

Debüt der Société Générale

Auch Länsförsäkringar feiert Premiere – Kommunekredit liefert Qualität – Land Hessen begibt

TOMMASO MANZIN

Noch immer besticht Qualität. Am Primärmarkt verkehren derzeit vor allem bekannte Namen, daneben Covered Bonds (CB), damit ein Minimum an Spread geboten werden kann. Dabei stehen nach wie vor Institute aus dem hohen Norden hoch im Kurs.

Am Mittwoch lancierte Deutsche Bank (DB) den CB 134% **Länsförsäkringar Hypothek 2010/2015** über 125 Mio. Fr. zu 19 Basispunkten (Bp) über Swap. Der schwedische Schuldner sei sowohl auf dem Euro als auch dem Frankenmarkt neu, erklärt DB. Der Deckungsstock des Hypothekararms der genossenschaftlichen Allianzgruppe besteht aus von den Hypothekarschuldnern bewohnten Liegenschaften. Gleichtags eskortierte Credit Suisse (CS) den dänischen Triple-A 134% **Kommunekredit 2010/2015** über 225 Mio. Fr. zu

17 Bp Abschlag zum Swap. Das sei teuer, bestätigt CS, aber derzeit der Preis für Agenturen.

Swedbank mit Covered Bond

Am Freitag stockten CS und Royal Bank of Scotland den Pfandbrief 134% **Compagnie de Financement Foncier (CFF) 2009/2014** um 100 Mio. Fr. auf 350 Mio. auf.

Eine weitere Premiere brachte CS mit der Doppeltranche 174% **Société Générale 2010/2014** über 300 Mio. Fr. zu 40 Bp über Swap sowie dem Floater **Société Générale 2010/2012** über 200 Mio. Fr. Nach den australischen Banken, CS, DB, BNP Paribas, BPCE und Crédit Agricole folge damit eine weitere Bank. Das beweise die Aufnahmequalität des Markts für Financials mit gutem Namen, erklärt CS. Gefragt seien sie vor allem zur Diversifikation, besonders wenn sie noch in keinem Depot

lägen. Da keine Corporates an den Markt kämen, gebe es nicht viele Alternativen.

UBS begleitete am Freitag die schwedischen CB 114% **Swedbank Mortgage 2010/2013** über 150 Mio. zu 14 Bp über Swap. Es sei der erste fest verzinsten dreijährigen CB seit Juli 2009. Emissionen und besonders Pfandbriefe am kürzeren Ende seien derzeit selten. Die Anleger hätten zudem Angst vor einem Zinsanstieg. Diese Nachfrage habe man bedienen wollen. Auch dieser Deckungsstock besteht v. a. aus Wohnliegenschaften.

ZKB stützt Kuoni auf BBB

Zürcher Kantonbank (ZKB) eskortierte 134% **Land Hessen 2010/2016** über 150 Mio. zu 15 Bp Abschlag zum Swap. Die Laufzeit sei so gewünscht gewesen, erklärt ZKB, gekauft hätten grösstenteils institutionelle Anleger und Pensionskassen.

ZKB stützt Kuoni von BBB+ auf BBB. Der Reiseveranstalter musste 2009 durch Rezession, Schneepinge und Wechselkursverluste einen Umsatzrückgang von 20% hinnehmen. Zwar zeichne sich eine Stabilisierung ab. Es dürfe aber Jahre dauern, um das Vorkrisenniveau wieder zu erreichen. Im Moment erachtet ZKB Kuoni als solid im Triple-B-Bereich verankert. Sollte sich die Bilanzqualität weiter verschlechtern oder die Umsatzsteigerung etwa frankenbedingt – schwächer als erwartet ausfallen, muss indes mit einer weiteren Rückstufung gerechnet werden.

CS bestätigt vordringend das A von EGL. Der Gewinn einbrück (vgl. Seite 27) sei durch vorübergehende Kostenfaktoren verursacht. Trotzdem wolle man detailliertere Informationen abwarten. Sollte der Druck auf Profitabilität und Cashflow anhalten, könnte der Ausblick auf Negativ drohen. EGL gehört zu Axpo-Gruppe, die heuer sowohl über Tochter KLI als auch über den Konzern am Frankentmarkt rührig war. Die Mutter Axpo bestätigen sowohl ZKB als auch UBS auf A+ bzw. A.

Moody's setzt eine im Dezember 2009 von der US-Börsenaufsicht SEC erlassene Vorschrift per 2. Juni 2010 um. Sie verbietet es den national anerkannten Ratingagenturen, bestimmte strukturierte Produkte einzustufen, ausser die dazu notwendige Information wird auf einer durch Passwort geschützten Internetseite jeder anderen anerkannten Ratingagentur zugänglich gemacht.

S&P stützt hybride Tier-1-Titel von Royal Bank of Scotland (RBS), für die die Bank ein Rückkaufangebot für 55 bis 100% gemacht hat, von CC auf C. Nach den Kriterien der Agentur handelt es sich um Ausfälle (Distressed Exchange).

Die Schubladen öffnen sich wieder

Die Konjunkturforschungsstelle der ETH (Kof) erwartet neu eine «zügliche Erholung in der Schweiz». Diese habe die Krise nicht nur besser gemeistert als das europäische Ausland – ihr Pfad gleiche eher dem der USA – sondern auch rascher, als lange anzunehmen war. Bereits 2010 soll das Bruttoinlandsprodukt (BIP) 1,7% zunehmen (zuvor 0,6), auch dank des Überhangs im überschüssigen guten Viertel.

Hauptgrund für die verbesserte Prognose ist, dass nicht länger von **schwierigen den Rückkoppelungseffekten der Krise** und die **Binnenwirtschaft** ausgegangen wird. Die Arbeitslosigkeit hat den Zenit über-

schritten und wird nach 4,1 2010 auf 3,7% 2011 sinken. Die Wirtschaft wachse im kommenden Jahr 2,2%. Für die Exporte sei – bis zu einem gewissen Punkt – die Dynamik in Europa wichtiger als der Franken. Dieser werde sich 2011 abschwächen.

Die Investitionstätigkeit hat eingesetzt, wobei es sich den Agenturen nach um Projekte handelt, die zur Zeit apokalyptischer Visionen in die Schublade wanderten – und nun fixfertig «exhumiert» werden: **nicht Investitionen mit einem langen Zeithorizont**, sondern vor allem IT- und Softwareupdates. In den USA machten derlei Anschaffungen den Löwenanteil aus. **TM**

Zinskonditionen von Schweizer Banken

	Credit Suisse	UBS	Bank Coop	Migros Bank	Postfinance	ZKB	Raff. eisen 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	0,625	0,75–1,25	0,50	0,75 ³	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	0,100	0,875	1,375	1,375	1,25	0,75	1,375	1,00	1,00
Sondersparkonten²									
Anlagesparkonto	0,75–1,125	–	1,625–2,00	0,750	0,75–1,25	0,625–0,75	–	–	0,625
Jugendsparkonto	1,625	1,25	1,500	1,625	1,50–2,00	1,25	1,375	1,25	1,375
Altersparkonto	0,500	0,625	0,625	0,625	0,75–1,25	0,625	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
Festgelder²									
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	0,20	0,09	0,32	0,3	–	0,15	0,125	0,13	0,30
Kassenobligationen									
3 Jahre	1,375	1,375	1,125	1,125	0,875	0,875	1,000	1,000	0,875
5 Jahre	2,000	2,000	1,750	1,750	1,375	1,375	1,500	1,500	1,500
8 Jahre	2,625	2,625	2,375	2,250	2,000	1,875	2,125	2,125	2,000

¹ Empfehlung von Raff. Eisen Schweiz an die Mitgliedstaaten 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: 26.03.2010

Thomas Jordan will es besser machen

«Grobabschätzung muss für Massnahmen genügen» – Wie gross ist der optimale Finanzsektor?

Die Frage, wie das Finanzsystem besser reguliert werden kann, beschäftigt seit der Rettung zahlreicher Grossbanken (in der Schweiz: UBS) kluge Köpfe, erhitzt Gemüter und treibt Politiker um. Thomas Jordan, Vize des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank (SNB) und als Vorsteher des II. Departements mit der Systemstabilität betraut, nutzte am Mittwoch ein vom Forum für Universität und Gesellschaft in Bern organisiertes Gespräch dazu, unter dem prägnanten Titel «Bankenregulierung. Was ging schief? Was wird besser?» die Richtung vorzugeben.

«Viele Banken sind exzessive Risiken eingegangen, deren Folgen sie nicht selbst tragen konnten, und der Staat musste intervenieren», brachte Jordan das Problem des Too big to fail (TBTF) auf den Punkt. Deshalb heisst das Ziel: «Banken müssen in Zukunft selbst die Folgen der von ihnen eingegangenen Risiken tragen, und ein Untergang einer Bank darf die Systemstabilität nicht mehr gefährden.» Implizite und explizite Staatsgarantien müssten daher verschwinden.

Jordan gesteht ein, die bisherige Bankenregulierung, speziell Basel II mit der Illusion einer punktuellen Risikosteuerung samt darauf basierender risikogewichteter Eigenkapitalvorschriften (Ab-

hilfe soll neu die Leverage Ratio schaffen), weise grobe, in der Krise sichtbar gewordene Mängel auf. «Die Berücksichtigung von Systemrisiko und die damit verbundene TBTF-Problematik ist in der Vergangenheit weitestgehend vernachlässigt worden.» Laissez-faire ist für Jordan indes keine Alternative, weil Banken fragil und eng mit der Wirtschaft verflochten sind sowie externe Kosten verursachen, wenn sie übermässige Risiken eingehen.

Doch wie kann das TBTF-Problem entschärft werden? International (Basler Ausschuss, Financial Stability Board) und national (Expertengruppe Bundesrat, Arbeitsgruppe Finanzmarktaufsicht/SNB) läuft die Suche nach Lösungen auf Hochtour. Jordan sieht drei Ansätze: Progressive Eigenkapitalanforderungen, die Anreize schaffen, dass Banken ihre Grösse und Systemrelevanz reduzieren; veränderte Organisationsstrukturen, die im Krisenfall die Weiterführung volkswirtschaftlich wichtiger Bankteile erlauben, und international koordinierte Liquidationsverfahren für grosse Finanzinstitute.

«Da internationale Lösungen besonders komplex sind und verschiedene Länder teilweise unterschiedliche Ziele verfolgen, sind die Erfolgchancen dieser international koordinierten Arbeiten jedoch

als begrenzt einzustufen», hält Jordan nüchtern fest und leitet daraus die Notwendigkeit nationaler Lösungen ab. Es brauche den politischen Willen, Massnahmen umzusetzen – wegen der hohen Komplexität auf Basis einer Grobabschätzung. Denn in der Schweiz sei neben dem TBTF angesichts der Dimension der Grossbanken auch das Too big to rescue (zu gross, um gerettet zu werden) zu beachten. Schade, dass nicht mehr Politiker zugegen waren – insbesondere Angehörige der Räte, denen (die Finanzmarkt-) Gesetzgebung obliegt (und an die sich Jordans Appell wohl letztendlich richtet!).

Zusätzlichern Erkenntnisgewinn resultierte daraus, dass nicht nur der SNB-Vertreter zu Wort kam. Hans-Ulrich Müller, als Leiter Region Mittelland Credit Suisse mit Freuden und Nöten der kleinen und mittleren Unternehmen bestens vertraut, war für den Dialog zwischen Finanzplatz und Realwirtschaft. Er plädierte dafür, sich beim TBTF-Problem nicht von grossen (Bilanz-)Zahlen blenden zu lassen, sondern auf die effektiven Risiken abzustellen. Professor Harris Dellas von der Universität Bern widmete sich der Frage, wie sich die makroökonomisch bzw. sozial optimale Grösse des Bankensektors für die Schweiz bestimmen lässt. **PK, Bern**

Neu lancierte Frankenemissionen

Valor, Emittent, Lead Manager, Rating ²	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit Jahr	Zins in %	Aufw. Börsenhandel	Lieferung	Reife Brief	Rendite in %
Anleihen inländischer Schuldner							
10915275 Stadt Bern (UBS IB) Aa2	150	15	2 1/2	30,3	1,4	99,30	2,56
11191113 Kanton Genf (BCGE/BNP/CS) A+	250	12	2 1/2	31,3	6,4	100,15	2,49
Anleihen ausländischer Schuldner³							
11105666 KFW (CS) Aaa/AAA ⁴	200	9 1/2	2	30,3	1,4	100,10	1,99
11105646 Municipality Finance (ZKB/Nordea) Aaa/AAA ⁴	125	5 1/2	1 1/4	1,4	8,4	99,78	1,42
11109409 Nordrhein-Westfalen (Unicredit) Aa1/AA- ¹⁸	100	20	2 1/2	1,4	8,4	–	–
111095203 Stadt Wien (CS) Aaa/AAA	300	3 1/2	1 1/4	1,4	7,1	100,15	1,08
11121642 Nordea Hypothek (ZKB/CS) Aaa/AAA ²⁰	250	6 1/2	1 1/4	1,4	7,4	100,00	1,88
11118210 América Móvil (CS/BNP Paribas) A3/BBB+	230	5	2 1/4	1,4	7,4	100,30	2,19
11129739 HSBC Cov. Bond France (CS/BNP/UBS IB) Aaa/AAA	200	5 1/2	1 1/4	6,4	7,4	100,10	1,73
11129744 HSBC Cov. Bond France (CS/BNP/UBS IB) Aaa/AAA	200	8 1/2	2 1/4	6,4	7,4	100,75	2,28
11128223 Land Berlin (CS) Aa1 ¹³	75	3 1/2	1 1/4	7,4	9,4	100,30	1,17
111074112 Rabobank Nederland (UBS IB/Raff. Eisen) Aaa/AAA ¹⁴	150	7 1/2	1 1/4	8,4	9,4	100,05	2,12
11118172 BPCE (BNP Paribas) Aa3/A+	150	5	2	9,4	13,4	99,70	2,06
11110994 BPCE (BNP Paribas) Aa3/A+ ⁶	150	2	1 1/4	9,4	13,4	100,10	–
11151453 Bank Nederlandse Gemeenten (RBS) Aaa/AAA ^{15,22}	175	9 1/2	2 1/4	12,4	19,4	–	–
111074108 EIB (UBS IB) Aaa/AAA	200	7	1 1/4	12,4	19,4	100,10	1,73
11149097 GECC (CS) Aa2/AA ¹⁷	200	4 1/2	2	13,4	15,4	100,15	1,97
111074110 Swedbank (UBS IB) Aaa/AAA	150	3	1 1/4	12,4	22,4	–	–
11146131 Landwirtschaftliche Rentenbank (CS) Aaa/AAA	175	6 1/2	1 1/4	14,4	16,4	100,35	1,70
11159250 Landwirtschaftliche Rentenbank (CS) Aaa/AAA ²³	175	6 1/2	1 1/4	14,4	16,4	100,35	1,70
11159392 Nederl. Waterschapsbank (DB/ZKB) Aaa/AAA ²⁵	100	4 1/4	1 1/4	15,4	19,4	101,10	–
111172144 Société Générale (CS) Aa2/A+	300	4 1/2	1 1/4	16,4	19,4	100,15	1,84
111172146 Société Générale (CS) Aa2/A+	200	2 1/2	1 1/4	16,4	19,4	101,10	–
111149464 Nederlandse Waterschapsbank (DB/ZKB) Aaa/AAA	200	6 1/4	1 1/4	19,4	22,4	100,13	1,73
111169285 Länsförsäkringar Hypothek (DB) Aaa/AAA	125	5 1/2	1 1/4	19,4	21,4	99,72	1,81
111167506 Kommunekredit (CS) Aaa/AAA	225	4 1/4	1 1/4	19,4	21,4	100,30	1,37
111139501 Dexia Crédit Local (BNP/Commerzbank/BKX) Aa+ ²⁴	250	4	1 1/4	20,4	22,4	99,70	1,58
11165007 CFF (BNP Paribas) Aaa/AAA ⁶	200	2	2 1/4	21,4	23,4	–	–
111386414 Land Hessen (DB) AA	100	20	2 1/2	22,4	27,4	–	–
111176820 Land Hessen (ZKB) AA	150	6 1/2	1 1/4	26,4	29,4	–	–
111173948 Compagnie de Financ. Foncier (CS/RBS) Aaa/AAA ¹⁵	100	4	1 1/4	26,4	28,4	101,50	1,36

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 Tender ⁷ Floater (variabler Zins) ⁸ Garantie der Muttergesellschaft ⁹ Titel ausländischer Schuldner sind kreditstufenlos ¹⁰ erster Coupon kurz ¹¹ Aufstockung ab Lieberung am 28.3. mit Valor 11 081 040 frungibel ¹² kollert an der Börse Luxemburg ¹³ Aufstockung ab Lieberung am 15.3. mit Valor 11 033 387 frungibel ¹⁴ Aufstockung ab Lieberung am 9.4. mit Valor 12 270 847 frungibel zusätzlich zum Kaufpreis werden Märschzinsen für 178 Tage gerechnet ¹⁵ Aufstockung ab Lieberung am 28.4. mit Valor 10 416 116 frungibel ¹⁶ Verzinnt wird zum Dreimonatssatz Libor plus 25 Bp ¹⁷ Aufstockung ab Lieberung am 24.3. mit Valor 7 452 469 frungibel zusätzlich zum Kaufpreis werden Märschzinsen für 16 Tage gerechnet ¹⁸ Verzinnt wird zum Dreimonatssatz Libor plus 27 Bp ¹⁹ erster Coupon lang ²⁰ Aufstockung ab Lieberung am 31.4. mit Valor 10 949 740 frungibel zusätzlich zum Kaufpreis werden Märschzinsen für 51 Tage gerechnet ²¹ Aufstockung ab Lieberung am 19.4. mit Valor 10 941 123 frungibel zusätzlich zum Kaufpreis werden Märschzinsen für 60 Tage gerechnet ²² Aufstockung ab Lieberung am 16.4. mit Valor 11 146 131 frungibel ²³ Verzinnt wird zum Dreimonatssatz Libor plus 5 Bp ²⁴ Aufstockung ab Lieberung am 19.4. mit Valor 10 484 820 frungibel zusätzlich zum Kaufpreis werden Märschzinsen für 20 Tage gerechnet

Kennziffern Zinsen Schweiz

	Ende 2009	Hoch 2010	Tief 2010	24.3.	25.3.	26.3.
Kassazins (10 Jahre)	1,97	2,07	1,86	1,95	1,95	1,97
4,25% Eidgenossenschaft 1994/2014 ¹	1,15	1,18	0,74	0,84	0,84	0,85
3% Eidgenossenschaft 2004/2019 ¹	2,03	2,13	1,86	1,92	1,92	1,93
2,5% Eidgenossenschaft 2006/2036 ¹	2,40	2,46	2,12	2,30	2,30	2,31
Swapätze Fr.						
3 Jahre	1,16	1,17	0,95	1,10	1,10	1,09
(Mittelwerte)	1,69	1,70	1,47	1,57	1,56	1,55
10 Jahre	2,47	2,48	2,28	2,33	2,31	2,31
Euromarktsätze Fr.						
1 Monat	0,22	0,33	0,08	0,22	0,18	0,23
3 Monate	0,32	0,38	0,20	0,38	0,30	0,20
12 Monate	0,74	0,83	0,52	0,83	0,72	0,64
Dreimonatssatz (Libor)	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Conf-Futures (Juni-Kontrakt)	136,70	–	–	136,98	136,95	136,93
Dreimonatssatz-Eurofutures (Futures (Juni-Kontrakt))	99,73	–	–	99,72	99,72	99,73
Zinsdifferenzen (Spreads) in Prozentpunkten						
Kassazins (10 J.) – Euromarktsätze (3 Mte.)	1,65	1,75	1,54	1,57	1,64	1,78
Swap (10 J.) – Kassazins (10 J.)	0,50	0,50	0,33	0,38	0,36	0,34
Euromarktsätze (3 Mte.) – Euro – Franken	0,26	0,42	0,08	0,16	0,22	0,27
Swapätze (10 J.) Euro – Franken	1,10	1,11	0,94	0,94	0,96	1,00

Konditionen von Schweizer Banken für erstrangige Hypotheken auf Wohnbauten

	Credit Suisse	UBS	Bank Coop	Migros Bank	Postfinance	ZKB	Raff. eisen	Genfer KB	Valiant Bank
Variable Hypothek	2,85	–	2,625	2,50	–	2,50	2,875	2,875–3,875	2,95
Festhypothek									