

Bedächtiger Heimmarkt

Notenbankbilanz erlaubt Aufschlüsse mit Vorbehalten – Ratingabwertungsreigen ist ungebremst

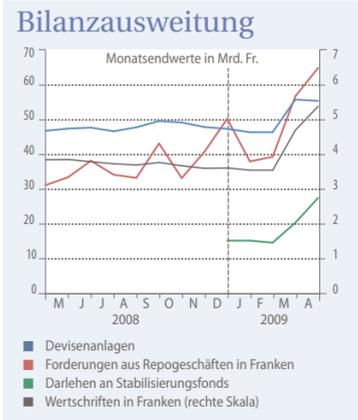
PETER KUSTER

Auch wenn im Obligationengeschäft von einer Rückkehr zur Normalität gesprochen wird – die Risikoauflage sind v. a. im Eurobondmarkt deutlich gesunken, hierzulande dürfte die Verengung verzögert nachvollzogen werden und deshalb sprudeln die Emissionen noch nicht: Normal sind die Zeiten mitnichten. Ein Indiz ist die Bilanz der Schweizerischen Nationalbank (SNB), wo gar nichts auf Courant normal hindeutet.

Gemäss dem am Freitag publizierten «Statistischen Monatsheft» hat die Notenbankbilanzsumme Ende April den Rekordwert von 245 Mrd. Fr. erreicht. Ende 2008 waren es 214 Mrd., 2007 127 Mrd. Auf der Aktivseite sind vier Positionen aufschlussreich (vgl. Grafik). In den Devisenanlagen spiegelt sich seit Mitte März der Abwehrkampf gegen eine Frankenaufwertung. Dass sich der Bestand binnen Monatsfrist kaum veränderte, heisst nicht, dass nicht interveniert wurde. Zentral ist der Wechselkurs. Wertet sich der Franken auf (ab), nimmt der Devisenbestand ceteris paribus ab (zu).

Libor wie festgezurrert auf 0,40

Massiv gewachsen ist zweitens der Ausstand an Frankenrepos, auf ein Allzeithoch von 65 Mrd. Mitte März kündigte die SNB an, vermehrt lange Laufzeiten anzubieten, um den Dreimonatssatz Libor in den unteren Bereich des neuen Zielbands von 0 bis 0,75% zu drücken. Seit Ende 2008 legt die SNB die geldpolitischen Operationen wegen «Fehlinterpretationen» nicht mehr im Wochenrhythmus offen, sondern nur noch im «Monatsheft». Demnach wurden im März lange Repos mit sechs, neun und zwölf Monaten Laufzeiten abge-



schlossen. Die Nachfrage war verhalten, die SNB bediente sie stets zum «Einheitsatz» von 0,05% voll. Dass der Libor auf 0,40% verharrt, liegt also nicht an ihrem fehlenden Willen. Zu berücksichtigen ist, dass die SNB auch im März Franken-Bills emittierte, um kurzfristige Liquidität abzuschöpfen – von der systemlogischen Variante der Reverse Repos macht die SNB kaum noch Gebrauch. Per saldo wäre also die Liquidität tiefer – um wie viel lässt sich nicht beziffern. Im Passivposten «eigene Schuldverschreibungen» sind nämlich die Dollar-Bills zur Finanzierung des Stabilisierungsvehikels für UBS inbegriffen.

Auf der Aktivseite wird drittens das Darlehen an diesen Stabfund verbucht. Da nun der ganze Übertrag belasteter Verbriefungen und Kredite vollzogen ist, sollte der Posten künftig nur noch mit dem Wechselkurs schwanken. Deutlich kleiner, aber für den hiesigen Obligationenmarkt die wichtigste Position sind viertens die «Wertschriften in Franken». Binnen Monatsfrist wuchs das Portefeuille

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	2,75	-	2,50	2,875	2,875-3,875	2,95
Festhypothek									
2 Jahre	1,95	1,99	1,75	1,55	1,55	1,56	1,60	1,70	1,75
5 Jahre	2,75	2,90	2,74	2,57	2,60	2,55	2,65	2,75	2,70
10 Jahre	3,75	3,74	3,59	3,45	3,45	3,41	3,55	3,65	3,60
Strukturierte Libor-Hypothek^{2,3}									
3 Jahre	2,50 (3,80)	-	-	-	1,35 (3,70)	1,757 (4,220)	1,847 (3,56)	-	2,000 (4,000)
5 Jahre	2,75 (4,3)	-	-	-	-	1,923 (4,386)	2,127 (4,09)	-	2,000 (4,500)

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: 22.5.2009

von 4,7 Mrd. auf 5,4 Mrd. – die SNB kauft seit Mitte März Obligationen, um die Risikoauflage zu verengen. Vor einer einfachen Subtraktion ist zu warnen, weil auch Marktpreisveränderungen einfließen.

Staat schlecht für Hybride

Der einzige Schuldner in der zweiten Wochenhälfte, erstmals seit über einem Jahr am Markt, profitierte von seiner bewegten jüngsten Geschichte, die ihm Spread-Appeal verleiht und die im mit negativem Ausblick versehenen Aa1 bzw. gar auf der Überprüfungsliste schmorendem AA+ zum Ausdruck kommt. 2,7% Exportfinans 2009/2016 über 300 Mio. Fr. wurden zu 60 Basispunkten über Swapmitte lanciert. Des Norwegers Federführer waren Credit Suisse (CS) und UBS Investment Bank. Apropos UBS: Eine Meldung des Nachrichtendienstes Finews, Syndikatschef Manuel Gadiert verlasse die Bank, liess sich erhärten. Immerhin handelt es sich nicht um einen Abbau, das Team wird komplettiert, wenn auch bis auf Weiteres bewusst ohne explizit designierten Leiter.

Wie in anderen Ländern verbessern sich auch in der Schweiz die Konjunkturerwartungen. Der ZEW/CS-Indikator stieg deutlich, wobei die Kluft zwischen Beurteilung der aktuellen Lage (miserabel) und Perspektiven (aufhellend) ebenfalls ins internationale Bild passt.

In den ebenso in die Zukunft weisen Ratings ist keine Aufhellung absehbar, im Gegenteil. Standard & Poor's (S&P) verurteilt das Triple-A Grossbritanniens mit einem negativen Ausblick, ein Signal für den weltweit ältesten Staatstitelmarkt (vgl. Seiten 2 und 6). S&P reduzierte zudem das Rating für hybride Papiere von ABN Amro, der drei grossen irischen Banken, Dexia, Fortis Bank, Lloyds, Northern Rock und RBS um mehrere Notches. Diese Banken hätten Staatshilfe erhalten, und es sei wahrscheinlicher geworden, dass sie «gezwungen oder ermutigt» würden, Zahlungen für Hybride zu suspendieren. Banken ohne oder mit wenig Staatshilfe dagegen würden ihre Hybriden eher bedienen.

Moody's überprüft die Ratings von gleich 34 spanischen Banken auf eine Rückstufung. Das schlägt auf sich auf das riesige Cédulas-Segment durch. Die Bedächtigkeit des Schweizer Markts erweist sich hier als Vorteil: Es sind keine Hybrids der genannten Institute, noch spanische Bankanleihen oder Pfandbriefe kotiert.

Das Anleihenrating feiert 100 Jahre

John Moody verdichtete als erster Kreditbeurteilungssysteme zu Ratingsymbolen (Teil 1)

Bereits Jahrhunderte bevor die erste Aktiengesellschaft der Welt, die East India Company, 1603 gegründet wurde, gab die Bank in Venedig anno 1157 die erste Anleihe zur Finanzierung des Kriegs gegen Konstantinopel heraus. Nach dieser Emission vergingen über siebenhundert Jahre bis ein Amerikaner 1909 zum ersten Mal Credit Ratings für Bonds (Anleihen) anbot. Der Name des Pioniers: John Moody. In der Zins- und Anleihengeschichte gibt es knapp zwei Dutzend Namen, die Geschichte schrieben. John Moody gehört zweifellos zum auserlesenen Kreis der Wall-Street-Legenden.



John Moody erfand die Ratingsymbole.

Mit den zu relativ einfach verständlichen Ratingsymbolen verdichteten Kreditbeurteilungssystemen hat er zur Popularität von Anleihen beigetragen. Mittels simpler Bonitätsskalen sollten sich Investoren im wachsenden Anleihen-Dschungel einfacher zurechtfinden. Die erfolgreiche Implementierung von Ratings am Bondmarkt war auf deren Etablierung in der statistischen Bewertung im Kreditwesen gefolgt, vor allem auch dank Henry Poor ab 1860. Der Entwicklungsschritt war somit eher evolutionär denn revolutionär. Bestärkt wurde Moody auch durch den hohen Kapitalbedarf von US-Unternehmen als Folge der Industrialisierung, die in England ihren Ursprung genommen und eine gewaltige Globalisierungswelle ausgelöst hatte. Jahrhunderte lang waren Obligationen für die Finanzierung von Kriegen sowie Staatsgründungen verwen-

det worden und nur einer (sehr) vermögenden Oberschicht als Anlageinstrument vorbehalten gewesen.

Staatsbankrotte waren im 19. Jahrhundert leider fast mehr Regel als Ausnahme. Mit den enormen Infrastrukturprojekten explodierte die Ausgabe von Eisenbahn-Anleihen. Auch viele kleinere Haushalte wurden von der grossen Aufbruchstimmung und Euphorie erfasst und investierten in entsprechende Zins- oder Aktienprodukte. Der 1868 geborene John Moody besuchte in dieser Zeit bis zu seinem 15.

Altersjahr die ordentliche Schule, danach verdiente er seinen Lebensunterhalt als Bankangestellter. Parallel bildete er sich in den folgenden zehn Jahren im Selbststudium intensiv weiter. Als Angestellter des bekannten Bankhauses Spencer Trask and Company lernte er viele illustre Wall-Street-Haudegen zum Teil persönlich kennen und verfeinerte seine Kenntnisse. Seine Faszination für die rasante Modernisierung und sein Interesse für Finanzfragen wuchsen stetig. Wissenshunger und Leidenschaft verhalfen ihm trotz vorübergehender Rückschlägen zum Erfolg.

Als monumentales Werk von John Moody kann seine erste Rating-Bibel mit dem Titel «Moody's Analyses of Railroad Investments» von 1909 bezeichnet werden. Bereits 1900 hatte John Moody mit nur 32 Jahren das «Bureau of Corporation Statistics» in New York mit einer umfangreichen Daten- bzw. Büchersammlung eröffnet. Sein erstes Handbuch von 1900 hiess «Moody's Manual of Corporation Securities», das nicht weniger als 1500 Seiten umfasste. Aus dem Namen lässt sich ableiten, dass Moody sich nicht nur mit Anleihen, sondern mit den verschiedensten Investments, die eine profunde Unternehmensanalyse voraussetzten, beschäftigte. B.C. Forbes verglich 1925 die etablierte Beurteilung von Anlagen durch Moody's Credit Ratings mit dem Stempelaufruck zum Karategehalt von Goldprodukten.

GION RETO CAPAUL, Visual Finance

Neu lancierte Frankenemissionen

Valor, Emittent, Lead Manager, Rating ²	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Libe-rung	Briefkurs	Rendite in %
Anleihen inländischer Schuldner							
10 200 011 Pfandbriefbank (CS) Aaa ²³	309	7 ¼	2 ¼	27,5	2,6	99,95	2,26
3 913 931 Sika (UBS IB) A-	300	5	3 ½	29,5	4,6	101,15	3,25
10 186 169 Credit Suisse Aa1/A+ ¹³	200	4 ¼	4	4,6	8,6	103,25	3,18
Anleihen ausländischer Schuldner⁸							
10 104 726 Nestlé Finance (UBS IB/ABN Amro) Aa1/AA ^{7,16}	125	4 ½	2	25,5	29,5	101,55	1,61
10 183 266 BNP Paribas Covered Bonds (BNP Paribas) Aaa/AAA ⁹	275	5 ½	2 ¼	25,5	26,5	101,52	2,44
10 158 932 Kommuninvest (UBS IB/SKB) Aaa/AAA ⁹	300	6 ½	2 ½	26,5	4,6	100,10	2,48
10 138 127 Nestlé Finance (CS) Aa1/AA ⁷	250	6	2 ½	27,5	29,5	100,50	2,04
10 149 652 Nestlé Finance (CS / BNP Paribas) Aa1/AA ^{7,12}	250	2 ½	1 ¼	27,5	29,5	100,57	1,05
10 161 322 Europäische Investitionsbank (CS) Aaa/AAA ¹⁸	150	4 ½	2	27,5	29,5	101,22	1,74
10 196 771 Nestlé Finance International (CS) Aa1/AA ²¹	100	6	2 ½	27,5	29,5	100,50	2,04
10 161 105 Municipality Finance (ABN Amro) Aaa/AAA ¹⁷	100	6 ½	2 ¾	28,5	4,6	99,14	2,52
10 169 175 Svensk Exportkredit (ABN Amro) Aa1/AA+ ¹⁹	200	4 ½	2 ¾	29,5	3,6	101,65	2,27
10 158 936 Rabobank Nederland (UBS IB/ABN Amro) Aaa/AAA ³⁰⁰	300	7	3	2,6	10,6	100,30	2,95
10 189 828 Nestlé Financial International (BNP Paribas) Aa1/AA+ ^{7,20}	100	4 ½	2	3,6	5,6	100,67	1,85
10 177 420 Total Capital (ABN Amro) Aa1/AA ¹⁴	150	6 ½	2 ¾	4,6	8,6	97,61	2,78
10 158 933 UBS (UBS IB) A+/Aa2	700	1 ½	2 ½	4,6	10,6	100,21	2,36
10 196 812 Bank Nederlandse Gemeenten (CS) Aaa/AAA ¹⁰	125	6 ½	2 ¼	5,6	10,6	101,20	2,56
10 176 806 SNCF (Credit Suisse) Aaa/AAA	225	9	2 ¾	8,6	11,6	99,55	2,81
10 199 730 Brandbrew (BNP Paribas) Baa2/BBB+ ⁷	600	5	4 ½	9,6	11,6	100,20	4,45
10 200 513 Swedbank (BNP Paribas) Aaa/AAA	150	4 ½	1 ¾	9,6	11,6	100,09	1,85
10 216 295 Exportfinans (CS/UBS IB) Aa1/AA+ ⁹	300	7 ½	2 ½	12,6	16,6	100,16	2,85
10 201 355 Nederlandse Waterschapsbank (DB) Aaa/AAA ²²	100	1 ¾	1 ¼	15,6	18,6	100,64	0,88
10 204 484 Dexia Crédit Local (BKB/Unicredit) Aa1/AA+	350	2 ½	1 ¼	15,6	19,6	99,86	1,19

¹ Erstmals in dieser Tabelle ² noch nicht bekannt ³ das Rating von Moody's und Standard & Poor's bezieht sich auf vergleichbare ausstehende Anleihen desselben Schuldners ⁴ Staatsgarantie ⁵ nachrangig ⁶ Tender ⁷ Floater (variabler Zins) ⁸ Garantie der Muttergesellschaft ⁹ Titel ausländischer Schuldner sind quellensteuerfrei ¹⁰ erster Coupon kurz ¹¹ Aufstockung; nach Liborierung am 10.6. mit Valor 4 949 559 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 119 Tage gerechnet ¹² Aufstockung; nach Liborierung am 29.5. mit Valor 10 048 457 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 35 Tage gerechnet ¹³ Aufstockung; nach Liborierung am 8.6. mit Valor 4 502 987 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 263 Tage gerechnet ¹⁴ Aufstockung; nach Liborierung am 8.6. mit Valor 237 43 74 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 145 Tage gerechnet ¹⁵ Aufstockung; nach Liborierung am 29.5. mit Valor 4 952 404 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 114 Tage gerechnet ¹⁶ Aufstockung; nach Liborierung am 4.6. mit Valor 3 718 168 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 83 Tage gerechnet ¹⁷ Aufstockung; nach Liborierung am 29.5. mit Valor 10 078 327 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 35 Tage gerechnet ¹⁸ Aufstockung; nach Liborierung am 5.6. mit Valor 4 752 102 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 58 Tage gerechnet ¹⁹ Aufstockung; nach Liborierung am 3.6. mit Valor 251 64 73 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 21 Tage gerechnet ²⁰ Aufstockung; nach Liborierung am 18.6. mit Valor 2 812 111 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 97 Tage gerechnet ²¹ Aufstockung; nach Liborierung am 2.6. mit Valor 2 251 502 fungibel; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 270 Tage gerechnet

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	0,125	0,125
Sparkonto	0,50	0,50	0,375	0,875	0,75-1,50	0,50	0,75 ⁴	0,25-2,25	0,375
Privatkonto	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125
Jugend-Privatkonto	0,75	0,875	1,375	1,625	1,25	0,75	1,375	1,00	1,00
Sondersparkonten²									
Anlagesparkonto	0,75-1,125	-	1,375-1,750	1,00	0,75-1,50	1,125	-	-	0,625
Jugendsparkonto	1,375	1,50	1,500	1,75	1,75-2,25	1,25	1,375	1,25	1,375
Altersparkonto	-	-	0,500-0,625	0,875	0,75-1,50	0,625	0,375	-	0,50
Vorsorgekonto (3. Säule)	2,25	2,25	1,750	2,00	2,50	2,00	1,875	2,00	2,00
Festgelder³									
1 Monat	0	0	0	0	-	0	0,125	0	0,10
3 Monate	0,05	0	0	0	-	0	0,125	0	0,10
6 Monate	0,19	0,04	0,15	0,10	-	0,10	0,125	0	0,15
12 Monate	0,50	0,35	0,35	0,33	-	0,40	0,125	0,25	0,35
Kassenobligationen									
3 Jahre	1,50	1,625	1,125	1,125	0,875	0,75	1,00	1,00	0,875
5 Jahre	2,00	2,375	1,625	1,625	1,375	1,50	1,50	1,50	1,50
8 Jahre	2,50	2,875	2,125	2,250	2,00	2,25	2,00	2,00	2,25

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 wird mit 0,5% weniger verzinst Stand: 22.5.2009

Kennziffern Zinsen Schweiz

	Ende 2008	Hoch 2009	Tief 2009	19.5.	20.5.	22.5.
Kassazinssatz (10 Jahre)	2,15	2,43	1,97	2,33	2,36	2,39
4,25% Eidgenossenschaft 1994/2014 ¹	1,66	1,77	1,20	1,38	1,38	1,40
3% Eidgenossenschaft 2004/2019 ¹	2,23	2,43	2,01	2,37	2,36	2,39
2,5% Eidgenossenschaft 2006/2036 ¹	2,59	2,92	2,43	2,87	2,86	2,92
Swapsätze Fr.						
(Mittelwerte)						
3 Jahre	1,42	1,46	1,05	1,05	1,08	1,08
5 Jahre	1,86	2,01	1,59	1,72	1,73	1,76
10 Jahre	2,59	2,77	2,29	2,58	2,59	2,65
Euromarktsätze Fr.						
1 Monat	0,63	0,90	0,06	0,12	0,06	0,24
3 Monate	0,97	1,49	0,38	0,52	0,49	0,46
12 Monate	1,26	1,78	0,74	0,82	0,77	0,74
Dreimonatssatz (Libor)	0,67	0,66	0,40	0,40	0,40	0,40
Conf-Futures (Juni-Kontrakt)				132,26	132,47	131,79
Dreimonats-Eurofranken-Futures (Juni-Kontrakt)				99,61	99,62	99,63
Zinsdifferenzen (Spreads) in Prozentpunkten						
Kassazinssatz (10 J.) – Euromarktsatz (3 Mte.)	1,18	1,92	0,68	1,80	1,87	1,92
Swap (10 J.) – Kassazinssatz (10 J.)	0,44	0,52	0,12	0,25	0,23	0,26
Euromarktsatz (3 Mte.): Euro – Franken	1,95	2,68	0,60	0,71	0,77	0,76
Swapsätze (10 J.): Euro – Franken	1,12	1,31	0,85	0,92	0,91	0,85
Leitzätze der Nationalbank						
Zielband für Dreimonatssatz (Libor) 0,00 – 0,75 (seit 12.3.2009)						
¹ Die Renditen für Ende 2008 beziehen sich auf die entsprechenden Referenzanleihen, ausführliche Tabellen siehe Seite E Stand: 17.00 Uhr						

Anzeige

BREITLING
1884

CHRONO-MATIC

RÖSSELET