

CS unbeeindruckt von Kof

Stopp des freien Falls – Noch kein breit abgestützter Aufschwung – MBIA zurückgestuft

TOMMASO MANZIN

Kennen Sie «Weltwirtschaftslandkarten»? Diese Zerrbilder, in denen sich geografische Wurmfortsätze ganzer Kontinente dank ihres ökonomischen Gewichts aufblähen wie Insektenglieder unter dem Mikroskop? Ähnlich plastisch – obschon in umgekehrter Richtung – führten einige Grafiken von Credit Suisse (CS) an der Präsentation der Konjunkturperspektiven 2010 vor Augen, wie das Bild der Rezession in der Schweiz geschrumpft ist.

CS redet indes nichts schön: Martin Neff, Leiter Economic Research Schweiz, betont, unser Land sei zwar glimpflicher als erwartet davongekommen, man könne aber noch nicht von einem Aufschwung sprechen. Alles hänge davon ab, ob die globalen Vorlaufindikatoren weiter stiegen oder bereits in eine Seitwärtsbewegung mündeten. Der Ökonom hält eine U- oder W-förmige Erholung für möglich. Auszuschliessen sei unterdessen die Form eines V oder L. Das Vorkrisenniveau werde auch 2010 nicht annähernd erreicht, nur etwa ein Drittel des 2009 verlorenen Bodens könne gutgemacht werden.

Ico stockt Anleihe auf

Für heuer erwartet Neff eine Schrumpfung von 2% (im September vor einem Jahr 1% Wachstum), für 2010 ein Wachstum von 0,6%. CS liegt damit eher auf der Linie des Staatssekretariats für Wirtschaft (Seco) denn der Konjunkturforschungsstelle der ETH (Kof) – die Grossbank bestätigt damit ihre Prognosen von März bzw. sogar Januar. Die Aussichten für die Arbeitslosenquote fügen sich mit 5,2% nahtlos ins Bild anderer Institute. Für das übernächste Jahr liess sich CS wie schon vor Jahresfrist direkt nach dem Kollaps von Lehman kein Sterbenswörtchen ent-

locken – das würde «an Fahrlässigkeit grenzen». Die Krise sei auch eine Krise der Ökonomenzunft, die Revisionsreigen hätten nie gesehene Ausmasse erreicht. Immerhin so viel über die (nahe) Zukunft liess sich der Augur abringen: Der Ende Woche erwartete PMI berge keine negativen Überraschungen. Der UBS-Konsumindikator hat sich im August erneut abgeschwächt. Seit elf Monaten liegt er nun unter dem langjährigen Durchschnitt.

CS stockte am Dienstag 2% Instituto de Crédito Oficial (Ico) 2005/2016 um 150 Mio. auf neu 350 Mio. Fr. auf. Der Schuldner, der Anfang Monat eine Doppeltranche begeben hat, geniesst die Garantie des Königreichs Spanien.

Die vergangene Woche war von ausländischen Pfandbriefen geprägt – u. a. von der Landhypothek-Premiere, an der Royal Bank of Scotland (RBS) und nicht nur Unicredit federführend auftrat. UBS begab am Montag den ersten hauseigenen «Pfandbrief» in Euro, einen fünfjährigen Covered Bond über 2 Mrd. zu 35 Basispunkten über Swap, besichert mit Schweizer Wohnbauhypotheken. Federführend waren UBS, BNP Paribas, Commerzbank und Unicredit. Für das Gegenpartierisiko der zum Stammhaus gehörende Niederlassung London garantiert die UBS Hypotheken AG in Zürich, der UBS einen Teil ihres Schweizer Hypothekarkapitalportfolios zediert hat (vgl. Seite 6).

Am Montag tauschte die Schweizerische Nationalbank (SNB) im siebentägigen Devisenswap rund 1,187 Mrd. € in Franken – den mit Abstand tiefsten Betrag in diesem Jahr. Vor Juli wurde in der Regel der Maximalbetrag von 15 Mrd. getauscht. Die zweiwöchentlichen Dollar Bills kamen in den üblichen drei Laufzeiten an den Markt. Für 28 Tage teilte die SNB 208 Mio. \$ zu 0,103% zu, für 84 Tage gab es 445 Mio. zu 0,176% und für 168 Tage 550 Mrd. zu 0,35%. Die dreimonatigen Geldmarkt-

buchforderungen verzinst die SNB weiterhin zu 0%.

S&P beäugt russische Banken

Standard & Poor's (S&P) sieht das globale Ausfallrisikopotenzial – Anzahl Titel mit negativem Ausblick oder auf der Überprüfungsliste – leicht im Sinken begriffen. Seit Januar folgte ein Höchst dem nächsten. Das Verhältnis von Rück- zu Höherstufungen sank ebenfalls, und zwar auf 3:1. Das liege im Durchschnitt der letzten zwanzig Jahre und sei weniger als ein Viertel der Quote von vor einem Semester.

Die Agentur hat Bondversicherer MBIA Insurance von BBB auf BB+ und MBIA von BB auf BB– zurückgestuft. Der Ausblick beider Noten bleibt negativ.

S&P sieht die systemischen Risiken russischer Banken zunehmen. International seien sie bereits hoch. Dazu komme das Strukturproblem der Abhängigkeit von Rohstoffpreisen. Am Frankenmarkt sind Bank of Moscow, Russian Agricultural Bank und Gazprombank vertreten.

Kexim am Start

Am Dienstag präsentierte sich in Zürich auf Einladung von RBS Export-Import Bank of Korea, auch Korea Eximbank oder kurz Kexim genannt. Kexim, die Ende 2006 nach längerer Abwesenheit ihr Comeback gefeiert hatte, will schon in den nächsten Tagen eine Frankenleihe lancieren. Kexim unterscheidet sich von den ebenfalls am Schweizer Kapitalmarkt vertretenen Korea Development Bank (KDB) und Industrial Bank of Korea (IBK) durch eine noch grössere Staatsnähe.

Kexim ist 100% im Besitz der Republik, und es gibt auch – anders als für KDB und IBK – keinerlei Pläne für eine Privatisierung. IBK ist bereits heute lediglich zu 68,5% im Staatsbesitz. KDB soll – abgesehen von den öffentlich-rechtlichen Funktionen, die in die neue Korea Finance Corporation ausgedeutet werden – einer Holding übertragen werden, die im Oktober gegründet wird. Diese Korea Development Bank Holding Company soll dann in den nächsten Jahren privatisiert werden. Schon heute ist Kexim die Einzige der drei Staatsbanken, die direkt dem Finanzministerium unterstellt ist. Der Exportfinanzierer wird von Moody's, Standard & Poor's und Fitch gleich bewertet wie der Sovereign, nämlich mit A2, A und A+.

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	1,94	1,90	1,32	1,30	1,62	1,65	1,75	1,75
5 Jahre	2,70	2,80	2,67	2,32	2,30	2,52	2,55	2,65	2,65
10 Jahre	3,60	3,62	3,52	3,30	3,35	3,36	3,35	3,50	3,60
Strukturierte Libor-Hypothek^{2,3}									
3 Jahre	1,85 (5,55)	-	-	-	1,40 (2,65)	1,617 (4,220)	1,717 (3,57)	-	1,875 (3,875)
5 Jahre	1,70 (5,90)	-	-	-	1,773 (4,376)	1,947 (4,05)	-	1,875 (4,375)	

¹ Empfehlung von Raiffeisen Schweiz an die Mitglied Institute 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: 29.9.2009

Agenturen in die Pflicht genommen

Neues N.Y.-Urteil appelliert an Verantwortung und ebnet Weg für weitere Klagen (Teil 1)

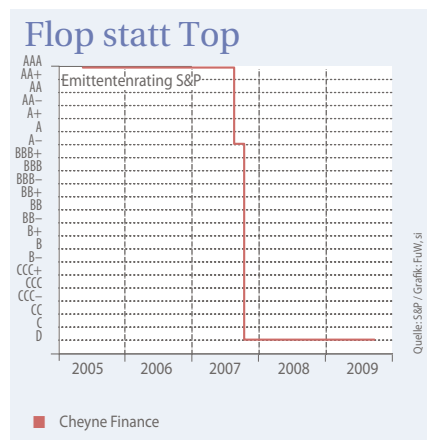
In New York sorgt die Sammelklage gegen die zwei weltgrössten Ratingagenturen Moody's und Standard & Poor's (S&P) weiter für viel Aufsehen (vgl. FuW Nr. 69 vom 5. September 2009). Eingeklagt wurden die Hüter der globalen Gütesiegel zusammen mit Federführer Bank Morgan Stanley von Abu Dhabi Commercial Bank und Washington King County.

Im Streitfall geht es um Medium-Term Notes von Cheyne Finance. Diese war als Structured Investment Vehicle (SIV) konzipiert und hatte in 2005 eine grosse Anzahl unterschiedlichster Wertpapierserien im Umfang mehrerer Milliarden Dollar emittiert. Als Sicherheit dienten den Bonds mit unterschiedlichen Gläubiger-Rangstellungen US-Hypotheken. Das Glück währte nicht lang. Schon im Herbst 2007 fiel die Cheyne-Finance-Gruppe im Sog der anlaufenden US-Immobilienkrise wie ein Kartenhaus in sich zusammen. Den Angeklagten wird Betrug im Zusammenhang mit viel zu hohen Einstufungen vorgeworfen. Die Agenturen sollen versucht haben, die mit den Anleihen verbundenen Risiken durch inadäquate Credit Ratings zu vertuschen. Die Bedeutung dieser gerichtlichen Auseinandersetzung zeigen die eingebrochenen Aktienkurse der Ratinghäuser. Fitch Ratings ist übrigens in einer Einzelklage in San Francisco, eingereicht durch die Pensionskasse des Staates Kaliforniens (Calpers), mitangeklagt.

Der Fall Cheyne Finance entpuppt sich tatsächlich als überaus interessant. Zum einen hat die Bezirksrichterin von Manhattan, Shira Scheindlin, die mit Berufung auf die freie Meinungsäusserungsgarantie im ersten Zusatzartikel der US-Verfassung geforderte Klageabweisung abgelehnt. Die Richterin verweist darauf, dass die Kommentare zu Cheyne Finance nur einem kleinen, privaten Kreis von Investoren zugänglich waren und sich nicht an die Öffentlichkeit gerichtet hätten. Letzterer Punkt ist ein entscheidendes Merkmal der Meinungsäusserungsfreiheit. Die Richterin teilte ferner mit, dass Agenturen mit ihren Meinungen (Credit Ratings) grundsätzlich Basis für Gerichtsprozesse

darstellen können – besonders dann, wenn die Person, die die Meinung äussert, nicht aufrichtig daran glaubt und sie selbst als nicht vernünftig erachtet (I), oder wenn die Aussage jeglicher Grundlage entbehrt (II). Die US-Fernsehstation CNBC hat Ausschnitte aus einem internen Memo-Verkehr zwischen zwei Mitarbeitenden von S&P veröffentlicht. Darin schreibt ein Analyst am 5. April 2007, ihm sei bewusst, dass das (Rating-)Modell nur die Hälfte der Risiken erfasse. Dadurch, dass das Argument der freien Meinungsäusserung die Agenturen nicht mehr absolut, d. h. in jedem Fall, vor Klagen schützt, ist eine von zwei ihrer regelmässig ins Feld geführten Verteidigungslinien im Fall Cheyne Finance bereits durchschritten worden.

Der Fall belegt eindrücklich, wie sinnvoll es ist, sich nicht ausschliesslich auf die Aussagen der Ratingagenturen abzustützen. Das Emissionsprogramm von Cheyne Finance wurde im Sommer 2005 mit Bonitätsnoten im Bereich Investment Grade – teilweise sogar mit Triple-A Gütesiegeln – lanciert (vgl. Grafik). Nur etwas mehr als zwei Jahre später, im Herbst 2007, wurden die Bonds in kürzester Zeit auf die tiefste Stufe gesenkt (auf C von Moody's, auf D von S&P). Die Wertpapiere waren praktisch wertlos geworden.



GION RETO CAPAUL, Visual Finance

Neu lancierte Frankenemissionen

Valor, Emittent, Lead Manager, Rating ²	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Liberalisierung	Briefkurs	Rendite in %
Anleihen inländischer Schuldner							
10 553 767 Allreal Holding (ZKB) ¹⁰	175	5	2 ½	7.10.	9.10.	-	-
Anleihen ausländischer Schuldner⁸							
10 533 541 Instituto de Crédito Oficial (Credit Suisse) Aaa/AA+ ³	350	4	1 ¾	2.10.	7.10.	100,05	1,36
10 533 541 Instituto de Crédito Oficial (Credit Suisse) Aaa/AA+ ^{3,14}	200	8 ½	2 ¼	2.10.	7.10.	99,95	2,26
10 541 325 LGT Finance (Credit Suisse) Aa3/A+ ^{7,9}	250	3 ¾	2 ½	5.10.	8.10.	100,65	1,94
10 541 269 Royal Bank of Scotland Aa3/A+	450	3	2 ¼	7.10.	9.10.	99,75	2,34
10 537 664 Bank Nederlandse Gemeenten (Deutsche Bank) Aaa/AAA	150	10	2 ½	8.10.	14.10.	99,55	2,55
10 565 408 Pemex (BNP Paribas/Credit Suisse) Baa1/BBB+	350	5	3 ½	9.10.	13.10.	100,21	3,45
10 601 360 Danske Bank (Credit Suisse/Danske Bank) Aaa/AAA	325	7 ¼	2 ½	9.10.	13.10.	100,65	2,28
10 575 019 Svensk Exportkredit (Credit Suisse) Aa1/AA+ ¹²	150	7 ½	2 ½	12.10.	14.10.	102,90	2,19
10 500 410 EIB (UBS Investmentbank) Aaa/AAA ¹⁵	75	9 1/8	2 ½	12.10.	19.10.	-	-
10 621 539 Instituto de Crédito Oficial (Credit Suisse) Aaa/AA+ ¹¹	150	7 ¼	2	22.10.	26.10.	99,89	2,02
10 600 817 Landshypotek (Unicredit/RBS) AAA	200	2	¾	23.10.	28.10.	100,02	0,86
10 599 576 Vorarlberger Landes- und Hypothekenbank (BKB) Aaa	150	10	2 ½	26.10.	30.10.	99,55	2,68
10 599 420 Dexia Municipal (Unicredit) Aaa/AAA	250	8 ½	2 ½	29.10.	2.11.	100,22	2,47

Hinweis: Eine Liste neuer Euroemissionen finden Sie am Samstag auf Seite 6 (Obligationen/Devisen).

■ Erstmals in dieser Tabelle ¹ noch nicht bekannt ² das Rating von Moody's und Standard & Poor's bezieht sich auf vergleichbare ausstehende Anleihen desselben Schuldners ³ Staatsgarantie ⁴ nachrangig ⁵ Tender ⁶ Floater (variabler Zins) ⁷ Garantie der Muttergesellschaft ⁸ Titel ausländischer Schuldner sind quellensteuerfrei ⁹ erster Coupon kurz ¹⁰ Wandelanleihe; eine Obligation à 5000 Fr. nominal kann vom 18.11.2009 bis 19.9.2014 in 35,08772 Allreal Namen gewandelt werden ¹¹ Aufstockung; nach Liberierung am 26.10. mit Valor 2 285 003 fungen; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 311 Tage gerechnet ¹² Aufstockung; nach Liberierung am 14.10. mit Valor 2 857 703 fungen; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 245 Tage gerechnet ¹³ Aufstockung; nach Liberierung am 23.9. mit Valor 2 227 136 fungen; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 31 Tage gerechnet ¹⁴ erster Coupon lang ¹⁵ Aufstockung; nach Liberierung am 19.10. mit Valor 2 860 885 fungen; zusätzlich zum Kaufpreis werden Marchzinsen für 251 Tage gerechnet

Kennziffern Zinsen Schweiz

	Ende 2008	Hoch 2009	Tief 2009	25.9.	28.9.	29.9.
Kassazinssatz (10 Jahre)	2,15	2,61	1,97	2,21	2,18	2,18
4,25% Eidgenossenschaft 1994/2014 ¹	1,66	1,77	1,11	1,22	1,21	1,21
3% Eidgenossenschaft 2004/2019 ¹	2,23	2,56	1,98	2,08	2,06	2,05
2,5% Eidgenossenschaft 2006/2036 ¹	2,59	3,13	2,43	2,66	2,69	2,68
Swapsätze Fr.						
3 Jahre	1,42	1,46	1,02	1,08	1,06	1,10
5 Jahre	1,86	2,01	1,58	1,67	1,63	1,66
10 Jahre	2,59	2,83	2,29	2,49	2,46	2,48
Euromarktsätze Fr.						
1 Monat	0,63	0,90	0,06	0,24	0,24	0,23
3 Monate	0,97	1,49	0,14	0,40	0,40	0,40
12 Monate	1,26	1,78	0,63	0,80	0,78	0,77
Dreimonatssatz (Libor)	0,67	0,66	0,29	0,29	0,29	0,29
Conf-Futures (Dezember-Kontrakt)				132,15	132,42	132,52
Dreimonats-Eurofranken-Futures (Dezember-Kontrakt)				99,72	99,73	99,73

Dreimonats-Eurofranken-Futures (Dezember-Kontrakt)

	25.9.	28.9.	29.9.
Kassasatz (10 J.) – Euromarktsatz (3 Mte.)	1,18	2,18	0,68
Swap (10 J.) – Kassasatz (10 J.)	0,44	0,52	0,12
Euromarktsatz (3 Mte.) – Euro – Franken	1,95	2,68	0,26
Swapsätze (10 J.): Euro – Franken	1,12	1,31	0,71

Leitsätze der Nationalbank

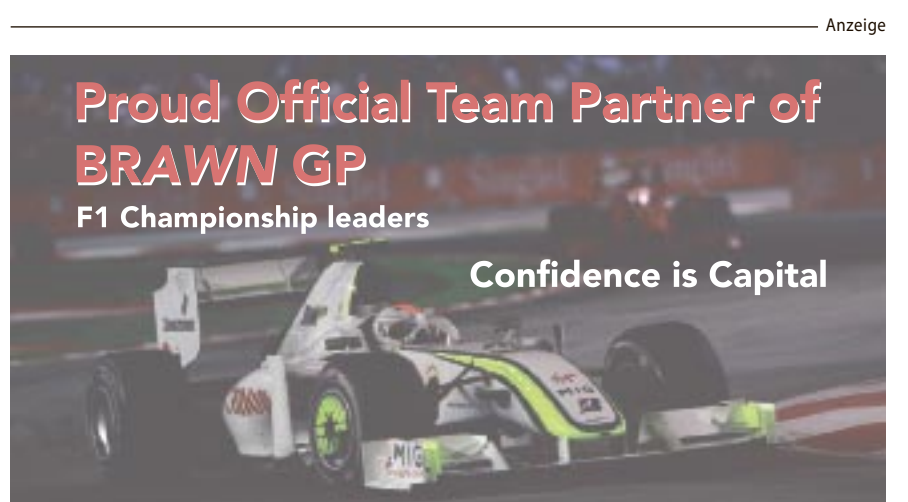
Zielband für Dreimonatssatz (Libor) 0,00 – 0,75 (seit 12. 3. 2009) Sondersatz 0,53

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
Altersparkonto	-	-	0,500-0,625	0,625	0,75-1,50	0,625	0,375	-	0,50
Vorsorgekonto (3. Säule)	2,25	2,25	1,75	2,00	2,50	1,75	1,875	1,75	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	0,03	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 Mitglied Institute 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: 29.9.2009



When you feel confident, you can push the limits. MIG provides you with the most competitive FX solutions in the industry: tight spreads, excellent liquidity, unique margining policy, the highest level of customer service, technological innovation, and access to a world class research department.

Feeling confident? Discover migfx.com



SWISSFOREXBROKER

INVESTMENTS