

# Importpreise steigen deutlich – Natixis erhält einen negativen Ausblick Noch eine Premiere aus Benelux

Von Barbara Mettler

An den Energiemärkten herrscht Nervosität. In den vergangenen Wochen mussten für das Rohöl fast 100 \$ bezahlt werden. Den kräftigsten Preisschub verzeichnete das Öl im Oktober, als das mit 159 Litern gefüllte Fass erstmals mehr als 90 \$ kostete. Die Hausse ist auch in der Schweiz zu spüren: Wegen deutlich höherer Energiekosten verteuerten sich importierte Güter im Oktober mit 3,1% schneller als inländische Waren, die 2,5% zulegten. Der Index der Produzenten- und Importpreise stieg gemäss Bundesamt für Statistik in der Folge zum Vorjahr 2,7%.

Die höheren Energieausgaben dürften sich auch auf die Konsumentenpreise auswirken, die kommenden Freitag veröffentlicht werden. Allerdings ist der Zusammenhang zwischen Import- und Produzentenpreisen und der allgemeinen Teuerung heute lockerer als früher, wie Aymo Brunetti, Chefökonom des Seco, im Interview darlegt (vgl. Seite 22). Der Anstieg der Produzentenpreise werde nur in abgeschwächter Form im Landesindex der Konsumentenpreise zu sehen sein.

## Konsum bleibt Wachstumsstütze

Die teurere Energie verdirbt den Konsumenten offenbar nicht die Kauflaune. Der von UBS berechnete Konsumindikator legte im Oktober trotz Energiepreishausse und Finanzmarkturbulenzen erneut zu und signalisiert eine lebhaftere Entwicklung des Schweizer Konsums – weniger rosig sieht es in den USA aus, wo sich die Konsumentenstimmung vor Weihnachten klar verschlechtert hat (vgl. Seite 6). Dank des robusten Schweizer Arbeitsmarkts blieben auch die Aussichten erfreulich, prognostizieren die UBS-Ökonomen. Sie gehen davon aus, dass der Konsum im laufenden Jahr real 2% höher ausfällt und somit eine wichtige Wachstumsstütze bleibt.

Dem Energiebereich im weiteren Sinne zuzuordnen ist der Strom-, Gas- und Wasserversorger, der über seine Finanzenkelin die Premiere 3¼% **Belgelec Finance** 2007/2014 über 225 Mio. Fr. lancierte. Grossmutter Suez – Belgelec ist in Besitz der belgischen Suez-Tochter Electrabel – garantiert gemeinsam mit ihren Töchtern über GIE Suez Alliance für die Obligatio-

nen (Suez hält 58% am GIE oder Groupe-ment d'intérêt économique, den Rest teilen sich die Töchter). Belgelec vergibt Kredite an Gesellschaften der Suez-Gruppe und refinanziert sich mit oder ohne Garantie über den Kapitalmarkt. Ihre erste Frankenleihe wurde von ABN Amro und UBS Investment Bank mit einem Aufschlag zur Swapmitte von 35 Basispunkten (Bp) zur Zeichnung aufgelegt.

Suez steht vor der Fusion mit Gaz de France, die im ersten Halbjahr 2008 abgeschlossen werden soll (vgl. Seite 35). Obligationäre sind bei Fusion und Übernahmen oftmals im Nachteil, weil sich das Finanzprofil der Gesellschaften verschlechtert. So wurde die spanische Iberdrola nach der Übernahme von Scottish Power von Standard & Poor's (S&P) von A auf A- zurückgestuft. Die Schotten bleiben auf Creditwatch. Nicht so in diesem Fall: Gaz de France droht zwar ein schlechterer Ausblick, doch Suez dürfte profitieren. Moody's und S&P haben das A2 respektive das A- nach der Ankündigung der Übernahme auf die Überprüfungsliste mit positivem Vorzeichen gesetzt.

Die Papiere seien gut angekommen, zeigen sich die Federführer denn auch zufrieden. Frankenemissionen grosser europäischer Versorger seien trotz einiger Rückstufungen im Zusammenhang mit Fusionen gefragt. Unter den Investoren sind solche Gesellschaften derzeit beliebt, weil sie keinen Bezug zur krisengeschüttelten Finanzindustrie aufweisen.

Und dort ist die Lage nach wie vor angespannt. Philipp Hildebrand, Direktoriumsmitglied der Schweizerischen National-

bank, bezeichnete die Lage in «Sonntags-Zeitung» als «sehr ernst». Die Finanzkrise habe sich verschärft. Doch zu Wochenbeginn wurden von den Banken immerhin erste Schritte zur Bewältigung der Krise unternommen. Die britische HSBC teilte mit, zwei strukturierte Investmentvehikel in die Bilanz aufzunehmen. S&P bestätigte daraufhin das Rating von AA-. Wenig später kündigte Citigroup an, eine mit 7,5 Mrd. \$ gefüllte Finanzspritze vom Staatsfonds Abu Dhabi Investment Authority zu erhalten, und erhält dafür einen Kapitalanteil von 4,9% (vgl. Seite 2).

## Anleihenversicherer kämpfen

Frische Mittel brauchte auch CIFG, eine Tochter der französischen Natixis, die Frankenobligationen ausstehend hat. CIFG versichert Anleihen und andere Finanzstrukturen und ist wegen Engagements im Subprime-Markt so tief in die Bedrouille geraten, dass sie das fürs Versicherungsgeschäft unabdingbare Triple-A zu verlieren drohte. Die beiden Besitzer von Natixis, Caisse Nationale des Caisses d'Epargne und Banque Fédérale des Banques Populaires, mussten daraufhin 1,5 Mrd. \$ einschiessen. Sie werden nun direkt die Kontrolle über CIFG übernehmen. S&P senkte den Ausblick für das Doppel-A von Natixis, die gleichzeitig enttäuschende Zahlen veröffentlicht hatte.

CIFG ist nicht der einzige Anleihenversicherer, den die Investoren kritisch betrachten. Gemessen am Risikoaufschlag von 333 Bp über Swap, mit dem der Frankensatz 2¾% MBIA Global Funding 2007/2017 derzeit handelt, bestehen auch in Bezug auf MBIA Vorbehalte (vgl. FuW Nr. 90 vom 17. November).

Etwas Normalität ist am Markt für Jumbo Covered Bonds eingekehrt – wenn man angesichts der Tatsache, dass jüngst der Interbankenhandel ausgesetzt wurde, überhaupt von Normalität sprechen respektive schreiben kann (vgl. letzte Ausgabe). Ausgesetzt war er worden, um «eine Beschleunigung der Spread-Ausweitung zu vermeiden». Am Montagmittag wurde das Market Making wieder aufgenommen – angesichts der weiterhin angespannten Situation an den Kapitalmärkten gelten allerdings die dreifachen Geld-Brief-Spannen (vgl. Seite 6).



# Zinsen wie 1954, ausser für die Konten – Banken verkennen Bedeutung der Sparer Marktversagen im Spargeldbereich

Von Gion Reto Capaul und Yaman Bora

Viele Kontosparer klagen über die tiefen Zinsen und über die als zu hoch empfundenen Gebühren bestimmter Banken. Trifft diese Kritik nur punktuell zu, oder handelt es sich um ein Marktversagen? Ein solches würde falsche Vermögensallokationsentscheidungen begünstigen, die volkswirtschaftliche Kosten nach sich ziehen. So würden sich Sparer dazu gedrängt fühlen, in (zu) risikoreichen Anlagen und Finanzprodukten Mehrwert zu suchen.

Auf der Suche nach einer Antwort auf die Frage, ob die Kontoverzinsung hierzulande in den letzten Jahren chronisch zu tief war, scheint es sinnvoll, über Begriffe wie Geldillusion und Zins-Fata-Morgana zu sprechen. Der Geldillusion unterliegen Sparer, wenn sie in ihren Entscheidungen den Einfluss der Teuerung auf die Vermögensentwicklung ausser Acht lassen. Das Paradebeispiel: Der Wert des Geldes, das zinslos unter der Matratze gehortet wird, vermindert sich mit dem Anstieg der Lebenshaltungskosten. Der neue Ausdruck Zins-Fata-Morgana ist verwandt mit dem Begriff der Geldillusion. Er umschreibt eine Marktsituation, in der den Sparern zwar ein Zins offeriert wird, dieser aber bei weitem nicht den Wertverlust durch die Teuerung kompensiert. Trotz einer gewissen Verzinsung entwertet sich also das angesparte Vermögen real laufend.

Gemäss unserer Analyse zeigen die Bankstatistiken ein klares Bild: Seit dem Jahr 1830 wurden den Kontosparern noch nie über einen derart langen Zeithorizont derart tiefe Zinsen offeriert wie in der jüngsten Gegenwart. Das gilt notabene

auch für Phasen von tiefer Inflation oder gar Deflation! Kein Wunder also, dass die Bilanzposition «Kundenguthaben in Spar- und Anlageform» bei Schweizer Banken von Anfang 2000 bis Ende 2006 nur sehr wenig gestiegen ist und sich im letzten Jahr sogar leicht auf 357,8 Mrd. Fr. zurückgebildet hat – ganz im Gegensatz zum Wachstum der Bankbilanzsummen.

Noch im letzten Jahr wurden den Kleinsparern «Discount-Zinsen» offeriert. Für auf dem Privatkonto geparkte Gelder lagen die Zinsen meist zwischen 0,125 und 0,25% – bei Verzugszinsen von 9,75%. Für normale Sparkonten wurden zwischen 0,375 und 0,5% angeboten. Trotz gradueller Anpassungen stehen die aktuellen Zinskonditionen (vgl. Tabelle «Zinskonditionen von Schweizer Banken») immer noch nicht im Einklang mit der Entwicklung der Geld- und Kapitalmarkttrenditen oder der Teuerung. In einem gut funktionierenden Markt müssten die Zinskonditionen viel attraktiver sein. In einer realen Betrachtungsweise mussten in den letzten Jahren viele Kontosparer nicht nur eine reale, sondern teilweise sogar eine nominelle Werteinbusse hinnehmen. Letzteres trifft für Banken mit hohen Gebührenansätzen zu: Die Spesen fressen wie gefräßige Heuschrecken die Konten leer.

Dazu ein Beispiel eines Privatkontos ohne Ein- und Auszahlungen durch den Inhaber bei einer grossen Schweizer Bank: Der Saldo reduzierte sich von Ende 2003 bis Ende 2006 von 9971.05 Fr. auf 9833.15 Fr. In zwei Jahren wurden je 20 Fr. für eine Maestro-Karte belastet und in einem Jahr 100 Fr. für eine Visa-Karte, wobei keine der Karten benutzt wurde.

Der Bruttozins für die drei Jahre betrug 73.80 Fr. (netto nach 35% Verrechnungssteuer: 47.95 Fr.). Zum Vergleich: Die Kontospesen beliefen sich auf 45.85 Fr. Unter Berücksichtigung der Inflation vergrössert sich der Wertverlust noch deutlich.

Dass der Markt nicht spielt, darauf deutet auch ein Vergleich mit 1954 hin. Es ist das Jahr, in dem Deutschland in der Schweiz Fussballweltmeister wurde («Das Wunder von Bern»). Die Zinsituation von 1954 ist der heutigen verblüffend ähnlich, mit einer einzigen Ausnahme: der Verzinsung der Konten (vgl. Tabelle rechts). Der Zins für Spareinlagen betrug damals im Jahresmittel 2,38%. Heute sind die Zinskonditionen deutlich schlechter und liegen in den meisten Kontoarten sogar unter der Jahresteuern von 1,3%.

Erfahrungsgemäss wechseln die Sparer nur ungern ihre Bankbeziehung; sie verhalten sich bis zu einem gewissen Siedepunkt passiv. Die Banken sollten sich trotzdem auf die bedeutsame Rolle der Sparer für ihr Geschäftsmodell zurückbesinnen. Es sind nicht die Aktionäre und auch nicht die institutionellen Kunden, die in einer Krisensituation eine Bank stürmen: Es sind die einfachen Sparer. Banken, die auch diese Kundengruppe hegen und pflegen sowie das Handwerk des Risikomanagements verstehen, werden selbst grosse Finanzmarktschütterungen unbeschadet überstehen. Es gibt also gute Gründe, weshalb sich das Kontosparen in der Schweiz wieder lohnen sollte.

Gion Reto Capaul ist Gründer und Inhaber der Visual Finance in Winterthur. Yaman Bora ist Geschäftsführer der Bora Investment in Wetzikon.

Neu lancierte Frankenemissionen									
Valor, Emittent, Lead Manager, Rating **	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit in Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Libe-rung	Brief-kurs	Ren-dite in %		
<b>Anleihen inländischer Schuldner</b>									
3 561 366 Pfandbriefbank (CS) Aaa	335	3	2 ¾	6. 12.	12. 12.	100,71	2,50		
3 561 367 Pfandbriefbank (CS) Aaa	265	5	2 ¾	6. 12.	12. 12.	101,00	2,66		
3 561 369 Pfandbriefbank (CS) Aaa	205	11	3 ¼	6. 12.	12. 12.	102,05	3,03		
3 555 681 EGW (Zürcher Kantonalbank)	85,3	9	3 ¾	6. 12.	12. 12.	101,78	2,90		
3 567 872 Basellandschaftliche KB AAA	300	10	3	10. 12.	14. 12.	100,12	2,99		
3 553 933 Baloise Holding (Unicredit)	150	7	3 ½	14. 12.	19. 12.	101,10	3,32		
3 553 932 Baloise Holding (Unicredit)	150	4 ½	3 ¼	14. 12.	19. 12.	100,74	3,07		
3 578 921 UBS (UBS IB) Aa1/AA-2	350	10	4 ¾	18. 12.	27. 12.	101,90	3,89		
<b>Anleihen ausländischer Schuldner 6</b>									
3 522 957 BP Capital Markets (ABN Amro/UBS IB) Aa1/AA+ 8	250	3 ½	2 ¾	28. 11.	4. 12.	100,39	2,63		
3 529 539 BP Capital Markets (UBS IB) Aa1/AA+ 8	50	3 ½	2 ¾	28. 11.	4. 12.	-	-		
3 531 761 France Telecom (CS) A3/A-	400	7	3 ½	29. 11.	4. 12.	100,40	3,43		
3 543 486 GECC (ABN Amro/UBS IB) Aaa/AAA	150	7	3 ¾	29. 11.	5. 12.	100,90	3,23		
3 529 505 Transpower Finance (ABN Amro) Aa2/AA- 14	200	6 ¾	3 ¾	3. 12.	6. 12.	102,12	3,02		
3 537 435 Total Capital (CS) Aa1/AA 5 9	100	10 ½	3 ¾	4. 12.	6. 12.	99,80	3,15		
3 537 426 Total Capital (CS) Aa1/AA 5 11	100	2 ½	2 ¾	4. 12.	6. 12.	99,46	2,60		
3 534 624 Landesbank Hessen-Thüringen (ZKB) Aa2/A 14	150	3 ¾	3 ¾	6. 12.	11. 12.	100,86	2,87		
3 558 211 McDonald's (CS/Unicredit) A3/A	250	5	3 ¾	7. 12.	12. 12.	100,80	3,07		
3 552 714 Nord LB Covered Finance Bank (Basler KB/UBS IB) AAA	200	8	3 ¾	12. 12.	17. 12.	101,20	2,96		
3 552 992 Stadshypothek (Dt. Bank/Raiffeisen Schweiz) Aaa	150	5	3	13. 12.	17. 12.	101,10	2,76		
3 561 130 RATP (BNP Paribas/CS) Aaa	165	7	3	17. 12.	19. 12.	101,20	2,81		
3 570 307 Sanofi-Aventis (ABN Amro/BNP Paribas) A1/AA-	300	8	3 ¾	19. 12.	21. 12.	-	-		
3 574 554 Nederlandse Waterschapsbank (UBS IB) Aaa/AAA 10	75	11	2 ½	18. 12.	27. 12.	95,05	3,04		
3 570 302 Sanofi-Aventis (ABN Amro/BNP Paribas) A1/AA- 16	200	2 ½	2 ¾	19. 12.	21. 12.	100,25	2,63		
3 570 683 Hypo Pfandbrief Bank International (CS) AAA 4 13	100	1 ¾	7	20. 12.	20. 12.	-	-		
3 584 489 Belgelec Finance (ABN Amro/UBS IB) A2/A- 5 14	225	7	3 ¾	21. 12.	27. 12.	99,86	3,27		

\* erstmals in dieser Tabelle \*\* das Rating von Moody's und Standard & Poor's bezieht sich auf vergleichbare ausstehende Anleihen desselben Schuldners 1 Staatsgarantie 2 nachrangig 3 Tender 4 Floater (variabler Zins) 5 Garantie der Muttergesellschaft 6 Titel ausländischer Schuldner sind quellensteuerfrei 7 Verzinsung zum Dreimonatssatz Libor - 8 Bp 9 Aufstockung; nach Liberierung am 4. 12. mit Valor 3 098 362 fungebil; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 170 Tage gerechnet 10 Aufstockung; nach Liberierung am 6. 12. mit Valor 2 573 931 fungebil; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 170 Tage gerechnet 11 Aufstockung; nach Liberierung am 18. 12. mit Valor 2 798 217 fungebil 12 Aufstockung; nach Liberierung am 6. 12. mit Valor 1 726 716 fungebil; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 163 Tage gerechnet 13 letzter Coupon kurz 14 erster Coupon kurz 15 erster Coupon lang

Kennziffern Zinsen Schweiz						
	Ende 2006	Hoch 07	Tief 07	23. 11.	26. 11.	27. 11.
<b>Kassazinssatz (10 Jahre)</b>						
2 ¾% Eidgenossenschaft 1999/2012 1	2,49	3,40	2,27	2,87	2,90	2,87
4 ¼% Eidgenossenschaft 1997/2017 1	2,50	3,19	2,44	2,52	2,53	2,54
2 ½% Eidgenossenschaft 2006/2036 1	2,48	3,38	2,44	2,84	2,84	2,85
2 ½% Eidgenossenschaft 2006/2036 1	2,58	3,62	2,54	3,25	3,22	3,22
<b>Swapsätze Fr.</b>						
3 Jahre	2,66	3,45	2,58	2,73	2,73	2,73
(Mittelwerte) 5 Jahre	2,69	3,52	2,60	2,85	2,84	2,84
10 Jahre	2,78	3,71	2,66	3,16	3,14	3,13
<b>Euromarktsätze Fr.</b>						
1 Monat	2,02	2,76	2,01	2,24	2,24	2,24
3 Monate	2,09	2,89	2,10	2,73	2,71	2,73
12 Monate	2,38	3,11	2,39	2,91	2,84	2,84
Dreimonatssatz (Libor)	2,10	2,90	2,12	2,75	2,75	2,75
Conf-Futures (Dezember-Kontrakt)				127,20	127,12	127,06
Dreimonats-Eurofranken-Futures (Dezember-Kontrakt)				97,24	97,24	97,25
<b>Zinsdifferenzen (Spreads) in Prozentpunkten</b>						
Kassazinssatz (10 J.) – Euromarktsatz (3 Mte.)	0,40	0,70	0,05	0,26	0,19	0,14
Swap (10 J.) – Kassazinssatz (10 J.)	0,29	0,47	0,19	0,17	0,22	0,25
Euromarktsatz (3 Mte.) – Euro – Franken	1,62	2,09	1,47	1,93	1,97	1,95
Swapsätze (10 J.) – Euro – Franken	1,39	1,58	1,20	1,36	1,37	1,39
<b>Leitsätze der Nationalbank</b>						
Zielband für Dreimonatssatz (Libor) 2,25 – 3,25 (seit 13. 9. 2007)					Sondersatz: 4,99 (am 27. 11. 2007)	

1 Die Renditen für Ende 2004 und 2005 beziehen sich auf die entsprechenden Referenzanleihen Stand 17.00 Uhr, ausführliche Tabellen siehe Seite V

Zinskonditionen von Schweizer Banken									
	Credit Suisse	UBS	Bank Coop	Migros-bank	Post-finance	ZKB	Raiff-eisen 1	Genfer KB	Valiant Bank
<b>Konten 2</b>									
Kontokorrent	0,125	-	0,125	0,25	-	0,25	0,25	0,125	0,125
Sparkonto	0,750	0,625	0,875	1,00	1,00	0,875	0,875	0,50-2,50	0,625
Privatkonto	0,125	0,125	0,25	0,25	0,125	0,25	0,25	0,25	0,125
Jugend-Privatkonto	1,00	1,125	1,25	1,50	1,25	1,25	2,00	1,25	1,25
<b>Sondersparkonten 2</b>									
Anlagesparkonto	1,500-2,125	-	1,125	1,375	1,50	1,25	1,375	-	1,00
Jugendsparkonto	1,50	1,75	1,50	1,75	1,75-2,25	1,75	2,00	1,75	1,50
Altersparkonto	-	-	1,00	1,125	-	1,00	1,00	-	0,75
Vorsorgekonto (3. Säule)	2,125	2,00	2,00	2,00	2,00	1,75	2,00	2,00	1,875
<b>Festgelder 3</b>									
1 Monat	1,68	1,60	1,85	1,85	-	1,67	1,765	1,90	1,77
3 Monate	2,18	2,10	2,30	2,30	-	2,12	2,275	2,20	2,24
6 Monate	2,24	2,16	2,45	2,37	-	2,25	2,365	2,47	2,31
12 Monate	2,33	2,26	2,60	2,47	-	2,34	2,425	2,56	2,40
<b>Kassenobligationen</b>									
3 Jahre	2,500	2,625	2,75	2,625	2,50	2,625	2,750	2,875	2,75
5 Jahre	2,625	2,75	2,875	2,75	2,625	2,75	2,875	3,00	2,875
8 Jahre	2,75	2,875	3,125	3,00	2,75	2,875	3,000	3,125	3,00

1 Empfehlung von Raiffeisen Schweiz an die Mitgliedsinstitute 2 die Zinssätze können je nach Betrag variieren 3 in der Regel ab 100 000 Fr. Stand: 27. 11. 2007

Konditionen von Schweizer Banken für erstrangige Hypotheken auf Wohnbauten									
	Credit Suisse	UBS	Bank Coop	Migros-bank	Post-finance	ZKB	Raiff-eisen 1	Genfer KB	Valiant Bank
<b>Variable Hypothek</b>									
	3,50	-	3,25	3,125	-	3,50	3,25	3,00	3,25
<b>Festhypothek</b>									
2 Jahre	3,85	3,77	3,75	3,35	3,80	3,72	3,65	3,70	3,75
5 Jahre	3,80	3,86	3,90	3,50	3,80	3,86	3,80	3,85	3,85
10 Jahre	4,25	4,15	4,25	3,95	4,15	4,15	4,05	4,15	4,20
<b>Strukturierte Libor-Hypothek 2,3</b>									
3 Jahre	4,10 (5,35)	-	-	-	3,90 (4,65)	3,962 (4,393)	4,09 (4,53)	-	4,125 (5,125)
5 Jahre	4,10 (5,85)	-	-	-	-	4,054 (4,486)	4,15 (4,84)	-	4,125 (5,375)

1 Empfehlung von Raiffeisen Schweiz an die Mitgliedsinstitute 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: 27. 11. 2007

Neu ist nur die Zins-Fata-Morgana		
in %	1954	2007