

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 Wirtschaft», erklärte 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 erfreuliche Lage am Arbeitsmarkt: Dank hoch ausgelasteter Kapazität und einem soliden Auftrags-eingang würden Stellen geschaffen und wachsen die Reallohne. 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-Geschäftsklima-index bezeugt, beurteilen die Unternehmen ihre Lage zusehends besser als vor Monatsfrist (vgl. Seite 7). Der erfreuliche Wirtschaftsgang in Europa verlockte die Investoren indes nicht in Kauflaune zu versetzen. Die Ungewissheit über den Zustand des US-Häusermarktes, aber auch der Konflikt Grossbritanniens mit Iran, der den Ölpreis auf ein Jahreshoch stieg 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 21/2% HBOS Treasury Services 2006/2011 und 21/8% HBOS Treasury Services 2005/2013 um je 200 Mio. auf 450 Mio. respektive 500 Mio. auf. Die weniigen 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 Grundtranche überdies liquider wurden. Eigenanleihen wird CS Group übrigens ab Ende Monat in erster Linie über die

grösste operative Tochter CS begeben. Sie bündelt ihre Kapitalmarktfinanzierung, 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 Finanzträger - 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. Wer heute am langen Ende investiert, wird

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

Nicht mit der Attraktivität, sondern mit der Bonität von Kantonalbankkrediten befasste sich Zürcher Kantonbank (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 Inlandsegmentes 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 den Pfandbriefinstituten (vgl. Text unten) die zweitwichtigsten Inlandschuldner.



S&P zu Kantonen und Pensions

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 Bedeutung. Sie hat deshalb ihre Bewertungsmethode nicht nur für Gebietskörperschaften aus der Schweiz, sondern auch aus Österreich, Kanada, Deutschland, Mexiko und Schweden angepasst. In das Bonitätsurteil fliessen neu die Kennzahl-«Nettofinanzverbindlichkeiten» ein, die sich aus den ungedeckten Pensionsverbindlichkeiten und der Kreditmarktschuldung 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 Pensionsverbindlichkeiten kümmern müssten, rennt sie in Basel-Stadt offene Türen ein. Der Kanton hat bereits erklärt, die Pensionskasse ausfinanzieren 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.

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 Hypothekarstitute 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 öffentlich-rechtlichen 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 Blankokreditlinien an die öffentliche Hand als erstklassig. In der Mehrheit plazieren ausländische Emittenten auch in der Schweiz öffentliche Pfandbriefe.

In puncto Hypothekendarlehen befehen ebenfalls Differenzen. Die Qualität der Deckung hängt davon ab, in welcher Höhe der Gesetzgeber die für die Pfandbriefdeckung maximale Belohnungs-

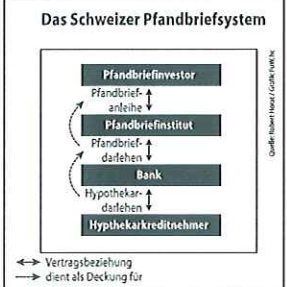
grenze der Liegenschaften festlegt. Während beispielsweise in spanischen Cédulas (bislang nicht in Franken im Angebot) die Loan-to-Value-Grenze auf 70 für Geschäfte- bzw. 80% für Wohnliegenschaften angesetzt wird, liegt der Wert für den Schweizer Pfandbrief auf 50 bzw. 66%.

Darüber hinaus erlauben gewisse Länder der Hypothekdarlehen auf ausländischen (z. B. schweizerischen) Liegenschaften im Deckungsstock. Teilweise ist es den ausländischen Banken sogar erlaubt, bis zu gewissen Limiten die Deckungsstöcke für Hypothekendarlehen 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 Usancen, sondern weisen zudem emittentenspezifische Eigenheiten auf. Ver-schlechtert sich z. B. die Bonität einer ausländischen Bank, kann sich dies auf deren Pfandbriefe auswirken. Vereinzelt ausländische Pfandbriefe verfügen über kein Triple-A-Rating. Im Gegensatz dazu ist der Schweizer Pfandbrief über knapp 250 bzw. 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 Hypothekendarlehen als Pfanddeckung für die gewährten Pfandbriefdarlehen. Diese Darlehen ihrerseits sind mit einem gesetzlichen Pfandrechts-zugunsten der Pfandbriefgläubiger belegt. Daraus ergibt sich eine Sicherungskette, die zusammen mit ergänzenden gesetzlichen Bestimmungen den Pfandbrief zu einem Anlagepapier von kaum überbetraubarer 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 Hypothekendarlehen 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.

Table titled 'Neu lancierte Frankenemissionen' listing various bond issues with columns for Value, Issuer, Rating, Maturity, Yield, and Price.

Table titled 'Kennziffern Zinsen Schweiz' showing interest rate indicators for 2006 and 2007, including Cassa, Swap, Euro, and Zinsdifferenz.

Table titled 'Zinskonditionen von Schweizer Banken' comparing interest rates for various bank products like Kontenkonto, Sparkonto, and Festgeld.

Table titled 'Konditionen von Schweizer Banken für erstrangige Hypotheken auf Wohnbauten' showing rates for Variable Hypothek, Festhypothek, and Strukturierte Libor-Hypothek.

- List of 5 points detailing the multi-tier security structure of Swiss Pfandbriefe, from full coverage to personal liability.