

# Anleger zweifeln

**INTERNATIONALE ANLEIHEN** Rendite für Griechenlands Schuldtitel steigt erneut – Rating nun stabil?

PHILIPPE BÉGUELIN

Der Handel europäischer Staatsanleihen zeigt, wie Investoren differenzieren. Sämtliche Schuldner der Peripherie erlitten im April Einbußen, dazu gehören Portugal, Spanien, Italien und Irland sowie Griechenland, dessen ultralange Obligationen mit -18,3% den grössten Verlust einsteckten. Am besten schnitten dreissigjährige deutsche Bundesanleihen ab, sie kletterten 2,5%. Profitiert haben zudem Bonds aus Frankreich, Finnland und den Niederlanden, die ebenfalls als sicherer Hafen gelten, erklären die Ökonomen von HSBC Trinkaus.

Am Montag – nach der Bekanntgabe der internationalen Hilfe für Griechenland – avancierten zehnjährige griechische Staatsanleihen, die Rendite fiel von 8,95 auf 8,49%. Doch bereits am Dienstag stiegen Anleger die Titel ab, und die Rendite kletterte auf 9,2%. Gefragt waren nun Bundesanleihen aus Deutschland und der Schweiz sowie US-Treasuries, was sich in steigenden Kursen der entsprechenden Zins-Futures spiegelte (vgl. Seite 45).

Am Markt für Kreditderivate (Credit Default Swaps, CDS) ist der Risikoaufschlag für Griechenlands Schuldtitel diese Woche gefallen. Die Terminkurve ist negativ, das ist ungewöhnlich (vgl. Seite 43).

Nicht nur die Signale vom Markt, sondern auch die Äusserungen der Ratingagenturen werden von den Anlegern genau verfolgt. Das Rating für langfristige griechische Staatsanleihen wurde vergangene Woche von Standard & Poor's (S&P) auf BB+ herabgestuft und fiel somit in den spekulativen Bereich (vgl. letzte Ausgabe). Ausserdem versah S&P die Junk Bonds mit einer Rückgewinnungsquote (Recovery Rate) von lediglich 30 bis 50% des Nominalwerts (vgl. Seite 30).

## Konjunktur ist in Fahrt

Fitch hatte die Bonitätsnote am 9. April auf BBB- gesenkt. Am Montag erklärte die Agentur, das kurzfristige Kreditrisiko habe sich deutlich reduziert, das Rating werde sich wohl bis zum vierten Quartal nicht ändern. Moody's überprüft das am 22. April erteilte A3, eine Senkung um mehrere Schritte sei möglich. Herabgestuft hat die Agentur griechische Banken (vgl. Seite 5).

Generell hält die Erosion der Sovereign-Ratings an (vgl. Seite 26). Dennoch müssten die Ratings europäischer Versicherer, die in ihrem Portfolio einen erheblichen Anteil an Staatspapieren halten, noch nicht gesenkt werden, erklärt Fitch.

Unbeeindruckt von der Krise zeigen die Konjunkturindikatoren nach oben. Die

Zuversicht bestätigte am Montag der Einkaufsmanagerindex (PMI) für Industriebetriebe in der Eurozone, er kletterte im April auf den höchsten Stand seit Juni 2006. Unterstützung kam aus Grossbritannien, wo der PMI der Industrie so hoch stand wie zuletzt im Herbst 1994, und aus den USA, wo der ISM-Einkaufsmanagerindex für das Gewerbe auf den höchsten Wert seit Juni 2004 stieg. Auch der Schweizer PMI kletterte nach oben (vgl. Seite 5).

Zudem gaben die US-Konsumenten im März mehr Geld aus, und sie trugen kräftig zum Wirtschaftswachstum von 3,2% im ersten Quartal bei. Das ist jedoch zwispaltig, da sie einen grossen Schuldenberg abzubauen haben. Der Einzelhandel in Deutschland erzielte unerfreulicherweise im März einen tieferen Umsatz, der Abwärtstrend seit Herbst 2008 hält an.

## Albanien will debütieren

Die Talsohle durchschritten habe Russlands Wirtschaft, erklärt die Agentur Moody's. Sie bewertet zwei Staatsanleihen im Gesamtwert von 5,5 Mrd. \$, die **Russland** nach einer Absenz am Eurobondmarkt von mehr als zehn Jahren begeben hat, mit Baa1 und einem stabilen Ausblick.

Angesichts der Turbulenzen am Bondmarkt beschloss die Regierung Tschechiens, eine Anleihenemission zu verschieben. **Albanien** will das Debüt am Eurobondmarkt nicht länger verzögern, nachdem es die Emission wegen der Finanzkrise auf Eis gelegt hat. Das Land plant den Verkauf fünfjähriger Obligationen im Umfang von 300 bis 400 Mrd. €.

Dreijährige Anleihen über 1 Mrd. \$ emittierte **Schweden**. Die Rendite lag 2 Bp unter Swapmitte. 15 Bp tiefer als der Referenzsatz rentierten Bonds für 1,5 Mrd. € mit Laufzeit bis 2012 vom **NRW Bank**, dem Finanzierungsarm des deutschen Bundeslandes Nordrhein-Westfalen.

Argentinien kann am internationalen Kapitalmarkt kein Geld mehr aufnehmen, seit es 2001 zahlungsunfähig geworden war. Nun bietet die Regierung den Obligationären ein neues Umschuldungsprogramm an (vgl. FuW Nr. 31 vom 21. April). Anleger, die beispielsweise in Franken denominateden Papiere der Republik und Provinz Buenos Aires besitzen, sollten die Bedingungen studieren, die am Dienstag im «Handelsamtsblatt» publiziert wurden.

## EZB ändert Spielregeln nur für Hellas

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat am Montag die Märkte überrascht: In einem dünnen Communiqué teilte sie mit, die **Anwendung des Ratingkriteriums für die Notenbankfähigkeit von Sicherheiten (Collateral) werde für marktfähige Schuldtitel, die von der griechischen Regierung selber emittiert oder garantiert werden, bis auf weiteres sistiert**. Bisher musste das Pfand, das Banken zur Besicherung von ausgeliehener Zentralbankliquidität zu stellen haben, ein Minimalrating von BBB-/Baa3 mindestens einer Agentur aufweisen.

Die EZB hatte das Bonitätsforderndes im Zuge der Finanzkrise gesenkt – und sich im März dazu durchgerungen, doch nicht (wie im Januar bekräftigt) per 2011 zum normalen Regime von A-/A3 zurückzukehren (vgl. FuW Nr. 25 vom 31. März). Der Schritt wurde mit der Ankündigung diverser Massnahmen

(z. B. Haircuts für Staatsanleihen) kaschiert. Die Revision der Richtlinien fiel indes wenig griffig aus (vgl. FuW Nr. 28 vom 10. April).

Mit der jüngsten Aktion nimmt die EZB Druck weg von Griechenland. Der Zugang zur Liquidität hängt nun nicht mehr auf Ge- und Verderben von den Ratingagenturen ab. Diese sind sich der Problematik bewusst: So bezeichnete Moody's den Ausschluss eines Teils des Währungsgebiets vom Zugang zur Refinanzierung als «nukleare Option». Anders als bisher gehorcht aber die jüngste Aufweichung der Collateral-Regeln explizit der Not eines Landes. Unicredit befürchtet, dies beschädige die Glaubwürdigkeit des Euros. Die **Regeländerung während des Spiels ist nicht nur ungeschön – die EZB läßt dem Eurosystem über die Collateral-Politik, die eigentlich das Exposure vermindern sollte, mehr Risiko auf.** PK

## US-Wirtschaft ist Europa voraus

**DEVISEN** Obligationen mit langen Laufzeiten haben kein Haussepotenzial mehr

Die Realwirtschaft hat die Rezession eindeutig hinter sich gelassen, obwohl die Prognosen für 2010 stark voneinander abweichen. Die öffentlichen Stimulierungsprogramme laufen zusehends aus. Wird der Konsum der Haushalte erneut anziehen? In den USA ist dies offensichtlich bereits der Fall. Zwar fällt das Wachstum im ersten Quartal etwas tiefer aus, es ist aber deutlich breiter abgestützt. Der Privatkonsum wirkt vermehrt wachstumsfördernd. Dieser Aufschwung untermauert die jüngst beobachtete Erholung des Konsumentenvertrauensindex.

Die Schweizer Binnenwirtschaft profitiert zudem von den tiefen Zinsen. Die Nationalbank steht noch immer vor demselben Dilemma. Der Franken ist viel zu stark, und eine Erhöhung der Leitzinsen ist derzeit ausgeschlossen, obwohl sie nötig wäre. Die Fremdwährungsreserven haben zwar ein Rekordniveau erreicht, die SNB interveniert aber weiter, um ein Abgleiten des Euros unter 1.43 Fr./€ zu verhindern. Der Spielraum wird immer enger, und es wird wahrscheinlicher, dass sie nach ihrer Sitzung vom 17. Juni eine weitere Aufwertung zulassen muss.

## Grossbanken schützen

Die Aufmerksamkeit der Märkte richtete sich in den letzten Tagen aber auf Griechenland. Der Retter Nicolas Sarkozy stand Angela Merkel gegenüber, die für eine entschlossene Bestrafung des verantwortungslosen Staats war. Europa hat eigentlich keine Wahl; eine sofortige

Umstrukturierung der griechischen Staatsschulden käme die europäischen Grossbanken teuer zu stehen. Die Insolvenz Griechenlands wird damit auf den Sankt-Nimmerleins-Tag verschoben. Man könnte fast glauben, Griechenland habe das Schlimmste hinter sich. Die Regierung zeigt sich entschlossen, Immobilienbesitzer und Reeder, die keine Steuern zahlen, zur Kasse zu bitten. Bald werden auch Touristen das Land überfluten, um von Vergünstigungen zu profitieren.

Im Versuch, die Märkte zu beruhigen, meinte die deutsche Kanzlerin gestern, in Spanien und Portugal sei die Lage ganz anders als in Griechenland. Unseres Erachtens müssen beide Länder den Gürtel deutlich enger schnallen, und die Folgen werden noch längere Zeit spürbar bleiben. Die finanzielle Lage ist aber deutlich besser als vor der Einführung des Euros.



In diesem Umfeld hat der Dollar gegenüber den Leitwährungen zugelegt und ist auf 1,3155 \$/€ und 1,0890 Fr./\$ gestiegen, um dann etwas nachzugeben. Die bis Samstag erwarteten Einzelheiten über das Rettungspaket für Griechenland dürften am Trend nichts ändern.

## Dollar klettert weiter

Die US-Wirtschaft ist Europa voraus. Die Statistiken werden wohl ein schnelleres Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) ausweisen, und die Konsumausgaben steigen spürbar. Gemäss den von Bloomberg befragten Ökonomen dürfte das BIP in den USA im ersten Quartal im Vorjahresvergleich um 3,3% gestiegen sein. Hauptgrund sind vermutlich die Inlandausgaben. Dies zeigte, dass die Konsumenten wesentlich an der Erholung beteiligt sind, womit diese nachhaltig wäre.

Angesichts des historisch tiefen Niveaus der Zinsen ist bei langen Laufzeiten Vorsicht geboten. Die bemerkenswerte Performance der letzten zwölf Monate infolge des enormen Liquiditätszuflusses nach dem Crash von 2009 und der Liquiditätsspritzen der Zentralbanken dürfte in Kürze enden. Sobald die Regierungen aufhören, ihre Schulden zu monetarisieren, d. h. sobald sie die Geldmarktzinsen erhöhen, um die Teuerung zu begrenzen, wird der Obligationenmarkt ohne Zweifel Turbulenzen erleben, die mit den letzten Baissen vergleichbar sind.

DANIEL BLANCHET, Tradition

## Qualitative Angleichung

Verfügen Gesellschaften derzeit über eine bessere Bonität als Staaten?

TEJA VON HOLZSCHUHER

Viel ist dieser Tage über die Finanzierungsprobleme Griechenlands zu lesen. Die Preise von Credit Default Swaps (CDS), sozusagen die Versicherungsprämie gegen den Ausfall einer Forderung, sind auf Rekordhoch. Nicht nur im Fall der Hellenischen Republik ist zu beobachten, dass die Notierungen hoch sind. Auch die Werte einiger anderer Staatsschuldner liegen teilweise höher als jene der angesehenen Unternehmen. Hierbei stellt sich der Anleger die Frage, ob Gesellschaften in einigen Fällen nicht bessere Schuldner sind als Staaten. Einige Medienberichte vermitteln nämlich diesen Eindruck: So wird die CDS-Prämie des Süsswarenherstellers Cadbury (30 Basispunkte, Bp) – seit März Teil von Kraft Foods – mit der Grossbritanniens (78 Bp) verglichen. Oder die Versicherungsprämie des Lebensmittelherstellers Unilever (38 Bp) mit derjenigen der Niederlande (37 Bp), wobei die Differenz leicht zugunsten des Staates ausfällt.

Für das Verständnis von CDS ist es wichtig, dass es sich bei diesen Kreditderivaten um Swaps handelt, um Tauschgeschäfte: Der Käufer eines CDS-Kontrakts tauscht das Ausfallrisiko des Versicherten – beispielsweise Griechenlands – gegen das der Gegenpartei, meist einer Bank. Dementsprechend handelt es sich nicht um ein echtes Versicherungsgeschäft, sondern um den Tausch eines Einzelrisikos.

## Hohe Liquidität ist ein Vorteil

So zeigt der Renditenvergleich denn auch ein differenzierteres Bild: Cadbury muss gegenüber vergleichbaren vierjährigen Anleihen des Vereinigten Königreichs eine Zinsprämie von 124 Bp bezahlen, während Unilever mit einem Aufschlag von 23 Bp zu niederländischen Staatsbonds entschädigt. Der erste Eindruck war also falsch – noch existiert ein Abschlag zugunsten der Regierungspapiere. Die Erklärung liegt in der unterschiedlichen Liquidität. Während von Cadbury nämlich lediglich Obligationen über 1,4 Mrd. £ ausstehend sind, beträgt dieses Volumen für Grossbritannien 734 Mrd. £. Demnach ist der britische Gilt-Markt sowohl breiter als auch tiefer als das Angebot an Cadbury-Obligationen. Weniger deutlich ist der Unterschied zwischen den Niederlanden und Unilever: 221,7 Mrd. € versus 7,2 Mrd. €. Wie viel ist die Liquidität wert? Eine allgemeingültige Formel existiert nicht.

Sind also Staaten nach wie vor bessere Schuldner als Unternehmen? Unter gewissen Umständen ja – besonders aus Sicht der inländischen Anleger. Denn die Regierungen werden alles daransetzen, den eigenen Bürgern bzw. Wählern eine Schuldenrestrukturierung oder einen Zahlungsausfall zu ersparen. Ein anschauliches Beispiel in diesem Zusammenhang ist Argentinien. Einzig der argentinische Pesosparer kam im Zuge der Schuldenkrise ungeschoren davon, zumindest in Bezug auf die unmittelbaren Konsequenzen. Internationale Investoren, aber auch inländische mit Fremdwährungsengagements hingegen waren direkt betroffen:

entweder durch die Restrukturierung des argentinischen Schuldenbergs oder aber durch die Devisenrestriktionen.

Die Globalisierung wird künftig Ausnahmen für inländische Investoren mit Anlagen in der Heimatwährung erschweren. So ist seit der Jahrtausendwende der Anteil ausländischer Halter von US-Staatsanleihen von 18 auf 30% gestiegen. Damit wird der politische Spielraum, die inländischen Anleger zu schützen, immer kleiner. Es findet qualitativ eine Angleichung an den Markt der Unternehmensanleihen statt. Kreditqualität und -reputation spielen eine entscheidende Rolle. Die Bilanzanalyse – sei es durch eine Ratingagentur oder den Investor selbst – als Grundlage des Anlageentscheids tritt in den Vordergrund. Für die eine oder andere Regierung aber mögen prüfende Blicke vermehrt unangenehm sein, dies besonders in einem Umfeld steigender Haushaltsdefizite.

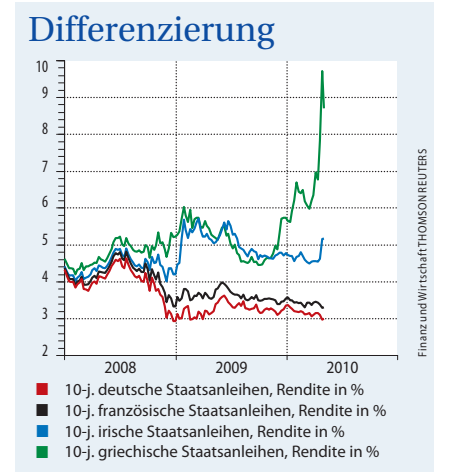
## Zahlreiche Opportunitäten

Die Antwort, ob sich die Kategorien Unternehmens- und Staatsschuldner angleichen, ist nicht eindeutig. Offen ist die Frage, inwiefern die Breite und die Tiefe eines Marktes bestimmende Kriterien bleiben und inwiefern die Bonität auch künftig eine Rolle spielt – werden die USA auch in Zukunft die Bedingungen eines Triple-A, der höchsten Bonität, erfüllen?

Aus heutiger Sicht dürfte ein nachhaltiger Anstieg in der Differenzierung einzelner Bonitäten als gesichert gelten. Eine besonders anschauliche Demonstration bot die Euroländer-Renditeentwicklung in den vergangenen zwei Jahren (vgl. Grafik). Im Rahmen der laufenden tektonischen Verschiebungen werden sich dem aufmerksamen Beobachter noch zahlreiche Opportunitäten erschliessen. Und er wird sich fragen, inwiefern es zu rechtfertigen ist, dass sich die Nettogläubiger dieser Welt im Schnitt rund zum doppelten Satz refinanzieren müssen als der grösste Nettoschuldner, die USA.

Zur Erklärung dieser Differenz reicht die Liquiditätsprämie allein nicht aus. Zudem werden die Banker ihrem Ruf nicht gerecht, gerne (und billig) Geld nur denen zu leihen, welche die Mittel eigentlich nicht benötigen.

Teja von Holzschuher ist Chief Investment Officer von Salmann Investment Management, Vaduz und Zürich.



## Kennziffern Zinsen International

	Ende 2009	Hoch 2010	Tief 2010	2.5.	3.5.	4.5.
<b>Rendite Staatsanleihen (10 Jahre)</b>						
– USA	3,87	3,96	3,58	3,66	3,69	3,62
– USA (Long Bond)	4,66	4,86	4,46	4,52	4,55	4,46
– Kanada	3,64	3,72	3,30	3,65	3,66	3,55
– Japan	1,29	1,42	1,29	1,29	1,29	1,29
– Australien	5,73	5,87	5,43	5,71	5,79	5,75
<b>Europäische Währungsunion</b>						
– Deutschland	3,40	3,39	2,95	3,02	3,05	2,95
– Frankreich	3,60	3,61	3,24	3,30	3,32	3,24
– Griechenland	5,76	9,61	5,51	9,46	8,75	9,57
– Italien	4,14	4,16	3,85	4,04	4,00	3,99
– Spanien	3,99	4,21	3,81	4,05	4,03	4,17
– Niederlande	3,56	3,57	3,16	3,22	3,25	3,16
<b>Übriges Europa</b>						
– Grossbritannien	4,01	4,26	3,84	3,90	3,91	3,84
– Schweiz	2,03	2,13	1,80	1,83	1,85	1,80
<b>Euromarktsätze (3 Monate)</b>						
– US-Dollar	0,48	0,59	0,22	0,41	0,48	0,42
– Euro	0,63	0,65	0,44	0,52	0,65	0,62
<b>Swapsätze (5 Jahre)</b>						
– US-Dollar	2,99	2,94	2,51	2,57	2,62	2,58
– Euro	2,79	2,79	2,29	2,29	2,33	2,29
– Pfund	3,37	3,38	2,83	2,97	2,97	2,90
<b>Zins-Futures</b>						
US-Treasury-Bond-Futures (Juni-Kontrakt)				119,06	118,66	119,78
Bund-Futures (Juni-Kontrakt)				124,78	124,52	125,46
Gilt-Futures (Juni-Kontrakt)				116,03	0,00	116,59
JGB-Kontrakt (Juni-Kontrakt)				139,67	139,67	139,67

Ausführliche Tabelle siehe Seite E

Stand: 17.00 Uhr