irische Banken, darunter BOI (A1).

Anglo Irish Bank stürzt gar von BBB auf B, da S&P daran zweifelt, dass Irland die vorrangigen Bonds weiter stützt. Vor einem Monat (vgl. FuW Nr. 83 vom 23. Oktober) präsentierte Anglo Irish Bank ein Umtauschangebot für Hybride.

Fitch mahnt Polen

International Swaps and Derivatives Association (Isda) hat dies am Mittwoch zum **Kreditereignis** erklärt, was Leistungen in den Kreditderivaten auslöst. Hierzulande öffentlich ausstehend sind nur die zwei staatsgarantierten Anleihen von BOI und AIB (vgl. FuW Nr. 90 vom 17. November). Privat platziert gibt es drei weitere Emissionen über total 145 Mio. Fr.

Fitch mahnt, **Polen müsse den Trend steigender Defizite durchbrechen**. Die jüngste Korrektur des budgetierten Defizits 2010 um einen Prozentpunkt auf 7,9% habe die Glaubwürdigkeit der Prognosen

geschwächt. Die Einstufung von A- erlaube künftig kaum mehr Abweichungen. Polen visiert für 2011 ein Defizit von 6,5% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) an, für 2012 und 2013 4,5 bzw. 2,9%. Zürcher Kantonalbank (ZKB) nimmt den Frankenschuldner aus dem «Kaufuniversum». Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen seien seit Oktober um 50 Basispunkte (Bp) auf 6% geklettert.

Auf der anderen Seite des Spread-Nullpunkts geht derweil der Kantonalbankenreigen weiter. Am Mittwoch lancierte Luzerner Kantonalbank mit Basler Kantonalbank 2% **LUKB** 2010/2013 über 80 Mio. Fr. zu 5 Bp Abschlag zum Swap. Es ist der dritte Bond von LUKB in Folge.

Sogar Ultralangläufer mit einem Coupon von 2% lassen sich derzeit absetzen – ZKB hat es vorgemacht (vgl. FuW Nr. 91 vom 20. November). Am Freitag folgte St. Galler Kantonalbank mit 2% **SGKB** 2010/2020 über 80 Mio. Die St. Galler bestätigen das derzeit gängige Muster für Langläufer: Die Emission sei auf Anfrage von Versicherungen erfolgt. Da Hypotheken einer der grossen KB-Geschäftszweige sind, liegt die Annahme nahe, dass auch Hypotheken Destinatäre der Liquidität sein könnten. Einen bestimmten Verwendungszweck gebe es nicht, erklärt SGKB.

Royal Bank of Scotland (RBS) und CS hatten am Mittwoch 2% **HSBC Covered Bonds (France)** 2010/2019 über 200 Mio. Fr. lanciert. Im Deckungsstock befinden sich erstrangige, französische Wohnbaukredite, erklärt RBS. Es handle sich aber nicht um Obligations Foncières, da diese nur von bestimmten, unter ein besonde-

res Gesetz fallenden Instituten begeben werden können, weiss CS. Die Woche schlossen UBS Investment Bank (IB) und BNP Paribas mit dem Floater **Banque Populaire et de Caisse d'Epargne (BPCE)** 2010/2013 über 100 Mio. Fr.

Auf dem Bau brummt's

Dass die meisten CB Triple-A seien, erklärt S&P, verschleierte u. U. das Risiko. Die **Eigenschaften des Deckungsstocks** variieren beträchtlich in Zusammensetzung und in der Kongruenz der Struktur der Fälligkeiten mit jener der Passiven. Für die Bestnote müsse ein CB extremen Stressniveaus wie jenem der Grossen Depression widerstehen können.

Von einer Depression ist die Schweiz weit entfernt. Die **Beschäftigung** hat im dritten Quartal zum Vorjahr **1% zugenommen**, im Dienstleistungsbereich waren es gar 1,2%. Dies zeigt der am Donnerstag publizierte Beschäftigungsbarometer des Bundesamts für Statistik (BFS). Der Index der offenen Stellen kletterte 23,6%. Die Beschäftigung stabilisieren konnten gemäss am Donnerstag von UBS und Schweizerischem Gewerbeverband veröffentlichtem **KMU-Barometer** die kleinen und mittleren Unternehmen. Sie rechnen mit einer anhaltenden Verbesserung des Geschäftsklimas trotz möglicher Wachstumsverlangsamung.

Letztere bestätigt das Kof-Barometer, das seinen graduellen Abwärtskurs auf hohem Niveau fortsetzt, wie die Konjunkturforschungsstelle der ETH am Freitag mitteilte. Das **BIP dürfte in den nächsten Monaten weniger dynamisch wachsen**. Konsum und Industrie sorgten für den Rückgang, Banken und Exporte blieben gleich, der **Bausektor expandierte**.

Der von CS und dem Schweizerischen Baumeisterverband errechnete **Bauidex stieg im vierten Quartal** im Vergleich zum Vorjahr 7 Punkte, teilte CS am Mittwoch mit. Der Hochbauindex avancierte 5 Punkte, der Tiefbauindex blieb unverändert. Der Hochbau feiere gegen Jahresende ein Comeback. Es befänden sich 67 000 Wohnungen im Bau, ein Rekordwert seit Messbeginn 1994. Der Tiefbau stagniere auf hohem Niveau.

Neu lancierte Frankenemissionen

Valor, Emittent, Federführer, Rating ²	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Libor	Briefkurs	Rendite in %
Anleihen inländischer Schuldner							
12 038 159 Luzerner Kantonalbank (BKB/LUKB) AA+	100	23	2	1.12.	6.12.	97,02	2,17
11 985 865 Kanton Aargau (BKB/Aargauer KB) AAA	200	18	2	9.12.	15.12.	97,50	2,17
12 040 812 Zürcher Kantonalbank Aaa/AAA	100	30	2	10.12.	14.12.	97,80	2,10
12 084 789 St. Galler Kantonalbank (SGKB) Aa1	80	30	2 ½	15.12.	27.12.	100,37	2,11
12 073 685 Luzerner Kantonalbank (BKB/LUKB) AA+	80	29	2	20.12.	27.12.	98,06	2,09
Anleihen ausländischer Schuldner ⁸							
12 006 988 Banco Votorantim (Deutsche Bank) Baa2	250	3	2 ½	29.11.	2.12.	99,66	2,87
12 009 639 Deutsche Bahn Finance (UBS Investment Bank/Credit Suisse) Aa1/AA ^{7, 12}	400	9 ½	1 ¾	1.12.	3.12.	98,80	1,89
12 016 979 CBQ Finance (BNP Paribas/Credit Suisse) A1/A- ⁷	275	5	3	3.12.	7.12.	100,60	2,87
11 853 277 SweDeutsche Bankk Hypothek (UBS Investment Bank) Aaa/AAA	200	7	1 ½	6.12.	8.12.	99,08	1,77
12 016 706 RCI Banque (BNP Paribas) Baa2/BBB	250	3	2 ½	7.12.	9.12.	100,20	2,18
12 029 852 Landshypothek (Unicredit/UBS) AAA	200	6	1 ½	9.12.	13.12.	99,50	1,59
12 040 138 Cabeil (Credit Suisse) A2/A-	150	3	2 ½	9.12.	13.12.	100,95	1,92
12 048 686 Banco Santander Chile (Deutsche Bank) Aa3/AA-	250	5	2 ½	14.12.	16.12.	99,48	2,36
12 048 685 Banco Santander Chile (Deutsche Bank) Aa3/AA- ⁶	100	3	9	14.12.	16.12.	100,10	-
12 042 565 DNB Nor Boligkredit (Deutsche Bank) Aaa/AAA	100	15	2 ½	14.12.	15.12.	-	-
12 074 334 HSBC (RBS/Credit Suisse) Aaa/AAA	200	8 ½	2	21.12.	23.12.	99,60	2,05
12 089 728 BPCE (BNP Paribas/UBS IB) Aa3/A+ ⁶	100	3	10	21.12.	23.12.	-	-

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

¹ Erstmals in dieser Tabelle ² noch nicht bekannt ³ das Rating von Moody's und Standard & Poor's bezieht sich auf vergleichbare ausstehende Anleihen desselben Schuldners ⁴ Staatsgarantie ⁵ nachrangig ⁶ Floater (variabler Zins) ⁷ Garantie der Muttergesellschaft ⁸ Titel ausländischer Schuldner sind quellensteuerfrei ⁹ verzinst wird zum Dreimonatssatz Libor plus 100 Bp ¹⁰ verzinst wird zum Dreimonatssatz Libor plus 76 Bp

Das lange Leben des Stempels

Schafft es das Parlament, sich einer der dümmsten Steuern zu entledigen?

Am Dienstag hat die Wirtschaftskommission (WAK) des Nationalrats mit 12 zu 11 Stimmen beschlossen, eine Initiative der FDP-Fraktion zur gestaffelten Abschaffung des Stempels zu unterstützen (vgl. Mittwochausgabe). Nun liegt der Ball bei der ständerätlichen WAK. Im Frühling hatte der Ständerat noch verhindert, dass sich die Schweiz selbst von einer der ökonomisch dümmsten Steuern befreien kann. Der Vorstoss von Ratsmitglied Rolf Schweizer, die Stempelabgabe auf Emission und Handel von Wertpapieren sowie auf Versicherungsprämien schrittweise aufzuheben, wurde von der Linken in Allianz mit den Zauderern der Mittepartei CVP abgeschmettert.

Das war enttäuschend. Die kleine Kammer sollte eigentlich die Interessen der Stände wahren. Die laufezeitenabhängige Emissionsabgabe trifft nur inländische Schuldner wie namentlich die ausgedehnte Fristigkeiten liebenden Kantone und Kantonalbanken. Das stellt einen dem Schweizer Föderalismus fremden Finanzausgleich von unten nach oben dar

(vgl. FuW Nr. 22 vom 20. März). Immerhin signalisierte damals der Christlichsozialist Eugen David, man könne über die Sache nochmals reden, wenn die Vorschläge zur Erhöhung der Stabilität des Finanzsystems vorlägen. Das Junktim war zwar sinnbefreit, aber eine Hintertür geöffnet.

Inzwischen liegt der Bericht der bundesrätlichen Expertenkommission mit Empfehlungen zur Entschärfung des Problems der systemrelevanten Banken vor. Ein Vorschlag lautet, mit Pflichtwandelanleihen (Contingent Convertibles, Coco) die Widerstandsfähigkeit des Eigenmittellekts der Grossbanken zu stärken.

Damit sich ein Schweizer Markt für Coco etablieren kann, empfehlen die Experten Änderungen bei der Emissionsabgabe und der Verrechnungssteuer. Dem folgte die WAK einstimmig. Es ist zu hoffen, dass sich die Legislative nun für den Befreiungsschlag erwärmen kann und den Stempel, der nicht Banken, Bosse, Abzocker und Versicherungen, sondern Unternehmen, Kantone, Privatanleger und Versicherte trifft, endlich ausrangiert. **PK**

Konditionen von Schweizer Banken für erstrangige Hypotheken auf Wohnbauten

	Credit Suisse	UBS	Bank Coop	Migros Bank	Postfinance	ZKB	Raiffeisen ¹	Genfer KB	Valiant Bank
Variable Hypothek	2,85	-	2,625	2,50	-	2,50	2,875	2,875	2,95
Festhypothek									
2 Jahre	1,70	1,66	1,52	1,25	1,40	1,52	1,55	1,54	1,60
5 Jahre	2,20	2,41	2,19	1,98	2,05	2,10	2,25	2,28	2,25
10 Jahre	3,10	3,16	2,91	2,80	2,85	2,86	3,00	3,06	-
Strukturierte Libor-Hypothek ^{2, 3}									
3 Jahre	1,50 (5,35)	-	-	-	1,25 (2,30)	1,420 (3,927)	1,513 (3,27)	-	1,750 (3,750)
5 Jahre	1,55 (5,90)	-	-	-	-	1,509 (4,016)	1,683 (3,69)	-	1,875 (4,375)

¹ Empfehlung von Raiffeisen Schweiz an die Mitgliedstitute ² strukturierte Hypotheken sind mit einer Zinsobergrenze versehen, in den Klammern finden Sie den Maximalzins; die Sätze für strukturierte Hypotheken lassen sich nicht miteinander vergleichen

³ verschiedene Banken bieten noch weitere strukturierte Hypotheken an

Stand: 26.11.2010

Der Countdown hat begonnen

Politiker drohen mit Haircuts statt mit Anleihegläubigern zu kommunizieren – Know-how fehlt

Über den Bondmärkten braut sich ein schauriges Spektakel zusammen: Mehrere Einflussfaktoren drohen aufeinanderzuprallen, und jeder Faktor allein hat das Potenzial, beträchtliche Kurskorrekturen auszulösen. Wie aus historischen Datenreihen herausgelesen werden kann, bewegen sich die Zinssätze innerhalb eines länderspezifischen grossen Korridors in (meist) langen Wellen auf und ab. Die Zinsen notieren heute auf Rekordtief. Die nächste bedeutsame Bewegung wird nach oben gerichtet sein. Phasen der Richtungsänderung gehören zu den gefährlichsten, weil sie meist nicht richtig antizipiert werden.

Ein Zinsanstieg spiegelt sich in sinkenden Anleihekursen. Auch aus zyklischen Überlegungen sind rückläufige Bondpreise zu erwarten. Konjunkturerholungen nach einer Stockungsphase erhöhen den Kapitalbedarf, was nachfragebedingt höhere Zinsen rechtfertigt: Regierungen setzen zwecks Mobilisierung sämtlicher Antriebskräfte alle erdenklichen Mittel ein. Zudem bewirkt die quantitative Lockerung eine künstliche Zinskompression, die für eine fürchterliche Unordnung an den Zinsmärkten gesorgt hat. Das eröffnet ein Tummelfeld für Insider aus regierungs- und notenbanknahen Kreisen!

Nach der Mechanik der Märkte werden die extremen Staatsinterventionen verzögert in einen Anstieg der Lebenshaltungskosten münden, was die Obligationenkurse belasten wird. Für die Teuerungsansichten sind die Rohstoffpreise zentral. Spätestens, wenn hohe Inflationszahlen die Marktteilnehmer überraschen, werden sich die Zinsmärkte von den Fesseln der Staatseingriffe befreien. Das hätte

einen Zinssprung zur Folge. Sofort würden Korrekturen in allen zinsabhängigen Vermögenswerten einsetzen.

Neben den grossen und zyklischen Zinswellen gibt es ein weiteres Risiko; die (Staats-)Schuldner. Sowohl die Fähigkeit als auch der Wille zur Tilgung der Anleihe-schulden scheinen nicht mehr in Stein gemeisselt zu sein. Diverse Ratingnoten sind gemessen an den erhöhten Ereignisrisiken immer noch zu hoch: Die Kurschwankungen werden zunehmen.

Griechenland und Irland haben gezeigt, wie rasch das Abgleiten in eine Liquiditätsfalle erfolgen kann, sobald die Investoren vor Neuengagements zurückschrecken. Schutzschirme verschaffen den Schuldnern eine Verschnaupause, erschweren jedoch den Marktteilnehmern die Bemessung des inhärenten Risikos. Auch aus rechtlichen Überlegungen werden seriöse Investmentberater bis auf weiteres nur noch restriktiv Kaufempfehlungen aussprechen. Ein Teil der traditionel-

len Käuferschaft von Staatspapieren ist bereits weggebrochen.

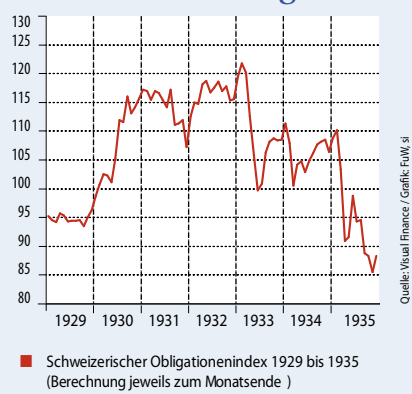
Die Negativspirale zwingt die Politiker dazu, sich nun eingehend mit Refinanzierungsfragen zu beschäftigen. Einige scheinen der Aufgabe jedoch «merklich» überdrüssig zu sein und wollen das Schuldenproblem rasch vom Tisch haben. Davon zeugt die Äusserung, die stimmlosen Bondinvestoren – die mit Abstand bedeutendste Gläubigergruppe – über einen Haircut (Abschlag) zur Kasse zu bitten.

Aber wer wird bei derartigen Androhungen noch den Mut und das Vertrauen haben, sein erspartes Geld in Staatspapieren zu investieren? Die Haarschnitt-Politik und Kein-Weg-Kommunikation mit den Gläubigern werden wir als sehr negativ. Das unzimperliche Verhalten weckt den Verdacht, dass Regierungen weder die Funktion der Anleihen für die (Re-)Finanzierung noch die Bedeutung der Bondholders für ihr Staatsmodell verstehen. Möglicherweise stellen ein nicht ausgereiftes Know-how und die fehlende Sensibilität das unberechenbarste Risiko dar.

Es muss bis zum Erreichen des Tiefes mit einer Korrektur in der Weltanleihen-kapitalisierung von bis zu 15 Bio. \$ gerechnet werden. Solche Verluste entsprechen einem Drittel der heutigen Weltanleihenkapitalisierung. Während der Grossen Depression geriet der Schweizer Obligationsmarkt erst im vierten Jahr nach Ausbruch der Krise ins Wanken: Nach Kursverlusten von 30% fanden die Bonds Ende 1935 Boden unter den Füssen (vgl. Grafik). Nun steht der erste grosse Obligationenkrisis im 21. Jahrhundert vor der Tür.

GIORGIO CAPAUL, Visual Finance

Krach der Dreissiger



■ Schweizerischer Obligationsindex 1929 bis 1935 (Berechnung jeweils zum Monatsende)