

Die Schweizer Kantone

Teil 2: Bonitätsratings

Schweiz

Zusammenfassung

Zürich, Oktober 2001

Bericht über die Schuldnerqualität der Schweizer Kantone

- Teil 1: Die Schweizer Kantone – ein Überblick über das System
- Teil 2: Die Schweizer Kantone – Bonitätsratings

Der erste Teil der Studie gibt einen Überblick über die institutionellen Rahmenbedingungen der Schweizer Kantone – ein wichtiger Faktor bei der Analyse der Finanzen der Kantone. Im zweiten Teil wird zuerst das Bewertungsmodell dargestellt, bevor die eigentliche Bonitätseinstufung der einzelnen Kantone erfolgt.

Nur drei der 26 Kantone verfügen über ein explizites Rating. Für einzelne Kantone lassen sich indirekte Ratings aus der Beurteilung ihrer jeweiligen Kantonalbanken herleiten. Ein solcher Ansatz ist aber nur teilweise befriedigend. Dieser Bericht ist dazu bestimmt, diese Lücke zu füllen, die Kreditqualität der Schweizer Kantone transparent zu machen und Vergleiche im Interesse eines effizient funktionierenden Kapitalmarktes anzustellen.

Die Ratings von UBSW ermöglichen den Investoren eine Beurteilung der Bonität der Kantone

Die Ratings von UBSW sollen den Investoren eine Beurteilung der Bonität der einzelnen Kantone ermöglichen. Wir möchten darauf hinweisen, dass unsere Ratings nicht als eine Wertung der Angemessenheit der Finanzpolitik und der öffentlichen Dienste eines Kantons - weder in qualitativer noch in quantitativer Hinsicht - zu betrachten sind. Ebensowenig ist eine Beurteilung der bestehenden vielfältigen institutionellen Gegebenheiten wie die Aufteilung der öffentlichen Aufgaben und die Verteilung Steuereinnahmen zwischen einem Kanton und seinen Gemeinden möglich.

Ein Kanton kann in Zahlungsverzug geraten, aber nie Konkurs gehen

Unsere Ratings sollen im wesentlichen die Fähigkeit und Bereitwilligkeit eines Kantons widerspiegeln, das Anleihenskapital und die fälligen Zinsen vollständig und termingerecht zurückzubezahlen. Ein Kanton kann in Zahlungsverzug geraten, aber nie Konkurs gehen. Unseres Erachtens liegt das potenzielle Risiko für den Anleger demzufolge nicht in der eigentlichen Zahlungsunfähigkeit, wohl aber in der Verzögerung von Kapital- und Zinszahlungen. Das Rating soll daher vor allem die unterschiedliche Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsverzugs ausdrücken, nicht aber das Risiko eines Kapitalverlustes – ein Risiko, dessen Eintretenswahrscheinlichkeit unserer Ansicht nach faktisch bei Null liegt.

Die Ratings der Schweizer Kantone liegen in der Bandbreite von AAA bis A+

Unter Ausschluss finanz- und kreditpolitischer Misswirtschaft liegen unsere Ratings in der Bandbreite von AAA bis A+. Unter Anwendung internationaler Massstäbe kann davon ausgegangen werden, dass das Risiko eines Zahlungsverzugs als gering einzustufen ist.

Diese Schlussfolgerung beruht auf einer Gegenüberstellung der institutionellen Rahmenbedingungen mit anderen europäischen Gebietskörperschaften.¹ Untersucht werden dabei Faktoren wie die Aufgabenteilung, die Finanzausgleichssysteme, die weitgehende Steuerhoheit der Kantone und ihre Kompetenz zur Aufnahme von Anleihen. Unsere Beurteilung berücksichtigt sowohl das ausgeprägt föderalistische System der Schweiz, als auch regionale Unterschiede in Wirtschaftsstruktur und Finanzpolitik.

Das UBSW Rating-Modell ist auf quantitative Faktoren ausgerichtet

Genauigkeit und Transparenz des Ratingprozesses hängen weitgehend von der sorgfältigen Auswahl und Kombination der quantitativen (messbaren oder objektiven) und der qualitativen (nicht messbaren oder subjektiven) Variablen ab. Die Ratings von UBSW fassen eine Auswahl verschiedener Variablen zusammen. Das unserer Bewertung zugrundeliegende Modell konzentriert sich auf bestimmte, messbare, makroökonomische und finanzpolitische Indikatoren. Wir gehen davon aus, dass sich die Bonität anhand einer relativ geringen, klar definierten Anzahl Kriterien beurteilen lässt.

Quantitative Faktoren sind messbar und objektiv ...

Um die Hauptrisikofaktoren und die Kreditwürdigkeit eines Kantons optimal beurteilen zu können, berücksichtigt unser Modell demographische und ökonomische Komponenten, die Entwicklung der finanziellen Lage sowie die Schuldenlast eines Kantons. Diese Komponenten haben den Vorteil, dass sie messbar sind und keine subjektiven Faktoren enthalten. Die kantonalen Rechnungen sind jedoch auf Grund mangelnder Harmonisierung mit Vorsicht zu geniessen. Aus diesem Grunde mussten für die ausgewählten Indikatoren in bestimmten Fällen entsprechende Anpassungen gemacht werden.

...wogegen qualitative Variablen mit einer subjektiven Tendenz behaftet sind

Bei der Beurteilung der Kreditwürdigkeit von halbsoveränen Körperschaften behandeln die Rating-Agenturen qualitative Faktoren wie administrative und rechtliche Aspekte als integralen Bestandteil. Die Schwierigkeit liegt dabei in der Messbarkeit dieser Faktoren. Die meisten dieser qualitativen Indikatoren sind jedoch in den erklärenden Variablen unseres Modells implizit enthalten. So werden sich beispielsweise institutionelle Schranken zur Defizit- oder Verschuldungsbegrenzung letztlich in einem niedrigeren Haushaltsdefizit bzw. Verschuldungsniveau widerspiegeln, welches von unserem Rating-Modell wiederum erfasst wird.

Unser Modell kann ausserdem Entwicklungstendenzen der Haushaltslage erfassen

Unser Ratingmodell ist auch in der Lage, Entwicklungstendenzen der Haushaltslage eines Kantons wiederzugeben. Die Mehrzahl der Kantone hat in den vergangenen Jahren von dem sich verbessernden Konjunkturmilieu profitiert. In den frühen neunziger Jahren nahm die Kreditqualität der Schweizer Kantone immer mehr ab und erreichte 1995 ihren Tiefpunkt. Nach 1995 konsolidierte sich die Finanzlage der meisten Kantone, und seit 1998 kann eine Verbesserung der Bonitätsprofile festgestellt werden.

¹ siehe Teil 1 unseres Berichtes: "Swiss Cantons – An overview of the system"

Abgesehen von den Kantonen Appenzell-Innerrhoden, Basel-Land, Nidwalden, Schwyz und Uri, die ihre Kreditwürdigkeit im Vergleich mit den frühen neunziger Jahren (das heisst vor Beginn der Rezession) verbessern konnten, haben die meisten Kantone trotz einer Verbesserung der Kreditqualität den Stand zu Beginn der Rezession nicht wieder erreicht. In zwei Kantonen (Obwalden und Waadt) verschlechterte sich indessen die Kreditqualität weiter.

UBSW schätzt, dass 19% der Kantone ein AAA Rating, 62% ein AA- bis AA+ Rating und 19% ein A+ Rating erhalten

In Tabelle 1 sind die von UBS Warburg vergebenen Ratings der Schweizer Kantone zusammengefasst. Zu den Faktoren, die zu unterschiedlichen Bonitätsbeurteilungen führten, zählen unter anderem Unterschiede in der regionalen Wirtschaft. Die Fähigkeit, einen ausgeglichenen Finanzhaushalt aufrechtzuerhalten, ist eng mit der wirtschaftlichen Basis und dem Wohlstand eines Kantons verknüpft. Als kritische Faktoren für die Unterschiede in den Ratings stellten sich die Finanzpolitik und die Finanzverwaltung eines Kantons heraus, was darauf zurückzuführen ist, dass die Schweizer Kantone auf finanzpolitischem Gebiet in hohem Masse autonom sind. Aus diesem Grund konnten auch kleinere Kantone, die eine restriktive Finanzpolitik verfolgen, ein AAA Rating erreichen.

Die meisten Kantone wurden in die Kategorie AA eingestuft. Die Kantone mit einem A+ Rating zeichnen sich durch anhaltende Haushaltsdefizite oder eine auf hohem Niveau verharrende Verschuldung aus - dies bei einer relativ schwachen wirtschaftlichen Basis. Eine Ausnahme bildet dabei der Kanton Genf, der hinsichtlich seiner Finanzkraft zur Spitzengruppe gehört, das Ausmass seiner Verschuldung jedoch weit über dem nationalen Durchschnitt liegt. Ein mit einem A+ Rating klassierter Kanton kann unseres Erachtens seinen finanziellen Verpflichtungen nach wie vor ohne weiteres nachkommen, ist indessen etwas anfälliger auf äussere Einwirkungen in wirtschaftlich angespannten Zeiten.

Tabelle 1: Ratingeinstufungen aller Kantone

Kanton	Gesamteinstufung	Aussichten	Kanton	Gesamteinstufung	Aussichten
AG	AA+	stabil	NW	AAA	stabil
AR	AA+	stabil	OW	A+	stabil
AI	AA+	stabil	SG	AA+	stabil
BL	AAA	stabil	SH	AA+	stabil
BS	AA+	stabil	SZ	AAA	stabil
BE	AA-	stabil	SO	AA-	stabil
FR	AA	stabil	TG	AA	stabil
GE	A+	stabil	TI	AA+	stabil
GL	AA+	stabil	UR	AA+	negativ
GR	AA+	stabil	VS	A+	stabil
JU	A+	stabil	VD	AA-	negativ
LU	AA	stabil	ZG	AAA	stabil
NE	A+	stabil	ZH	AAA	stabil

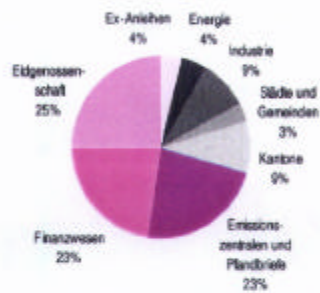
Quelle: UBS Warburg

Kapitalmarkt

Die Kantone stellen eine bedeutende Schuldnerkategorie auf dem Schweizer Kapitalmarkt dar

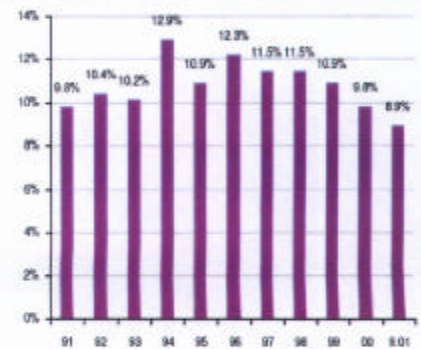
Mit Anleihen im Gesamtwert von CHF19,4 Milliarden per Ende September 2001 machen die Schweizer Kantone einen Anteil von 9% am einheimischen Kapitalmarkt aus. Dank einer weitgehenden Finanzautonomie können die Kantone regelmässig Anleihen begeben. Eine Tatsache, die durch die umfangreichen Anleihssemissionen der öffentlichen Hand auf dem Schweizer Obligationenmarkt belegt wird. Im Jahr 2000 nahmen die öffentlichen Körperschaften – Bund, Kantone und Gemeinden – Kapital in der Höhe von rund 42% des gesamten einheimischen Neuemissionsvolumens auf; der Anteil der Kantone an der gesamten Neuverschuldung des öffentlichen Sektors betrug 15%, während 80% auf den Bund und 5% auf die Gemeinden entfielen.

Grafik 1: Aufgliederung der Anleihssemissionen von schweizerischen Schuldern



Quelle: SWX, Stand: September 2001

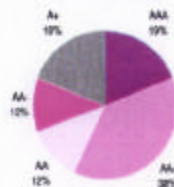
Grafik 2: Entwicklung des Anteils der Schweizer Kantone am Emissionsvolumen



Quelle: SWX, Stand: September 2001

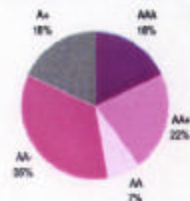
In den Grafiken 1 und 2 wird die Verteilung der Bonitätsratings der Schweizer Kantone und die Ratingverteilung nach dem Nennwert der ausstehenden inländischen Anleihssemissionen dargestellt. Fünf Kantone erhielten das beste Rating von AAA, zehn das Rating AA+, drei Kantone das Rating AA, drei Kantone AA- und fünf Kantone das Rating A+. Wenn man die Ratingverteilung nach dem ausstehenden Anleihsenvolumen betrachtet, bilden die Kantone mit einem AA- Rating die grösste Gruppe, gefolgt von der Gruppe mit einem AA+ Rating und den Kantonen mit einem AAA oder einem A+ Rating, die je etwa des ausstehenden Volumens der Anleihen ausmachen.

Grafik 3: Schweizer Kantone Aufgliederung nach Rating-Kategorien



Quelle: UBS Warburg, 2001

Grafik 4: Aufgliederung der Bonitätsratings der Schweizer Kantone nach dem Nennwert der ausstehenden Anleihssemissionen



Quelle: UBS Warburg, Stand: Ende August 2001
Anmerkung: 17 der 28 Kantone haben ausstehende Anleihen.

Zu Beginn der neunziger Jahre stieg die Verschuldung der Schweizer Kantone infolge erhöhter, struktureller Defizite drastisch an. Seit 1993 hat sich die Finanzlage der Kantone verbessert, und im Jahr 2000 wiesen sie auf konsolidierter Basis bemerkenswert robuste Eckdaten auf. Diese positive Entwicklung wurde durch Faktoren wie die früher eingeführten kostensenkenden Massnahmen und das bessere wirtschaftliche Umfeld gefördert, was zu einer Abnahme der kantonalen Beiträge an die eidgenössische Arbeitslosenversicherung führte und einen kräftigen Anstieg des Steueraufkommens und des Anteils der Kantone an den Steuereinnahmen des Bundes nach sich zog. Der Anteil der Schweizer Kantone am inländischen Emissionsvolumen erreichte im Zehnjahresvergleich einen Tiefstand im Fiskaljahr 2000 (siehe Grafik 4).

In dieser Studie von UBS Warburg ("UBSW") werden die Bonitätsratings der Schweizer Kantone für langfristige Schulden dargestellt, und zwar einzig auf der Grundlage des Rating-Modells von UBSW für die Schweizer Kantone. Die von UBSW verwendeten Rating-Symbole ähneln denjenigen der Rating-Agenturen wie Standard & Poor's; sie geben jedoch ausschliesslich die Meinung von UBSW wieder.

UBS Warburg, Europastrasse 1, CH-8152 Opfikon Phone: +41-1-239 1111
UBS Warburg, 1 Finsbury Avenue, London, EC2M 2PP, UK Phone: +44-20-7567 8000

This report has been prepared by the division, group, subsidiary or affiliate of UBS AG ("UBS") identified herein. In certain countries UBS AG is referred to as UBS SA, which is a translation of UBS AG, its registered legal name. UBS Warburg is a business group of UBS AG. This report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law, including the following:

This report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient. The report is published solely for informational purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell any securities or related financial instruments. The securities described herein may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors. The report is based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgement. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and UBS is not under any obligation to update or keep current the information contained herein. UBS and/or its directors, officers and employees may have or have had interests or long or short positions in, and may at any time make purchases and/or sales as principal or agent, or UBS may act or have acted as market-maker in the relevant securities or related financial instruments discussed in this report. Furthermore, UBS may have or have had a relationship with or may provide or has provided corporate finance, capital markets and/or other financial services to the relevant companies. Employees of UBS may serve or have served as officers or directors of the relevant companies. UBS may rely on information barriers, such as "Chinese Walls," to control the flow of information contained in one or more areas within UBS, into other areas, units, divisions, groups, or affiliates of UBS.

Options, derivative products and futures are not suitable for all investors, and trading in these instruments is considered risky. Past performance is not necessarily indicative of future results. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related instrument mentioned in this report. Clients wishing to effect transactions should contact their local sales representative. UBS accepts no liability whatsoever for any loss or damage of any kind arising out of the use of all or any part of this report. Additional information will be made available upon request.

Except as otherwise specified herein, this report has been issued by UBS Warburg Ltd., a subsidiary of UBS AG. Switzerland: This report is being distributed in Switzerland by UBS AG.

THIS DOCUMENT MAY NOT BE DISTRIBUTED OUTSIDE OF SWITZERLAND.

©2001. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of UBS. UBS specifically prohibits the re-distribution of this report, via the Internet or otherwise, and accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.