Konsum bleibt wichtige Wachstumsstütze – CS Group bündelt Emissionsgeschäft

Ein Brite allein auf weiter Flur

Von Barbara Mettler

«Der Konsum bleibt eine wichtige Wachstumsstütze für die Schweizer Wirtschafe, erklärten die UBS-Ökonomen am Dienstag. Der von ihnen monatlich erhobene Konsumindikator ist im Februar erneut gestiegen und liegt damit seit nunmehr einem Jahr über seinem langjährigen Durchschnitt. Als Grund für das gute Konsumklima nennt UBS die erfreulliche Lage am Arbeitsmarkt: Dank hoch ausgelasteter Kapazität und einem soliden Auftragseingang würden Stellen geschaffen und wüchsen die Reallöhne. Nach Einschätzung der Ökonomen bleibt die Ausgabebereitschaft gross. Für das laufende Jahr rechnen sie mit einem Konsumwachstum von 2,1%, nach 1,9 im Vorjahr.

Robuste Konjunkturdaten wurden zu Wochenbeginn auch für Deutschland veröffentlicht: Wie der Ifo-Geschäftsklimaindex belegte, beurteilen die Unternehmen
ihre Lage zuversichtlicher als vor Monatsfrist (vgl. Seite 7). Der erfreuliche Wirtschaftsgang in Europa vermochte die Investoren indes nicht in Kauflaune zu versetzen. Die Ungewissheit über den Zustand des US-Iläusermarktes, aber auch
der Konflikt Grossbritanniens mit Iran,
der den Ölpreis auf ein Jahreshoch stiegen
liess (vgl. Seite 59), trübten die Stimmung
(vgl. Seiten 3 und 9).

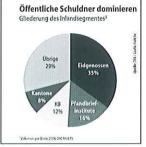
HBOS stockt Doppeltranche auf

In den Emissionsabteilungen ging es zu Wochenbeginn denn auch eher ruhig zu und her. Einzig Credit Suisse (CS) versorgte den Frankenkapitalmarkt mit frischen Obligationen. Sie stockte die von der Mutter garantierten 2½/5% HBOS Treasury Services 2006/2011 und 2½/5% HBOS Treasury Services 2005/2013 um je 200 Mio. auf 450 Mio. respektive 500 Mio. auf. Die wenigen Investoren, die aktiv seien, konzentrierten sich auf den mittleren Laufzeitenbereich, erklärte der Federführer. Für eine Doppeltranche entschied er sich, weil so eine grössere Investorenschaft angesprochen werden konnte, und die Grundtranchen überdies liquider wurden.

Eigenanleihen wird CS Group übrigens ab Ende Monat in erster Linie über die grösste operative Tochter CS begeben. Sie bündle ihre Kapitalmarktinanzierung, um die Emissionsstrukturen zu vereinfachen und an das integrierte Geschäftsmodell anzupassen, teilte die Gruppe mit. Früher waren auch die Mutter, die Investmentbank CS First Boston sowie verschiedene Finanziöchter – teilweise mit unterschiedlichen Ratings – als Emittenten am Frankenkapitalmarkt aufgetreten.

Als Grund, warum sich die Investoren derzeit gern im mittleren Laufzeitenbereich engagieren, nannte CS die flache Zinskurve. In den vergangenen Jahren ist die Differenz zwischen der Rendite zehnjähriger Anleihen der Eidgenossenschaft und dem Dreimonatssatz Libor geschmolzen (vgl. Grafik unten). Am Dienstag belief sie sich noch auf 35 Basispunkte. Werheute am langen Ende investiert, wird





dafür kaum mehr entschädigt, was kurze und mittlere Laufzeiten, aber auch den Geldmarkt attraktiver macht

Geldmarkt, attraktiver macht.
Nicht mit der Attraktivität, sondern mit der Bonität von Kantonalbankanleihen befasste sich Zürcher Kantonalbank (vgl. letzte Ausgabe). Ausser der Genfer und der Waadtländer KB kommen alle Institute in Genuss einer Staatsgarantie, das Urteil der ZKB ist also vor allem eines über die Kantone, die mehrheitlich ein Doppel-A-Rating aufweisen. Die Obligationen der Kantone machen zwar nur 8% des Inlandsegments aus, mit den durch sie garantierten KB beherrschen sie jedoch knapp ein Fünftel des Marktes (vgl. Grafik) und sind somit nach der Eidgenossenschaft und vor en Pfandbriefinstituten (vgl. Text unten) die zweitwichtigsten Inlandschuldner.

S&P zu Kantonen und Pensionen

Für die Bonität der Kantone gewinnen die Verbindlichkeiten staatlicher Pensionskassen mit der alternden Bevölkerung und dem Trend zu grösserer Transparenz im öffentlichen Sektor gemäss der Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) an Bedeutungsie hat deshalb ihre Bewertungsmethode nicht nur für Gebietskörperschaften aus der Schweiz, sondern auch aus Österreich, Kanada, Deutschland, Mexiko und Schweden angepasst. In das Bonitätsurteil fliesst neu die Kennzahl «Nettofinanzverbindlichkeiten» ein, die sich aus den ungedeckten Pensionsverbindlichkeiten und der Kreditmarktverschuldung in Prozent der Gesamteinnahmen errechnet. Nach Einschätzung von S&P sollte es dadurch aber nicht zu grösseren Ratingänderungen kommen.

Wenn S&P verlangt, dass sich Gebietskörperschaften um ihre Pensionsverbindichkeiten kümmern müssten, rennt sie in Basel-Stadt offene Türen ein. Der Kanton hat bereits erklärt, die Pensionskasse austinanzieren zu wollen, und wohl nicht zuletzt deshalb ein eigenes S&P-Rating beantragt (vgl. letzte Ausgabe). Mit der Bonität von Swiss Life hat sich CS befasst. Nach der Veröffentlichung des Jahresresultates (vgl. Seite 23) erhöhte sie das Rating von BBB+ auf A- und begründete dies mit dem überdurchschnittlichen Geschäftsprofil und dem verbesserten Finanzprofil.

Betrag Lauf- Aufn. Libe-in Mio. zeit Zins Börsen- rie-Fr. Jahre in % handel rung Brief-Zins Börsen- rie-in % handel rung Valor, Emittent, Lead Manager, Rating ** Anleihen inländischer Schuldner 2 518 567 Eurofima (Credit Suisse) Aaa/AAA ¹⁹ 2 992 631 PSP Swiss Property (USS Investment Bank/ZKB/Credit Suisse) 3 012 575 Clariant (UBS Investment Bank) Baa2/BBB 188 1916 3 29.3. 2.4. 100,85 2,94 150 6 274 5.4 10.4 99,73 2,93 250 5 3 14 18.4 24.4 99,80 3,17 3012 515 Chriant (USS Investment Bank) Ba2/2888 Anleihen ausländischer Schuldner * 2974083 Pikros Gibbal Funding (Icedit Suisse) Aa3/AA2955 147 National Australa Bank (Deutsche Bank) Aa3/AA2956 101 HSSC Bank (ABN Amrol Credit Suisse) Aa3/AA2953 013 HSSC Bank (ABN Amrol Credit Suisse) Aa3/AA2979 053 Deutsche Bank (Deutsche Bank) Ma3/AA2979 053 Deutsche Bank (BNP Paribas) Aa3/AA2979 112 Landesbank Rheidand-Pfalz (Credit Suisse) Aa2/A2979 112 Landesbank Rheidand-Pfalz (Credit Suisse) Aa2/A2979 117 Kaupthing Bank (USS Investment Bank) Aa3* 2971 116 Landesbank Rheidand-Pfalz (Credit Suisse) Aa2/A2971 116 Landesbank Rheidand-Pfalz (Credit Suisse) Aa2/A3070 2018 Cec (USS Investment Bank) Aa3/AA3070 117 Landesbank Rheidand-Pfalz (Credit Suisse) Aa2/A3070 117 Landesbank Rheidand-Pfalz (Credit Suisse) A 28.3 30.3. 28.3 30.3. 29.3 3.4. 29.3 4.4. 30.3 3.4. 3.4 5.4. 5.4 12.4. 2% 2% 2% 2% 2% 2% 2% 200 6 h 200 6 300 10 150 4 ½ 250 6 100 4 ¼ 100 3 99,45 2,81 99,40 2,64 100,17 2,72 100,30 2,68 8 2 % 11.4. 16.4. 99,76 2,91 10 17.4, 23.4, --117.4, 23.4, --239 17.4, 23.4, 95.5, 25.5 239 17.4, 23.4, 95.5, 25.5 239 17.4, 23.4, 95.23, 27.2 239 23.4, 30.4, 98.84, 26.5 249 2.5, 3.5, 98.6, 2.6 249 2.5, 3.5, 98.6, 2.7 249 8.5, 10.5, 93.1, 27.2 249 8.5, 10.5, 93.7, 27.2 249 8.5, 10.5, 93.7, 27.2 100 3 175 314 125 334 200 8 100 7344 200 6 200 10 200 434 200 634 Eine Liste neuer Euroemissionen befindet sich am Samstag auf Seite 6 (Obligationen/Devisen).

Creation in Control Debugger of the Control Debugger o

	The state of the s						_
		Ende 2006	Hoch 07	Tief 07	23.3.	26.3.	27.3.
Kassazinssatz (10 Jahre)		2,49	2,70	2,27	2,66	2,68	2,70
2 %% Eidgenossenschaft 19	999/2012 1	2,50	2,61	2,44	2,52	-	2,51
2 % Eidgenossenschaft 200		2,48	2,68	2,44	2,65	-	2,64
21196 Eidgenossenschaft 20		2,58	2,81	2,54	2,81		2,81
Swapsätze Fr.	3 Jahre	2,66	2,73	2,58	2,68	2,67	2,68
(Mittelwerte)	5 Jahre	2,69	2,80	2,60	2,73	2,76	2,73
	10 Jahre	2,78	2,97	2,66	2,89	2,88	2,89
Euromarktsätze Fr.	1 Monat	2,02	2,22	2,01	2,21	2,20	2,21
	3 Monate	2,09	2,27	2,10	2,27	2,25	2,27
	12 Monate	2,38	2,54	2,39	2,52	2,51	2,54
Dreimonatssatz (Libor)		2,10	2,29	2,12	2,29	2,29	2,29
Conf-Futures (Juni-Kontrak)	t)				128,85	128,98	128,74
Dreimonats-Eurofranken-Fu	utures (Juni-Kontrakt)				97,52	97,52	
Zinsdifferenzen (Spreads)	in Prozentpunkten						
Kassazinssatz (10 J.) - Euror		0,40	0,52	0,31	0,39	0,43	0,43
Swap (10 J.) - Kassazinssatz	(10 J.)	0,29	0,36	0,19	0,22	0,20	0,20
Euromarktsatz (3 Mte.): Euro	o – Franken	1,62	1,69	1,56	1,62	1,65	1,62
Swapsätze (10 J.): Euro - Fra	enken	1,39	1,44	1,29	1,35	1,37	1,37
Leitsätze der Nationalban	ık						
Zielband für Dreimonatssat	ız (Libor) 1,75 - 2,75 (seit 1	5.3.2007)		Sonders	satz: 3,97	(am 27.	3.2007)

	Credit Suisse	UBS	Bank Coop	Migros- bank	Post- finance	ZKB	Raiff- eisen 1	Genfer KB	Valiant Bank
Konten ²					1-07-07				
Kontokorrent	0,125	-	0,125	0,25	0,125	0,25	0,25	0,125	0,125
Sparkonto	0,50	0,50	0,50	0,875	0,75-1	0,625	0,625	0,50-2,50	0,50
Privatkonto	0,125	0,125	0,125	0,25	0,125	0,25	0,25	0,25	0,125
Jugend-Privatkonto	1,00	1,00	1,25	1,25	0,125	1,00	1,75	1,25	1,25
Sondersparkonten ²									
Anlagesparkonto	0,625-1,25	-	1	1,125	1,00	0,875	1,125	-	1,00
Jugendsparkonto	1,25	1,50	1,5	1,50	1,75	1,25	1,75	1,50	1,50
Alterssparkonto	-	-	- 1	1,00	0,75-1	0,75	0,75	-	0,625
Vorsorgekonto (3. Săule)	1,50	1,50	1,75	1,75	1,50	1,50	1,75	1,75	1,625
Festgelder?									
1 Monat	1,67	1,65	1,85	1,85	-	1,85	1,82	1,88	1,81
3 Monate	1,74	1,73	1,85	1,91	-	1,91	1,88	1,94	1,86
6 Monate	1,85	1,82	2,05	2,00	-	2,01	1,98	2,03	1,96
12 Monate	1,99	1,97	2,20	2,15		2,15	2,13	2,18	2,11
Kassenobligationen									
3 Jahre	2,375	2,25	2,50	2,375	2,25	2,25	2,50	2,375	2,375
5 Jahre	2,50	2,375	2,625	2,50	2,25	2,375	2,50	2,50	2,50
8 Jahre	2,625	2,375	2,75	2,625	2,375	2,50	2,625	2,75	2,625
Empfehlung von Raffeisen Si in der Regel ab 100 000 Fr.	chweiz an die Mit	gliedinstitute	² cie Z	inssätze köni	nen je nach Be	trag variere	n	Stand: 2	7. 3. 2007

	Credit Suisse	UBS	Bank Coop	Migros- bank	Post- finance	ZKB	Raiff- eisen '	Genfer KB	Valiant Bank
Variable Hypothek	3,00	-	3,00	2,875		3,00	3,25	3,00	3,00
Festhypothek									
2 Jahré	4,10	3,95	3,70	3,50	3,80	3,70	3,75	3,80	3,70
5 Jahre	3,95	4,05	3,80	3,55	3,80	3,78	3,80	3,85	3,80
10 Jahre	4,25	4,20	4,10	3,70	4,00	3,95	4,00	4,00	4,00
Strukturierte Libor-Hyp	oothek 2.1								
	3,60				3,55	3,597	3,72		3,750
3 Jahre	(5,35)	-	- 2		(4,50)	(3,75)	(4,08)	<u> </u>	(5,750)
	3,60					3,694	3,74		3,625
5 Jahre	(5,80)	-	250	100	-	(3,75)	(4,35)		(6,125)

zerscheigenze Verseite, in an kannelen moert verden materialische stade bestroutungen piponneren ausen von All zu der vergleichen *verschiedene Banken bieten noch weitere strukturierte (Hypotheken an Stand-Stand-

Schweizer Pfandbrief ist in Bezug auf Deckung und System ein Sonderfall in Europa

Pfandbrief ist nicht gleich Pfandbrief

Von Robert Horat

Nach der Eidgenossenschaft gehören die Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute und die Pfandbriefzentrale
der schweizerischen Kantonalbanken zu
den wichtigsten inländischen Emittenten
am Obligationenmarkt. Per Gesetz ist es
diesen zwei Instituten vorbehalten,
Schweizer Pfandbriefe auszugeben. Auch
ausländische Banken emittieren regelmässig Pfandbriefe und plazieren diese am hiesigen Kapitalmarkt. Die Vermutung, dass
hinter dem gleichen Namen das gleiche
Anlageinstrument steckt, erweist sich bei
genauerer Betrachtung als falsch: Pfandbrief ist nicht gleich Pfandbrief.

Der Schweizer Pfandbrief unterscheidet sich in vielerlei von seinen ausländischen Namensvettern, wobei zwei Hauptunterschiede hervorzuheben sind. Der erste liegt in der Pfandbriefdeckung: Im Gegensatz zur Schweiz kennen die meisten ausländischen Pfandbriefgesetze neben Hypotheken- auch öffentliche Pfandbriefe. Dabei besteht der Deckungsstock aus öffentlichrechtlichen Schuldverschreibungen ohne irgendwelche dingliche Deckung. Deutsche Pfandbriefe z. B. sind zu rund drei Vierteln öffentliche Pfandbriefe. Nur weil der Finanzausgleich zwischen Bund, Ländern und Kommunen als unverbrüchlich betrachtet wird, gelten diese Blankodarlehen an die öffentliche Hand als erstklassig. In der Mehrheit plazieren ausländische Emittenten auch in der Schweiz öffentliche Pfandbriefe.

In puncto Hypothekenpfandbriefe be-

In puncto Hypothekenpfandbriefe bestehen ebenfalls Differenzen. Die Qualitied der Deckung hängt davon ab, in welcher Höhe der Gesetzgeber die für die Pfandbriefdeckung maximale Belchnungsgrenze der Liegenschaften festlegt. Während beispielsweise in spanischen Cédulas (bislang nicht in Franken im Angebot) die Loan-to-Value-Grenze auf 70 für Geschäfts- bzw. 80% für Wohnliegenschaften angesetzt wird, liegt der Wert für den Schweizer Pfandbrief auf 50 bzw. 66%.

Darüber hinaus erlauben gewisse Län-

Darüber hinaus erlauben gewisse Länder Hypothekarforderungen auf ausländischen (z. B. schweizerischen) Liegenschaften im Deckungsstock. Teilweise ist es den ausländischen Banken sogar erlaubt, bis zu gewissen Limiten die Deckungsstöcke für Hypothekenpfandbriefe und öffentliche Pfandbriefe zu mischen. Solches ist in der Schweiz nicht zulässig.

Der zweite Hauptunterschied gründet im Pfandbriefsystem: Anders als in der Schweiz geben ausländische Banken eigene Pfandbriefe aus, ohne den Umweg über eine «Pfandbriefemissionszentrale» zu machen. Die gedeckten Bankschuldverschreibungen unterscheiden sich nicht nur in Bezug auf nationale Gesetze und Usanzen, sondern weisen zudem emitten-

	Nr II. I	F-W-1		1
	Pfandbrie	investor	100	П
	Pfandbrief-			П
1 /	anleihe *	The Walley Co.	_	1
1 (Pfandbrie	finstitut		1
1 3	Pfandbrief- *	ä.		1
1 /	darlehen 🕈			1
1 (Bar	ık		1
1	Hypothekar- A			1
1	darlehen ▼	6		1
- 1	Hypthekarkr	aditachma		-1

tenspezifische Eigenheiten auf. Verschlechtert sich z. B. die Bonität einer ausländischen Bank, kann sich dies auf deren Pfandbriefe auswirken. Vereinzelte ausländische Pfandbriefe verfügen über kein Triple-A-Rating. Im Gegensatz dazu ist der Schweizer Pfandbrief über knapp 250 bzu-24 Banken diversifiziert und darüber hinaus mit einer zusätzlichen Sicherungsebene ausgestattet, dem Eigenkapital des emittierenden Pfandbriefinstituts.

In der Schweiz wird der Erlös aus den Pfandbriefemissionen vollumfänglich in Form von Darlehen den Mitgliedbanken weitergegeben (vgl. Grafik). Von diesen erhalten die Pfandbriefinstitute im Gegenzug erstklassige Hypothekarforderungen als Pfanddeckung für die gewährten Pfandbriefdarlehen. Diese Darlehen ihrerseits sind mit einem gesetzlichen Pfandrecht zugunsten der Pfandbriefgläubiger belegt. Daraus ergibt sich eine Sicherungskette, die zusammen mit ergänzenden gesetzlichen Bestimmungen den Pfandbrief zu einem Anlagepapier von kaum überbietbarer Sicherheit macht (vgl. Tabelle rechts).

rer Sicherheit macht (vgl. Tabelle rechts).
Schweizer Pfandbriefe geniessen deshalb neben einem Aaa-Rating von
Moody's auch das Prädikat mündelsicher.
Dass es seit der Geburt des «Eidgenossen»
vor 76 Jahren noch nie einen Ausfall gegeben hat und dass selbst die stürmischen
Neunzigerjahre mit den rekordhohen Abschreibungen der Banken auf ihren Hypothekarportfolios dem Schweizer Pfandbrief keinen Schaden zufügen konnte, unterstreicht seine Qualität.

Robert Horat war am Swiss Banking Institute der Universität Zürich tätig und hat eine Dissertation zum Schweizer Pfandbrief verfasst. Sie wurde soeben in Buchform beim Haupt Verlag publiziert.

Die mehrgliedrige Sicherungskette des Schweizer Pfandbriefes

- Volle Haftung des Pfandbriefinstituts für alle Ansprüche aus den emittierten Pfandbriefen Die Pfandbriefrasitute haben ihre Tätigkeit auf das Pfandbriefgeschäft zu beschränken. Somit entstehen keine zusätzlichen
- Die Pfandbriefnschste haben ihre Tstigkeit auf das Pfandbriefgeschlift zu beschränken. Somit entstehen keine zusätzlichen Geschäftsfolken.

 Sicherung der Pfandbriefforderungen durch gesetzliches Pfandrecht der Pfandbriefgläubiger an den gewährten Pfandbriefdstehen
- Ptandonistoaterien
 Die ausgegeben Pfandonise und die dares gewährten Ffandorisfäarlichen sind bezüglich Fälligkeit und Nominalwert
 seinsch Zudem ersteht dem Pfandoriefmunt aus die Mattellund und westergebe auch kein Zersänderungsrisso.
 3. Volle Härfung der Banken für die bezogenen Pfandorisfdafstehen.
- 5. Volle persönliche Haftung des Hypothekarkreditnehmers
- 6. Sicherung der Hypothekarforderung durch Verwertungsrecht am Grundstück

Quelle: Robert Horat