

# Swiss Re refinanziert sich

Konsumenten hegen optimistischere Erwartungen – ZKB sieht UBS, Swiss Re und «Zürich» stabiler

TOMMASO MANZIN

Wie angekündigt (vgl. letzte Ausgabe) hat das Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco) am Donnerstag die Resultate der Konsumentenstimmungsumfrage veröffentlicht. Demnach wird die Wirtschaftsentwicklung der letzten zwölf Monate im Juli leicht schlechter beurteilt als im April. Die Erwartungen der Lage in Jahresfrist fielen indes besser aus, nachdem sie sich seit Juli 2008 im freien Fall befunden hatten (vgl. Seite 2).

Auch dem Arbeitsmarkt hat das Seco den Puls gefühlt. Die Arbeitslosigkeit ist im Juli 0,1 Prozentpunkte auf 3,7% gestiegen. Dramatischer sieht der Vergleich zum Vorjahresmonat aus: die Quote erhöhte sich um rund 58% (53.201 Personen).

## Morgenluft in der Kreditwelt

Im Bankensektor scheinen die Beschäftigungserwartungen die Trendwende geschafft zu haben – allerdings findet die Erholung langsam statt, weshalb mit weiterem Stellenabbau zu rechnen ist. Der Bankenindikator der Konjunkturforschungsstelle der ETH (Kof) liegt seit gut einem Jahr unter dem neutralen Wert von null und hat sich im ersten und zweiten Quartal 2009 auf niedrigem Niveau stabilisiert. Die aktuelle Geschäftslage wird nach wie vor als unbefriedigend beurteilt, aber weniger ausgeprägt als Anfang Jahr.

Während die vorlaufenden Indikatoren weltweit Optimismus verbreiten, sorgen Nachzügler der Rezession wie Konsum oder Ausfallraten weiter für Unsicherheit. Standard & Poor's (S&P) registriert einen anhaltenden Anstieg der Konkursrate, ebenso Moody's (vgl. Seite 6).

Am Donnerstag lancierten Credit Suisse (CS) und BNP Paribas 3/4% **Swiss Re Finance** 2009/2014 über 500 Mio. Fr. Der Bond laufe ein Jahr länger und sei mit 158 Basispunkten (Bp) über Swap trotzdem rund 100 Bp enger gepreist als die Transaktion vor etwa zwei Monaten, erklärt CS. Die Nachfrage sei aus allen Anlegerklassen gekommen und breit abgestützt gewesen – man hätte auch deutlich mehr begeben können.

Als Swiss Re Mitte Mai 1,6 Mrd. € aufgenommen hatte (vgl. FuW Nr. 37 vom 13. Mai, Seite 6), waren die Risikoaufschläge auch auf Financials im Sinken begriffen.

Der Rückversicherer hatte Ende Mai eine vierjährige Anleihe über 700 Mio. zu 270 Bp sowie eine einjährige über 300 Mio. quellensteuerfrei zu 203 Bp begeben. Das hatte Spekulationen genährt, Swiss Re könnte den bis 2012 laufenden Wandler von Warren Buffetts Holding Berkshire Hathaway vorzeitig ablösen wollen (vgl. FuW Nr. 42 vom 30. Mai Seite 18). Nach Auskunft von Swiss Re besteht indes auch diesmal keine besondere Finanzierungsabsicht, der Erlös dient allgemeinen Unternehmenszwecken.

CS hat Swiss Re auf AA- bestätigt, inklusive negativem Ausblick. Der Rückversicherer verfüge über eine solide Kapitalbasis und habe bekräftigt, die Zwangsanleihe zurückzahlen zu wollen. Das Ergebnis im zweiten Quartal habe indes enttäuscht (vgl. Seite 13). Zürcher Kantonalbank (ZKB) ändert den Ausblick des A+ von negativ auf stabil. Trotz Absicherungsverlusten und Wertberichtigungen seien im Quartalsabschluss positive Tendenzen erkennbar. Vor allem Kreditderivatpositionen hätten markant abgebaut werden können, das Eigenkapital habe sich leicht erhöht. ZKB gewährt Swiss Re wieder Einlass ins Kaufuniversum.

## Inlandcorporates halten sich

CS bestätigt derweil auch einen Erstversicherer, nämlich «Zürich», auf A+. Die Halbjahreszahlen seien solide, Kapitalisierung und Solvenz hätten sich verbessert. ZKB ändert den Ausblick des A+ von «Zürich» von negativ auf stabil. Das operative Geschäft sei in guter Verfassung, die geringeren Erträge gründeten im mageren Anlagegeschäft (vgl. Seite 16).

UBS hat Givaudan auf BBB+ bestätigt. Das Halbjahresergebnis zeuge von Widerstandskraft, die Nettoverschuldung habe abgenommen. Auch CS hat Givaudan bestätigt, belässt den Duftstoffproduzenten aber auf der Überprüfungsliste (vgl. letzte Ausgabe). ZKB bestätigt das A mit negativem Vorzeichen. Die Kapitalerhöhung vom vergangenen Quartal schlage positiv zu Buche, die Verschuldung aus der Quest-Übernahme habe reduziert werden können. Sollte der Cashflow indes nicht weiter zunehmen, drohe eine Rückstufung.

ZKB bestätigt Ciba auf A+. Die drei ausstehenden Obligationen würden zwar nicht von BASF garantiert, doch habe die

Mutter ein ausgeprägtes Interesse, die Tochter zu unterstützen, weshalb die Einstufung von der Mutter ableitbar sei.

## Moody's stützt ABN Amro

ZKB ändert den Ausblick des A+ von UBS von negativ auf stabil, nachdem die Grossbank den ersten Betriebsgewinn seit dem zweiten Quartal 2007 gemeldet hat. Dennoch war das Gesamtergebnis rot. Im Verlust enthalten sind Sonderfaktoren wie Verluste auf Verbindlichkeiten, Restrukturierungskosten sowie eine Goodwill-Wertberichtigung. Die Kernkapitalquote stieg dank der Kapitalerhöhung von Ende Juni von 10,5 auf 13,2%. Wegen der Rezession sei eine nachhaltige Erholung indes noch nicht in Reichweite. Das von den CDS implizierte Rating betrage BBB+.

Moody's stützt ABN Amro Holding von Aa3 auf A1 sowie ABN Amro Bank von Aa2 auf Aa3. Finanzrisikoprofil und damit Refinanzierungskonditionen von Holding und Bank hätten unter der Reorganisation gelitten. Wegen weiterer zu erwartender Verschlechterungen der Finanzkennzahlen im Zusammenhang mit der Reorganisation verbleiben beide auf der Überprüfungsliste. Die Obligationen von ABN Amro Holding und ABN Amro Bank befinden sich seit Oktober 2008 im ZKB-Kaufstoppuniversum.

Barclays Bank PLC hat angekündigt, dass sich die Profitabilität im ersten Halbjahr 2009 erhöht hat, was S&P mit der Bestätigung des AA- quittiert. Der negative Ausblick bleibt, da nach wie vor erhöhte Wertberichtigungen auf dem Kreditportfolio drohen. Die Holding wird ein Notch tiefer bewertet als die operative Bank.

Moody's setzt das Aa3 von Statnett auf die Überprüfungsliste. Die Agentur befürchtet, dass das ambitionierte Investitionsprogramm die Bonität schwächt. Die staatliche Gesellschaft für die Infrastruktur des norwegischen Stromnetzes ist seit 2003 am Frankenmarkt, zuletzt trat sie im Oktober 2008 auf.

Moody's bestätigt Frankenschuldner Australian and New Zealand Banking Group (ANZ) auf Aa1. Konjunkturbedingt bleibt der negative Ausblick. ANZ hat bekanntgegeben, Teile des Asiengeschäfts der Royal Bank of Scotland zu übernehmen. ANZ sollte auch nach einem starken Abschwung im Aa-Bereich bleiben.

# Geschwächte Schweizer Blue Chips

Kredittrends in der Schweiz (1): Ausgeprägt zyklisches Ratingmuster der SMI-Schwergewichte

Profundes Know-how in der Kreditanalyse zahlt sich nicht nur bei der Wahl vertrauenswürdiger Anleihschuldner aus, sondern verspricht auch für Selektion und Timing von Aktienkäufen erfreuliche Resultate: Dies geht u.a. aus der ersten Langfristanalyse der Ratingentwicklung von Schweizer Grosskonzernen hervor.

Das primäre Ziel der Forschungsarbeit war es, Erkenntnisse über den Bonitätstrend von SMI-Gesellschaften, also der grössten Schweizer Publikumsgesellschaften, zu erlangen. Dies ist wichtig, um gesicherte Rückschlüsse zur Systemstabilität gewinnen zu können. Interessanterweise wurden bis anhin keine derartigen Untersuchungen für die Schweiz veröffentlicht. Dies dürfte auch damit zusammenhängen, dass der Pool von Firmen mit einem Kreditrating im Vergleich z. B. zu den USA lange Zeit klein war. In den vergangenen

zehn Jahren hat diese Zahl jedoch kontinuierlich zugenommen. Deshalb sind Untersuchungen jetzt sinnvoll. Visual Finance hat den Verlauf der von Moody's und Standard & Poor's (S&P) vergebenen Ratings aller im SMI vertretenen Gesellschaften von Anfang 2000 bis Ende März 2009 analysiert und ausgewertet. Die Erhebungsperiode umfasst damit einen vollständigen Wirtschaftszyklus. Als Basis dienen die Informationen der Agenturen. Leider sind die Angaben zur Ratinghistorie auf deren Webseiten oft unzureichend. Die eigene Credit Story wird zudem gerne etwas geschönt.

Von 1. Januar 2000 bis 31. März 2009 hat der SMI rund ein Drittel seines Wertes eingebüsst. Diese desaströse Performance geht mit einer klaren Bonitätsverschlechterung der Firmen im Index einher. Verfügt diese Gesellschaften zu Beginn des Untersuchungszeitraums noch über ein durchschnittliches Kreditrating von Aa2, beträgt der heutige Wert für die Einstufungen von Moody's noch A1. Ähnlich beurteilt S&P den Trend der benoteten SMI-Konzerne: Ihre Bonität hat sich von einem sehr guten Ausgangsniveau von AA auf eines von noch knapp A reduziert. Die Rückstufungen durch die beiden Agenturen überwiegen in der Messperiode die Höherstufungen im Verhältnis von 5 zu 2. Besonders interessant ist die enorme Rating-Zyklizität, die erst im Ratingmuster gut sichtbar wird (vgl. Grafik). Während einer US-Rezession schaffte es im Untersuchungszeitraum kaum eine der global ausgerichteten

Schweizer Grossfirmen zu einer Höherbenotung.

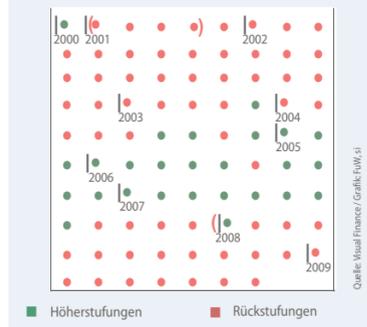
Die Änderungen der Bonitätsbewertung hinken der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung tendenziell hinterher. Trotzdem sind die Ratinginformationen nützlich. Sobald eine Serie von Höherstufungen im Pool der SMI-Firmen erfolgte, zeigte dies jeweils eine Stabilisierung der Finanz- und Gütermärkte für die nachfolgenden Jahre an. Im umgekehrten Fall folgt der Rückstufungsreigen meist erst, wenn der Kreditzyklus bereits gedreht hat. Dies liegt daran, dass die Agenturen sich in ihren Fundamentalanalysen auf harte Fakten stützen. Eine mögliche Änderung im Konjunkturverlauf fliesst dagegen nur schwach in die Bewertung ein. Investoren können diese Erkenntnis nutzen, etwa für die Gestaltung einer intelligenten Anlagepolitik, die mit Ratingmutationen als wichtigem Informationsrohstoff arbeitet.

GION RETO CAPAUL, Visual Finance

## Langzeitstudie

- Analyse und Beurteilung der Ratings der zwanzig grössten Schweizer Publikumsgesellschaften von 2000 bis März 2009
- Auswertung der Umstufungsaktionen von Moody's und S&P
- Vergleich der Forschungsergebnisse mit dem Aktienkursverlauf
- Die Studie kann unter [www.visual-finance.ch](http://www.visual-finance.ch) erworben werden

## Zyklische Umstufungen



## Neu lancierte Frankenemissionen

Valor, Emittent, Lead Manager, Rating <sup>2</sup>	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Libe-rung	Briefkurs	Rendite in %
<b>Anleihen inländischer Schuldner</b>							
10 430 908 Pfandbriefbank (Credit Suisse) Aaa <sup>16</sup>	405	3 ½	1 ½	17.8.	1.9.	100,76	1,28
10 430 914 Pfandbriefbank (Credit Suisse) Aaa <sup>21</sup>	541	8 ½	2 ½	17.8.	1.9.	99,45	2,33
10 430 917 Pfandbriefbank (Credit Suisse) Aaa <sup>22</sup>	400	11 ½	2 ½	17.8.	1.9.	96,99	2,69
<b>Anleihen ausländischer Schuldner<sup>8</sup></b>							
10 379 116 Compagnie de Financement Foncières (Credit Suisse) Aaa/AAA <sup>17</sup>	200	7 ¼	2 ¼	17.8.	19.8.	101,50	2,52
10 390 721 KfW (Credit Suisse) Aaa/AAA <sup>13</sup>	150	9 ¼	2 ¼	17.8.	19.8.	-	2,20
10 390 722 KfW (Credit Suisse) Aaa/AAA <sup>19</sup>	150	8 ¾	3 ¾	17.8.	19.8.	-	2,33
10 390 980 Nederlandse Waterschapsbank (ABN Amro/ZKB) Aaa/AAA <sup>18</sup>	150	4 ¼	2 ¼	17.8.	20.8.	102,87	1,62
10 280 608 EIB (UBS Investment Bank) Aaa/AAA <sup>20</sup>	100	9 ½	2 ½	17.8.	24.8.	101,30	2,35
10 400 750 Bank Nederlandse Gemeenten (UBS Investment Bank) Aaa/AAA <sup>15</sup>	100	6 ¾	2 ¼	19.8.	28.8.	104,95	1,96
■ 10 441 068 Swiss Re Finance (Credit Suisse/BNP Paribas) A1/A+	500	5	3 ¼	19.8.	20.8.	101,75	2,87
10 404 450 Svensk Exportkredit (Deutsche Bank) Aa1/AA+ <sup>12</sup>	200	8 ½	3	24.8.	27.8.	102,65	2,65
10 416 116 Compagnie de Financement Foncières (Credit Suisse) Aaa/AAA	250	4 ¾	1 ¼	26.8.	28.8.	100,01	1,75

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

■ Erstmals in dieser Tabelle <sup>1</sup> noch nicht bekannt <sup>2</sup> das Rating von Moody's und Standard & Poor's bezieht sich auf vergleichbare ausstehende Anleihen desselben Schuldners <sup>3</sup> Staatsgarantie <sup>4</sup> nachrangig <sup>5</sup> Tender <sup>6</sup> Floater (variabler Zins) <sup>7</sup> Garantie der Muttergesellschaft <sup>8</sup> Titel ausländischer Schuldner sind quellensteuerfrei <sup>9</sup> erster Coupon kurz <sup>10</sup> Verzinsung zum Dreimonatssatz Libor + 10 B <sup>11</sup> Aufstockung; nach Libe-rierung am 27.8. mit Valor 2 275 891 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 180 Tage gerechnet <sup>12</sup> Aufstockung; nach Libe-rierung am 19.8. mit Valor 2 061 619 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 158 Tage gerechnet <sup>13</sup> Aufstockung; nach Libe-rierung am 10.8. mit Valor 2 061 619 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 158 Tage gerechnet <sup>14</sup> Aufstockung; nach Libe-rierung am 28.8. mit Valor 4 949 559 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 197 Tage gerechnet <sup>15</sup> Aufstockung; nach Libe-rierung am 1.9. mit Valor 10 060 864 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 137 Tage gerechnet <sup>16</sup> Aufstockung; nach Libe-rierung am 19.8. mit Valor 1 972 743 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 274 Tage gerechnet <sup>17</sup> Aufstockung; nach Libe-rierung am 19.8. mit Valor 10 110 810 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 97 Tage gerechnet <sup>18</sup> Aufstockung; nach Libe-rierung am 19.8. mit Valor 3 289 762 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 349 Tage gerechnet <sup>19</sup> Aufstockung; nach Libe-rierung am 20.8. mit Valor 2 860 885 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 196 Tage gerechnet <sup>20</sup> Aufstockung; nach Libe-rierung am 1.9. mit Valor 2 319 437 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 286 Tage gerechnet <sup>21</sup> Aufstockung; nach Libe-rierung am 1.9. mit Valor 2 399 118 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 214 Tage gerechnet

## Zinskurve bleibt steil . . .



## . . . Risiko wird «flacher»



## Kennziffern Zinsen Schweiz

	Ende 2008	Hoch 2009	Tief 2009	5.8.	6.8.	7.8.
<b>Kassasatz (10 Jahre)</b>	2,15	2,61	1,97	2,18	2,21	2,18
4,25% Eidgenossenschaft 1994/2014 <sup>1</sup>	1,66	1,77	1,16	1,24	1,23	1,31
3% Eidgenossenschaft 2004/2019 <sup>1</sup>	2,23	2,56	2,01	2,08	2,07	2,14
2,5% Eidgenossenschaft 2006/2036 <sup>1</sup>	2,59	3,13	2,43	2,74	2,73	2,80
<b>Swapsätze Fr.</b>						
(Mittelwerte)						
3 Jahre	1,42	1,46	1,05	1,17	1,15	1,25
5 Jahre	1,86	2,01	1,59	1,73	1,70	1,77
10 Jahre	2,59	2,83	2,29	2,54	2,52	2,59
<b>Euromarksätze Fr.</b>						
1 Monat	0,63	0,90	0,06	0,17	0,22	0,20
3 Monate	0,97	1,49	0,30	0,32	0,54	0,45
12 Monate	1,26	1,78	0,63	0,68	0,69	0,71
Dreimonatssatz (Libor)	0,67	0,66	0,36	0,36	0,36	0,36
Conf-Futures (September-Kontrakt)				133,10	133,18	132,63
Dreimonats-Eurofranken-Futures (September-Kontrakt)				99,67	99,67	99,66
<b>Zinsdifferenzen (Spreads) in Prozentpunkten</b>						
Kassasatz (10 J.) – Euromarksatz (3 Mte.)	1,18	2,18	0,68	1,86	1,67	1,73
Swap (10 J.) – Kassasatz (10 J.)	0,44	0,52	0,12	0,36	0,31	0,41
Euromarksatz (3 Mte.) – Euro – Franken	1,95	2,68	0,37	0,57	0,36	0,30
Swapsätze (10 J.) – Euro – Franken	1,12	1,31	0,71	1,00	1,02	1,02
<b>Leitsätze der Nationalbank</b>						
Zielband für Dreimonatssatz (Libor) 0,00 – 0,75 (seit 12.3.2009)						Sondersatz 0,52

<sup>1</sup> Die Renditen für Ende 2008 beziehen sich auf die entsprechenden Referenzanleihen, ausführliche Tabellen siehe Seite E Stand: 17.00 Uhr

## 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	0,50	0,375	0,75	0,75-1,50	0,50	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	1,50	1,25	0,75	1,375	1,00	1,00
<b>Sondersparkonten<sup>2</sup></b>									
Anlagesparkonto	0,75-1,125	-	1,375-1,750	0,875	0,75-1,50	0,875	-	-	0,625
Jugendsparkonto	1,625	1,25	1,500	1,75	1,75-2,25	1,25	1,375	1,25	1,375
Alterssparkonto	-	-	0,500-0,625	0,75	0,75-1,50	0,675	0,375	-	0,50
Vorsorgekonto (3. Säule)	2,25	2,25	1,750	2,00	2,50	1,75	1,875	1,75	2,00
<b>Festgelder<sup>3</sup></b>									
1 Monat	0	0	0	0	-	0	0,125	0	0,10
3 Monate	0,01	0	0	0	-	0	0,125	0	0,10
6 Monate	0,11	0	0,15	0,10	-	0	0,125	0	0,10
12 Monate	0,42	0,27	0,35	0,33	-	0,30	0,125	0,13	0,35
<b>Kassenobligationen</b>									
3 Jahre	1,50	1,625	1,125	1,125	0,875	0,875	1,00	1,00	0,875
5 Jahre	2,125	2,375	1,750	1,75	1,375	1,500	1,625	1,625	1,50
8 Jahre	2,625	2,875	2,375	2,25	2,00	2,125	2,25	2,25	2,25

<sup>1</sup> Empfehlung von Raiffeisen Schweiz an die Mitglied Institute <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

## 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	2,00	2,03	1,74	1,39	1,40	1,70	1,75	1,80	1,80
5 Jahre	2,70	2,86	2,83	2,37	2,35	2,58	2,65	2,70	2,70
10 Jahre	3,65	3,66	3,68	3,35	3,35	3,39	3,45	3,55	3,65
<b>Strukturierte Libor-Hypothek<sup>2,3</sup></b>									
3 Jahre	2,50	-	-	-	1,35	1,692	1,805	-	2,00
(3,85)	-	-	-	-	(3,20)	(4,227)	(3,59)	-	(4,00)
5 Jahre	2,70	-	-	-	1,835	2,035	-	-	2,00
(4,25)	-	-	-	-	(4,370)	(4,07)	-	-	(4,50)

<sup>1</sup> Empfehlung von Raiffeisen Schweiz an die Mitglied Institute <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