

Schaden ist angerichtet

Trotz SNB-Intervention erwartet Seco höhere Arbeitslosigkeit – CS seziert Erfolgsmodell Schweiz

TOMMASO MANZIN

Die von der Konjunkturforschungsstelle der ETH (Kof) am Mittwoch veröffentlichte Expertenbefragung vom September könnte bereits Makulatur sein. Der **Kof Consensus Forecast** wurde durchgeführt, bevor die Schweizerische Nationalbank (SNB) vergangenen Dienstag einen Mindestwechsellkurs von 1.20 Fr./€ festgelegt hatte.

Die Auguren rechnen mit einem Wachstum von 1,9% für das laufende Jahr und 1,3% für 2012. Im Juni prognostizierten sie noch 2,2 bzw. 1,9%. Die Arbeitslosenquote dürfte nun 3,2 statt 2,9% betragen, die Inflation 2012 0,9 statt 1,4%. Interessant ist, dass die Ökonomen vor der SNB-Intervention in drei Monaten einen Kurs von 1.15 Fr./€ erwartet hätten, in zwölf Monaten 1.20 Fr./€ – also den Kurs, den die Notenbank vergangenen Dienstag als Mindestgrenze festgelegt hat.

Allerdings erwartet das Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco) **trotz der Massnahme eine frankenbedingte Eintrübung der Lage** – der Schaden scheint also bereits angerichtet. Der nunmehr seit achtzehn Monaten währende Rückgang der Arbeitslosigkeit werde wegen des starken Frankens auslaufen, erklärte Seco-Arbeitsdirektor Serge Gaillard auf Anfrage der Agentur SDA. Das **Seco rechnet im Herbst mit einer leicht steigenden Arbeitslosigkeit**.

Zuwanderung bleibt zentral

Der Anstieg im August sei indes wie jedes Jahr auf das Ausbildungsende an den Schulen und in den Lehrbetrieben zurückzuführen. Ende August waren 111 687 Arbeitslose in den Regionalen Arbeitsvermittlungszentren (RAV) registriert (+2487 zum Vormonat). Das sind 21,8% weniger als im Vorjahr. Die entsprechende Quote verharrte auf 2,8%. Die Zahl der offenen

Stellen sank um 571 auf 18584 (-3% im Vergleich zum Vorjahr).

Der harte Franken ist das Ergebnis der internationalen Wahrnehmung der Schweiz als sicherer Hafen mit hoher Qualität der Infrastrukturen und wirtschaftsfreundlichen Rahmenbedingungen. **Credit Suisse (CS)** untersucht vor dem Hintergrund einer turbulenten Weltwirtschaft in der Studie «Modell Schweiz im Wandel: Chancen und Risiken für KMU» **Stärken und Schwächen des schweizerischen Wachstumsmodells**. Den Akzent setzt die Grossbank dabei auf die Analyse der Produktivität, da die Schweiz langfristig den Erfolg ihrer Unternehmen international nur auf diesem Weg beibehalten könne. Im Zentrum der Studie stehen die politischen Rahmenbedingungen sowie Innovationsfähigkeit.

Als Fazit zeichnet CS das Bild einer Schweiz mit äusserst wettbewerbsfähigen Rahmenbedingungen und Institutionen. Die hohe Innovationskraft verdanke sich auch der im internationalen Vergleich zahlreichen KMU mit der Fähigkeit, neues Wissen in die eigenen Innovationsprozesse aufzunehmen und mit technologisch hochwertigen Spezialprodukten in den Weltmärkten Nischen zu belegen. Das Problem ortet CS in der für dieses Erfolgsmodell notwendigen Verfügbarkeit hoch qualifizierter Arbeitskräfte. Entschärfend wirke die seit dem Freizügigkeitsabkommen mit der EU sprunghaft gestiegene Zuwanderung. Andererseits belastet genau sie einen der anderen Erfolgsfaktoren: die Infrastruktur.

Doch die **Fähigkeit zur Innovation** sei unter dem Strich der **entscheidende Hebel** für die Wettbewerbsfähigkeit der Schweiz. Investitionen in Forschung und Entwicklung könnten «selbstverstärkende Spiralen positiver Effekte» auslösen, während Verbesserungen der Infrastruktur und Rahmenbedingungen in entwickelten Volks-

wirtschaften irgendwann auf abnehmenden Grenznutzen stiessen.

Moody's lobt Roche

ZKB stützt Bobst von BBB auf BBB-. Nach dem geglückten Turnaround 2010 hätten die vergangene Woche publizierten Semesterzahlen enttäuscht. Bobst spüre die Frankenhärte. Neu aufkeimende Rezessionsängste hätten die Ertragslage zudem belastet. Unter dieser neuen Ausgangslage verwundere kaum, dass die Zielwerte für das laufende Jahr nach unten angepasst werden mussten. Die Festlegung einer Wechselkursuntergrenze durch die SNB helfe Bobst; es dürfte aber noch Jahre dauern bis das Unternehmen zu seiner alten Stärke zurückfinde.

Durch die Übernahme von Genentech im März 2009 stieg die Verschuldung der **Roche** deutlich an. Die Ratingagenturen monierten dies regelmässig als aktionärsfreundlich aber obligationärsfeindlich. Das Basler Pharmaunternehmen **baut die Schulden aber kontinuierlich ab**, was Moody's freut. Die Agentur stuft Roche von **A2 auf A1 höher**. Der Cashflow werde mittelfristig hoch und stabil bleiben, da nur wenige Medikamente ihren Patentschutz verloren. Das Verhältnis zwischen operativem Cashflow und Bruttoverschuldung werde in absehbarer Zukunft über 45% betragen. Ein Anstieg auf mehr als 55% könnte gar zu einer Höherstufung in den Doppel-A-Bereich führen.

Der Kapitalmarkt funktioniert derweil weiterhin im Sicherheitsmodus: Credit Suisse (CS) lancierte am Donnerstag den Floater **Swedbank Mortgage** 2011/2014 über 110 Mio. Fr. Luzerner Kantonalbank (LUKB) begab 2 1/8% **LUKB** 2011/2041. Stehen wir wieder vor einer Parade der Ultralangläufer wie 2010? Der vermehrte Druck auch auf die langen Zinsen spräche dafür (vgl. FuW Nr. 85 vom 30. Oktober 2010).

Inflation dominiert Bondwert (Teil 1)

Zinsspektakel erreicht Höhepunkt – Notenbanken akzeptieren Teuerungsanstieg – Raus aus Bonds

Wer heute den Kauf einer Anleihe in Betracht zieht, ist nicht zu beneiden. Welcher Schuldner scheint noch genügend vertrauensvoll und robust, um in die engere Auswahl zu kommen? Immer mehr rückt aber eine ganz andere, selbst Bonds bester Qualität betreffende Frage in den Vordergrund: Bieten die mikroskopischen Zinsen noch Schutz vor Inflation? Was wird zum Zeitpunkt der Kapitalrückzahlung das Geld noch wert sein?



Das waren noch Zeiten!

Die Teuerung ist ein stetiger Begleiter in der Geschichte des Geldes. Kein Land hat es geschafft, sich ihrem Langfristrend zu entziehen, auch die Schweiz nicht. Doch obschon die Inflation ein Vernichtungsfaktor von Performance- und Vermögenswert ist, haben selbst Börsenprofis meist ein nur unscharfes Bild ihrer zeitlichen Entwicklung, im Gegensatz etwa zur nominellen Performance von Aktien oder Obligationen.

Unaufhaltsam nach oben

Historisch gesehen fielen die Veränderungsraten der (Konsumenten-)Preise nur sehr selten ungünstig aus. In der Schweiz sind die Verbraucherpreise seit dem ersten Münzgesetz von 1850 ungefähr auf das Achtzehnfache gestiegen! Unsere Inflationsapproximation für die Schweiz lautet daher $1 \times 3 \times 6 = 18$: Die hiesigen Konsumentenpreise haben sich in den ersten 80 Jahren (bis zu Beginn der grossen Depression) verdreifacht und in den darauf folgenden 80 Jahren bis heute versachsfacht. Interessant ist, dass etwa das britische Pfund in 160 Jahren von 22.22 Fr./£ auf 1.38 Fr./£ gefallen ist, ohne dass je eine Währungsreform durchgeführt worden wäre. Das Gros der Wertebusse ist mit der «positiven» Inflationsdifferenz gegenüber der Schweiz zu erklären.

Die Inflation verläuft über weite Strecken unauffällig, lautlos und diffus, was sie nicht minder gefährlich macht – sondern heimtückischer. Die Gefahren hoher Inflation haben einen Reichtum an Theo-

rien hervorgebracht. Nicht nur Ökonomen, auch Philosophen und Gesellschaftskritiker beschäftigen sich mit Fragen des Geldwerts, der Preise und der Valuta im Ausnahmeverhältnis (Wechselkurs). In der Konzeption des relevanten Warenkorb für die Inflationsberechnung und der Verkettung von Inflationszeitreihen liegen zahlreiche methodologische Probleme, was u. a. auf unterschiedliches Konsumverhalten, technische Produktverbesserungen und dem veränderten Angebot (vgl. Bild) zurückzuführen ist.

Unbestritten ist, dass Bargeld bei Inflation die Liste der Verlierer anführt. Wegen der rekordtiefen Renditen stellen Bonds heute eine extrem bargeldnahe Wertpapierform dar. Indes, keine Ratingagentur versteht es als ihre Aufgabe, vor direkten Folgen einer Geldentwertung infolge hoher Inflationsraten, wie etwa – besonders für lange Laufzeiten – Kurseinbrüche, zu warnen. Die Verantwortung für hohe Teuerungsraten wird auch in Zukunft niemand übernehmen. Inflation hat kein Gesicht. Und wo keine Verantwortung ist, mangelt es an Disziplin.

Auf Stufe Gesamtmarkt dominiert das Rendite-Puzzle Inflation ganz klar das Bondpricing und somit das Geschehen an den Anleihenmärkten. Eine von den Geld-

hütern bewusst tolerierte Teilsystemschwäche in Form eines höheren Inflationsniveaus, d.h. quasi eine akzeptierte Schwächung des Autoimmunsystems von Geld, ist dank der Preisstabilitätsziele der Notenbanken eigentlich nicht mehr vorgesehen. Verkompliziert wird die Situation dadurch, dass es sich beim Bondwunder – zur Zeit von Alain Greenspan noch bescheiden als Bondrätsel bezeichnet – im Wesentlichen um eine künstlich geschaffene Zinsskulptur handelt. Die Zinskurven haben die natürlichen Schranken inzwischen meilenweit unterschritten.

Bondblase unverkennbar

Schon seit vielen Jahren haben wir das nachhaltige, gesunde und faire Gleichgewichts-Zinsterritorium, das vom freien Kräftemessen zwischen Gläubigern und Schuldnern abgesteckt wird, verlassen. Die internationale Finanz- und Schuldenkrise hat gezeigt, dass ein Zinsungleichgewicht zu gravierenden volkswirtschaftlichen Schäden in der Realwirtschaft durch Fehlallokation von Kapital führen kann. Die Notenbanken haben dank ihrer äusserst facettenreichen Zins- und Obligationenmarkttransaktionen mittlerweile alle wichtigen Positionen des Zinsspiels besetzt und sind klammheimlich zu den weltweit grössten Marktinsidern avanciert. Aber ist das System dadurch robuster geworden, oder trägt die Sicherheit?

Klar ist, dass die Bondmärkte bis auf Weiteres auf Geduld und Verderben dem Manövriergeschick einiger Zentralbanker ausgesetzt sind. Die klassische Fundamentalebewertung erweist sich momentan als ausserordentlich schwierig, weshalb wir uns auf eine erhebliche Kursvolatilität einstellen müssen. Der Weg aus dem historisch einmaligen Zinsloch wird holprig und kein leichter sein. Die Anleger sollten derzeit einen weiten Bogen um Bonds machen: Die Blase ist unverkennbar.

GIORGIO CAPPAUL, Visual Finance

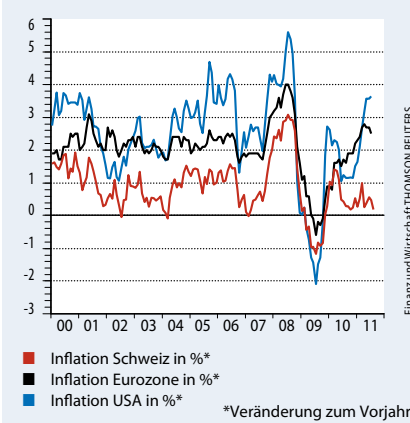
Neu lancierte Frankenemissionen

Valor, Emittent, Federführer, Rating ²	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Libere-rung	Briefkurs	Rendite in %
Anleihen inländischer Schuldner							
13 827 685 Luzerner Kantonalbank (LUKB)	125	30	2 ½	30.9.	4.1	102,54	2,01
13 661 180 EGW (ZKB)	92,7	15	1 ¾	12.9.	14.9.	100,50	1,71
13 661 178 EGW (ZKB) ⁴	127,5	9 ½	1 ¾	12.9.	14.9.	–	–
13 765 946 Pfandbriefbank Serie 557 (Credit Suisse) Aaa	165	10 ½	1 ¾	12.9.	15.9.	100,70	1,55
13 765 948 Pfandbriefbank Serie 524 (Credit Suisse) Aaa ⁷	545	20	2 ¾	12.9.	15.9.	99,70	1,89
13 765 947 Pfandbriefbank Serie 522 (Credit Suisse) Aaa ⁸	850	4 1 ½	1 ¾	12.9.	15.9.	101,90	0,70
13 694 025 Alpiq Holding (Credit Suisse)	250	5	1 ¾	16.9.	20.9.	99,70	1,44
13 694 028 Alpiq Holding (Credit Suisse)	225	10	2 ¾	16.9.	20.9.	99,60	2,30
13 072 056 Kanton Bern (UBS) ⁶	250	14	1 ¾	22.9.	26.9.	–	–
13 072 057 Swiss Life (UBS/Deutsche Bank/Credit Suisse) BBB- ¹¹	500	12	5 ¼	30.9.	4.10.	97,45	5,85
Anleihen ausländischer Schuldner²							
13 457 725 Queensland Treasury (UBS) Aa1/AA+	100	28	1 1/8 ^{2s}	15.9.	16.9.	–	–
13 750 117 América Móvil (Credit Suisse) A2/A-	270	6 ½	2	23.9.	27.9.	100,05	1,99
13 767 548 RCI Banque (RBS) Baa2/BBB	300	3 ¾	3	26.9.	28.9.	100,05	2,99
13 457 728 Energie Beheer Nederland (UBS/Credit Suisse) Aaa/AAA	350	5	¾	30.9.	3.10.	100,05	0,74
13 659 433 Energie Beheer Nederland (UBS/Credit Suisse) Aaa/AAA	150	12	1 ¾	30.9.	3.10.	100,05	1,62
13 825 313 Swedbank Mortgage (Credit Suisse) Aaa/AAA ³	110	3	9	5.10.	6.10.	100,10	–

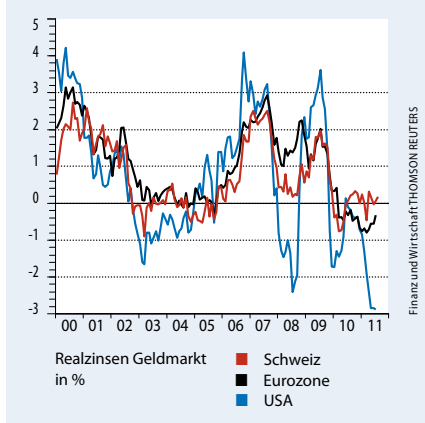
Hinweis: Eine Liste neuer Euroemissionen finden Sie am Samstag auf Seite 6 (Obligationen/Devisen).

Erstmals in dieser Tabelle ¹ das Rating von Moody's und Standard & Poor's bezieht sich auf vergleichbare ausstehende Anleihen desselben Schuldners ² Titel ausländischer Schuldner sind quellensteuerfrei ³ Floater ⁴ Aufstockung; nach Liberierung am 14.9. fungibel mit Valor 11 853 152; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 310 Tage gerechnet ⁵ verzinst wird zum Dreimonatssatz Libor + 35 Bp ⁶ Aufstockung; nach Liberierung am 26.9. fungibel mit Valor 11 469 540 ⁷ Aufstockung; nach Liberierung am 15.9. fungibel mit Valor 11 707 637 ⁸ Aufstockung; nach Liberierung am 15.9. fungibel mit Valor 11 707 582; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 140 Tage gerechnet ⁹ verzinst zum Dreimonatssatz Libor + 38 Bp ¹⁰ Aufstockung; nach Liberierung am 4.10. fungibel mit Valor 12 248 844 ¹¹ Ewige Anleihe (Perpetual), erstmals rückzahlbar am 4. Oktober 2016, danach fix zum dann gültigen Fünfjahres-Swapkurs + 35 Bp verzinst

Wann kommt Inflation?



Franken mit mehr Realzins



Kennziffern Zinsen Schweiz

	Ende 2010	Hoch 2011	Tief 2011	7.9.	8.9.	9.9.
Kassazinsen (10 Jahre)	1,67	2,14	0,93	0,99	1,08	1,08
2% Eidgenossenschaft 2005/2014 ¹	1,16	1,53	0,22	0,44	0,44	0,42
2,25% Eidgenossenschaft 2005/2020 ¹	1,77	2,14	0,90	1,05	1,03	1,00
2,5% Eidgenossenschaft 2006/2036 ¹	1,94	2,50	1,28	1,47	1,50	1,47
Swapsätze Fr.						
(Mittelwerte)						
3 Jahre	0,81	1,34	0,05	0,42	0,42	0,39
5 Jahre	1,38	1,83	0,52	0,89	0,88	0,85
10 Jahre	2,14	2,48	1,29	1,62	1,59	1,56
Euromarktsätze Fr.						
1 Monat	0,21	0,35	-0,13	-0,04	0,13	-0,10
3 Monate	0,22	0,50	-0,11	-0,11	0,10	0,20
12 Monate	0,96	0,98	0,21	0,56	0,79	0,85
Dreimonatssatz (Libor)	0,17	0,18	0,00	0,00	0,00	0,01
Conf-Futures (September-Kontrakt)	136,99			148,37	146,10	146,50
Dreimonats-Eurofranken-Futures (September-Kontrakt)	99,82			100,02	100,02	100,01
Zinsdifferenzen (Spreads) in Prozentpunkten						
Kassasatz (10 J.) – Euromarktsatz (3 Mte.)	1,45	1,92	0,77	1,10	0,98	0,88
Swap (10 J.) – Kassasatz (10 J.)	0,47	0,63	0,23	0,63	0,51	0,48
Euromarktsatz (3 Mte.): Euro – Franken	0,69	1,64	0,53	1,64	1,37	1,24
Swapsätze (10 J.): Euro – Franken	1,15	1,40	0,98	1,04	1,04	0,98

Leitsätze der Nationalbank

Zielband für Dreimonatssatz (Libor) 0,00 – 0,75 (seit 12. 3. 2009) Sondersatz 0,50

¹ Die Renditen für Ende 2010 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	Raiffeisen ¹	Genfer KB	Valiant Bank
Konten²									
Kontokorrent	0,125	–	0,125	0,125	–	0,125	0,125	0,050	0,100
Sparkonto	0,375	0,250	0,375	0,400	0,75–1,00	0,250	0,75 ⁴	0,10–2,10	0,250
Privatkonto	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,100	0,100
Jugend-Privatkonto	1,00	0,875	1,125	1,100	1,25	0,75	1,375	0,125	1,00
Sondersparkonten²									
Anlagesparkonto	0,625–1,00	–	1,375 ⁵	0,600	0,75–1,00	0,50–0,625	–	–	0,500
Jugendsparkonto	1,500	1,25	1,375	1,500	1,50–1,75	1,125	1,375	1,25	1,250
Altersparkonto	–	–	0,50–0,625	0,400	0,75–1,00	0,375	0,375	0,10–2,10	0,375
Vorsorgekonto (3. Säule)	2,125	1,75	1,75	1,750	2,00	1,625	2,00	1,75	1,875
Festgelder³									
1 Monat	0	0	0,000	0	–	0	0,125	0	0,10
3 Monate	0	0	0,000	0	–	0	0,125	0	0,10
6 Monate	0	0	0,000	0	–	0	0,160	0	0,10
12 Monate	0	0	0,242	0	–	0	0,540	0	0,10
Kassenobligationen									
3 Jahre	0,875	0,500	0,500	0,700	0,500	0,250	0,875	0,700	0,500
5 Jahre	1,625	0,875	0,900	1,100	1,000	0,750	1,125	1,100	1,000
8 Jahre	2,250	1,500	1,500	1,800	1,375	1,250	1,750	1,750	1,500

¹ Empfehlung von Raiffeisen Schweiz an die Mitgliedsinstitute ² die Zinsen können je nach Betrag variieren ³ in der Regel ab 100 000 Fr. ⁴ Nichtmitglieder werden mit 0,5% weniger verzinst ⁵ Zins im 1. Jahr 0,375% plus 1,00% Bonuszins für ein Jahr ab Kontoöffnung, Zins ab zweitem Jahr 0,75% Stand: 09.09.2011

Konditionen von Schweizer Banken für erstrangige Hypotheken auf Wohnbauten

	Credit Suisse	UBS	Bank Coop	Migros Bank	Post-finance	ZKB	Raiffeisen ¹	Genfer KB	Valiant Bank
Variable Hypothek									
	2,85	–	2,625	2,25	–	2,50	2,875	2,500	2,95
Festhypothek									
2 Jahre	1,35	1,35	1,32	1,05	1,15	1,24	1,70	1,26	1,30
5 Jahre	1,85	2,03	1,99	1,67	1,75	1,90	2,05	1,92	2,00
10 Jahre	2,65	2,74	2,86	2,39	2,55	2,47	2,80	2,66	–
Strukturierte Libor-Hypothek^{2,3}									
3 Jahre	1,35	–	–	–	1,20	1,380	1,850	–	1,520
	(5,35)	–	–	–	(2,50)	(3,830)	(3,80)	–	(3,520)
5 Jahre	1,40	–	–	–	–	1,326	1,790	–	1,600
	(5,90)	–	–	–	–	(3,776)	(3,99)	–	(4,100)

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: 09.09.2011