

Schweiz Währungsanalyse

9. Juli 2010

Prognoseübersicht

	2008	2009	2010e	2011f
BIP (real, % p.a.)	1,8	-1,5	1,8	0,8
VPI (% p.a.)	2,4	-0,5	1,3	1,2
	aktuell	Sep. 10	Dez. 10	Jun. 11
Leitzins*	0,12	0,30	0,50	1,00
3M-Libor	0,12	0,30	0,50	1,00
3M-Spread**	62	50	30	20
10J-Rendite	1,49	1,90	2,10	2,50
EUR/CHF	1,338	1,32	1,30	1,39
	2011f	2012f	2013f	2014f
Ø EUR/CHF***	1,38	1,44	1,41	1,39
Ø USD/CHF***	1,18	1,25	1,23	1,21
Ø EUR/USD***	1,17	1,15	1,15	1,15

* CHF 3M-LIBOR

** zum EUR-3M-Zins, in Basispunkten

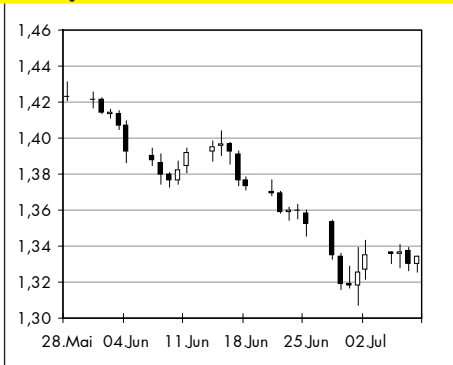
*** Annahme: langfr. Annäherung zum „fairen“ Wert

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH



Quelle: pfoto.com

CHF pro EUR



Quelle: Thomson Reuters

Highlights

- Vorlaufindikatoren bescheinigen für das zweite Quartal 2010 eine weiterhin starke Konjunkturdynamik in der Schweiz. 2010 dürfte die eidgenössische Wirtschaft relativ kräftig um 1,8 % p.a. wachsen. Aufgrund der vorbildlichen Budgetpolitik der letzten Jahre besteht in der Schweiz keine Verschuldungsproblematik.
- Insgesamt erhöhten sich die Devisenreserven der SNB durch Wechselkursinterventionen während des letzten Jahres um ca. EUR 165 Mrd. (50 % des BIP). Geldmarktzinsen dürften sich nach Ende der Devisenmarktinterventionen nun wieder normalisieren.
- Bis Mitte 2011 erwarten wir eine deutliche Reduktion der Zinsdifferenz des CHF-Währungsraumes gegenüber der Eurozone. Der Franken dürfte also vorerst stark bleiben. Wechselkursniveaus von über EUR/CHF 1,30 halten wir verglichen mit aktuellen Niveaus weder für eine Gefahr der Schweizer Exporte, noch für ein langfristiges Problem hinsichtlich Deflation.
- In der aktuellen Situation sehen wir die Gefahr einer weiteren Aufwertung des Franken größer als die Chance auf eine starke Abwertung. Wir bekräftigen darum unsere bereits länger ausgesprochene Vorsicht vor CHF-Krediten.

Analyst

Ingo Jungwirth

ingo.jungwirth@raiffeisenresearch.at

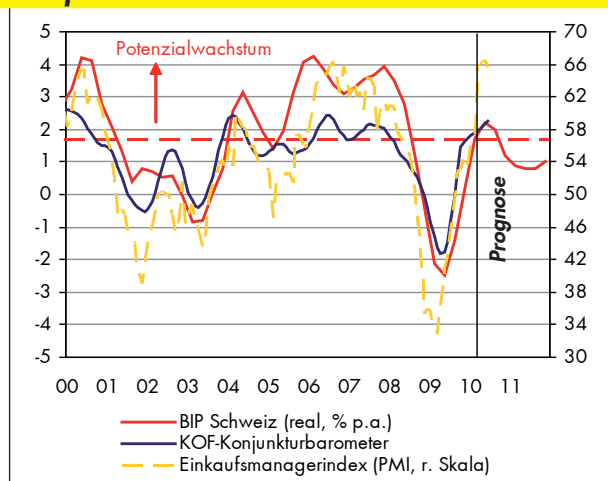


**Raiffeisen
RESEARCH**

Konjunktur

Im 1. Quartal 2010 fiel das **Wirtschaftswachstum** in der Schweiz mit 0,4 % gegenüber dem Vorquartal einmal mehr **höher** aus **als** in der benachbarten **Eurozone** (0,2 % p.q.). Schlussendlich überstand der schwergewichtige schweizerische Bankensektor die Turbulenzen der Finanzkrise besser als so mancher deutscher, amerikanischer oder britischer Konkurrent. Die äußerst lockere Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) und die auch in der Krise gefragten Produkte der Schweizer Exporteure (Nahrungsmittel, Maschinenbau, Pharmaprodukte) konnten eine noch tiefere Rezession verhindern. Trotz einer Aufwertung des Franken von bis zu 4 %, wuchsen die Schweizer Exporte in Q1 2010 mit 4,8 % gegenüber Q4 2009 außergewöhnlich stark. Auch der private Konsum lieferte mit 0,5 % p.q. einen positiven Wachstumsbeitrag, während Investitionen (-0,8 % p.q.) und der öffentliche Konsum (-1,4 % p.q.) ein Minus verzeichneten.

Konjunkturausblick



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Die Schweiz kann sich als Insel inmitten der Eurozone natürlich nicht von Turbulenzen in ihrem unmittelbaren Umfeld abschotten. Insofern übt die Konjunkturdynamik der Eurozone über den Schweizer Exportsektor einen maßgeblichen Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung der Schweiz aus. Mittlerweile zeichnet sich immer deutlicher ein etwas schwächeres globales Wachstumsumfeld um die Jahreswende 2010/11 ab. Viele unterstützende Faktoren wie Lageraufstockung und Wiederbelebung des Welthandels laufen aus bzw. schlagen wie im Fall der staatlichen Unterstützungsmaßnahmen sogar ins Gegenteil um. Die europaweit anstehende Budgetkonsolidierung dürfte ab 2011 den privaten Konsum in den meisten europäischen Staaten belasten. Für die Schweiz sind allerdings Sonderfaktoren zu berücksichtigen, die den langfristigen Konjunkturausblick in einem günsti-

geren Licht erscheinen lassen. Aufgrund der vorbildlichen Budgetpolitik der letzten Jahre besteht in der Schweiz **keine Verschuldungsproblematik**. Mit einem ausgeglichenen Staatshaushalt und einer Verschuldungsquote von lediglich 42 % des BIP dürfte die Schweiz auch weiterhin ein Hort der Sicherheit in Europa bleiben. Der private Konsum dürfte darum auch weit weniger belastet werden als in weiten Teilen Europas, wo Steuererhöhungen und Ausgabekürzungen anstehen. Das langfristige Trendwachstum von 1,3 % p.a. dürfte in der Schweiz in den nächsten Jahren im Gegensatz zu den meisten Eurozone Mitgliedern nur unwesentlich geringer ausfallen als vor der Krise.

BIP (%-Veränderung)

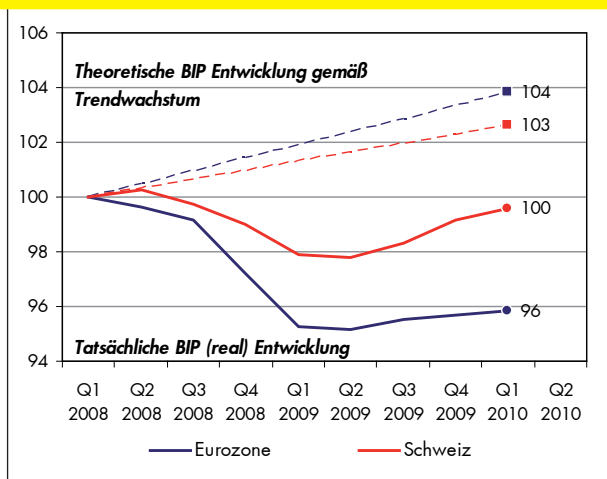
	Q1 10	Q1 10	Q4 09	Q4 09
	% p.q.	% p.a.	% p.q.	% p.a.
BIP	0,4	2,2	0,9	0,6
Privater Konsum	0,5	2,3	0,4	2,1
Staatl. Konsum	-1,4	2,7	1,7	4,2
Investitionen	-0,8	3,9	1,4	1,2
Ausrüstungen	-0,8	5,9	3,9	0,9
Bau	-0,8	1,3	-1,6	1,6
Exporte	4,8	10,1	2,2	-1,8
Importe	2,5	2,5	0,4	-1,9

Quelle: Thomson Reuters

Vorlaufindikatoren bescheinigen für das zweite Quartal 2010 eine weiterhin **starke Konjunkturdynamik** in der Schweiz. Sowohl das KOF Konjunkturbarometer der ETH Zürich als auch der Einkaufsmanagerindex signalisieren das Erreichen von noch stärkeren Wachstumsraten als in Q1. Der etwas schneller auf Trendwechsel reagierende Einkaufsmanagerindex drehte im Juni nach unten und dürfte diese Richtung auch weiter beibehalten.

Unser prognostizierter Konjunkturverlauf sieht somit ein **starkes Q2 und Q3 2010** vor, welches von einem leicht **schwächeren Winterhalbjahr 2010/11** abgelöst wird. 2010 dürfte die eidgenössische Wirtschaft demnach relativ kräftig um 1,8 % p.a. wachsen. 2011 kommt es hauptsächlich durch den statistischen Basiseffekt vom schwachen Winterhalbjahr 2010/11 zu einem geringeren Plus von 0,8 % p.a.

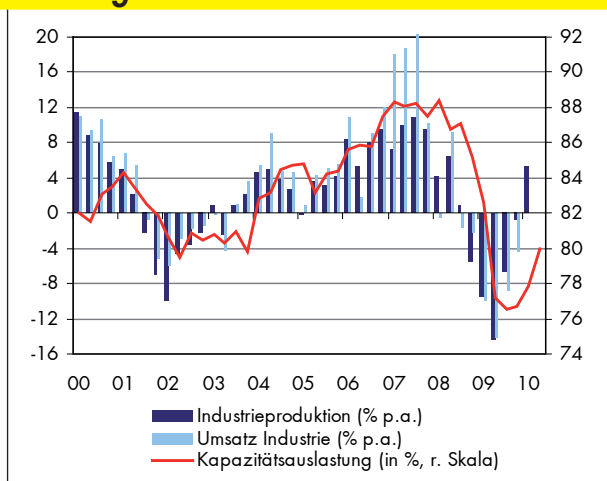
Schweiz: Krise bereits überwunden



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Die Arbeitslosenrate von aktuell 3,8 % (Eurozone: 10 %) belegt, dass die Unterauslastung der Kapazitäten in der Schweiz weit weniger stark ausgeprägt ist als in der Eurozone. Nicht nur, dass die Schweiz mit nur 1,3 % p.a. über ein geringeres Trendwachstum als die Eurozone verfügt (1,5 % p.a.), der Konjunkturunbruch beträgt in der Eurozone 4 % des realen BIP seit Anfang 2008, während die Schweiz nahezu den gesamten durch die Rezession verursachten Wachstumseinbruch bereits wieder aufgeholt hat. Während die Schweiz lediglich zwei Jahre an realem Wachstum verlor, wird die Eurozone wohl weitere zwei Jahre brauchen, um wieder reale BIP Niveaus von vor der Krise zu erreichen.

Erholung der Industrie

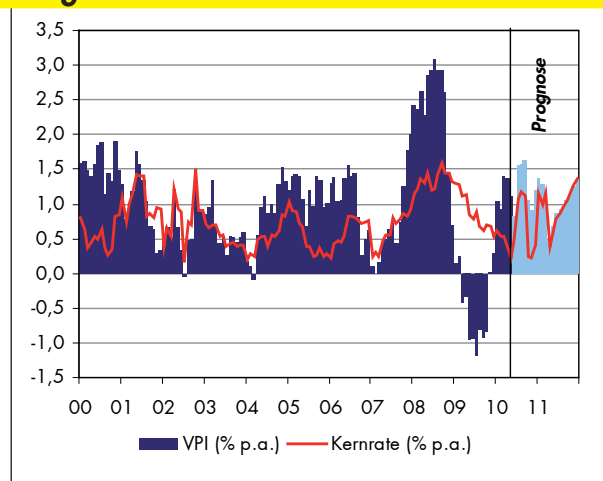


Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Aufgrund der stabilen Situation des Arbeitsmarktes erwarten wir 2010 Reallohnzuwächse in der Schweiz. Die Dynamik der um saisonale und ölpreisabhängige Produkte bereinigten Preise (Kerninflation) dürfte aufgrund der jüngsten Aufwertung des Franken zwar einige Monate negativ ausfallen, der Preisanstieg vom

ersten Halbjahr und der erwartete positive Preisdruck in Q4 sollten 2010 zu einer Teuerung von 1,3 % p.a. bei den Verbraucherpreisen führen.

Steigender Inflationsdruck



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Prognosevergleich

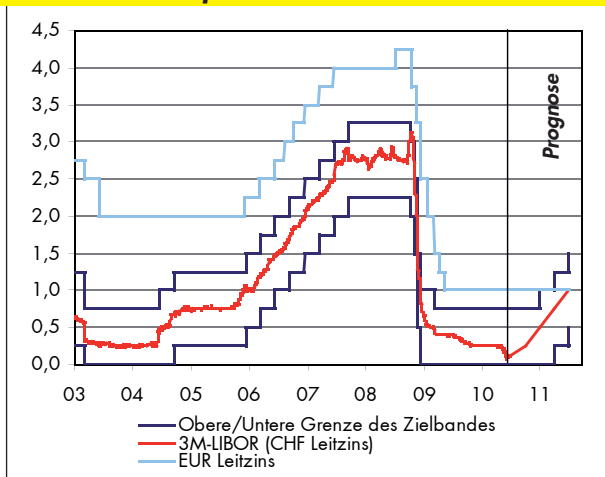
	2010	2011
RZB		
BIP (real, % p.a.)	1,8	0,8
VPI (% p.a.)	1,3	1,2
SNB		
BIP (real, % p.a.)	2,0	-
VPI (% p.a.)	0,9	1,0
Konsens		
BIP (real, % p.a.)	2,0	2,1
VPI (% p.a.)	1,1	1,1

Quelle: Bloomberg, SNB, Raiffeisen RESEARCH

Geldpolitik und Zinsen

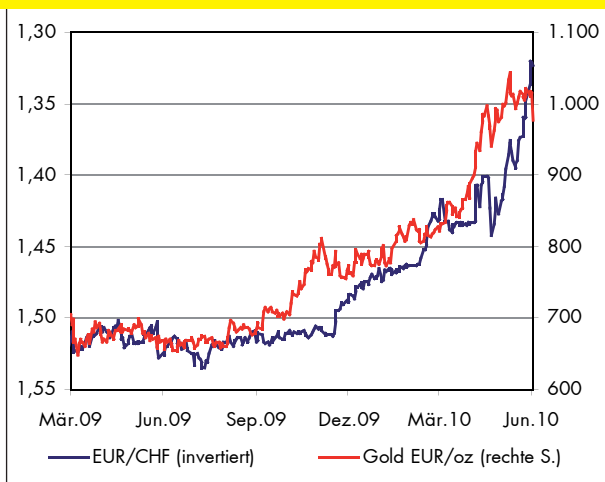
In der geldpolitischen Lagebeurteilung von Juni 2010 (quartalsweise Zinssitzung der SNB) revidierten die eidgenössischen Ökonomen sowohl ihren Wachstums- als auch ihren Inflationsausblick nach oben. Zwar spricht die Aufwertung des Franken um bis zu 4 % seit Veröffentlichung dieser Prognosen zweifelsohne für geringeren Preisauftrieb, andererseits unterstellt die SNB bei ihren Prognosen einen Geldmarktzins von 0,25 %. Seit einigen Wochen befindet sich der Zinssatz allerdings nahe 0,1 % und wirkt damit dem Deflationsdruck entgegen. Weder wir noch die SNB erwarten jedenfalls, dass Deflation aus geldpolitischer Sicht ein Hindernis für steigende Leitzinsen darstellt.

Proaktive Zinspolitik der SNB



Neben Leitzinssenkungen setzte die SNB im Kampf gegen die Krise wie andere westliche Zentralbanken auf zusätzliche Maßnahmen zur geldpolitischen Lockerung. Mit ihrem Maßnahmenpaket zählte die Schweiz zu den Spitzenreitern im geldpolitischen Kampf gegen die Wirtschaftskrise was das eingesetzte Volumen betrifft.

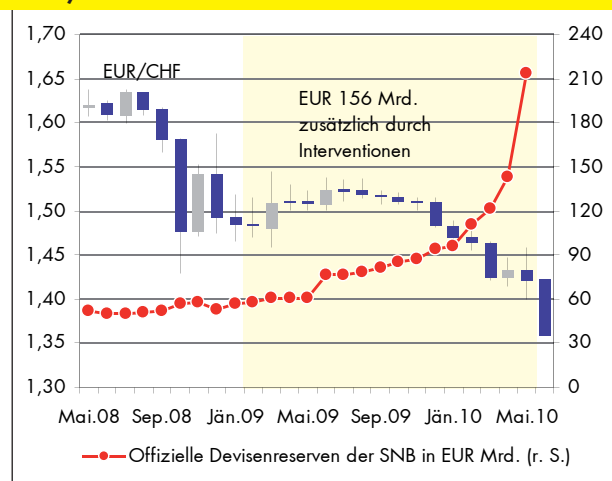
Franken und Gold als sicherer Hafen



In den letzten Wochen rutschte der CHF 3M LIBOR, die Zielgröße der Geldpolitik der SNB, aufgrund des massiven **Überschussangebots an CHF Liquidität** unter die Zielmarke der SNB von 0,25 %. Anders gesagt verlor die SNB die Kontrolle über den Geldmarkt bzw. musste ungewollt eine weitere Leitzinssenkung zulassen. Grund für diese Entwicklung waren die heftigen Interventionen der SNB am Devisenmarkt. Immer wieder kaufte die SNB Devisen (hauptsächlich Euro) vom Markt auf und stellte gleichzeitig Franken zur Verfügung. Die daraus resultierenden höheren Preise importierter Güter wirken sehr rasch und unmittelbar gegen deflationäre Tendenzen. Zusätzlich

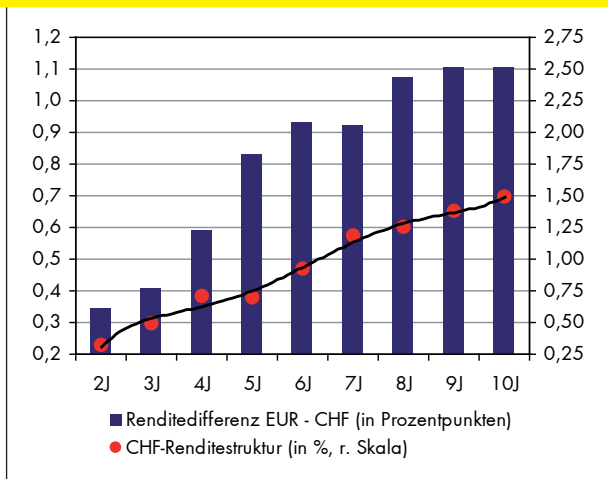
dazu wird durch den schwachen Franken die Konkurrenzfähigkeit der Schweizer Exportindustrie erhöht. Die überschüssige CHF Liquidität überschwemmte allerdings den Geldmarkt und sorgte für niedrigere Zinsen. Da die **Interventionen am Devisenmarkt** somit in **Widerspruch zur langfristigen Ausrichtung der Geldpolitik** standen, verabschiedete sich die SNB in ihrer Zinssitzung vom Juni 2010 von dieser Maßnahme, die ihr zuvor als Speerspitze im Kampf gegen die Wirtschaftskrise diente. Im Zuge der Versicherung über die Staatsfinanzen schichteten verunsicherte Investoren ihr (Euro-)Bargeld in Gold und Schweizer Franken um. Der Versuch der SNB, den Franken schwach zu halten, war zum Kampf gegen die Schwäche des Euro und somit zum Kampf gegen Windmühlen geworden.

EUR/CHF und Devisenreserven



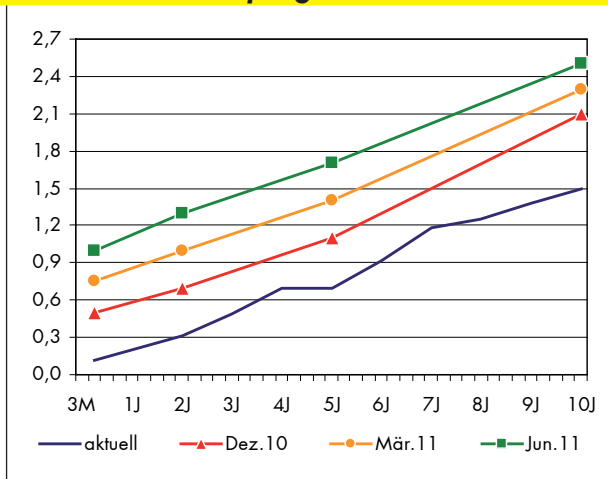
Insgesamt erhöhten sich die Devisenreserven der SNB durch Wechselkursinterventionen während des letzten Jahres um ca. EUR 165 Mrd. (50 % des BIP). In Relation zur gesamten Wirtschaftsleistung des Währungsraumes entspricht allein das zusätzliche Volumen aus Deviseninterventionen in der Schweiz mehr als dem 3-fachen der Bilanzsumme der Fed! Die **Geldmarktzinsen** dürften sich nach Ende der Devisenmarktinterventionen wieder **normalisieren** und während Q3 2010 auf die Niveaus von vor der Verzerrung durch Devisenmarktinterventionen zurückkehren (CHF 3M LIBOR bei 0,25 %). Nach dieser quasi-Leitzinsanhebung rechnen wir bereits in **Q4 2010** mit einer „echten“ **Anhebung der Leitzinsen** um 25 Basispunkte auf 0,5 %. In dieser Tonart dürfte es auch im ersten Halbjahr 2011 weitergehen. Man darf nicht vergessen, dass das Zinsniveau in der Schweiz weit unter dem der Eurozone liegt, obwohl die Schweizer Konjunkturdynamik in den letzten Quartalen deutlich stärker als in der Eurozone ausfiel und das bis zumindest Mitte 2011 auch so bleiben dürfte.

CHF-Renditestruktur



Quelle: Thomson Reuters

Zins- und Renditeprognosen



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

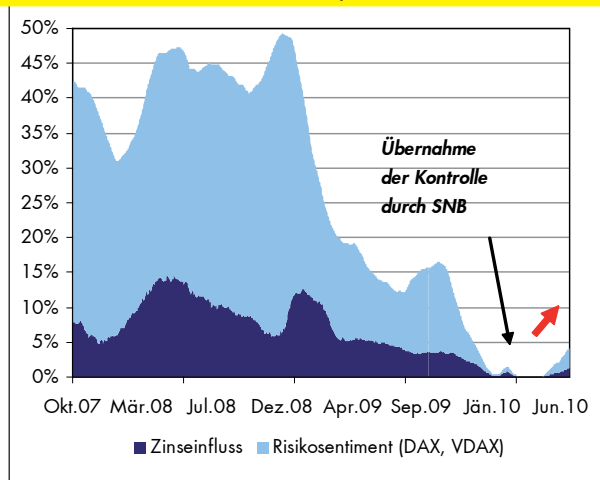
Bei **Kapitalmarktrenditen** erwarten wir infolge des steigenden Leitzinsniveaus bis Ende des Jahres einen **Aufwärtstrend**. Die Steilheit der Zinskurve dürfte mit der ersten Zinsanhebung in Q4 ihren Höhepunkt erreichen.

Wechselkurs

Im Zuge der wirtschaftlichen Erholung der letzten Quartale verhielt sich EUR/CHF nicht wie nach den letzten Krisen. Anstatt abzuwerten, gewann der Franken gegenüber dem Euro seit Anfang 2009 deutlich an Wert. Der große Unterschied liegt höchstwahrscheinlich in der Beschaffenheit der Krise von 2008/2009. Der Schweizer Franken diente in den letzten 20 Jahren aufgrund seines vergleichsweise niedrigen Zinsniveaus häufig als Carry Trade Instrument. Investoren nahmen Kapital zu niedrigen CHF Zinsen auf und investierten in risikoreiche Anlageformen im Ausland (insbesondere EUR Aktien). Die aktuelle Wirtschaftskrise wurde von einer Finanz-

krise begleitet bzw. ausgelöst. Banken befinden sich voraussichtlich noch auf Jahre in einer Phase der Aufstockung von Risikovorsorge. Kreditfinanzierte Spekulationen werden darum reduziert. Dieser als Deleveraging bekannte Vorgang schwächt den davor üblichen Gleichlauf des Franken mit Aktienmärkten deutlich ab. In den nächsten Jahren dürfte der langfristige Aufwertungs-trend aufgrund der Rückführung von CHF Krediten weiter bestehen.

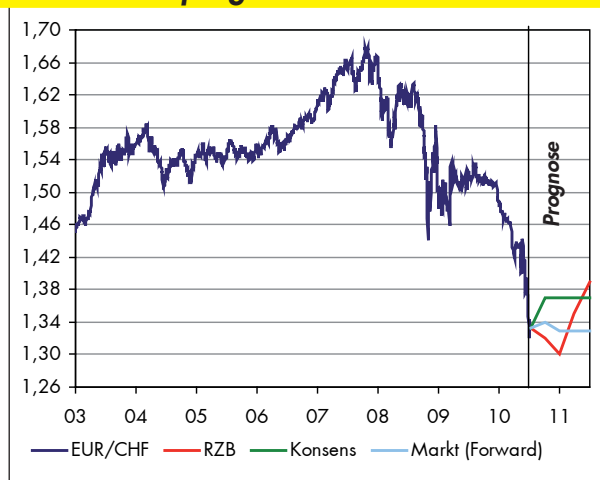
Einflussfaktoren für EUR/CHF



Quelle: Raiffeisen RESEARCH

In unserem quantitativen Modell¹ wird deutlich sichtbar, dass **EUR/CHF während des letzten Jahres wenig von Markteinflüssen (Zinsen, Risikosentiment) getrieben** war. Der Franken war demnach eine **fast ausschließlich durch politische Faktoren** beeinflusste Währung (Devisenmarktinterventionen). Nun, da der Franken von der SNB wieder in die Freiheit entlassen wurde, dürfte der Einfluss der Zinsdifferenz und des Risikosentiments wieder zunehmen.

Wechselkursprognose



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

¹ Einflussfaktoren werden mit Hilfe einer dynamischen Regression und dem sich ergebenden R2 analysiert. Diese Analysen stützen sich immer auf historische Daten und dienen mehr zur groben Einschätzung des Ist-Zustandes als zur Prognoseerstellung.

Bis Mitte 2011 erwarten wir eine **deutliche Reduktion der Zinsdifferenz** des CHF-Währungsraumes gegenüber der Eurozone. Bis zur ersten Zinsanhebung, die wir bei der Zinssitzung der SNB im Dezember erwarten, dürfte der Devisenmarkt diese einpreisen bzw. bereits auf die in Q3 steigenden Geldmarktzinsen reagieren. Wechselkursniveaus von über EUR/CHF 1,30 halten wir verglichen mit aktuellen Niveaus weder für eine Gefahr der Schweizer Exporte, noch für ein langfristiges Problem hinsichtlich Deflation. Wir sehen darum keine Gefahr von Devisenmarktinterventionen der SNB bei Erreichen unserer Prognoseziele.

Ab der ersten Jahreshälfte 2011 rechnen wir mit einer Annäherung des Schweizer Franken an seinen langfristigen „fairen“ Wert (siehe rechts). Da der Franken aktuell gemäß Kaufkraftparitätentheorie relativ teuer ist, erwarten wir bis Ende unseres Prognosehorizontes eine leichte Abwertung. Allerdings bestehen insbesondere für diese Annäherung zum langfristigen Gleichgewichtswert gemäß Kaufkraftparität deutliche Risiken. Eine Eskalation der Euro-Schuldenproblematik, eine Verschärfung der Probleme mancher Finanzinstitute (spanische Cajas, deutsche Landesbanken) oder ein Double-Dip Szenario (Rückfall in eine Rezession in 2011) bergen das **Risiko einer Fortsetzung der Franken Aufwertung**. In solchen Szenarien könnte der Franken noch **bis auf EUR/CHF 1,25** und darunter aufwerten. Da wir allerdings nicht mit derartigen Entwicklungen rechnen, gehen diese Risiken nicht in unsere Prognosen ein. Kreditnehmer eines Schweizer Franken Kredites sollten allerdings diese Risiken sehr wohl berücksichtigen. Daraus ergibt sich ein unvorteilhaftes Ertrags- und Nutzenprofil. In der aktuellen Situation sehen wir **die Gefahr einer weiteren Aufwertung des Franken größer als die Chance auf eine starke Abwertung**. Außerdem erwarten wir aufgrund der stärker ausgeprägten Konjunkturdynamik in der Schweiz ein zumindest temporäres Verringern bzw. Verschwinden **des Zinsvorteils** eines CHF-Kredites. In Summe rechnen wir also mit einer unvorteilhaften Entwicklung eines CHF-Kredites bis zumindest Ende 2010. Auch darüber hinaus könnten jetzt noch nicht absehbare Konsequenzen aus dem anstehenden Deleveraging den ohnehin bestehenden Aufwertungsstrend des Franken verstärken. Wir **bekräftigen** darum **unsere bereits länger ausgesprochene Vorsicht vor CHF-Krediten**.

Mit **Blick über den Prognosehorizont hinaus** (also ab Mitte 2011 und später) sprechen die langfristigen Einflussfaktoren (Kaufkraftparitätentheorie, Leistungsbilanzüberschuss) für eine kontinuierliche Franken-Aufwertung (obwohl zugegebenermaßen bei diesen Einflussgrößen das Timing schwierig zu bestimmen ist):

- Erstens spielt für die langfristige Entwicklung von EUR/CHF die **Inflationsdifferenz** zwischen den beiden Währungsräumen eine wichtige Rolle. Angesichts der tieferen Inflationsraten der Schweiz im Vergleich zu den Handelspartnern in den letzten Dekaden haben sich die schweizerischen Exporte laufend verbilligt. Laut Kaufkraftparitätentheorie sollte das langfristig durch eine Aufwertung des Franken-Wechselkurses ausgeglichen werden, was im Schnitt der letzten Jahrzehnte auch ganz gut funktioniert hat.

Einen besonders deutlichen Einfluss auf den Wechselkurs hat der in der Schweiz niedrigere Produzentenpreisindex, wie die nachfolgende Grafik (siehe Seite 7) veranschaulicht.² Trotz zeitweiliger Über- und Unterbewertungen kehrte EUR/CHF immer wieder zu seinem „fairen“ Wert zurück. Derzeit liegt der „faire“ Wert des Franken nach diesem Maßstab bei EUR/CHF 1,48, der Franken ist also derzeit überbewertet. Wie bereits zuvor angeführt, rechnen wir mit einer jahrelangen Phase des Deleveragings. Der Franken dürfte darum auf absehbare Zeit gemäß Kaufkraftparitätentheorie überbewertet bleiben.

Langfristig spricht die historisch niedrigere Inflation in der Schweiz für eine kontinuierliche Aufwertung des Franken, auch wenn angesichts der globalisierten Wirtschaft die Preisentwicklung auf Produzentenebene in den beiden Währungsräumen zunehmend homogener wird.

- Ein weiterer Faktor, der den Schweizer Franken unterstützen sollte, ist der hohe Leistungsbilanzüberschuss, der im Jahr 2010 mit ca. 11 % des BIP zu Buche schlagen dürfte.

² Es ist uns bewusst, dass das Startjahr 1985 willkürlich gewählt wurde. Dennoch scheint die Inflationsdifferenz als langfristige Richtschnur von EUR/CHF sehr gut zu funktionieren.

Zins- und Renditeprognosen

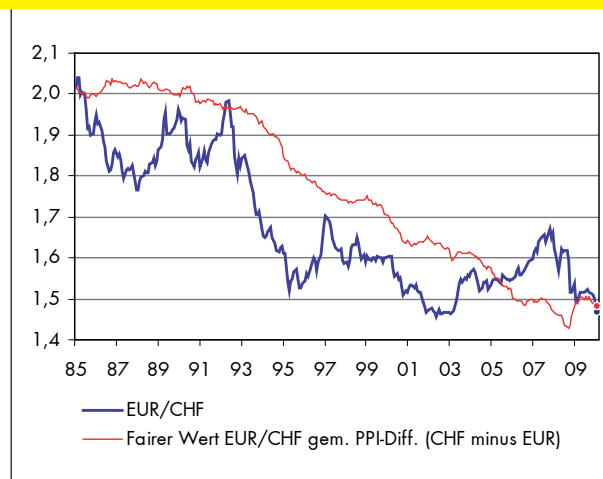
	aktuell	Sep.10	Dez.10	Mär.11	Jun.11
CHF-Zinsen					
Leitzins*	0,25	0,30	0,50	0,75	1,00
1M-LIBOR	0,07	0,15	0,35	0,60	0,85
3M-LIBOR	0,12	0,30	0,50	0,75	1,00
6M-LIBOR	0,21	0,45	0,65	0,90	1,15
12M-LIBOR	0,49	0,60	0,80	1,05	1,30
CHF-Renditen					
2J-Rendite	0,32	0,50	0,70	1,00	1,30
5J-Rendite	0,68	0,90	1,10	1,40	1,70
10J-Rendite	1,49	1,90	2,10	2,30	2,50
30J-Rendite	1,84	2,60	2,80	3,00	3,20
Spreads**					
3M EUR - 3M CHF	62	50	30	25	20
3M USD - 3M CHF	13	20	10	25	60
10J DE - 10J CHF	178	90	90	70	80
10J USD - 10J CHF	235	140	180	180	190
10J CHF - 2J CHF	117	140	140	130	120
EUR/CHF	1,338	1,320	1,300	1,350	1,390

* CHF 3M-LIBOR

** in Basispunkten

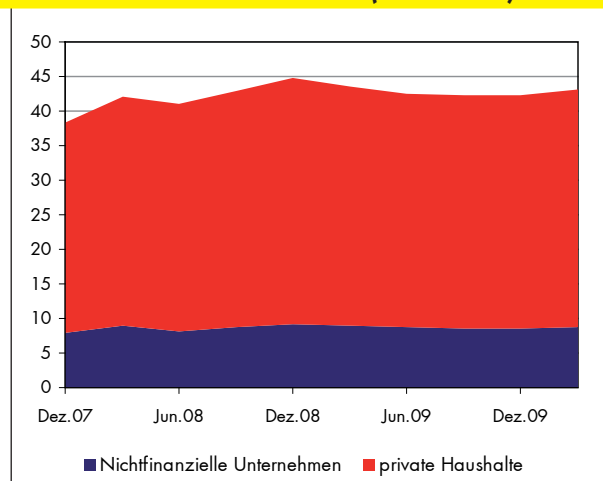
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Fairer Wert



Quelle: Thomson Reuters

CHF Kredite in Österreich (EUR Mrd.)



Quelle: OeNB, Raiffeisen RESEARCH

Medieninhaber (Verleger), Herausgeber

Raiffeisen RESEARCH GmbH
A-1030 Wien, Am Stadtpark 9
Telefon: +43 1 717 07 - 1521

Dieser Bericht wurde von Raiffeisen RESEARCH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Die in diesem Bericht enthaltenen Angaben, Analysen und Prognosen basieren auf dem Wissensstand und der Markteinschätzung der mit der Erstellung dieses Berichtes betrauten Personen zu Redaktionsschluss. Raiffeisen RESEARCH behält sich in diesem Zusammenhang das Recht vor, jederzeit Änderungen oder Ergänzungen vorzunehmen. Die Vervielfältigung, Weiterleitung und Verteilung von Texten oder Textteilen dieses Berichtes ist ausdrücklich untersagt. Raiffeisen RESEARCH übernimmt keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit der im Bericht enthaltenen Informationen und/oder für das Eintreten der Prognosen.

Im Wesentlichen wird folgende Quelle verwendet: Thomson Reuters.

Dieser Bericht richtet sich ausschließlich an Marktteilnehmer, die in der Lage sind, ihre Anlageentscheidungen eigenständig zu treffen und sich dabei nicht nur auf die Analysen und Prognosen von Raiffeisen RESEARCH stützen. Dieser Bericht ist unverbindlich und stellt weder ein Angebot zum Kauf der genannten Produkte noch eine Anlageempfehlung dar.

Ausführlicher Disclaimer sowie Offenlegung gemäß § 48f Börsegesetz: <http://www.raiffeisenresearch.at> -> "Disclaimer".

Anhang

Schweiz

Ertragsprofil eines CHF-Kredites mit variabler Verzinsung in Abhängigkeit vom EUR/CHF-Kurs

Der bestimmende Faktor bei der Kalkulation der Vorteilhaftigkeit eines Fremdwährungskredites ist - neben der Zinsdifferenz - der erwartete Verlauf des Wechselkurses.

Die hier vorgestellte Tabelle soll dabei eine Entscheidungshilfe bieten. Ausgehend vom aktuellen Zinsniveau (3-Monats LIBOR) in CHF und EUR wird der Zinsvorteil eines CHF-Kredites errechnet, welcher zurzeit rund 0,62 % ausmacht. Aus dieser jährlichen Zinersparnis wird die maximale Aufwertung des CHF gegenüber dem EUR berechnet, die durch den Zinsvorteil des CHF-Kredites gerade noch gedeckt ist. Würde EUR/CHF diese Break-Even-Wechselkurse in der Zukunft unterschreiten, so würde ein variabler EUR-Kredit vorteilhafter sein.

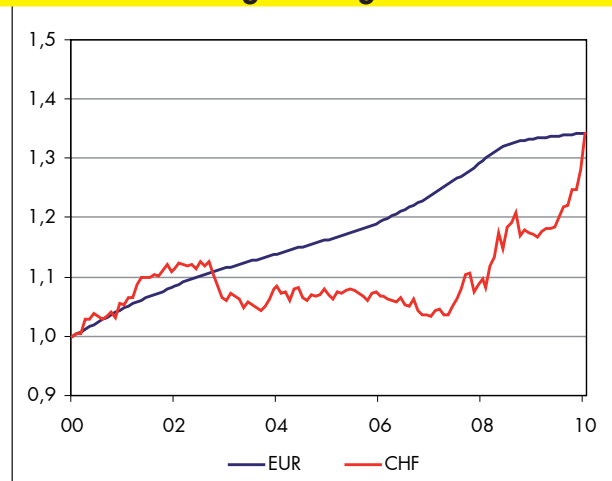
Zu diesem Zweck muss natürlich eine entscheidende Annahme getroffen werden: der Verlauf der Zinsdifferenz. Wir unterstellen für diese Berechnung, dass sich die Geldmarktzinsdifferenz (3M-LIBOR) zwischen CHF und EUR über die nächsten 2 Jahre auf 1,0 % abbauen wird und dann konstant bleibt. Auch wenn die Zinsdifferenz mit 1 %-Punkte deutlich geringer als im Schnitt der letzten 10 Jahre angesetzt ist, so entspricht dies etwa einem von uns langfristig erwarteten „gleichgewichtigen“ Niveau, welches z. B. angesichts der im Durchschnitt um etwa 1 % niedrigeren Inflation in der Schweiz angemessen erscheint.

Die „maximale Aufwertung“ ist die kumulierte Aufwertung, ab der ein CHF-Kredit in die Verlustzone gerät. Für einen Kredit mit 10-jähriger Laufzeit bedeutet dies, dass der CHF über diese Laufzeit maximal 10,1 % aufwerten darf - das bedeutet etwa 0,96 %

pro Jahr! Das entspricht einem Kurs von EUR/CHF 1,21 am Ende der Laufzeit des CHF-Kredites. Jede Aufwertung über dieses Maß hinaus macht den CHF-Kredit teurer als einen vergleichbaren Kredit in EUR.

Als weitere Entscheidungshilfe soll die beigefügte Grafik dienen. Abgebildet ist der Kreditverlauf eines Euro- und eines Schweizer Franken Kredits. Beide werden auf Grund der historischen Geldmarktzinsen (Euribor sowie 3M-LIBOR) sowie der historischen Wechselkurse von EUR/CHF berechnet. Der Kredit wurde vor zehn Jahren aufgenommen, die Information bezieht sich somit im Gegensatz zur Tabelle nicht auf ein mögliches Zukunftsszenario, sondern auf die tatsächlich erfolgte monatliche Entwicklung. Liegt die Linie des Fremdwährungskredits oberhalb des Euro-Kredits, so hat die Aufwertung des Franken den Zinsvorteil mehr als wettgemacht. Liegt die Linie des Fremdwährungskredits unterhalb, so hätte sich der Franken-Kredit gerechnet. Wie die Grafik zeigt, sind also Einstiegs- sowie Ausstiegszeitpunkt wichtige Determinanten der Profitabilität eines Franken-Kredites.

Kreditentwicklung im Vergleich



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Maximal tolerierbare CHF-Aufwertung im Falle eines variablen CHF-Kredites

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	aktuell	+1J	+2J	+3J	+4J	+5J	+6J	+7J	+8J	+9J	+10J
Differenz 3M*	0,62	0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Max.Aufw.		0,6%	1,6%	2,6%	3,7%	4,7%	5,8%	6,8%	7,9%	9,0%	10,1%
EUR/CHF Kurs	1,34	1,33	1,32	1,30	1,29	1,28	1,26	1,25	1,24	1,23	1,21
Aktuell:	CHF 3M-LIBOR:	0,12									
	EUR 3M-LIBOR:	0,73									
	Zinsdifferenz:				0,62						

*Annahme: Die Zinsdifferenz erhöht sich bis 2012 von 0,51 % auf 1,00 % (langfristiger Durchschnitt).

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH