

GLEICHGEWICHT DES SCHRECKENS

Euro und Dollar lähmen sich gegenseitig

Börsen-Radar, Seite 56

KONTOKONDITIONEN

Grosses Geheimnis um geänderte Zinssätze

Portfolio, Seite 57

GEÄNDERTES NAMENSRECHT

Frau Müller und Herr Meier statt Ehepaar Müller-Meier

Private Finanzen, Seite 58

Swiss-Market-Index	6986.31	↑	1.96%
10-jähriger Eidgenosse	0.43	↑	0.01
1 Euro in Franken	1.2109	↑	0.02%
Goldpreis (\$/Unze)	1717.20	↑	0.44%

WOCHEBEREINIGUNG
STAND: 12.12. 13:31 UHR MESE

Europas Bonität sinkt – und keiner schaut hin

Für Investoren verlieren die Urteile der Rating-Agenturen zunehmend an Bedeutung

Die Kreditratings europäischer Staaten haben sich seit dem Sommer deutlich verschlechtert. Die Anleger lässt das jedoch kalt. Ganz im Gegenteil: Einige Staatsanleihen profitieren sogar von der Unruhe, die mit Rating-Herabstufungen einhergeht.

Anne-Barbara Luft

Schon der Start in das Jahr 2012 ist für viele europäische Staaten ungünstlich verlaufen. Mitte Januar stufte die Rating-Agentur Standard & Poor's (S&P) die Kreditwürdigkeit von gleich neun Euro-Ländern herunter – darunter Frankreich und Österreich. Die Haushalte der betroffenen Staaten würden weiter von der drohenden Rezession in der Euro-Zone belastet, argumentierten die Analytiker des Rating-Hauses. Die Staatschefs Europas waren empört, und es hagelte Kritik am Gebaren der Agenturen, deren Herabstufungen man einen verstärkenden Effekt auf die Schuldenkrise zuschrieb. Die Rating-Senkungen bei so vielen Staaten auf einmal sorgte für Aufregung an den Märkten – obwohl sich die Bonitätsnoten in Europa schon während einiger Jahre deutlich verschlechtert haben.

In den vergangenen Monaten lag das Verhältnis von Heraufstufungen zu Herabstufungen (Rating-Drift) für alle Anleihe-Klassen in Europa bei -28%. In den USA betrug diese Kennziffer nur -0,9%. Eine deutliche Verschlechterung dieses Wertes lässt sich seit diesem Sommer beobachten, zu Beginn des Jahres lag die Quote von Höherstufungen zu Herabstufungen europäischer

«Die Zahl der Rating-Senkungen hat gegenüber den Heraufstufungen seit dem Sommer zugenommen.»

Obligationen noch bei -18%. In der vergangenen Woche wurde die Schuldnerqualität Griechenlands abermals herabgestuft. Für die Rating-Agentur S&P ist das hochverschuldete Land nun von «CCC» auf das Niveau «SD» (Selective Default, teilweiser Zahlungsausfall) gerutscht. Die Agentur begründete die Senkung damit, dass der Rückkauf von Schulden durch Griechenland der Beginn einer Umstrukturierung notleidender Anleihen sei.

Erst Ende November hatte die US-Rating-Agentur Moody's mit der Herabstufung Frankreichs Sorgen wegen



Nur noch neun Staaten Europas weisen bei der Bonität Spitzennoten auf.

ILLUSTRATION ANNA PARINI

einer Ausweitung der europäischen Schuldenkrise geschürt. Moody's hatte der zweitgrössten Volkswirtschaft der Euro-Zone die höchste Bonitätsnote «Aaa» entzogen und bewertet die Kreditqualität des Landes nun mit «Aa1». Damit zählt Frankreich nun nicht mehr zu den Top-Schuldern wie etwa die Schweiz, Deutschland oder Grossbritannien (vgl. Tabelle). Zudem ist auch der Ausblick von allen drei internationalen Rating-Agenturen für Frankreich negativ. Das bedeutet, dass es weitere Herabstufungen geben wird, falls die Reformbemühungen Frankreichs ins Stocken geraten oder sich der Konjunkturausblick verschlechtert. Insgesamt verfügen nur noch neun Staaten in Europa über die Bestnoten bei allen drei grossen Rating-Agenturen. Nur für die Schweiz und die skandinavischen Staaten sind gleichzeitig die Ausblicke aller drei Bonitätswächter «stabil».

Die Herabstufung Frankreichs hatte auch direkte Folgen für die Kreditratings der europäischen Rettungsschirme. Da Frankreich nach Deutschland der zweitgrösste Garantgeber für die Kreditfähigkeit des permanenten Euro-Rettungsschirms ESM ist, wurde dessen Bonitätsnote von «Aaa» auf «Aa1» gesenkt. Auch der provisorischen Hilfsfonds EFSF verlor seine Bestnote. Der Ausblick bleibt für beide Vehikel negativ, was weitere Herabstufungen signalisiert.

In der Theorie kann eine schlechtere Note für die Kreditqualität zu höheren Kosten bei der Refinanzierung führen. Besonders relevant sind die Ratings daher für hochverschuldete Staaten wie Spanien oder Italien, ganz besonders in der derzeitigen Krisensituation, in der Investoren sehr sensibel auf jede Neuigkeit reagieren. Das würde man zumindest annehmen. Tatsächlich lassen sich die Marktteilnehmer von den jetzigen Rating-Herabstufungen weniger stark aus der Ruhe bringen als vermutet.

Die Renditen französischer Staatsanleihen mit zehn Jahren Laufzeit sind seit der ersten Herabstufung im Januar immer weiter gefallen. Damals hatten die Titel ein Rendite-Hoch bei 3,34% markiert. Seither haben die zehnjährigen französischen Staatsanleihen eine ansehnliche Wertentwicklung erlebt; die Renditen sind um mehr als 100 Basispunkte gefallen. Die zweite Her-

abstufung Mitte November hatte zwar zu einem kurzfristigen Aufwärtstrend geführt (die Renditen stiegen bis auf 2,17%). Inzwischen rentieren die Titel aber bei weniger als 2%.

Ein ähnliches Bild bieten die Renditen italienischer Staatstitel, die in diesem Jahr nie wieder das hohe Niveau von über 7% im Januar erreicht haben. Für die Anleger blieben französische Staatsanleihen sichere Werte, und die Nachfrage zeigte sich entsprechend stabil, unabhängig von den Rating-Änderungen. Sogar fallende Renditen nach einer Herabstufung sind in der gegenwärtigen Staatsschuldenkrise ein verbreitetes Phänomen: Die Unruhe, die dadurch an den Märkten entsteht, treibt die Anleger in als sicher geltende Staatsanleihen, ganz unabhängig davon, ob das betreffende Land mit einem negativen Ausblick oder einer Herabstufung abgestraft wurde.

Für die Investoren an den Kapitalmärkten spielen Ratings generell eine immer kleinere Rolle bei der Anlageentscheidung. Die Rating-Agenturen haben in den vergangenen Jahren selbst dazu beigetragen, dass ihr Urteil an Bedeutung und Beachtung verloren hat. Die internationalen Agenturen haben Mitten in der Krise ihre Politik bei der Bewertung von Unternehmensanleihen geändert – neu gibt es eine Korrelation zwischen dem Länder-Rating und der Note für Bonds von Firmen mit Sitz in dem betreffenden Land. Das weckt bei

den Anlegern Erinnerungen an die Finanzkrise. Damals hatten die Agenturen kurzfristig ihre Bewertungsregeln bei CDS- und Subprime-Produkten geändert.

Die Erfahrung der vergangenen Jahre habe den Investoren gezeigt, dass sie sich besser auf ihr eigenes Urteil verlassen als auf die Bonitätsnoten der Rating-Agenturen, sagt ein Anleihen-Analytiker. Fehlbeurteilungen während

«Anleger verlassen sich mehr auf ihr eigenes Urteilsvermögen als auf die Bonitätswächter.»

der Finanzkrise wie bei isländischen Banken oder der Investmentbank Lehman Brothers hätten das Vertrauen in die Kompetenz der Agenturen erschüttert. Im Fall der europäischen Schuldenkrise lässt sich zudem beobachten, dass die Marktteilnehmer bereits Umschichtungen in den Portfolios tätigen, lange bevor die Agenturen eine Änderung der Bonitätsnote vornehmen.

Eine Besonderheit bleiben Herabstufungen vom Investment-Grade-Niveau auf Non-Investment-Grade, dem spekulativen bis hochspekulativen Segment. Bei solchen Herabstufungen sind viele institutionelle Investoren gezwungen, die sogenannten Junk-Bonds abzustossen, was zu Kursrückgängen führt.

Kreditqualität in Europa

Land	Standard & Poor's	Moody's	Fitch	Rendite 10-jährige Anleihe in %	Defizit/Überschuss BIP in % per Ende 2011
Belgien	AA	Aa1	AA	2,12	-3,7
Dänemark	AAA	Aaa	AAA	0,96	-1,8
Deutschland	AAA	Aaa	AAA	1,29	-0,8
EFSF	AA+	Aa1	AA	1,71	
Finnland	AAA	Aaa	AAA	1,54	-0,6
Frankreich	AA+	Aa1	AA	1,95	-5,2
Griechenland	SD	C	CCC	13,30	-9,4
Grossbritannien	AAA	Aaa	AAA	1,75	-7,8
Irland	BBB+	Ba1	BBB+	4,47	-13,4
Italien	BBB+	Baa2	A-	4,78	-3,9
Niederlande	AAA	Aaa	AAA	1,51	-4,5
Norwegen	AAA	Aaa	AAA	2,07	13,6
Österreich	AA+	Aaa	AA	1,69	-2,5
Portugal	BB	Ba3	BB+	7,39	-4,4
Schweiz	AAA	Aaa	AAA	0,32	0,8
Spanien	BBB-	Baa3	BBB	5,52	-9,4

QUELLE: ANGABEN DER RATING-AGENTUREN, EUROSTAT

MÄRKTE UND MEINUNGEN

Nager in der Schatzkammer

Christian Gattringer · Bei der häuslichen Hygiene hat das Schweizervolk in den vergangenen Jahrzehnten enorme Fortschritte gemacht. Das zeigt sich nicht zuletzt im Befall der Wohnstätten mit Nagetieren. Niemand muss heute mehr beim Blick auf die Vorräte feststellen, dass ein Mäuslein den Bestand an Brot, Kartoffeln und Käse dezimiert hat. Doch was in der Speisekammer ausgemerzt ist, erweist sich in der Schatzkammer, sprich bei der Geldanlage, als endemisch. Hier sind es jedoch nicht Mäuse, sondern Transaktionskosten, die am Vermögen nagen.

In einem Marktumfeld mit niedrigen Erträgen, die nur noch durch das Eingehen grösserer Risiken erzielt werden können, fallen die Kosten des Wertpapierhandels stärker ins Gewicht. Dies gilt ganz besonders für Geschäfte mit kurzer Laufzeit bei kalkulierbarem Risiko – und damit erwarteter niedriger Rendite. Wer bei diesen die Gebühren nicht in die Rechnung einbezieht, tätigt rasch unkluge Anlageentscheide. Ein Beispiel sind kurzfristige Investments in Discount-Zertifikate. Mit diesen strukturierten Produkten investiert man mit einem Abschlag in den Basiswert, meist eine Aktie, partizipiert dafür aber nur bis zu einer gewissen Obergrenze an einer positiven Kursentwicklung desselben. Notiert die Aktie einige Wochen vor Verfall des Zertifikats oberhalb, aber nicht zu weit oberhalb dieser Grenze, lassen sich mit dem Papier – sofern der Basiswert nicht abstürzt – moderate Gewinne einfahren; beispielsweise maximal 1,2% innerhalb eines Monats. Aufs Jahr gerechnet ergäbe dies eine Rendite von gut 15%. Doch aufgepasst: Selbst wenn nur 0,5% des Kaufwerts an Gebühren anfallen – ein im Vergleich zu den Konditionen vieler Institute niedriger Wert –, schrumpft diese Rendite auf nicht einmal 9%. Mögliche Kosten für die Abwicklung des Zertifikats sind dabei noch ebenso wenig berücksichtigt wie Gebühren für Fremdwährungstransaktionen. Immerhin sind viele Discount-Zertifikate in Euro kotiert. Leider ist den unangenehmen Nagern nicht leicht beizukommen. In manchen Fällen bietet die Hausbank andere Gebührenmodelle an. Sonst lässt sich oft ein Wertpapier-Broker finden, der ein kleineres Stück vom Kuchen abbeisst. Eine Option bleibt aber stets: den Schwund durch Nager einzukalkulieren und auf bestimmte Geschäfte unter den neuen Risiko-Rendite-Erwägungen gegebenenfalls zu verzichten.

ANZEIGE

Ernten statt Hungern.
Ermöglichen Sie Kleinbauern in Hungerregionen eine sichere Ernte. Spenden Sie 10 Franken mit SMS «Hunger 10» an 227.