

**Die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank  
und die Frankenkredite in Österreich**

Prof. Dr. Thomas J. Jordan  
Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums  
Leiter Finanzmarktoperationen  
Schweizerische Nationalbank

Veranstaltung „Fremdwährungskredite“, Congress Innsbruck  
3. Oktober 2005

Sehr geehrte Damen und Herren

Ich habe das Privileg, bereits zum zweiten Mal an einer Veranstaltung zum Thema Fremdwährungskredite in Österreich teilnehmen zu dürfen. Vor gut einem Jahr sprach ich in Feldkirch und war vom enormen Publikumsinteresse zu diesem Thema beeindruckt. Ich bin daher sehr gerne heute nach Innsbruck gekommen. Die Österreichische und die Schweizerische Nationalbank pflegen auf verschiedenen Ebenen einen intensiven Kontakt und ich bin Herrn Direktor Christl und Herrn Direktor Schneider freundschaftlich sehr verbunden.

Bei meinem Besuch in Feldkirch schlug ich dem Publikum ein Geschäft – eine Währungsspekulation – vor. Obwohl das Geschäft als rein hypothetisches gedacht war, meldete sich eine Reihe von Zuschauern am Ende der Veranstaltung bei mir, die gerne auf die Spekulation eingegangen wären. Die ziemlich stabile Wechselkursentwicklung zwischen dem Euro und dem Franken erlaubt es, dass ich Ihnen nun dieselbe Währungsspekulation praktisch zu den gleichen Bedingungen vorschlagen kann: Ich biete Ihnen an, heute Schweizer Franken gegen Euro zu tauschen und in drei Monaten die beiden Währungen zurückzutauschen. [Siehe Grafik 1] Der heutige Eurofrankenkurs beträgt 1.55. Ich gebe Ihnen 155 Franken und Sie geben mir – entsprechend dem heutigen Kurs – 100 Euro. Nach drei Monaten treffen wir uns wieder. Ich gebe Ihnen dann die 100 Euro zurück und Sie mir die entsprechende Summe Franken zum dann gültigen Wechselkurs. Bitte überlegen Sie sich, ob Sie dieses Geschäft annehmen würden. Ich komme am Schluss meiner Ausführungen – also in rund 20 Minuten – auf den Vorschlag zurück. Ich möchte aber betonen, dass ich Ihnen leider nur ein Geschäft in Gedanken anbieten kann. Als Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums der SNB darf ich keine Währungsspekulationsgeschäfte abschliessen.

Ich möchte mein Referat wie folgt aufbauen: Zuerst betrachte ich das Thema Fremdwährungskredite unter dem Aspekt der finanziellen Optimierung der Kreditnehmer, anschliessend werde ich auf die Situation bei den Fremdwährungskrediten in der Schweiz sowie auf die Kosten von Frankenhypotheken in der Schweiz einge-

hen und schliesslich werde ich die Bedeutung der schweizerischen Geldpolitik für die Frankenkredite in Österreich darlegen. In diesem Zusammenhang werde ich auch einen Akzent auf den Wechselkurs zwischen dem Schweizer Franken und dem Euro sowie auf die Zinsdifferenz zwischen Franken- und Euroanlagen legen.

## **1. Fremdwährungskredite als Teil der finanziellen Optimierung**

Lassen Sie mich mit einigen Bemerkungen zur finanziellen Optimierung bzw. zur Spekulation mit Fremdwährungskrediten beginnen. Bei der *Anlage* von Guthaben ist das Erzielen einer höheren Rendite durch eine geschickte Wahl der Währungen heute selbstverständlich. Auch Private Anleger halten gewöhnlich Aktien und Anleihen, die auf fremde Währungen lauten, wie zum Beispiel US-Dollar. Demgegenüber ist in den meisten Ländern, insbesondere bei privaten Haushalten, die *Verschuldung* in heimischer Währung üblich. Dies mag gesetzliche Gründe, Risikoüberlegungen oder Gewohnheiten als Ursache haben. Österreich stellt mit seinem hohen Anteil an Fremdwährungskrediten europaweit – wenn nicht sogar weltweit – eine Ausnahme dar.

Mit der Möglichkeit, einen Kredit in einer fremden Währung zu beziehen, werden die Finanzierungsmöglichkeiten des Kreditnehmers erweitert. Diese Vergrösserung der Finanzierungsmöglichkeiten ist aus der Sicht des Kreditnehmers grundsätzlich positiv zu werten. Ein Kreditnehmer kann aufgrund seiner Risikobereitschaft eine für ihn möglicherweise bessere Struktur der Verschuldung, d.h. eine Verschuldung mit tieferen erwarteten Kosten erreichen.

Ein Fremdwährungskreditnehmer in Österreich versucht, die gegenüber dem Euro tieferen Franken- bzw. Yen-Zinsen auszunutzen. Die Wirtschaftswissenschaften zeigen aber klar, dass ein höherer erwarteter Gewinn, hier in Form von tieferen Zinskosten, in aller Regel mit einem höheren Risiko verbunden ist. Konkret: Für einen in Euro rechnenden österreichischen Fremdwährungskreditnehmer besteht das Risiko, dass die Rückzahlung des Kredits und die Zinszahlungen aufgrund einer Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro höher ausfällt, als beim Abschluss des Kredits

angenommen. Die entscheidende Frage ist daher, ob die Kreditnehmer die grösseren Auswahlmöglichkeiten durch Fremdwährungskredite tatsächlich im Sinne einer Optimierung nutzen oder ob ihnen das mit Fremdwährungskrediten verbundene Risiko zu wenig bewusst ist.

## **2. Fremdwährungskredite in der Schweiz**

Ich möchte im Folgenden kurz auf die Situation bei den Fremdwährungskrediten in der Schweiz eingehen. Die Inlandkredite der Banken werden in der Schweiz in Hypothekarforderungen und nicht hypothekarisch gesicherte Kredite, so genannte Forderungen gegenüber Kunden, eingeteilt. Die nicht hypothekarisch gesicherten Inlandkredite betragen zur Mitte dieses Jahres (Juli 2005) 134.1 Mia. Schweizer Franken oder rund 30% des Jahres Bruttoinlandprodukts der Schweiz (BIP nom: 435.93 Mia. CHF). Dies entspricht zum damals gültigen Kurs (CHF/EUR=1.5525) rund 86 Mia. Euro. Davon waren 18% in einer anderen Währung als dem Schweizer Franken denominiert. Dieser Anteil mag hoch erscheinen. Ein Blick auf die Aufteilung dieser Kredite nach Währung macht aber deutlich, dass diese Kredite nicht aus Gründen eines Zinsvorteils der fremden Währung gegenüber dem Franken existieren. Der bei weitem grösste Teil lautet auf US-Dollar (11%) und auf Euro (5%) – den beiden wichtigsten Währungen im Aussenhandel der Schweiz. Die übrigen Währungen (inklusive Yen) machten zusammen nur 2% aller nicht hypothekarisch gesicherten Kredite aus. [Siehe Grafik 2] Diese Fremdwährungskredite stehen also praktisch vollständig im Zusammenhang mit der grenzüberschreitenden Geschäftstätigkeit des Kreditnehmers. Sie werden grösstenteils von Unternehmen bezogen.

Die inländischen Hypothekarforderungen beliefen sich Mitte 2005 auf über 586 Mia. Franken (378 Mia. Euro). Sie sind also rund viermal grösser als die Forderungen gegenüber Kunden. Von den Hypothekarforderungen lautet nur ein verschwindend kleiner Anteil von 0.028% auf eine fremde Währung. Die Hypotheken in Euro beliefen sich lediglich auf 64 Mio. Euro, diejenigen in japanischen Yen sogar nur auf 1 Mio. Euro. [Siehe Grafik 3 ]

Nicht in diesen Zahlen eingeschlossen sind Kredite von Banken mit Sitz im Ausland, die Kredite an Schweizer Unternehmen und Haushalte über die Grenze hinweg gewähren. Allerdings dürften solche Kredite nur eine äusserst marginale Bedeutung haben. Wir wissen, dass österreichische Banken vor einigen Jahren versuchten, mit Yenhypotheken in den Schweizer Hypothekarmarkt zu dringen. Die Angebote konnten sich jedoch aufgrund sinkender Zinsen in der Schweiz und dem Wechselkursrisiko nicht etablieren.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Fremdwährungskredite in der Schweiz nur eine Randerscheinung sind und vor allem an international tätige Unternehmen gehen. Hypothekarkredite im Inland werden in den seltensten Fällen in einer anderen Währung als dem Schweizer Franken bezogen. Eine nahe liegende Erklärung dafür ist sicher das tiefe Zinsniveau in der Schweiz: Es ist in den meisten Fällen schlichtweg teurer, den Kredit in einer anderen Währung als dem Schweizer Franken aufzunehmen. Zudem ist der Zinsvorteil eines Yenkredites gegenüber einem Frankenkredit vergleichsweise klein und der Yenfrankenkurs schwankt viel stärker als der Eurofrankenkurs. Vertreter von Schweizer Banken betonen aber auch, dass dieses Produkt von ihnen bewusst nicht aktiv gefördert wird. Zudem weisen die Banken bei Anfragen von Kunden bezüglich Krediten in Yen speziell auf das grosse Wechselkursrisiko hin. Sie raten in der Regel von solchen Hypotheken ab.

### **3. Zinsen für Frankenhypotheken in der Schweiz**

Falls Sie Frankenkreditnehmer sind, interessiert es Sie wahrscheinlich zu erfahren, wieviel aktuell in der Schweiz ein Franken-Hypothekarkredit kostet. Die publizierten Richtzinsen für eine fixe erste Hypothek von 500'000 Franken mit Laufzeit fünf Jahren bewegen sich aktuell zwischen 2.5 und 3 Prozent. Variable Hypotheken in der gleichen Höhe kosten bei den meisten Banken etwa drei Prozent. Dies entspricht einem Aufschlag auf den Dreimonats-Libor von 1.75 bis 2.25 Prozent. Für Libor-Hypotheken wird ein tieferer Aufschlag verlangt: Üblicherweise beträgt dieser auf den Drei- oder Sechsmonats-Libor 1 bis 1.5 Prozent. [Grafik 4]

Vergleicht man diese Zahlen mit den Zinsen für Schweizer Franken Libor-Hypotheken in Österreich, sieht man, dass sich der Aufschlag in der Schweiz in ähnlicher Höhe bewegt. Gebühren und Kommissionen – zum Beispiel für den Währungswechsel – sind damit noch nicht berücksichtigt. Unter Einbezug aller Kosten dürfte ein Frankenkredit in der Schweiz deshalb günstiger zu stehen kommen als in Österreich.

#### **4. Frankenkredite in Österreich und die Geldpolitik der SNB**

Ob sich für einen österreichischen Kreditnehmer ein Frankenkredit gegenüber einem Eurokredit lohnt, hängt vor allem von zwei Faktoren ab: dem Wechselkurs des Francs zum Euro und der Zinsdifferenz zwischen den beiden Währungen. Auf beide hat die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank einen erheblichen Einfluss. Für Sie als Vertreter einer Geschäftsbank oder als Fremdwährungskreditnehmer ist es deshalb wichtig zu verstehen, wie die Schweizerische Nationalbank ihren geldpolitischen Kurs festlegt. Ich werde daher im Folgenden näher darauf eingehen.

Die Hauptaufgabe der Schweizerischen Nationalbank besteht darin, eine Geld- und Währungspolitik zu führen, die dem Gesamtinteresse der Schweiz dient. Sie sorgt für Preisstabilität und beachtet dabei die Konjunkturlage. Wir setzen Preisstabilität mit einem Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise von unter 2% pro Jahr gleich. Dies ist eine ähnliche Definition wie diejenige der Europäischen Zentralbank.

Die Schweizerische Nationalbank gibt in regelmässigen Abständen eine Prognose für die Entwicklung der Inflation in den nächsten drei Jahren bekannt. Weicht die prognostizierte Inflation von der definierten Preisstabilität ab, drängt sich eine Überprüfung der Geldpolitik auf. Droht die Teuerung mittelfristig über 2% zu steigen, wird die Nationalbank ihre Geldpolitik tendenziell straffen. [Grafik 5]

Die SNB setzt ihre Leitzinsen also mit dem Ziel fest, mittelfristig die Preisstabilität aufrecht zu erhalten. Sie verfolgt kein Wechselkursziel, weder zum Euro noch zum

US-Dollar. Da der Wechselkurs des Schweizer Frankens zum Euro und die wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone aber einen grossen Einfluss auf die Entwicklung der schweizerischen Wirtschaft und auf die Preise in der Schweiz haben, werden sie von der SNB sorgfältig beobachtet und stellen wichtige Elemente bei der Festlegung des geldpolitischen Kurses dar.

Die Umsetzung dieser geldpolitischen Absichten geschieht über die Beeinflussung des Zinsniveaus auf dem Geldmarkt für Schweizer Franken. Die Nationalbank legt zu diesem Zweck ein Zielband für den Dreimonats-Libor fest. Dieser ist der wirtschaftlich bedeutendste Geldmarktsatz für Schweizer Franken. [Grafik 6]

Nun zur Wechselkursentwicklung. Der Schweizer Franken hatte in den vergangenen drei Jahrzehnten einen deutlichen Trend, sich gegenüber dem österreichischen Schilling aufzuwerten. [Grafik 7] Mussten zu Beginn der 70er Jahre noch über 17 Franken für 100 Schilling bezahlt werden, waren diese zum Zeitpunkt der Einführung des Euro für weniger als 12 Franken erhältlich. Der Aufwertungs-trend hat sich seit der Einführung des Euro 1999 abgeschwächt. Zwischen anfangs 1999 und heute hat sich der Franken um rund 4.5% nominell aufgewertet. Heute kostet ein Euro ca. 1.55 Franken. Zwischenzeitlich stand der Euro aber bei einem Höchststand von 1.62 und einem Tiefststand von 1.45. Dies entspricht einer maximalen Aufwertung des Frankens von über 10% beziehungsweise einer maximalen Abwertung von lediglich 0.4% gegenüber dem Kurs bei der Einführung des Euro. [Grafik 8] Diese langjährige Aufwertungstendenz des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro und zuvor dem Schilling arbeitet gegen die Frankenkreditnehmer im Ausland, denn mit der Aufwertung wächst die in Euro gerechnete Schuld.

Die Schwankungen beim Eurofrankenkurs sind deutlich kleiner als bei anderen Wechselkursen des Frankens. Betrachtet man die Wechselkurse zum Euro, lässt sich feststellen, dass unter den wichtigen Währungen der Schweizer Franken nach den dänischen Kronen die geringsten Schwankungen zum Euro aufweist. (Standardabweichung der prozentualen täglichen Wechselkursveränderungen von Jan. 1999 bis Sept. 2005). [Grafik 9] Trotzdem sind in den letzten fünf Jahren Auf- und Abwertungen von bis zu 5% innerhalb von drei Monaten verschiedentlich vorgekommen.

Für den Erfolg oder Misserfolg einer Frankenhypothek ist daher der Einstiegszeitpunkt entscheidend. Die Volatilität des Eurofrankenurses zeigt auch, dass der „richtige“ Einstiegszeitpunkt schwierig zu treffen ist. [Siehe Grafik 10]

Es ist wichtig zu verstehen, dass sich die Volatilität und der Aufwertungstrend über die Zeit verändern können. Trends lassen sich nicht einfach in die Zukunft fortschreiben. Wie verschiedentlich gezeigt wurde, lassen sich nämlich Wechselkurse in der kurzen Frist kaum und in der langen Frist nur unzuverlässig prognostizieren.

Wie sieht es nun mit der Zinsdifferenz zwischen Franken- und Euroanlagen aus? Der so genannte „Zinsbonus“ des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro betrug in den letzten fünfeinhalb Jahren durchschnittlich rund 1.5 Prozentpunkte, gemessen an der Differenz im Zinssatz für ungesicherte dreimonatige Kredite an erstklassige Banken. Schuldner von Frankenhypotheken im Euroraum profitieren daher von einem tieferen Zinssatz, als wenn sie sich in Euro verschuldet hätten. Der Zinsbonus war in den letzten Jahren recht stabil und schwankte zwischen 1 und 2.5 Prozentpunkten. [Grafik 11] Die Schwankungen bei der Zinsdifferenz sind daher deutlich kleiner als diejenigen beim Wechselkurs. Ein Fremdwährungskredit beinhaltet also eine Spekulation, dass der Schweizer Franken sich weniger als die Zinsdifferenz zwischen Euro und Franken aufwertet. Dabei sind selbstverständlich auch die zusätzlichen Kosten zu berücksichtigen, mit denen ein Frankenkredit gegenüber einem Eurokredit verbunden ist.

Lassen Sie mich das vorher geschilderte geldpolitische Konzept der SNB anhand unserer letzten Geldpolitischen Lagebeurteilung vom 15. September kurz erläutern.

Wie Sie sicher wissen, hat die Schweizerische Nationalbank das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0.25 – 1.25% belassen. Wir hatten letztes Jahr das Zielband zweimal um je 25 Basispunkte angehoben, nachdem wir eine Zeit lang praktisch eine Null-Zins-Politik geführt hatten.



Wir gehen davon aus, dass sich die Konjunkturerholung in der Schweiz fortsetzt. Die Auswirkungen des jüngsten Erdölpreisanstiegs auf die Konjunktur und die Inflation sind jedoch schwierig abzuschätzen. Wir rechnen aufgrund des Erdölpreises mit einer leicht höheren Teuerung für dieses Jahr als noch im Juni erwartet. Vor diesem Hintergrund bleibt die Nationalbank vorerst abwartend. Wenn sich die Konjunkturerholung bestätigt oder sich sogar beschleunigt, müssen wir aber den seit langem expansiven geldpolitischen Kurs korrigieren und das Zielband für den Dreimonats-Libor nach oben anpassen.

Welche Auswirkungen haben nun unsere zukünftigen geldpolitischen Entscheidungen auf die Frage, ob sich ein Frankenkredit in Österreich lohnt? Als Referenzzinssatz für Frankenhypotheken in Österreich wird üblicherweise der Dreimonats-Libor verwendet. Die Kosten einer Frankenhypothek im Vergleich zu einer Eurohypothek in Österreich hängen somit unmittelbar von den geldpolitischen Entscheidungen der SNB ab. Dabei kommt es natürlich auch darauf an, wie die EZB ihre Geldpolitik anpasst.

Gehen wir nun einmal hypothetisch davon aus, dass sich die Konjunkturlage in der Schweiz in den nächsten Monaten markant verbessert, währenddem es im Euroraum zu einer Stagnation kommt. In diesem Fall käme es wohl zu einer baldigen Anhebung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor durch die SNB, und die EZB würde die Zinsen unverändert lassen oder sogar senken. Damit würden die Zinskosten für einen Kredit in Schweizer Franken steigen und für den Kredit in Euro fallen. Zudem könnte sich der Franken aufgrund der Zinserhöhungen in der Schweiz zumindest vorübergehend aufwerten. Damit würde auch die in Euro gerechnete Schuld einer Frankenhypothek steigen. Der Frankenkreditnehmer würde also bei einem solchen Szenario mit einem verkleinerten Zinsvorteil und mit einer grösseren Schuld dastehen.

Natürlich könnten wir auch den umgekehrten Fall betrachten, wo die SNB die Zinsen senkt und die EZB die Zinsen erhöht. Das Beispiel zeigt aber eindrücklich, dass es keine Garantien gibt, dass sich eine Frankenhypothek für einen in Euro rechnenden

Haushalt in Österreich lohnt. Es gibt weder eine Sicherheit, dass sich der Franken nicht wieder stärker gegenüber dem Euro aufwertet, noch dass die Zinsdifferenz im heutigen Ausmass bestehen bleibt. Insbesondere können kurzfristige Bewegungen bei den Zinssätzen und den Wechselkursen für einen Kreditnehmer eine ungünstige Situation ergeben. Fairerweise muss man aber auch betonen, dass die Konjunkturzyklen in der Schweiz und im Euroraum im Normalfall positiv korreliert sind. So war die historische Zinsdifferenz recht stabil und die Volatilität beim Eurofrankenkurs ist vergleichsweise gering.

## 5. Schlussbemerkungen

Ich komme nun auf die zu Beginn meiner Ausführungen unterbreitete Währungsspekulation zurück. Ich hoffe, dass Sie zu einer Entscheidung kommen konnten. [Grafik 1] Ich habe Ihnen angeboten, zum heutigen Kurs Franken gegen Euro zu tauschen und in drei Monaten zum dann gültigen Kurs zurückzutauschen. Dieses Gedankenexperiment soll zeigen, dass die Entscheidung, sich in einer fremden Währung zu verschulden, mit einer klaren Vorstellung über die künftige Entwicklung dieser Währung verbunden sein sollte.

Falls Sie das Geschäft eingehen wollen, sollten sie auch für die nächsten drei Monate keinen Frankenkredit aufnehmen. Sie glauben, dass sich das *Halten* von Franken lohnt – eine *Verschuldung* in Franken kann sich also nicht lohnen. Die Aufwertung des Frankens ist Ihrer Meinung nach grösser als die Zinsdifferenz zum Euro. Sollten Sie unschlüssig sein, ob Sie das Angebot annehmen sollen, haben Sie keine klare Vorstellung über die Wechselkursentwicklung, eine Verschuldung in Schweizer Franken ist daher für Sie eher fragwürdig. Nur falls Sie das vorgeschlagene Geschäft entschieden ablehnen, sollte für Sie im Moment ein Frankenkredit in Frage kommen. Sie sind dann offensichtlich der Meinung, dass die künftige Wechselkurs- und Zinsdifferenzentwicklung eine Verschuldung in Schweizer Franken attraktiv macht.

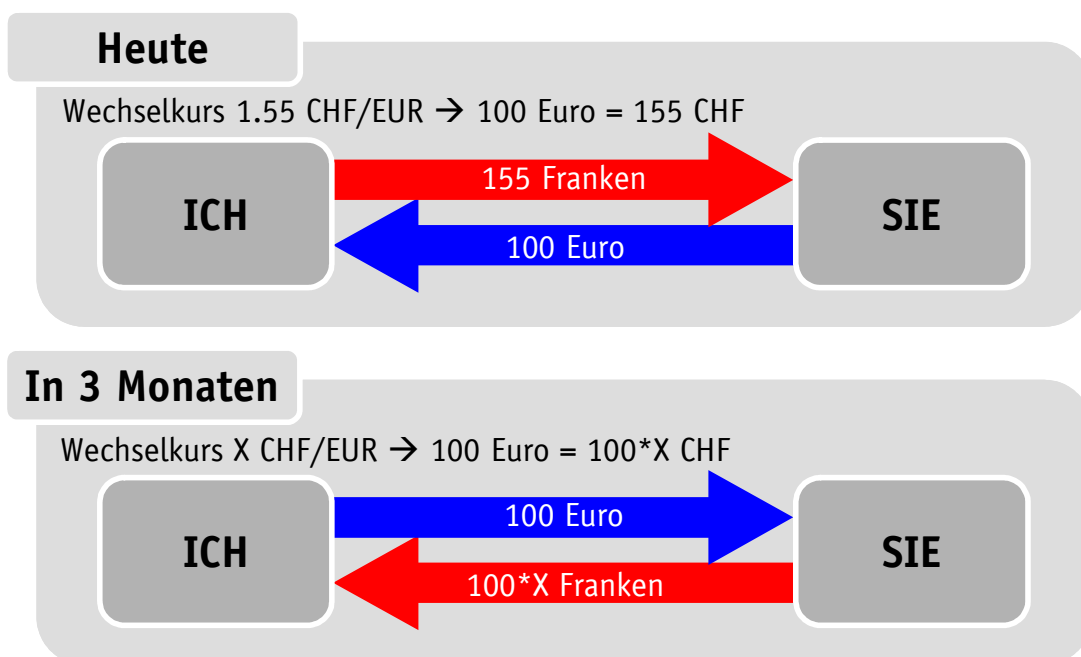
Wie bereits erwähnt, habe ich dasselbe Geschäft schon dem Publikum in Feldkirch am 23. September 2004 angeboten. Im Rückblick lässt sich jetzt feststellen, ob sich

das Geschäft gelohnt hätte. Vom 23. September 2004 (EURCHF = 1.5464) bis zum 16. Dezember (EURCHF = 1.533) (60 Arbeitstage später) hat sich der Schweizer Franken gegenüber dem Euro um 0.9% aufgewertet. Die Zinssatzdifferenz zugunsten des Euro betrug damals 1.457% pro Jahr (gemessen am Dreimonats-Libor). Dies entspricht 0.36% für drei Monate. Ein Fremdwährungskreditnehmer hätte also damals durch den Zinsvorteil 0.36% gewonnen aber durch die Aufwertung des Schweizer Frankens 0.9% verloren. Der Fremdwährungskredit hätte sich somit nicht gelohnt. Mit einer Verschuldung in Franken hätte man Verluste gemacht – mit einer Anlage in Franken Gewinne.

Lassen Sie mich nun zum Abschluss meiner Ausführungen kommen. Bei den vorhandenen Chancen eines Fremdwährungskredits müssen dessen erhebliche Risiken klar betont werden. Der geldpolitische Kurs der Schweizerischen Nationalbank übt über den Zinssatz und den Wechselkurs einen beträchtlichen Einfluss auf die Kosten eines österreichischen Frankenkredits aus. Ein gutes Verständnis der schweizerischen Geldpolitik ist daher für Kreditnehmer und Kreditgeber von Frankenkrediten in Österreich sehr wichtig. Das grosse Interesse des Publikums in Österreich, das ich nun an zwei Veranstaltungen erfahren habe, deutet darauf hin, dass sich die österreichischen Kreditnehmer mit der Problematik offenbar eingehend auseinandersetzen. Ich empfehle Ihnen auf alle Fälle eine nüchterne Abwägung aller Vor- und Nachteile vor dem Abschliessen einer Fremdwährungshypothek.

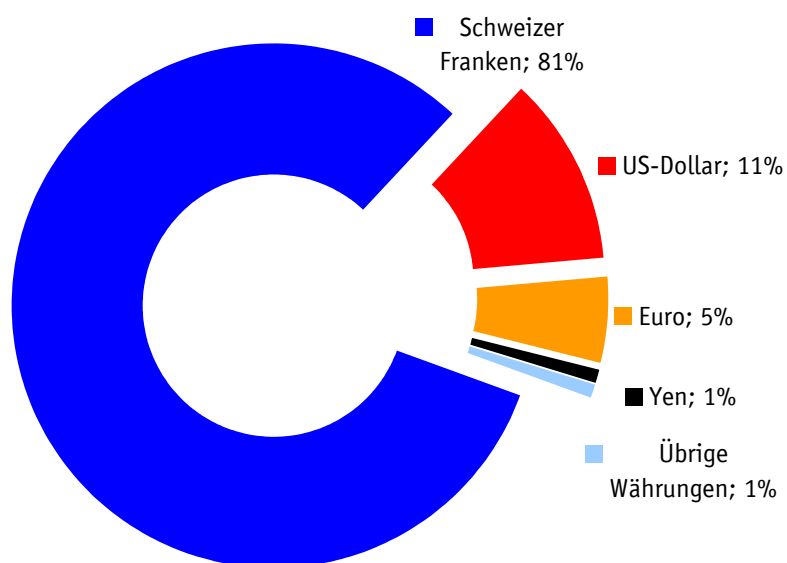
Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit.

## Grafik 1: Währungsspekulation



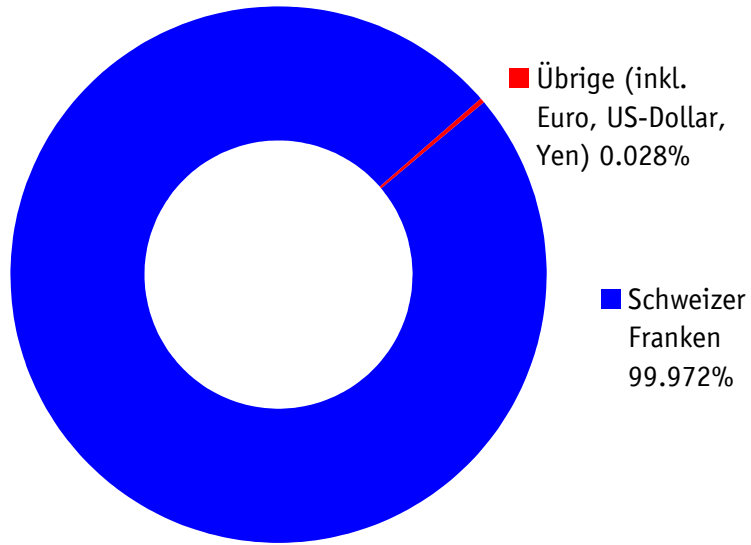
## Grafik 2: Nicht hypothekarisch gesicherte Forderungen der Schweizer Banken gegenüber Kunden in der Schweiz

Stand Juli 2005, Total 134.1 Mia. CHF (86.4 Mia. EUR)

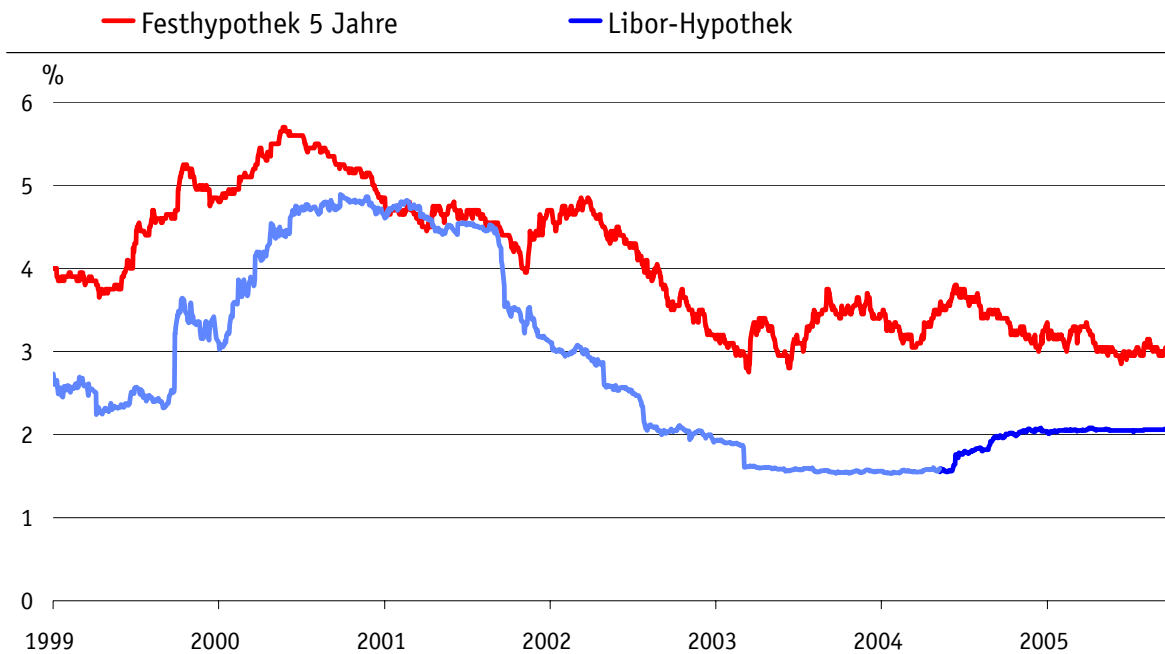


### Grafik 3: Hypothekarforderungen der Schweizer Banken gegenüber dem Inland

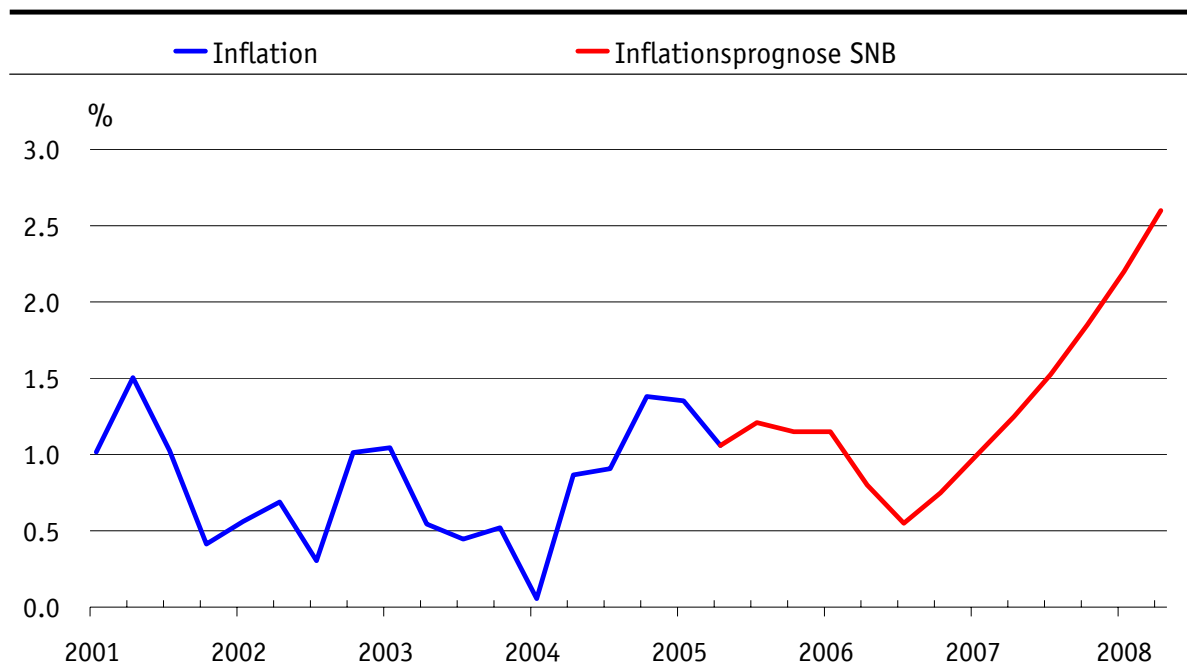
Stand Juli 2005: Total 586'684 Mio. CHF (377'896 Mio. EUR)



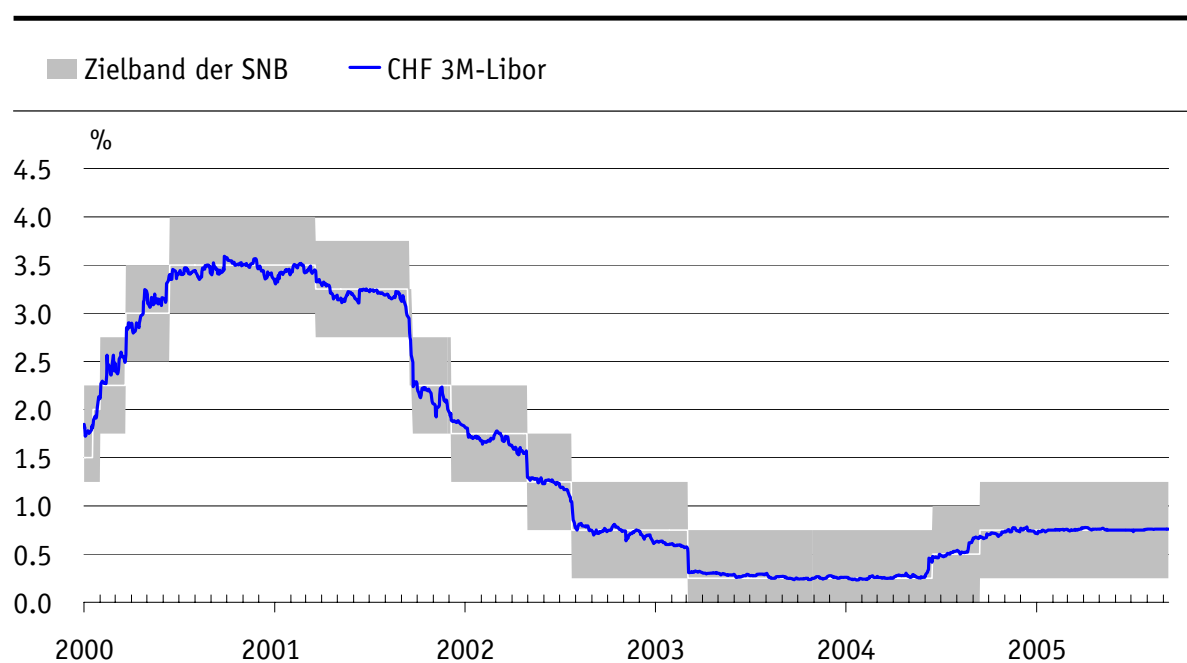
### Grafik 4: Richtsätze für Hypotheken in der Schweiz (Quelle: UBS)



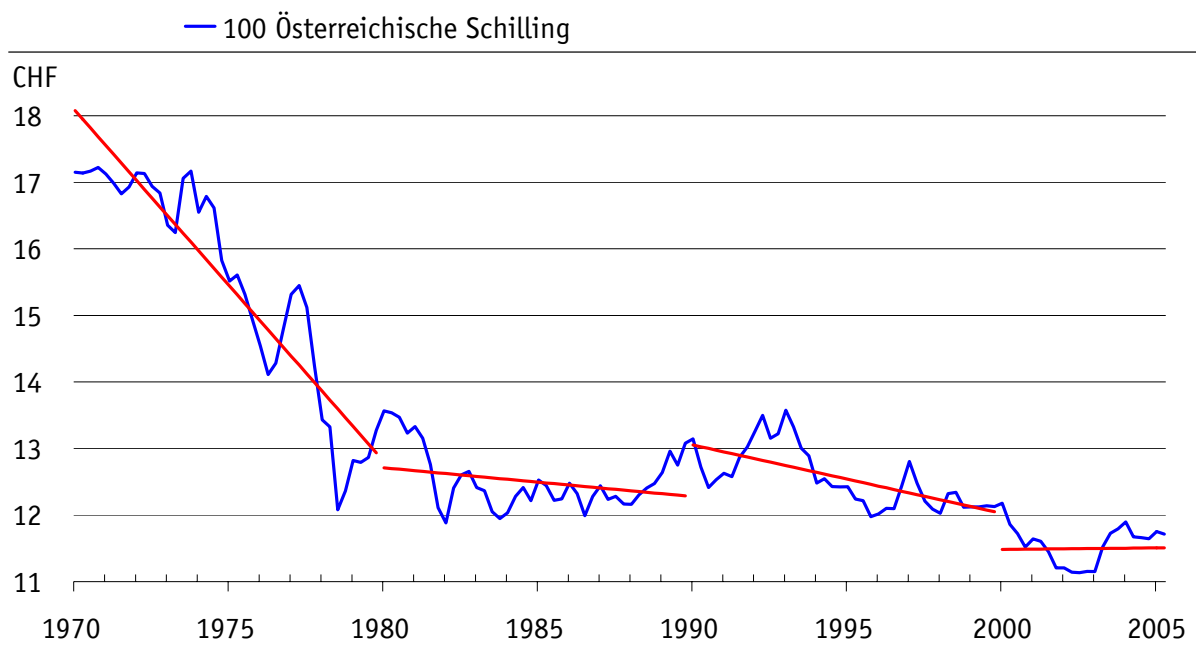
**Grafik 5: Inflationsprognose der SNB (September 2005)**



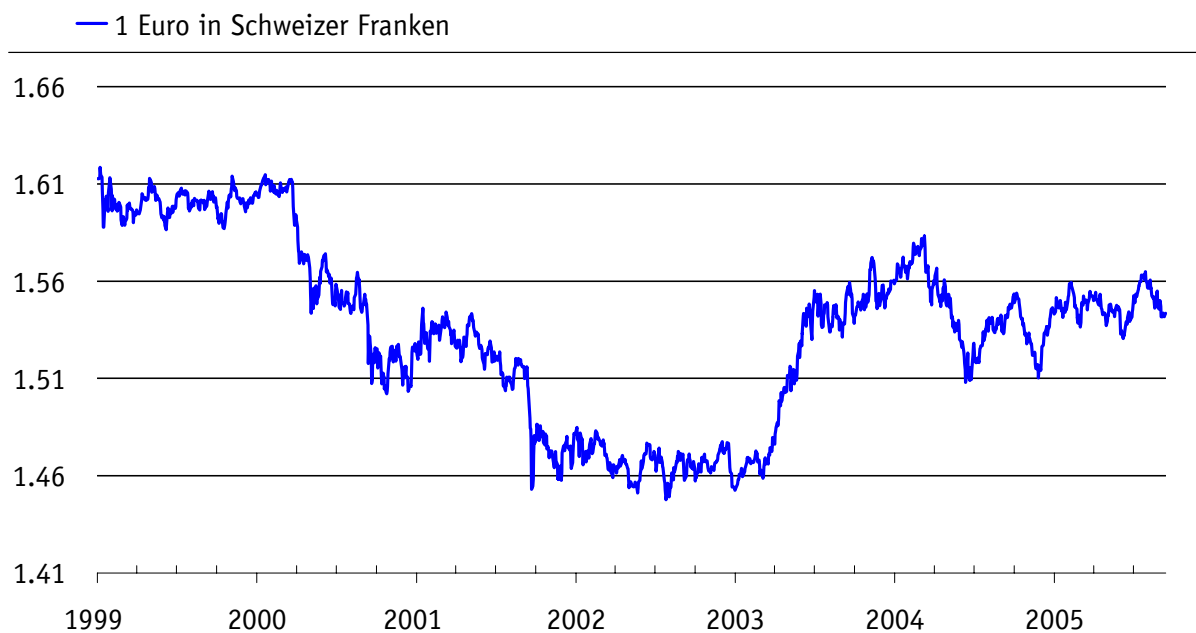
**Grafik 6: Zielband für den Dreimonats-Libor**



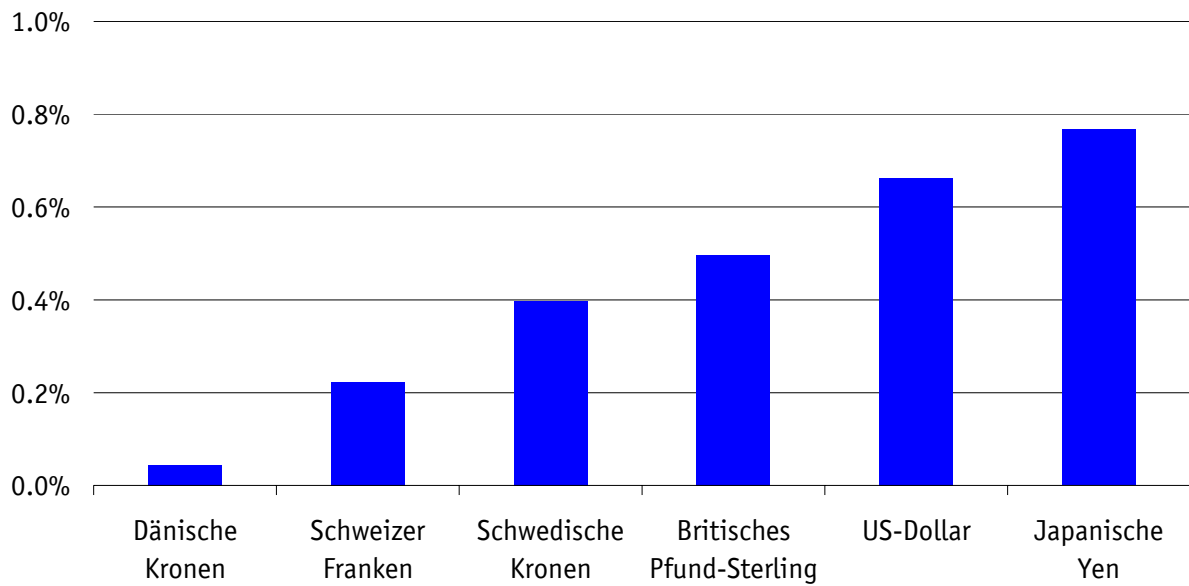
**Grafik 7: Wechselkurs des Schweizer Frankens zum Schilling**



**Grafik 8: Eurofrankenkurs seit 1999**

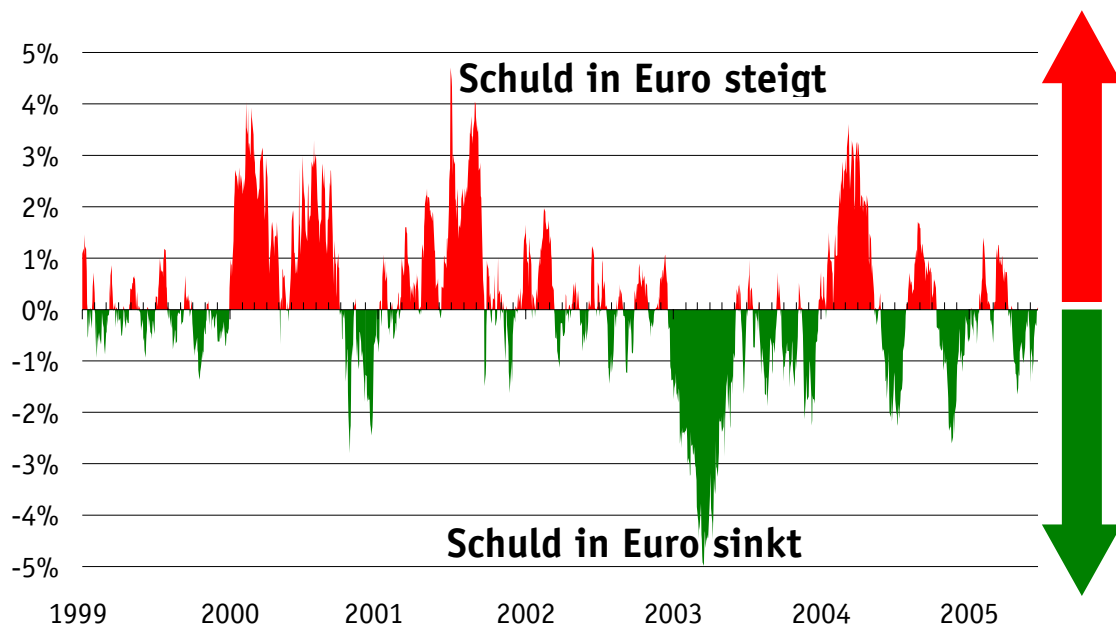


**Grafik 9: Volatilität der Wechselkurse zum Euro**



Standardabweichung der prozentualen täglichen Wechselkursveränderungen von Jan. 1999 bis Sept. 2005

**Grafik 10: Veränderung des Eurofrankenkurses in 3 Monaten ( $WK_t/WK_{t+60d}$ )**





**Grafik 11: Zinsbonus**

