

Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 25

- 20 US-Bubble und Schweizer Boom
- 21 Korrekturpotenzial bleibt hoch
- 22 Fed-Chefin Yellen vor heiklem Debüt
- 23 «Fundamental spricht wenig für Gold»

«Aktien sind immer noch besser als Bonds»

David Kostin, Chef-US-Aktienstrategie von Goldman Sachs, über den S&P 500 im Jahr 2014 und Anlegen in einer Zeit, da die Luft an den Börsen dünner wird.

Der US-Aktienmarkt gemessen am umfassenden Index S&P 500 wird 2014 weiter vorrücken, aber bei weitem nicht mehr so kräftig wie 2013. Das prognostiziert David Kostin im Interview mit «Finanz und Wirtschaft». Ja, der Chef-US-Aktienstrategie von Goldman Sachs sieht sogar ein erhebliches Risiko, dass es zu einem grösseren Rückschlag kommt. Kostin glaubt auch, dass die Aktienmärkte in Asien und Europa im laufenden Jahr besser abschneiden werden als die in den USA. Im Interview verrät er indessen, wie Anleger in dieser Situation mit US-Titeln trotzdem noch Geld verdienen können.

Herr Kostin, der marktweite US-Börsenindex S&P 500 ist 2013 rund 30% gestiegen und steht nun bei 1840 Punkten. Werden wir diese Performance 2014 nochmals sehen?
Ich erwarte, dass die Performance des S&P 500 im laufenden Jahr in der Nähe von 5% sein wird und dass er vom jetzigen Niveau auf etwa 1900 Punkte steigt.

Was treibt den Index im laufenden Jahr an?
Der phänomenale Anstieg 2013 kam, weil das erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnis, das KGV, des Index von 13 auf 16 kletterte. Ich gehe davon aus, dass eine solche KGV-Expansion im laufenden Jahr nicht noch einmal geschehen wird. Der Haupttreiber am Aktienmarkt wird 2014 das Umsatzwachstum sein.

Wo soll das Wachstum des Umsatzes der Unternehmen herkommen, wenn sich die Weltwirtschaft nach wie vor nur langsam von der Krise erholt?
Der Umsatz der Unternehmen ist eine Funktion des Wirtschaftswachstums. Goldman Sachs prognostiziert, dass die US-Wirtschaft im laufenden Jahr um etwa 3% wachsen wird. Im vergangenen Jahr waren es 2%. Dazu kommt noch eine erwartete Inflation von 1,5%. Beides zusammen – Wirtschaftswachstum und Inflation – wird zu einer Umsatzsteigerung von 4,5% führen. Zwei Drittel der Verkäufe von US-Unternehmen finden innerhalb der Vereinigten Staaten statt. Ein Drittel der Güter und der Dienstleistungen wird im Ausland abgesetzt, wo es – speziell in Asien – schnelleres Wirtschaftswachstum und eine höhere Inflation gibt. Diese Arithmetik ergibt, dass der Umsatz von US-Unternehmen im Jahr 2014 um rund 7 bis 8% steigen wird. Einige Gesellschaften werden dabei aufgrund ihres grossen operativen Hebels die Verkäufe noch mehr steigern können.

Gibt es in Ihrem Szenario auch Abwärtsrisiken?
Die Abwärtsrisiken liegen wahrscheinlich im Bereich der Geldpolitik – etwa in einer schnelleren Verknappung der Versorgung der Wirtschaft mit Geld durch die US-No-



David Kostin: «Das Aufwärtspotenzial am US-Aktienmarkt ist 2014 nicht mehr so gross wie im vergangenen Jahr.»

Zur Person

David Kostin ist einer der einflussreichsten Strategen Wallstreets. Seit 2004 ist er als **Chef-US-Aktienstrategie von Goldman Sachs** für die Anlagepolitik und die Einstufung des US-Aktienmarkts verantwortlich. Kostin steht seit bald zwanzig Jahren im Dienste des US-Wertschriftenhauses. 1998 wurde er zum Managing Director ernannt und **2010 zum Partner befördert**. Vor Goldman Sachs arbeitete Kostin siebzehn Jahre lang als Research-Analyst im Immobilienbereich und machte sich von 1986 bis 1994 bei Salomon Brothers einen Namen. In früheren Jahren bekleidete er auch das Amt des Präsidenten des der New Yorker Gruppe der Immobilienanalysten. Seine akademischen Sporen verdiente Kostin an der Brown University in Providence im US-Bundesstaat Rhode Island ab, wo er das **Studium der angewandten Mathematik** mit der Auszeichnung magna cum laude abschloss. **MG**

tenbank. Goldman Sachs erwartet allerdings, dass dies nicht vor 2016 geschieht. Die aktuellen Daten zeigen, dass sich die US-Wirtschaft weiter erholt: Die Arbeitslosigkeit sinkt, das Konsumentenvertrauen steigt, der Industrieproduktionsindex

rückt vor, die Häuserpreise klettern – all das ist positiv für die Aktienmärkte.

Trotzdem besteht Ihrer Ansicht nach eine Wahrscheinlichkeit von 67%, dass es 2014 irgendwann zu einer Kurskorrektur von

10% kommt. Warum dieser doch ziemlich grosse Pessimismus?

Unsere Schätzung, dass der S&P 500 mit einer Wahrscheinlichkeit von 67% eine 10%ige Korrektur erleben könnte, basiert auf den historischen Renditemustern des Index seit den Fünfzigerjahren. Die Wahrscheinlichkeit einer Korrektur um 10% in den nächsten zwölf Monaten hat nach der starken Performance von US-Aktien 2013 zugenommen. Der S&P 500 hat in den vergangenen achtzehn Monaten ohne eine Kurskorrektur um 40% zugelegt.

Heisst das, dass die Luft für Aktien dünner geworden ist?

Der Stand des erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnisses zeigt, dass die Bewertung des US-Aktienmarktes im Vergleich mit früheren Zeiten hoch ist. Das Gleiche zeigen Kennzahlen wie Unternehmenswert zum Betriebsgewinn Ebitda, Unternehmenswert zum Absatz, Kurs-Buchwert-Verhältnis, Rendite des freien Cashflows oder zyklisch adjustierte P/E Ratio. Das heisst nicht, dass der Aktienmarkt überbewertet ist, die Bewertung ist einfach schon recht hoch. Das bedeutet aber, dass das Aufwärtspotenzial nicht mehr so gross ist.

Würden Sie trotz der schon hohen Bewertung des US-Aktienmarktes sagen, dass Aktien immer noch der Ort sind, an dem man sein muss?

Welche anderen Anlagemöglichkeiten als Aktien gibt es? Zehnjährige US-Regie-

rungsanleihen rentieren zurzeit 3%. Goldman Sachs erwartet, dass die Rendite im laufenden Jahr auf 3,25% steigt. Bargeld wiederum gibt fast keine Rendite her. Aktien sind also vergleichsweise immer noch ein attraktives Investment. Wenn man die Weltaktienmärkte anschaut, dann ist der US-Markt nicht so attraktiv wie Japan, wo es mehr politische Initiativen gibt, und wie Europa, wo die Bewertungen viel tiefer sind.

Wonach sollte ein Anleger Ausschau halten, wenn er in diesem Jahr Aktien kauft?

Ein privater Anleger oder ein Portfoliomanager sollte auf Strategien setzen, die nicht so stark von der Bewertung der Aktien abhängig sind. Die Bewertungen sind,

«Der Haupttreiber am US-Aktienmarkt wird 2014 das Umsatzwachstum sein.»

wie erwähnt, schon auf einem ziemlich hohen Niveau. Mehrere Strategien sind in diesem Fall möglich. Erstens: auf Ausgaben für Investitionen achten. Im vergangenen Jahr sind sie nicht sehr kräftig gewachsen – nur 2% im Vergleich zu 2012.

FORTSETZUNG AUF SEITE 20

Aktientipps aus David Kostins Strategie

David Kostin empfiehlt im Interview mit «Finanz und Wirtschaft» den Anlegern, auf Unternehmen zu setzen, **deren Branchen sich 2014 in einem aufsteigenden Zyklus befinden**: zyklische Konsumgüter, Industrie, Informationstechnologie. Zudem rät er, Gesellschaften zu wählen, **die in einem Thema aktiv sind, das sich 2014 als besonders kurstreibend erweisen könnte**: hohes In-

vestitionswachstum, aggressive Aktienrückkäufe, grosser operativer Hebel. Den besten Erfolg könnten Anleger dabei erzielen, wenn sie **zyklische Branchen mit kurstreibenden Themen kombinieren** würden. Kostin kommt so auf eine Empfehlungsliste mit 49 US-Unternehmen. «Finanz und Wirtschaft» hat die Top Picks daraus in einer Tabelle zusammengefasst. **MG**

Unternehmen	Tätigkeitsbereich	Treiber des Aktienkurses 2014
Zyklische Konsumgüter		
Marriott International	Hotellerie/Schifffahrt	Zyklus/Investitionen
Viacom	Medienunterhaltung	Zyklus/Aktienrückkäufe
General Motors	Autobau	Zyklus/operativer Hebel
Industrie		
Pentair	Flusskontrollgeräte	Zyklus/Aktienrückkäufe/operativer Hebel
Expeditors International	Luftfracht/Logistik	Zyklus/Investitionen
Ryder System	Transport/Logistik	Zyklus/operativer Hebel
Informationstechnologie		
Lam Research	Halbleiter-Investitionsgüter	Zyklus/Aktienrückkäufe/operativer Hebel
NetApp	Computerspeicher	Zyklus/Aktienrückkäufe/operativer Hebel
Yahoo	Internetmedien	Zyklus/Aktienrückkäufe/operativer Hebel
Microsoft	Software	Zyklus/Investitionen
Paychex	Datenverarbeitung und -outsourcing	Zyklus/Investitionen

Quelle: Goldman Sachs

Deutsche Asset & Wealth Management

Konjunkturfrühling im Euroland?
Klingt nach der perfekten Jahreszeit für Ihr Investment.

Investieren Sie in den 5-Sterne-Fonds DWS Invest Top Euroland LC (ISIN: LU0145644893)

www.deawm.ch

Leistung aus Leidenschaft

Deutsche Asset & Wealth Management steht für die Asset- und Wealth-Management Aktivitäten durchgeführt von Deutsche Bank AG oder einer ihrer Tochtergesellschaften. Der erwähnte Fonds ist ein Fonds nach Luxemburger Recht mit Vertriebszulassung in der Schweiz. Verkaufsprospekte und Anlegerinformationen mit Risikohinweisen sind kostenlos erhältlich bei Deutsche Asset Management Schweiz AG, Hardstrasse 201, 8005 Zürich, oder bei Deutsche Bank (Suisse) S.A., Genf (Schweizer Zahlstelle) und deren Niederlassungen in Zürich und Lugano. © (2013) Morningstar Inc. Stand: Ende August 2013. Alle Rechte vorbehalten.

«Ihre Erwartungen stehen im Zentrum»

Walter Häni
032 486 88 30
Tramelan

B E K B B C B E
Private Banking

Co-Investing mit Schweizer Family-Office

SWISS ROCK

«WEIL HIER INVESTMENTBANKER HAUSVERBOT HABEN»

Swiss Rock Anlagefonds, Bankenunabhängige Fondsgesellschaft, www.swiss-rock.ch, Tel. +41 44 360 57 00

Fortsetzung von Seite 19

«Aktien sind immer noch...»

In den vorangehenden Jahren betrug das Wachstum der Investitionsausgaben 10%, 20% und wieder 10%. 2014 erwartet man ein Wachstum von 9%. Unternehmen, die viel investieren, gehen davon aus, dass sie in Zukunft einen höheren Ertrag generieren können. Eine Strategie ist also, auf Unternehmen zu setzen, die ein überdurchschnittliches Investitionswachstum aufweisen.

Welche zweite Strategie schlagen Sie vor? Gesellschaften auszuwählen, die Aktien zurückkaufen. Solche Unternehmen trifft man in den USA häufiger an als in anderen Ländern. Vor zwanzig Jahren kauften erst 200 der im S&P 500 enthaltenen Unternehmen Aktien zurück. Heute sind es 425. Die Rendite von Aktienrückkäufen ist zurzeit fast so hoch wie die Dividendenrendite – etwa 5%. Diese Rendite ist ebenfalls nicht sehr abhängig vom Kurs-Gewinn-Verhältnis.

Wonach halten Sie sonst noch Ausschau? Die dritte Strategie beruht darauf, auf Gesellschaften zu setzen, die einen hohen operativen Hebel aufweisen. Das heisst, dass eine leichte Erhöhung des Wirtschaftswachstums bei diesen Unternehmen zu einer überproportionalen Expansion des Gewinns führt.

Sie favorisieren auch zyklische Unternehmen gegenüber defensiven Gesellschaften.

Gehen wir davon aus, dass sich das Wachstum der US-Wirtschaft 2014 verbessern wird. Davon profitieren diejenigen Unternehmen am meisten, die eine hohe Sensitivität zur wirtschaftlichen Aktivität haben. Dazu gehören Technologieunternehmen, Gesellschaften, die zyklische Konsumgüter anbieten, und Industriebetriebe. Defensive Unternehmen, die wir zu meiden empfehlen, sind solche aus den Bereichen Telekommunikation, Energieversorgung und Massenkongsumgüter. Ein kluger Anleger kombiniert zyklische Gesellschaften mit den erwähnten Strategiethemata, sucht also etwa ein Technologieunternehmen, das überdurchschnittlich investiert, einen Anbieter zyklischer Konsumgüter, der einen grossen operativen Hebel besitzt, oder einen Industriebetrieb, der aggressiv Aktien zurückkauft.

Im vergangenen Jahr lautete Ihre Devise: Aktien kaufen – Anleihen verkaufen. Gilt das angesichts der gestiegenen Anleihenrenditen immer noch?

Im vergangenen Jahr handelte der US-Aktienmarkt zu einem erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnis von 13, und US-Bonds rentierten 1,7%. Jetzt beträgt das KGV 16, und die Anleihenrenditen ste-

«Bei den Aktien würde ich asiatische mehr gewichten als europäische, und diese mehr als amerikanische.»

hen bei 3%. Einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 16 entspricht eine Aktienmarktrendite von 6,3%. Aktien werden im laufenden Jahr also immer noch besser abschneiden als Bonds, auch wenn die Anleihenrenditen, wie von Goldman Sachs erwartet, bis Ende 2014 auf 3,25% steigen.

Welche Anteile der verschiedenen Assetklassen soll der Anleger idealerweise im Portfolio halten?

Das hängt vom Risiko ab, das er zu tragen bereit ist. Angesichts der weiterhin vergleichsweise guten Performanceaussichten von Aktien würde ich sie gegenüber anderen Assetklassen wie Anleihen oder Rohstoffen, für die Goldman Sachs eine flache Entwicklung prognostiziert, immer noch übergewichten. Bei den Aktien würde ich am meisten Gewicht auf asiatische Titel legen, etwas weniger auf europäische und nochmals etwas weniger auf amerikanische.

INTERVIEW: MARTIN GOLLMER

US-Bubble und Schweizer Boom

Der Glaube, dass Immobilien nur teuer werden können, hat die Blase in den USA zum Platzen gebracht. Der Markt erholt sich.

TINA HALDNER

Langsam, aber stetig erholt sich der US-Immobilienmarkt vom massiven Absturz, der nach dem Platzen der Spekulationsblase 2006 die gesamte Wirtschaft erschütterte hatte. Der Aufwärtstrend hat sich 2013 fortgesetzt und gegen Ende Jahr an Dynamik gewonnen.

Die Erholung spiegelt sich auch in der Entwicklung der Immobilienpreise. Innerhalb eines Jahres sind die US-Hauspreise über 13% gestiegen. Im internationalen Vergleich entspricht das dem stärksten Anstieg, wie eine Auswertung des «Economist» vom Januar ergibt. Die Schweiz bewegt sich in dieser Tabelle im Mittelfeld: Im Vergleich zum Vorjahr sind die Preise hierzulande rund 5% gestiegen.

Unendliche Preisspirale

Wie unterschiedlich sich die Hauspreise in den USA und der Schweiz seit 2000 entwickelt haben, zeigt untenstehende Grafik: Während des US-Immobilienbooms nach der Jahrtausendwende zogen die Hauspreise massiv an und erreichten im zweiten Quartal 2006 ihren Höhepunkt. Die Preissteigerung betrug von 1997 bis 2006 satte 130%. Als die Immobilienblase 2006 platzte, folgte für viele Hausbesitzer das böse Erwachen: Innerhalb von drei Jahren verlor ihr Eigenheim etwa ein Drittel des Werts. Noch heute liegen die Hauspreise in vielen amerikanischen Städten unter dem Vorkrisenniveau.

Weniger spektakulär ist die Entwicklung des Schweizer Immobilienmarktes verlaufen. Seit über zehn Jahren ziehen die Preise kontinuierlich an. Die Preiszunahme beträgt rund 43% seit 2000. Die Übertreibungen nach amerikanischem Muster sind bislang ausgeblieben.

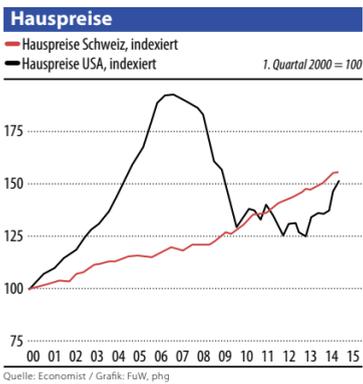
Die Spekulationsblase am US-Immobilienmarkt wurde durch verschiedene Faktoren begünstigt. Als die Preisspirale erst einmal eingesetzt hatte, entstand ein sich selbst verstärkender Kreislauf. Treiber für diese Entwicklung waren, wie bei der Immobilienblase der Neunzigerjahre in der Schweiz, irrationale Erwartungen an die zukünftige Preisentwicklung. Seit der Grossen Depression waren die landesweiten Immobilienpreise auf Jahresbasis nicht ein einziges Mal gesunken. Der Glaube an permanent steigende Hauspreise war beinahe universell. Eine Studie zeigt dagegen gerade für die USA, dass es langfristig kaum reale Wertsteigerungen bei Eigenheimen gibt (vgl. Box). Die Erfahrung der Neunzigerjahre dürfte Schweizer Marktteilnehmer heute zur Vorsicht



US-Immobilien haben sich 2013 im internationalen Vergleich am stärksten verteuert.

anhalten und kaum unendliche Preissteigerungen erwarten lassen.

Die Amerikaner machten diese Erfahrung erst rund fünfzehn Jahre später. Noch in den Neunzigerjahren hatte die US-Regierung beschlossen, Wohneigentum für einkommensschwache Haushalte zu fördern. Das zwang Banken sowie die staatlichen Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac, ihre Anforderungen an die Schuldner zu senken. In der Folge stieg der Anteil von Hypotheken mit mangel-



der Bonität, sogenannten Subprime-Papieren, von 5% (1994) auf 20% (2006). Die leichtfertige Kreditpolitik führte dazu, dass Hypotheken an Schuldner vergeben wurden, die sie eigentlich nicht leisten konnten. Mit dem Preiszerfall stieg die Zahl der Hausbesitzer, die die finanzielle Last gar nicht stemmen konnten.

Schweiz noch nicht zu teuer

Ein Indikator für Tragbarkeit ist das Verhältnis der Hauspreise zum durchschnittlich verfügbaren Einkommen der Haushalte. Der Wert erreichte in den USA Ende 2005 einen Höhepunkt. Die Immobilienpreise waren viel schneller gewachsen als die Einkommen. In der Schweiz wurde der Spitzenwert 1988 erreicht, gut ein Jahr bevor die Immobilienblase platzte.

Heute steigen die Hauspreise in beiden Ländern erneut stärker als die Einkommen. In der Schweiz dürfte sich diese Entwicklung auch im laufenden Jahr fortsetzen (vgl. Box). Gemessen am langfristig verfügbaren Einkommen sind die Immobilien laut «Economist» in den USA noch unterbewertet. Dies gilt auch für die Schweiz, allerdings nur noch knapp.

Ein schwacher Jahresausklang

LEAGUE TABLE SCHWEIZ IM DEZEMBER Das Volumen der Frankenobligationen bleibt 2013 deutlich unter Vorjahr.

MANFRED KRÖLLER

Dass der Dezember ein schwacher bzw. der schwächste Emissionsmonat des Jahres ist, ist bekannt. Aber so volumenarm wie im Dezember 2013 ging es schon lange nicht mehr zu am Frankenprimärmarkt: Es gab nur fünf Emittenten mit sieben Transaktionen über 781 Mio. Fr. Davon gehen zwei auf das Konto der Eidgenossenschaft, die mit zwei Aufstockungen über 391 Mio. Fr. schon die Hälfte des Dezemberumsatzes platzierte. Den Rest teilen sich drei Ausländer: Korea Land and Housing, der chilenische Banco de Credito e Inversiones sowie Danske Bank.

Aber auch ein «Superdezember» hätte die Jahresstatistik 2013 nicht signifikant aufgepöppelt. Das Emissionsvolumen bleibt mit knapp 66,5 Mrd. Fr. um gut 20% unter dem 2012-Niveau von 83,3 Mrd. Fr. Es fällt auf, dass die Zahl der Emissionen von 668 auf 594 weniger stark, nur um 11%, zurückgegangen ist. Rückläufig war 2013 vor allem das Auslandsegment, das von 35,8 Mrd. Fr. 2012 auf 22,7 Mrd. Fr. geschrumpft ist. Die Platzierungen inländischer Emittenten zeigten sich mit 43,7 Mrd. Fr., nach 47,5 Mrd. Fr. im Jahr zuvor, noch recht stabil. Fragt man nach den Ursachen des Schrumpfungsprozesses,

wird man schnell fündig, wobei verschiedene Faktoren zusammenspielen. Wettbewerbsbedingt waren angesichts eines global niedrigen Zinsumfelds die Basis-Swaps für ausländische Schuldner am Frankenmarkt wenig vorteilhaft. Zinsarbitrage mit Währungsabsicherung lohnte sich nicht mehr. Fremdkapitalaufnahme in Heimwährung war vielfach zu fast

ebenso günstigen Konditionen zu bekommen. Hinzu kommt, dass der Fremdmittelbedarf tendenziell zurückging, Schuldenrestrukturierung, Einsparungen, Bilanzverkürzung zeitigen Wirkung.

Auch litt der Markt der Frankenanleihen darunter, dass namhafte Schuldner, ebenfalls aufgrund des gesunkenen Mittelbedarfs, sich meist auf Anleihen in

Benchmark-Währungen beschränkten. Dennoch gab es auch 2013 einige Highlights am Frankenobligationenmarkt. So begab Raiffeisen Schweiz ihre erste Tier-1-Anleihe. Auch die Stromnetzbetreiberin Swissgrid debütierte. Es gab verschiedene Platzierungen von Pflichtwandelanleihen (Contingent Convertibles, Coco) und Hybridkapital – unter anderem von Alpiq. Vermehrt gesellten sich zu den ersten Adressen auch attraktive Unternehmensanleihen u. a. von Hilti, Lonza, Bauwerk Parkett, Aegis, Emmi, Enag oder Bell.

In der Rangliste (League Table) der führenden Emissionshäuser änderte sich im Dezember und im Gesamtjahr 2013 nur wenig. Credit Suisse (CS) behauptet Rang eins mit 163 Platzierungen über 17,6 Mrd. Fr. gegenüber knapp 24 Mrd. und 178 Transaktionen im Vorjahr. UBS Investment Bank, traditionell die Nummer zwei, kommt auf 142 Platzierungen über 14,8 Mrd. Fr., nach 162 Transaktionen und 17,8 Mrd. 2012. Der Abstand zur Nummer eins hat sich mehr als halbiert: auf 2,7 Mrd. Fr.

Die Zürcher Kantonalbank begleitete 2013 mit gut 5,9 Mrd. Fr. weniger Anleihen als 2012 (6,6 Mrd.) und verlor ihren dritten Platz an die Schweizer Kantonalbanken, deren Pfandbriefemissionen um knapp 2 Mrd. Fr. auf 7,9 Mrd. zunahm.

Die wichtigsten Emissionshäuser am Frankenkapitalmarkt

Lead-Manager	Dezember 2013			Januar bis Dezember 2013		
	Inland	Ausland	Total	Inland	Ausland	Total
Credit Suisse	- (-)	135 (2)	135 (2)	9706 (94)	7858 (69)	17 565 (163)
UBS Invest. Bank	- (-)	75 (1)	75 (1)	9316 (92)	5526 (50)	14 843 (142)
Schweiz. KB	- (-)	- (-)	0 (0)	7886 (25)	- (-)	7886 (25)
Zürcher KB	- (-)	- (-)	0 (0)	5730 (69)	175 (3)	5905 (72)
Deutsche Bank	- (-)	- (-)	0 (0)	785 (8)	2676 (26)	3462 (34)
Kantonalbanken ¹	- (-)	- (-)	0 (0)	3058 (17)	- (-)	3058 (17)
BNP Paribas	- (-)	60 (1)	60 (1)	300 (3)	2284 (28)	2584 (31)
Raiffeisen Schweiz	- (-)	- (-)	0 (0)	1603 (18)	105 (3)	1708 (21)
Royal Bank of Scotland	- (-)	- (-)	0 (0)	200 (3)	1386 (18)	1586 (21)
Barclays Capital	- (-)	- (-)	0 (0)	33 (1)	918 (12)	952 (13)
Basler KB	- (-)	- (-)	0 (0)	913 (8)	- (-)	913 (8)
Commerzbank	- (-)	- (-)	0 (0)	100 (1)	394 (5)	494 (6)
VTB Capital	- (-)	- (-)	0 (0)	- (-)	325 (3)	325 (3)
HSBC	- (-)	- (-)	0 (0)	- (-)	175 (1)	175 (1)
Gazprombank	- (-)	- (-)	0 (0)	- (-)	167 (1)	167 (1)
Goldman Sachs Int.	- (-)	- (-)	0 (0)	- (-)	163 (2)	163 (2)
übrige ²	- (-)	120 (1)	120 (1)	275 (10)	596 (10)	871 (20)
SNB ³	391 (2)	- (-)	391 (2)	3'818 (13)	- (-)	3818 (13)
Total	391	2 390	5 781	43 724	362 22 747	(232) 66 471

¹ Anzahl Emissionen ² ohne ZKB und Basler KB ³ übrige = Tradition, BZ Bank, Neue Helvetische, Finarbit, Continental Capital, Citibank (Switzerland), Morgan Stanley (ZH), ING (Schweiz), SocGen, Vontobel, Sberbank-CIB, ABN Amro, Crédit Agricole, Nomura ⁴ inkl. Eigentranche
Quelle: Credit Suisse