

Land: Schweiz
Industrie: Banken
8. November 1999

Peter Jeggli

+41 1 333 66 20

peter.jeggli@csfb.com

Bonitätsaspekte

Schweizer Pfandbriefe

- Pfandbriefe in Europa: Pfandbriefe als grundpfandgesicherte Obligationen erfreuen sich in Europa zunehmender Beliebtheit. Das Emissionsvolumen hat im laufenden Jahr bereits rund EUR 140 Mrd erreicht. Aufgrund der Sicherungskette der einzelnen länderspezifischen Pfandbriefmodelle, den individuell breit abgestützten Kreditportfolios sowie restriktiver Belehnungsrichtlinien gehören Pfandbriefanleihen bezüglich der Bonität zu den sichersten Anlageinstrumenten. Die Ratingagenturen bewerten Pfandbriefe mit wenigen Ausnahmen mit einem Triple-A.
- Schweizer Pfandbriefe: Die Grundlagen des schweizerischen Pfandbriefwesens bildet das Pfandbriefgesetz von 1930. Für die Ausgabe von Pfandbriefen sind in der Schweiz – im Gegensatz zu anderen europäischen Ländern – nur zwei Kreditinstitute zugelassen. Dies bedeutet gleichzeitig, dass sich das Darlehensportfolio beider Institute geographisch sehr breit abstützt und ermöglicht den Instituten eine restriktive Kreditpolitik. Die CHF Pfandbriefgläubiger profitieren demzufolge von einem Diversifikations- und Sicherheitsbonus.
- Die beiden Emittenten für Schweizer Pfandbriefe sind die Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken («Pfandbriefzentrale») und die Pfandbriefbank der schweizerischen Hypothekarstitute («Pfandbriefbank»). Die Emissionserlöse werden als grundpfandgesicherte Darlehen an ihre Mitgliederbanken weitergegeben, welche wiederum ihre Hypothekardarlehen an private und kommerzielle Schuldner refinanzieren.
- Eine besondere Kreditstärke des schweizerischen Pfandbriefmodells besteht darin, dass Darlehen nur an inländische Kreditnehmer vergeben werden. Sowohl das deutsche als auch das französische und luxemburgische Pfandbriefmodell erlauben ihren Pfandbriefbanken eine limitierte Kreditvergabe über die Landesgrenze hinaus, was tendenziell die Qualität der Aktiven schwächt und zu höheren Risiken führen kann.

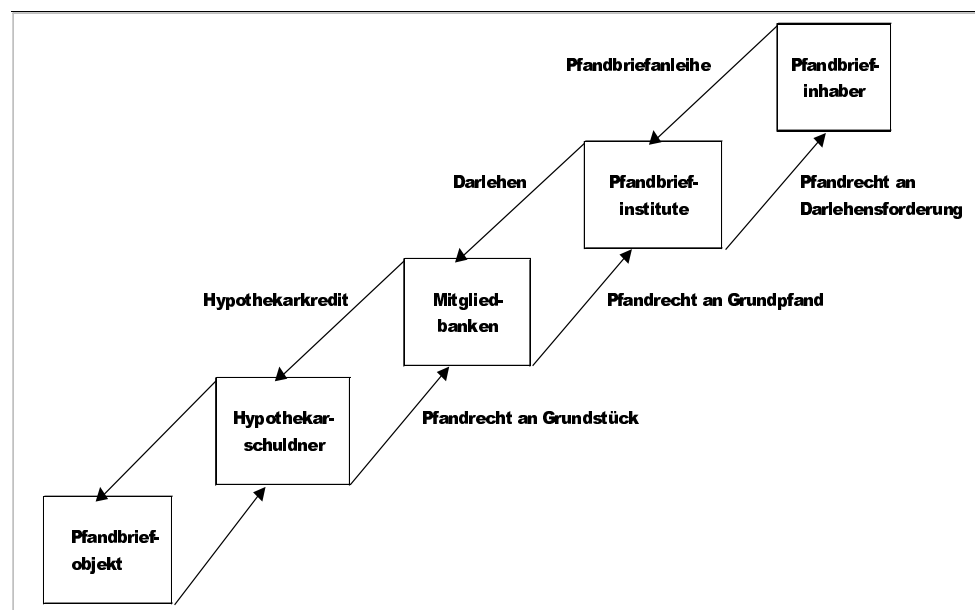
- Schweizerische Pfandbriefinstitute: Durch die gesetzlich vorgeschriebene Fristen- und Laufzeitenkongruenz zwischen Pfandbriefanleihen und grundpfandgesicherten Darlehen an die Mitgliedsbanken ist das Gleichgewichts- und Deckungsprinzip eingehalten.
- Beide Institute zeichnen sich durch eine konservative Kreditpolitik aus. (1) Die gesetzlich vorgeschriebenen maximalen Kreditlimiten (maximale Belehnung zu $\frac{2}{3}$ des Verkehrswertes) werden in der Praxis sehr vorsichtig umgesetzt. (2) Die Grundpfänder setzen sich vorwiegend aus Hypotheken auf Wohnliegenschaften zusammen, deren Ausfallquoten deutlich tiefer liegen als bei Hypotheken auf kommerzielle Projekte. (3) Beide Institute halten seit Jahren eine grosszügige Liquidität von 3 bis 4% der Bilanzsumme. Diese wird vorwiegend in nationalbankfähige Wertpapiere und Hypothekaranlagen investiert. Die damit kontinuierlich erwirtschafteten Mittel steigern die Eigenmittelbasis und erlauben eine angemessene Dividendenpolitik an die Mitgliedsbanken.
- Die Schweizer Pfandbriefe unterliegen, wie auch alle anderen Pfandbriefe, einem länderspezifischen sowie einem systematischen Risiko (Zahlungsfähigkeit der Hypothekarschuldner in der Schweiz bzw. Solvenz des schweizerischen Bankensystems). Aufgrund der zwingenden Austauschpflicht der Mitgliedsbanken von ungenügenden Deckungen durch neue Grundpfänder hat keines der schweizerischen Pfandbriefinstitute je einen Verlust erleiden müssen. Der Einbruch der Immobilienpreise der 90er-Jahre werten wir zudem als erfolgreichen Test für die Integrität des schweizerischen Pfandbriefwesens.
- Bonität: Aufgrund der mehrstufigen Sicherungskette, den Eigenschaften des restriktiven, schweizerischen Pfandbriefmodells, dem konservativen Bilanzmanagement der Pfandbriefinstitute sowie des langjährigen Leistungsausweises als Emissionszentrale stufen wir die Bonität der Pfandbriefbank sowie der Pfandbriefzentrale mit einem Triple-A ein.
- Liquidität/Future: Beide Institute haben die Voraussetzung für eine bessere Marktliquidität im Sekundärhandel geschaffen, indem 1995 erstmals Anleihen mit Aufstockungstranchen begeben wurden. Zudem hat sich das ausstehende Volumen relativ zu anderen Anlagesegmenten stark ausgeweitet. Sollte sich diese Tendenz fortsetzen, so ist die erneute Einführung eines Pfandbrief-Futures in der Schweiz denkbar; dies nachdem das erste Vorhaben (1991) wieder eingestellt wurde. Unabhängig vom Future-Entscheid erwarten wir mittelfristig eine zunehmende Liquidität in Schweizer Pfandbriefanleihen.

Einleitung

Die ersten Basis-Studien der CSFB Fixed Income Research (Zürich) zu der Anlagekategorie von Pfandbriefanleihen datieren vom September 1997 resp. Oktober 1998¹. Da sich die fundamentalen Rahmenbedingungen (Gesetzgebung, Belehnungsrichtlinien) nicht geändert haben, beschränkt sich dieser Bericht vorwiegend auf die aktuelle Marktsituation der Schweizer Pfandbriefe. Die aus Bonitätssicht wichtigsten Aussagen sind bereits im ersten Teil abgefasst.

Aufgrund der Wichtigkeit und Bedeutung möchten wir einleitend nochmals die Sicherungskette des Schweizerischen Pfandbriefmodells vorstellen:

Abbildung 1: Sicherungskette für Schweizer Pfandbriefmodell



Quelle: CSFB

CHF Investoren («Die Pfandbriefgläubiger») der Pfandbriefbank und der Pfandbriefzentrale geniessen den Schutz einer mehrstufigen Sicherungskette. Danach bilden neben dem Hypothekarschuldner nicht nur die Grundpfänder das Haftungssubstrat der Schweizer Pfandbriefe, sondern die Mitgliedbanken sowie das Pfandbriefinstitut selber haften mit all ihren Aktiven für die Verpflichtungen aus den Pfandbriefdarlehen.

Unserer Ansicht nach hat die starke Sicherungskette verbunden mit den restriktiven gesetzlichen Vorgaben (Vorlage: Grundpfandgesetz von 1930) sowie den allgemeinen Geschäftsbedingungen (die Darlehensnehmer sind verpflichtet, von sich aus ungenügende resp. notleidende Deckungen auszuwechseln) dazu beigetragen, dass keines der beiden Pfandbriefinstitute je einen Verlust ausweisen musste. Dies unterstreicht u.E. die feste Struktur des schweizerischen Pfandbriefmodells.

¹ Schweizer Pfandbriefinstitute vom August 1997 sowie Deutsche Pfandbriefe in Schweizer Franken vom März 1998 (CSFB Fixed Income Research, Kurt Hess)

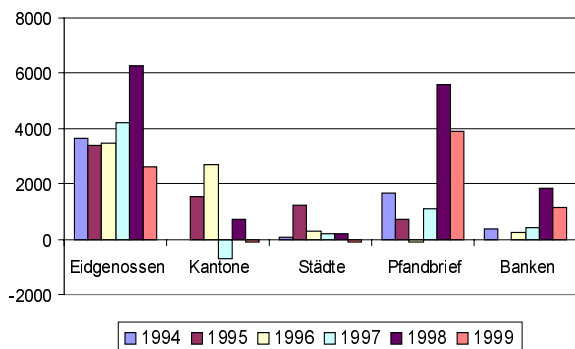
Schweizer Pfandbriefe am CHF-Obligationenmarkt

Abbildung 2 gibt eine Übersicht der Netto-Kapitalveränderung der einzelnen Anlagesegmente am CHF-Obligationenmarkt. Die stärkste Zunahme verzeichneten dabei die Eidgenossenschaft sowie die Pfandbriefinstitute. Hingegen verharrten Kantons- und Städteanleihen praktisch auf 1993-er Niveau.

Im September 1999 waren am inländischen Obligationenmarkt Anleihen im Nominalwert von CHF 217 Mrd ausstehend. Pfandbriefanleihen sind mit 17.1% das dritt wichtigste Anlagesegment am CHF-Kapitalmarkt (1996: 14.4%).

Abbildung 2: Netto-Kapitalveränderung

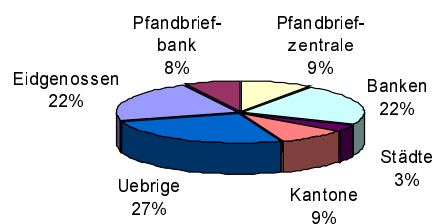
In CHF Mio (Neuemissionen – Rückzahlungen)



Quelle: Swiss Exchange SWX (1999: Januar-September)

Abbildung 3: CHF-Kapitalmarkt (Inland)

In %



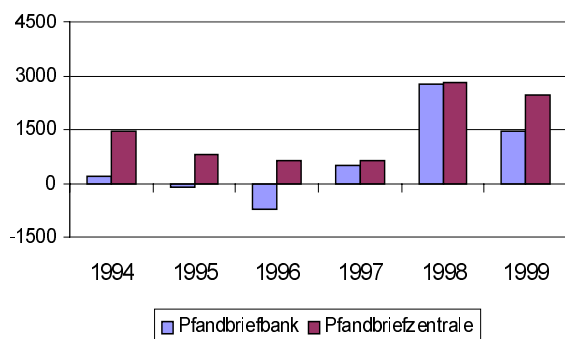
Quelle: Monatsbericht September 1999 Swiss Exchange SWX

Tendenz zu liquideren Obligationen

Betrachtet man das Emissionsvolumen, so zeigt sich, dass die Pfandbriefzentrale seit 1994 netto CHF 8.8 Mrd. aufnahm, währenddem die Pfandbriefbank dem Markt zusätzliche Pfandbriefe in der Höhe von CHF 4.0 Mrd beifügte (siehe Abb. 4). Der Entscheid, ab 1995 auch Pfandbriefanleihen mit Aufstockungstranchen zu platzieren, hat auch positive Effekte in Bezug auf das durchschnittliche Neuemissionsvolumen hinterlassen. Dieses stieg seit 1994 von rund CHF 200 Mio auf über CHF 300 Mio bei der Pfandbriefbank und über CHF 600 Mio bei der Pfandbriefzentrale. Beide Pfandbriefinstitute haben aktuell mehrere Pfandbriefe mit einem Volumen von über CHF 500 Mio ausstehend (Seite 5).

Abbildung 4: Pfandbriefinstitute mit Netto-Zunahme

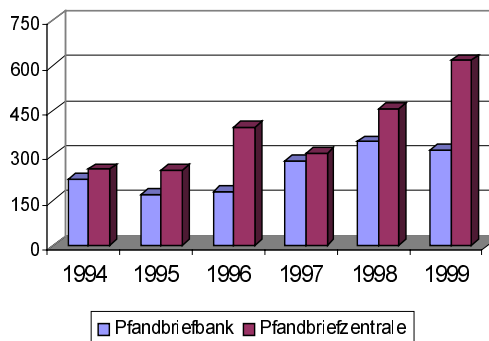
In CHF Mio (Neuemissionen – Rückzahlungen)



Quelle: Gesellschaftsdaten, CSFB

Abbildung 5: Durchschnittliches Emissionsvolumen

In CHF Mio



Quelle: Gesellschaftsdaten, CSFB

Die nachfolgende Tabelle zeigt eine Markt- und Spreadübersicht jener Pfandbriefanleihen mit den höchsten Emissionsvolumen.

Abbildung 6: Schweizerische Pfandbriefanleihen

(geordnet nach Emissionsvolumen)

Emittent	Mio CHF	Coupon	Laufzeit	Kurs Brief	Spread Eidg	Spread Swap
Pfandbriefbank S. 344	1060	2.50%	98-31.03.2004	96.50%	+ 32	-17
Pfandbriefbank S. 343	1000	3.375%	98-05.03.2010	95.55%	+ 48	-21
Pfandbriefzentrale S. 314	980	3.25%	98-15.09.2005	98.50%	+ 42	-17
Pfandbriefzentrale S. 312	880	3.50%	98-10.02.2009	97.25%	+ 49	-21
Pfandbriefzentrale S. 317	850	2.50%	99-06.04.2005	95.30%	+ 42	-17
Pfandbriefbank S. 337	790	3.50%	97-27.03.2007	98.75%	+ 43	-18
Pfandbriefzentrale S. 316	750	3.125%	99-15.02.2009	94.55%	+ 49	-21
Pfandbriefzentrale S. 310	735	3.75%	97-30.09.2006	100.50%	+ 41	-18
Pfandbriefbank S. 345	725	2.75%	98-20.05.2003	98.35%	+ 21	-16
Pfandbriefbank S. 347	720	2.50%	98-15.10.2002	98.40%	+ 12	-16
Pfandbriefbank S. 348	640	3.625%	98-20.11.2009	97.85%	+ 49	-21
Pfandbriefbank S. 339	619	3.25%	97-31.07.2005	98.25%	+ 42	-17
Pfandbriefzentrale S.303	550	4.25%	96-30.09.2004	103.60%	+ 32	-17
Pfandbriefzentrale S. 318	540	2.625%	99-21.06.2006	94.25%	+ 41	-18
Pfandbriefbank S. 350	535	2.75%	99-15.03.2007	94.00%	+ 43	-18

Quelle: CSFB, Kurse vom 8.11.1999, 14:45 Uhr

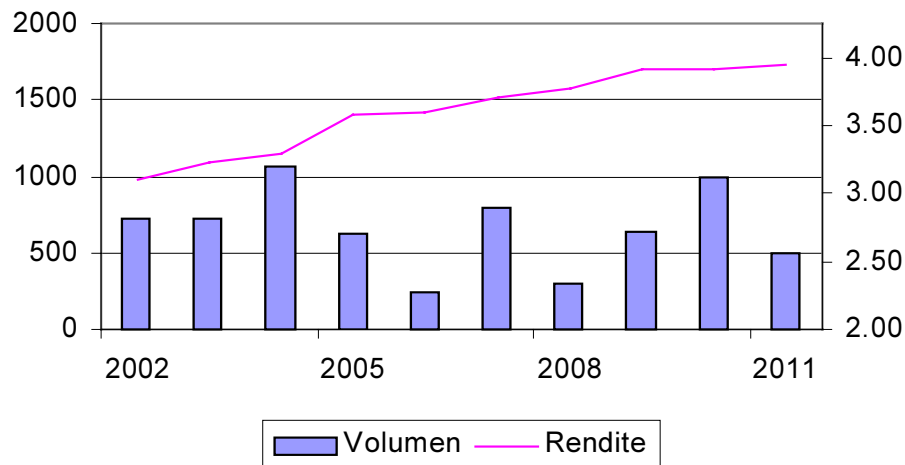
Pfandbriefbank: Aufbau einer «Yield Curve»

Nachdem die Pfandbriefinstitute bis 1994/95 nur Anleihen mit Laufzeiten von über 12 Jahren lancierten, haben beide Emittenten in den letzten Jahren das Laufzeitensegment ausgeweitet. Eine Vorreiterrolle nimmt dabei die Pfandbriefbank ein, die in der jüngster Vergangenheit auch erstmals 3 bis 5jährige Pfandbriefanleihen emittierte und aufstockte.

In Abbildung 7 stellen wir eine hypothetische «Pfandbrief-Renditekurve» der Pfandbriefbank dar. Aus vereinfachten Überlegungen selektionierten wir pro Fälligkeit die Anleihe mit dem höchsten ausstehenden Emissionsbetrag.

Abbildung 7: Theoretische Pfandbrief-Renditekurve der Pfandbriefbank

Emissionsvolumen in CHF Mio (linke Skala), Rendite in % (rechte Skala)



Quelle: CSFB, Renditen vom 8.11.1999

Bonitätsaspekte Pfandbriefbank

Der eigentliche Zweck der Pfandbriefbank ist der Betrieb einer Pfandbriefzentrale nach den Vorschriften des Pfandbriefgesetzes vom 25. Juni 1930. Änderungen des Gesetzes müssten durch das schweizerische Parlament gutgeheissen werden. Neben den Pfandbriefemissionen sind der Pfandbriefbank keine weiteren Passivgeschäfte erlaubt. Die Mitgliedsbanken sind vorwiegend regionale Banken sowie Raiffeisenbanken, aber auch Grossbanken wie die Credit Suisse und UBS, welche zwecks Refinanzierung ihrer Hypothekenschulden bei der Pfandbriefbank grundpfandgesicherte Darlehen beantragen.

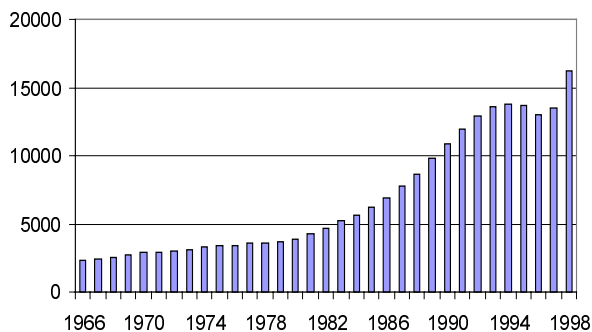
Ende 1998 zählte die Pfandbriefbank 208 Mitgliedsinstitute, von denen 201 Pfandbriefdarlehen bezogen haben. Innerhalb der letzten 10 Jahre hat sich der Mitgliederbestand aufgrund zahlreicher Zusammenschlüsse von regionalen Hypothekenbanken um 32 verringert. Aus Bonitätssicht interessieren jedoch in erster Linie die historischen Ausfallquoten der Pfandbriefbank (diese wird von der Pfandbriefbank mit 0% angegeben) sowie die aktuelle Aufteilung des Darlehenportfolios nach «Transaktionsgrösse» und «geographischer Diversifikation». Abbildung 9 zeigt auf, dass die meisten Mitgliedsbanken ein Darlehen von CHF 20–50 Mio beansprucht haben. Die 7 Mitgliedsbanken mit über CHF 500 Mio gehören gemäss Pfandbriefbank zu den «Top Ten» der Schweiz, womit eine geographische Diversifikation per Definition gegeben ist. Zudem stellt die gesamtschweizerische Basis der Mitgliedsbanken ein repräsentatives Bild des inländischen Kreditwesens dar, was ein eigentliches «Klumpenrisiko» für die Pfandbriefbank ausschliesst.

Die Bilanzsumme der Pfandbriefbank beläuft sich Ende 1998 auf CHF 17.1 Mrd. Dies entspricht einer Verdoppelung seit 1987 (die Entwicklung des Pfandbriefumschlages haben wir in Abbildung 8 dargestellt). Insgesamt entfielen in diesen elf Jahren rund 95% der Aktiven auf grundpfandgesicherte Darlehen. Neben diesen langfristigen Aktiven hält die Pfandbriefbank hohe liquide Reserven über derzeit CHF 306 Mio, welche sie vorwiegend in nationalbankfähigen Wertpapieren angelegt hat. Darüber hinaus verwaltet die Pfandbriefbank weitere kurzfristig realisierbare Vermögenswerte über CHF 387 Mio. Insgesamt reflektieren diese freien Aktiven ein gutes Reserverpolster und sichern der Pfandbriefbank stabile Einnahmen zur Finanzierung der allgemeinen Geschäftsausgaben.

Die Bonität der Pfandbriefbank stufen wir bei Triple-A ein.

Abbildung 8: Pfandbriefumlauf

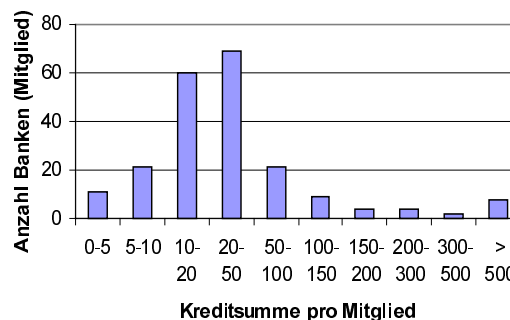
Ausstehendes Emissionsvolumen in CHF Mio



Quelle: Pfandbriefbank

Abbildung 9: Pfandbriefdarlehen nach Banken

In %



Quelle: Pfandbriefbank

Anhang: Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute

Abbildung 10: Kreditstatistik der Pfandbriefbank (Geschäftsabschluss: 31. Dezember)

In CHF Mio	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Aktivzinsen auf Pfandbriefanleihen	389.6	441.1	510.5	588.0	672.0	725.9	742.4	750.8	729.7	698.0	724.9
Passivzinsen auf Pfandbriefanleihen	-385.5	-436.4	-505.3	-582.3	-665.8	-719.4	-735.6	-743.9	-723.0	-691.4	-717.7
Bruttoerfolg aus Pfandgeschäft	4.1	4.6	5.1	5.7	6.2	6.6	6.8	6.9	6.7	6.5	7.2
Emissionsaufwand	-3.5	-3.8	-4.0	-4.1	-5.4	-5.5	-4.5	-3.3	-4.8	-4.6	-4.8
Kommissionsaufwand	-1.5	-1.6	-1.9	-2.1	-2.4	-2.8	-2.9	-3.1	-3.8	-3.2	-3.1
Nettoerfolg aus Pfandgeschäft	-0.8	-0.8	-0.8	-0.5	-1.6	-1.7	-0.6	0.4	-1.8	-1.3	-0.7
Aktivzinsen auf freien Aktiven	12.6	13.9	16.3	19.3	23.2	25.5	25.9	27.0	27.3	27.4	27.9
Verwaltungsaufwand	-1.1	-1.1	-1.1	-1.2	-1.3	-1.3	-1.3	-1.5	-1.6	-1.8	-2.0
Erfolg vor sonstigen Erträgen und Abschreibungen	10.8	12.1	14.3	17.6	20.3	22.4	24.0	25.9	23.9	24.3	25.2
Sonstiger Ertrag	0.0	0.8	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.8	2.9	8.9
Sonstiger Aufwand	-0.1	-1.6	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.7	-0.8	0.0
Abschreibungen und Verluste	-2.0	-2.5	-3.6	-6.0	-6.5	-4.7	-1.3	-5.7	-3.7	-6.0	-13.6
Reingewinn	8.8	8.8	10.8	11.8	13.8	17.8	22.7	20.3	20.3	20.4	20.5
In CHF Mio	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Total Aktiven	9'086	10'356	11'546	12'632	13'697	14'356	14'585	14'509	13'783	14'300	17'100
Pfandbriefdeckung	8'654	9'779	10'905	11'945	12'956	13'575	13'770	13'670	12'964	13'453	16'199
% Total Aktiven	95.2%	94.4%	94.4%	94.6%	94.6%	94.6%	94.4%	94.2%	94.1%	94.1%	94.7%
Freie Aktiven	357	352	416	462	516	556	590	614	609	637	691
Total Aktiven%	3.93%	3.40%	3.60%	3.66%	3.77%	3.87%	4.05%	4.23%	4.42%	4.45%	4.04%
Nicht einbezahltes Aktienkapital	75	225	225	225	225	225	225	225	210	210	210
% Total Aktiven	0.8%	2.2%	1.9%	1.8%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.2%
Bruttoerfolg Pfandgeschäft %	1.05%	1.05%	1.01%	0.96%	0.93%	0.90%	0.92%	0.91%	0.92%	0.94%	1.00%
Nettoerfolg Pfandgeschäft %	-0.22%	-0.18%	-0.16%	-0.09%	-0.24%	-0.24%	-0.08%	0.06%	-0.25%	-0.18%	-0.09%
Bruttoerfolg auf freien Aktiven %	3.54%	3.96%	3.91%	4.18%	4.49%	4.58%	4.39%	4.40%	4.49%	4.30%	4.03%

Quelle: Pfandbriefbank, CSFB

Bonitätsaspekte Pfandbriefzentrale

Wie die Pfandbriefbank unterliegt auch die Pfandbriefzentrale der Aufsicht der Eidgenössischen Bankenkommission.

Der Anteil von Grundpfandgesicherten Darlehen betrug in den letzten 10 Jahren analog der Pfandbriefbank rund 95% der Bilanzsumme. Per Ende März 1999 (Abschluss des Geschäftsjahres 1998/99) wies die Pfandbriefzentrale einen Pfandbriefumlauf von CHF 20.2 Mrd sowie eine Bilanzsumme von CHF 21.4 Mio aus. Die freien Aktiven beliefen sich auf CHF 459 Mio. Im Gegensatz zur Pfandbriefbank hält die Pfandbriefzentrale jedoch traditionell einen höheren Anteil an direkten Hypothekaranlagen. Die freien Aktiven setzten sich im letzten Geschäftsjahr aus CHF 182 Mio an nationalbankfähigen Wertpapieren und CHF 237 Mio an Hypothekaranlagen zusammen. Weitere kurzfristig realisierbare Vermögenswerte beliefen sich auf CHF 41 Mio. Insgesamt machen die freien Aktiven 3.2% der Bilanzsumme aus (gegenüber 4.0% bei der Pfandbriefbank). Die hohen Einnahmen aus dem Portfolio der freien Aktiven sichern der Pfandbriefzentrale stabile Einnahmen und tragen wesentlich zur Äufnung der Liquiditätsreserven bei.

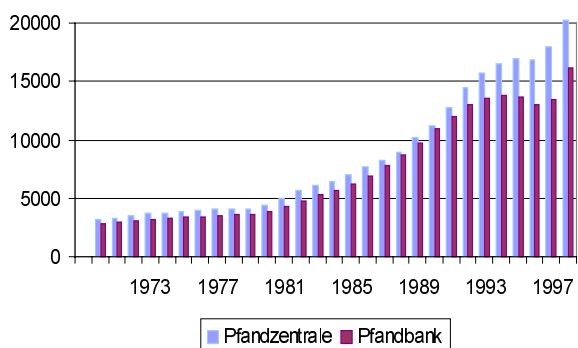
Das Aktienkapital beträgt CHF 550 Mio. Davon sind CHF 110 Mio einbezahlt. Für den nicht einbezahlten Betrag haben die Mitgliedbanken Verpflichtungsscheine unterzeichnet, so dass er mit 75% an die gesetzlichen Eigenmittel angerechnet werden kann. Das Eigenkapital belief sich somit Ende 1998 auf angemessene CHF 635 Mio, was eine im Vergleich zur Pfandbriefbank leicht höhere Deckungsquote von 3.1 % ergibt (Pfandbriefbank: 3.0%).

Die Mitglieder der Pfandbriefzentrale sind die schweizerischen Kantonalbanken. Demzufolge profitieren Pfandbriefgläubiger der Pfandbriefzentrale – analog der Pfandbriefbank – von einem diversifizierten Pool von Grundpfandgesicherten Darlehen, welches sich über die ganze Schweiz erstreckt (Abbildung 12). In Abbildung 11 haben wir die Entwicklung des Pfandbriefumlaufes der Pfandbriefzentrale verglichen mit derjenigen der Pfandbriefbank. Dabei fällt die leicht stärkere Wachstumspolitik der Pfandbriefzentrale resp. ihrer Mitglieder gegenüber der Pfandbriefbank auf. Insgesamt überwiegen auch im Portfolio der Pfandbriefzentrale Grundpfandgesicherte Darlehen an private Wohnungsliegenschaften.

Wir stufen die Bonität der Pfandbriefzentrale bei Triple-A ein.

Abbildung 11: Pfandbriefumlauf

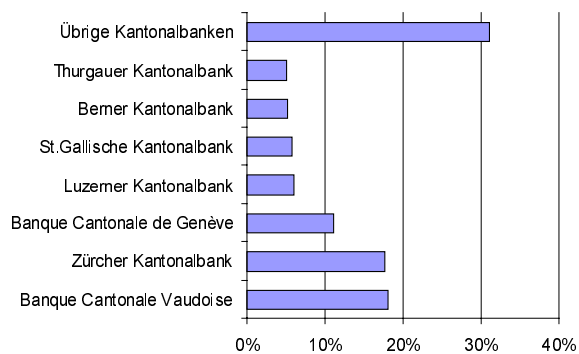
Ausstehendes Emissionsvolumen in CHF Mio



Quelle: Gesellschaftsdaten

Abbildung 12: Grundpfandgesicherte Darlehen

In % (Total: CHF 20.2 Mrd)



Quelle: Pfandbriefzentrale (per Ende Geschäftsjahr 1998/99: 31.3.1999)

Anhang: Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken

Abbildung 13: Kreditstatistik der Pfandbriefzentrale (Geschäftsabschluss: 31. März)

In CHF Mio	1987/88	1988/89	1989/90	1990/91	1991/92	1992/93	1993/94	1994/95	1995/96	1996/97	1997/98	1998/99
Aktivzinsen auf Pfandbriefanleihen	372.5	400.2	444.1	522.9	627.6	738.5	826.8	871.0	929.8	917.8	919.4	971.0
Passivzinsen auf Pfandbriefanleihen	-372.5	-400.2	-444.1	-523.0	-627.7	-738.5	-826.9	-871.0	-929.9	-917.9	-919.5	-971.1
Brutto-Erfolg aus Pfandgeschäft	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
Emissionsaufwand	-3.5	-3.2	-4.7	-4.4	-6.7	-7.8	-8.9	-7.0	-7.0	-8.5	-8.5	-6.0
Kommissionsaufwand	-1.8	-1.8	-1.9	-2.2	-2.5	-3.4	-4.6	-4.7	-5.2	-6.8	-4.5	-4.7
Netto-Erfolg aus Pfandbriefgeschäft	-5.3	-4.9	-6.6	-6.6	-9.3	-11.2	-13.5	-11.8	-12.3	-15.4	-13.1	-10.7
Aktivzinsen auf freien Aktiven	13.3	13.4	16.0	19.6	23.1	26.4	25.3	23.8	24.1	22.9	21.4	21.0
Verwaltungsaufwand	-1.0	-1.0	-1.5	-1.4	-1.3	-1.5	-4.1	-1.6	-1.9	-1.7	-1.8	-2.6
Erfolg vor sonstigen Erträgen und Abschreibungen	7.0	7.4	7.8	11.6	12.5	13.7	7.6	10.4	9.9	5.8	6.5	7.8
Sonstiger Ertrag	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Rückstellungen	0.0	0.0	0.0	-2.3	-2.8	-3.0	0.0	-0.9	-1.4	0.0	0.0	-1.2
Abschreibungen und Verluste	0.0	0.0	-0.2	-1.6	-1.5	-1.7	-0.2	-1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reingewinn	7.0	7.4	7.6	7.7	8.5	9.1	7.4	8.5	8.5	5.8	6.5	6.6
In CHF Mio	1987/88	1988/89	1989/90	1990/91	1991/92	1992/93	1993/94	1994/95	1995/96	1996/97	1997/98	1998/99
Total Aktiven	8'641	9'380	10'770	11'790	13'535	15'288	16'852	17'510	18'049	17'907	19'096	21'356
Pfandbriefdeckung	8'239	8'964	10'184	11'139	12'819	14'504	15'722	16'456	17'000	16'830	17'965	20'225
% Total Aktiven	95.3%	95.6%	94.6%	94.5%	94.7%	94.9%	93.3%	94.0%	94.2%	94.0%	94.1%	94.7%
Freie Aktiven	362	376	396	461	526	594	690	614	609	637	691	691
% Total Aktiven	4.19%	4.01%	3.68%	3.91%	3.89%	3.89%	4.09%	3.51%	3.37%	3.56%	3.62%	3.24%
Nicht einbezahltes AK	40	40	190	190	190	190	440	440	440	440	440	440
% Total Aktiven	0.5%	0.4%	1.8%	1.6%	1.4%	1.2%	2.6%	2.5%	2.4%	2.5%	2.3%	2.1%
Bruttoerfolg Pfandgeschäft %	-0.01%	0.00%	0.00%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	0.00%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	0.00%
Nettoerfolg Pfandgeschäft %	-1.44%	-1.24%	-1.48%	-1.27%	-1.48%	-1.52%	-1.64%	-1.35%	-1.32%	-1.68%	-1.43%	-1.10%
Bruttoerfolg auf freien Aktiven %	3.69%	3.57%	4.03%	4.26%	4.40%	4.44%	3.66%	3.87%	3.95%	3.59%	3.09%	3.04%

Quelle: Pfandbriefzentrale, CSFB

This material was produced and distributed in Europe by Credit Suisse First Boston ('CSFB'), Zurich. It is distributed in the United States by Credit Suisse First Boston Corporation, in Japan by Credit Suisse First Boston Securities (Japan) Limited, and elsewhere in the world by CSFB, or an authorized affiliate of CSFB (such entities and their associate persons, the "Companies"). The Companies may, to the extent permitted by law, participate or invest in other financing transactions with the issuer of the securities referred to herein (the "Securities"), perform services for or solicit business from such issuers, and/or have a position or effect transactions in the Securities or options thereof. CSFB may to the extent permitted by applicable Swiss law and other applicable law or regulation, act upon or use the above material or the conclusions stated above or the research or analysis on which they are based before the material is published to recipients.

This document is not to be used or considered as an offer to sell or solicitation of an offer to buy securities. Information and opinions contained herein have been compiled or arrived at by CSFB from sources believed to be reliable, but none of the Companies accepts liability for any loss arising from the use hereof or makes any representations as to their accuracy or completeness. This document is not to be relied upon as such or used in substitution for the exercise of independent judgment. Unless otherwise permitted by law in the applicable jurisdiction, only authorized affiliates of CSFB will effect orders for securities from customers in such jurisdiction.

Additional note to US Investors: Credit Suisse First Boston Corporation is distributing this document in the United States and, in connection therewith, accepts responsibility for its contents. Any US customer wishing to effect a transaction in any security should do so only by contacting a representative of Credit Suisse First Boston Corporation in the US.

©1999 Credit Suisse First Boston

Switzerland

Uetlibergstrasse 231
8045 Zurich
Switzerland
+41 (1) 333 5555

Geneva +41 (22) 394 6220
Lugano +41 (91) 802 64 82

Zurich Research Hotline +41 (1) 333 77 88

Europe

One Cabot Square
London E14 4QJ
England
+44 (171) 888 8888

Amsterdam +31 (20) 575 4444
Budapest +36 (1) 202 2188
Frankfurt +49 (69) 75380
Kiev +380 (44) 247 5787
Madrid +34 (1) 532 0303
Milan +39 (2) 77 7021

Moscow +7 (501) 967 8200
Paris +33 (1) 40 76 8888
Prague +42 (2) 248 10937
Vienna +43 (1) 512 3023
Warsaw +48 (22) 695 0050

Americas

Eleven Madison Avenue
New York, NY 10010
USA
+1 (212) 325 2000

Atlanta +1 (404) 656 9500
Boston +1 (617) 556 5500
Buenos Aires +54 (1) 394 3100
Chicago +1 (312) 750 3000
Houston +1 (713) 220 6700
Los Angeles +1 (213) 253 2000

Mexico City +52 (5) 202 6000
Philadelphia +1 (215) 851 1000
Portland +1 (207) 780 6210
San Francisco +1 (415) 765 7000
São Paulo +55 (11) 822 4862
Toronto +1 (416) 947 2600

Pacific

Shiroyama Hills
4-3-1 Toranomon
Minato-ku, Tokyo 105
Japan
+81 (3) 5404 9000

Auckland +64 (9) 302 5500
Beijing +86 (10) 501 4508
Hong Kong +852 2847 0388
Melbourne +61 (3) 9280 1666
Osaka +81 (6) 6243 0789

Seoul +82 (2) 399 7355
Singapore +65 2265088
Sydney +61 (2) 394 4400
Wellington +64 (4) 474 4400