

Frankenanleihe von Kuoni

Schweizer Pfandbriefbank-Hattrick kratzt an Jumbogrösse – S&P sieht Coca-Cola positiver

TOMMASO MANZIN

Thomas Jordan, Direktoriumsmitglied der Schweizerischen Nationalbank (SNB), hat in einem Interview mit Radio DRS betont, die UBS dürfe die risikobehafteten Papiere, die sie vor Jahresfrist in die SNB-Zweckgesellschaft Stabfund ausgelagert hatte, nicht zurückkaufen. Die SNB werde sie weiter bewirtschaften und die Risiken, die sich seit Gründung von 35 auf derzeit 25,5 Mrd. \$ verringert hätten, reduzieren. Die Wahrscheinlichkeit, dass Stabfund für die SNB ein Verlustgeschäft wird, bezifferte Jordan auf 50%.

Stabfund macht sich auch in einer anderen Bilanz bemerkbar. Die von der SNB veröffentlichte Zahlungsbilanz für das zweite Quartal zeigt, dass die Exporteinnahmen im Vorjahresvergleich 13 Mrd. Fr. gesunken sind. Mit -17% handelt es sich um den grössten Rückgang seit 1972. Der Kapitalverkehr wurde von hohen Portfolioinvestitionen im Ausland, umfangreichen Kapitalimporten der SNB sowie Kapitalimporten der Banken bestimmt.

Beliebtes Auslandsegment

Die Portfolioinvestitionen im Ausland stiegen um 4 Mrd. auf 31 Mrd. Fr. (vgl. Grafik). Schweizer Investoren erwarben vor allem festverzinsliche Wertpapiere ausländischer Emittenten. Sie erwarben für 20 Mrd. Fr. Anleihen sowie für 7 Mrd. auf die Übernahme der letzten Tranche UBS-Aktiven im Ausland durch Stabfund. Schon im ersten Quartal waren Frankenanleihen des Auslandsegments beliebt. Gerade das quellensteuerfreie Segment befindet sich heuer auch am Primärmarkt auf Rekordkurs (vgl. Grafik).

Wie schon Kexim vergangene Woche verlor auch Kuoni nach der Präsentation (vgl. letzte Ausgabe) keine Zeit und begab unter der Federführung von UBS Investment Bank (IB) 3% Kuoni Reisen Holding 2009/2013 über 200 Mio. Fr. Es handle sich um einen einzigartigen Schuldner, erklärt UBS. Er sei weder von einer Agentur noch von einer Bank eingestuft, da keine Anleihen ausstehend seien. Entsprechend sei das Pricing nicht ganz trivial gewesen. Der Spread von 162 Basispunkten (Bp) über Swap entspräche einem Triple-B. Die Nachfrage nach Corporates mit bekanntem Namen in Verbindung mit einem attraktiven Spread sei ungebrochen, doch viele Unternehmen hätten ihr Refinanzierungsziel bereits erreicht. 90% der Anleger seien private oder Asset-Manager gewesen. Am Start steht ein weiterer Schweizer Corporate: Hero präsentierte sich am

Dienstag der Investorengemeinde in Zürich mit der Absicht, 250 bis 500 Mio. Fr. an hybridem Kapital zu begeben.

Am Montag lancierte Credit Suisse (CS) 1% Pfandbriefbank 2009/2012 über 465 Mio. und stockte 2¼% Pfandbriefbank 2005/2016 um 305 Mio. Fr. auf 1,015 Mrd. sowie 27¼% Pfandbriefbank 2007/2019 um 210 Mio. auf 498 Mio. auf. Die Spreads lagen mit -14 Bp, -8 Bp bzw. -5 Bp alle im Minus. Man habe aufgrund der hohen Nachfrage das Buch kürzen müssen, erklärt CS. Zwar hätten diese Emissionen nichts mit der europaweiten Wiederbelebung des Pfandbriefmarktes zu tun, aber es sei kein Geheimnis, dass nicht nur die europäische Zentralbank, sondern auch die SNB mit dem Kauf von Pfandbriefen quantitative Lockerung betrieben habe.

Standard & Poor's (S&P) protokolliert derweil noch immer hohe Refinanzierungskosten privater Schuldner. Obschon die Risikoaufschläge sowohl in der Anlageklasse wie auch in der spekulativen Qualität seit dem Höchst im Dezember 2008 rund 60% gesunken seien, zahlten Emittenten mit BBB oder weniger durchschnittlich 35 Bp mehr für ihre Neuemissionen als für vergleichbare ausstehende Anleihen. S&P dreht derweil den Ausblick des A+ von Coca-Cola, die Anfang Jahr

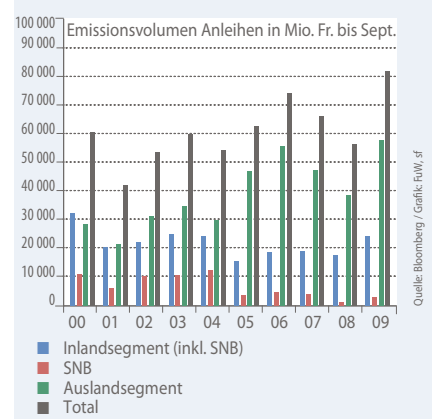
eine siebenjährige Auszeit am Frankencashmarkt beendet hatte, von negativ auf positiv. Grund sind die stabilen Cashflows trotz schwierigem Umfeld.

Preise sind stabil

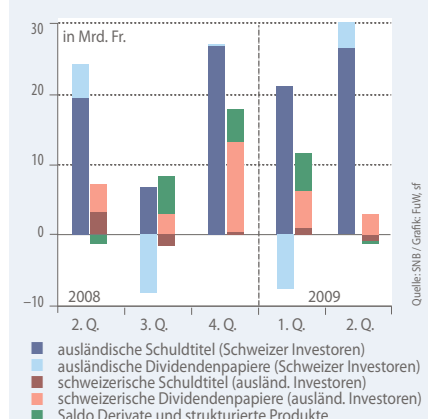
Keine Refinanzierungsorgen hat offenbar der Bund: Das Zeichnungsergebnis der dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen (GMBF) der Schweizerischen Eidgenossenschaft berücksichtigte mit 420,3 Mio. nicht einmal ein Viertel der Angebote, obschon sie keinen Zins abwerfen.

Der richtige Zeitpunkt für den Ausstieg aus der Nullzinspolitik wird darüber entscheiden, ob sich die Inflationserwartungen erhöhen. Zwar setzt sich der Revisionsreigen der Konjunkturforscher global (IWF) wie lokal (Kof, PMI) unvermindert fort (vgl. letzte Ausgabe, Seiten 5 und 6). Das aktuelle Preisniveau bleibt derweil stabil, wie das Bundesamt für Statistik (BFS) am Dienstag mitteilte. Der Landesindex der Konsumentenpreise rührte sich im September nicht von der Stelle. Im Vergleich zum Vorjahr ging die Teuerung 0,9% zurück (August -0,8%). Billiger wurden v.a. Nahrungsmittel und Rohölprodukte. Aber auch die Kerninflation sank von 0,7% im August auf 0,6% weiter.

Rekordkurs intakt



Portfolioinvestitionen



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	2,50	-	2,50	2,875	2,875-3,875	2,95
Festhypothek									
2 Jahre	1,95	1,95	1,79	1,33	1,30	1,62	1,65	1,75	1,75
5 Jahre	2,70	2,84	2,67	2,34	2,35	2,53	2,55	2,65	2,65
10 Jahre	3,60	3,64	3,47	3,35	3,35	3,35	3,35	3,50	3,60
Strukturierte Libor-Hypothek^{2,3}									
3 Jahre	1,85 (5,55)	-	-	-	1,40 (2,65)	1,605 (4,213)	1,712 (3,57)	-	1,875 (3,875)
5 Jahre	1,70 (5,90)	-	-	-	-	1,760 (4,368)	1,942 (4,05)	-	1,875 (4,375)

¹ Empfehlung von Raiffeisen Schweiz an die Mitgliedinstiute 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: 6.10.2009

Agenturratings wollen hinterfragt sein

Neues N.-Y.-Urteil appelliert an Verantwortung und ebnet Weg für weiter Klagen (Teil 2)

Der Ratingverlauf von Cheyne Finance zeigt einen besonders krassen Bewertungsfall aus dem US-Hypotheken-Hype. Ein Jahr vor dem Kollaps von Lehman Brothers ging dem Structured Investment Vehicle (SIV) die Luft aus. Die Obligationäre waren dem Preiszerfall des schlecht konzipierten Konstrukts ausgeliefert.

Auch mit Blick auf die Treffsicherheit ihrer Meinungen (Credit Ratings) haben die Agenturen gegen Klagen vorgesorgt. Die - neben der Berufung auf die Meinungsausserungsfreiheit (vgl. FuW Nr. 76 vom 30. September) - zweite Verteidigungslinie verweist nämlich darauf, dass Credit Ratings extensiv «disclaimed» sind. Konkret heisst das, dass die geäußerten Meinungen in keiner Weise Empfehlungen zum Kaufen, Halten und Verkaufen von irgendwelchen Wertschriften darstellen. Was viele Marktteilnehmer erstauern mag, hat der Ratingindustrie in den letzten Jahrzehnten immer wieder geholfen, Klagen abzuwehren und sie vor hohen Schadenzahlungen zu bewahren.

Infolge der US-Rezession hat der Druck auf die Agenturen nun aber von allen Seiten (Legislative, Aufsichts- und Strafbehörden) massiv zugenommen. Die geschilderten Umstände machen es notwendig - ja wünschenswert - dass der Fall

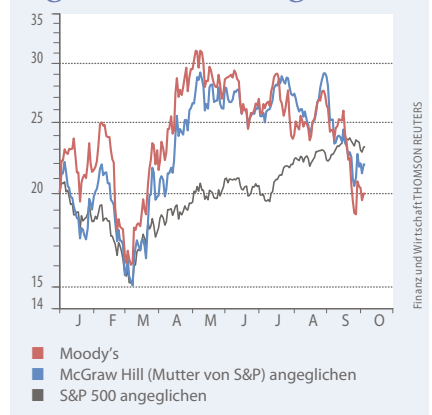
von Cheyne Finance vor Gericht ausgetragen wird und weitere Details zu den Umständen und verwendeten quantitativen Modellen ans Tageslicht gelangen.

Institutionellen Investoren werden solche Gerichtsfälle indes wohl nur einen Bruchteil ihrer Verluste wieder einbringen. Sie müssen sich den Vorwurf gefallen lassen, zu blauäugig solch kompliziert konstruierte Anleihen gekauft und zu wenig eigene Analysen betrieben bzw. nicht genügend über die Risiken nachgedacht zu haben. Sich nur auf die Aussagen der Agen-

turen zu stützen, kann - wie bereits in früheren Gerichtsfällen festgestellt wurde - unvernünftig sein.

Die Marktkapitalisierung der «Drei Grossen» (Moody's, Standard & Poor's und Fitch Ratings) beträgt knapp 15 Mrd. \$. Dies ist nicht einmal ein Tausendstel der globalen Aktienkapitalisierung. Ihre Bedeutung für das Finanzsystem ist im Verhältnis dazu aber (immer noch) viel höher. Weil alle drei grossen Agenturen in einigen Fällen Fehler gemacht zu haben scheinen, wird es - sollte es tatsächlich irgendwann zu einer Verurteilung kommen - keine leichte Aufgabe sein, das Strafmass festzulegen. Falls harte Strafen aufgrund schwerwiegender Verstösse ausgesprochen werden, muss mit heftigen Bewegungen an den globalen Aktien- und Bondmärkten gerechnet werden. Der Grund ist einfach: Wie der Fall Cheyne Finance aufzeigt, sind unabhängige Kreditanalysen rar. Das grosse Klagen hat - wie die jüngste Krise vor Augen führt - erst mit den Verlusten eingesetzt. Fast geht vergessen, dass der Emissionserlös Cheyne Finance zugeflossen ist. Die grösste Verantwortung sollte immer noch der Anleihschuldner tragen.

Agenturen im Gegenwind



GIORGIO CAPPAUL, Visual Finance

Neu lancierte Frankenemissionen

Valor, Emittent, Lead Manager, Rating ²	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Liberierung	Briefkurs	Rendite in %
Anleihen inländischer Schuldner							
10 638 563 Pfandbriefbank (Credit Suisse) Aaa	465	3	1	16.10.	23.10.	100,25	0,91
10 638 565 Pfandbriefbank (Credit Suisse) Aaa ¹³	305	6 3/8	2 1/4	16.10.	23.10.	101,86	1,96
10 638 567 Pfandbriefbank (Credit Suisse) Aaa ¹⁴	210	9 7/8	2 1/4	16.10.	23.10.	104,21	2,37
10 316 498 Kuoni Reisen Holding (UBS Investment Bank)	200	4	3	22.10.	28.10.	100,20	2,95
Anleihen ausländischer Schuldner⁸							
10 537 664 Bank Niederlande Gemeenten (Deutsche Bank) Aaa/AAA	150	10	2 1/2	8.10.	14.10.	100,00	2,50
10 565 408 Pemex (BNP Paribas/Credit Suisse) Baa1/BBB+	350	5	3 1/2	9.10.	13.10.	100,15	3,47
10 601 360 Danske Bank (Credit Suisse/Danske Bank) Aaa/AAA	325	7 1/4	2 1/2	9.10.	13.10.	101,00	2,23
10 575 019 Svensk Exportkredit (Credit Suisse) Aa1/AA+ ¹²	150	7 1/2	2 1/2	12.10.	14.10.	103,65	2,08
10 500 410 EIB (UBS Investment Bank) Aaa/AAA ¹⁵	75	9 1/8	2 1/2	12.10.	19.10.	-	-
10 621 539 Instituto de Crédito Oficial (Credit Suisse) Aaa/AA+ ¹¹	150	7 1/2	2	22.10.	26.10.	99,70	2,05
10 625 461 Kexim (RBS/UBS Investment Bank) A2/A	500	3	2 1/2	22.10.	26.10.	100,39	2,36
10 600 817 Landshypotek AB (Unicredit/RBS) AAA	200	2	7/8	23.10.	28.10.	100,05	0,85
10 599 576 Vorarlberger Landes- und Hypothekenbank (BKB) Aaa	150	10	2 1/2	26.10.	30.10.	100,33	2,59
10 632 212 Eksportfinans (Deutsche Bank/Credit Suisse) Aa1/AA ⁹	225	9 1/2	2 1/2	26.10.	29.10.	99,55	2,55
10 625 088 Deutsche Pfandbriefbank (BKB) Aaa/AAA	125	7	2 1/2	27.10.	2.11.	99,71	2,17
10 599 420 Dexia Municipal (Unicredit) Aaa/AAA	250	8 1/2	2 1/2	29.10.	2.11.	100,38	2,45

Hinweis: Eine Liste neuer Euroemissionen finden Sie am Samstag auf Seite 6 (Obligationen/Devisen).
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 Liberierung am 14.10. mit Valor 2 285 003 fungebil; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 311 Tage gerechnet ¹² Aufstockung; nach Liberierung am 14.10. mit Valor 2 251 502 fungebil; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 245 Tage gerechnet ¹³ Aufstockung; nach Liberierung am 23.10. mit Valor 2 945 012 fungebil; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 51 Tage gerechnet ¹⁴ Aufstockung; nach Liberierung am 23.10. mit Valor 2 945 012 fungebil; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 218 Tage gerechnet ¹⁵ Aufstockung; nach Liberierung am 19.10. mit Valor 2 860 885 fungebil; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 251 Tage gerechnet

Kennziffern Zinsen Schweiz

	Ende 2008	Hoch 2009	Tief 2009	2.10.	5.10.	6.10.
Kassazinssatz (10 Jahre)	2,15	2,61	1,97	2,10	2,10	2,11
4,25% Eidgenossenschaft 1994/2014 ¹	1,66	1,77	1,11	1,19	1,19	1,19
3% Eidgenossenschaft 2004/2019 ¹	2,23	2,56	1,97	1,97	1,97	1,98
2,5% Eidgenossenschaft 2006/2036 ¹	2,59	3,13	2,43	2,63	2,64	2,66
Swapsätze Fr.						
3 Jahre	1,42	1,46	1,02	1,09	1,08	1,10
(Mittelwerte)	1,86	2,01	1,58	1,66	1,66	1,67
5 Jahre	2,59	2,83	2,29	2,46	2,48	2,49
10 Jahre	0,63	0,90	0,06	0,23	0,22	0,20
Euromarktsätze Fr.						
1 Monat	0,97	1,49	0,14	0,40	0,40	0,38
3 Monate	1,26	1,78	0,63	0,80	0,76	0,78
12 Monate	0,67	0,66	0,29	0,29	0,29	0,29
Dreimonatsatz (Libor)						
Conf-Futures (Dezember-Kontrakt)				133,37	133,45	133,36
Dreimonats-Eurofranken-Futures (Dezember-Kontrakt)				99,74	99,74	99,74
Zinsdifferenzen (Spreads) in Prozentpunkten						
Kassasatz (10 J.) - Euromarktsatz (3 Mte.)	1,18	2,18	0,68	1,70	1,70	1,72
Swap (10 J.) - Kassasatz (10 J.)	0,44	0,52	0,12	0,36	0,38	0,38
Euromarktsatz (3 Mte.) - Euro - Franken	1,95	2,68	0,26	0,36	0,30	0,30
Swapsätze (10 J.): Euro - Franken	1,12	1,31	0,71	0,92	0,89	0,91

Leitsätze der Nationalbank
 Zielband für Dreimonatsatz (Libor) 0,00 - 0,75 (seit 12.3.2009) Sondersatz 0,52
¹ Die Renditen für Ende 2008 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	0,125	0,125
Sparkonto	0,50	0,50	0,375	0,625	0,75-1,50	0,50	0,75 ⁴	0,20-2,20	0,375
Privatkonto	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125
Jugend-Privatkonto	1,00	0,875	1,375	1,375	1,25	0,75	1,375	1,00	1,00
Sondersparkonten²									
Anlagesparkonto	0,75-1,125	-	1,375-1,750	0,750	0,75-1,50	0,750	-	-	0,625
Jugendsparkonto	1,625	1,25	1,500	1,625	1,75-2,25	1,25	1,375	1,25	1,375
Alterssparkonto	-	-	0,500-0,625	0,625	0,75-1,50	0,625	0,375	-	0,50
Vorsorgekonto (3. Säule)	2,25	2,25	2,00	2,00	2,50	1,75	1,875	1,875	2,00
Festgelder³									
1 Monat	0	0	0	0	-	0	0,125	0	0,10
3 Monate	0	0	0	0	-	0	0,125	0	0,10
6 Monate	0,04	0	0,15	0,10	-	0	0,125	0	0,10
12 Monate	0,35	0,20	0,35	0,33	-	0,28	0,125	0,14	0,35
Kassenobligationen									
3 Jahre	1,50	1,625	1,125	1,125	0,750	0,750	1,00	1,00	1,00
5 Jahre	2,125	2,375	1,75	1,75	1,375	1,375	1,625	1,50	1,625
8 Jahre	2,625	2,875	2,375	2,25	2,00	2,00	2,25	2,125	2,125

¹ Empfehlung von Raiffeisen Schweiz an die Mitgliedinstiute 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: 6.10.2009

