

**Embargo : 18. März 2010, 18.00**

## **Ruhe nach dem Sturm?**

Jean-Pierre Danthine  
Mitglied des Direktoriums  
Schweizerische Nationalbank

Geldmarkt-Apéro  
Zürich, 18. März 2010

## I. Ein Blick zurück

Wir stehen am Ende einer äusserst tiefgreifenden globalen Wirtschafts- und Finanzkrise. Die Wertvernichtung der letzten zweieinhalb Jahre hat vermutlich ein Ausmass angenommen, das an die massiven Verluste aus der Zeit der Weltwirtschaftskrise herankommt. Diese historische Krise wird unser Verständnis für die Zusammenhänge an den Finanzmärkten und in der Gesamtwirtschaft grundlegend verändern und hoffentlich auch das Verhalten der Marktteilnehmer. Dies sollte am Ende zu einem besseren Wirtschaftssystem führen. Ich möchte heute zunächst kurz zurückblicken und einige der wichtigsten Ereignisse seit dem letzten Geldmarkt-*Apéro* aufgreifen. Jener Anlass traf zufällig mit dem Wendepunkt der Finanzkrise zusammen. Anschliessend werde ich den Blick nach vorne richten und die Erwartungen der SNB für die nahe Zukunft skizzieren. Zuletzt möchte ich kurz auf die zwei dringendsten Herausforderungen eingehen, die vor uns liegen. Dies sind der Ausstieg aus den unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen und die Finanzmarktreform.

Doch lassen Sie mich dort beginnen, wo alles seinen Anfang nahm – beim Immobiliensektor der USA. Eine lang anhaltende Niedrigzinsphase, ebenso niedrige Risikoprämien und eine geringe Volatilität, begleitet von einem grossen Konjunkturoptimismus, führten bis Ende 2006 zu einem nie da gewesenen Anstieg der US-Häuserpreise. Dann platzte die Blase. Die bei den Immobilienvermögen erlittenen Verluste sind erschütternd und dürften sich vom zyklischen Höhepunkt bis zur Talsohle in der Grössenordnung von 7 Billionen US-Dollar bewegen<sup>1</sup>. Teilweise handelt es sich bloss um Verluste auf dem Papier, da nicht jeder Anleger auf dem Markthöhepunkt eingestiegen ist. Ein Teil dieser Verluste wurde durch die privaten Haushalte aufgefangen. Den Rest müssen die Finanzintermediäre tragen. Weltweit, so die Schätzungen, dürften sich die gesamten Abschreibungen im Finanzsektor, von denen die Verluste im Immobiliengeschäft ein Teil sind, auf 1,7 Billionen US-Dollar belaufen.<sup>2</sup> Allerdings sind diese Schätzungen noch vorläufig, wie sich anhand einiger der vor kurzem vorgelegten Ergebnisse international führender Finanzinstitute gezeigt hat. Die jüngere Vergangenheit kennt viele Beispiele für Immobilienkrisen. Auch die Schweiz war Anfang der Neunzigerjahre betroffen. Doch das Besondere an der aktuellen Krise ist ihre Breite und ihr internationaler Charakter. Diese beiden Merkmale sind eng miteinander verknüpft: Die rasche Verbreitung von Hypotheken minderer Bonität (Subprime) sowie die Internationalisierung hypothekenbasierter Finanzinstrumente haben den US-Immobilien Sektor mit Kapital aus dem Ausland versorgt. Dieses Kapital hat überhaupt erst ermöglicht, dass sich die Immobilienblase aufblähte. Es ist auch ein Grund dafür, dass sich die Krise zu einer internationalen Finanzkrise ausweiten konnte, die dann die gesamte Weltwirtschaft ins Trudeln brachte. Grob gerechnet summieren sich die Kapitalverluste auf mindestens 10% des globalen Bruttoinlandsprodukts (BIP). Es gelang zwar, eine neue

---

<sup>1</sup> Quelle: US-Finanzierungsrechnung (Fed Flow of Funds), Datastream.

<sup>2</sup> Quelle: Bloomberg.

Weltwirtschaftskrise zu verhindern, doch die weltweiten Einkommensverluste dürften diejenigen der Weltwirtschaftskrise der Dreissiger Jahre sogar noch übertroffen haben.

Seit dem letzten Geldmarkt-*Apéro* vor einem Jahr ist das internationale Finanzsystem dem drohenden Kollaps entkommen, das finanzielle Umfeld hat sich auf breiter Front verbessert und die Wirtschaft beginnt sich, wenn auch zögerlich, zu erholen. Im Grossen und Ganzen wurde die Talsohle an der Finanzfront im ersten Quartal 2009 erreicht und die Konjunktur ist wahrscheinlich ein oder zwei Quartale später auf dem Tiefpunkt angelangt. Die unkonventionellen Massnahmen in der Geld- und Fiskalpolitik haben diese positive Entwicklung zweifellos begünstigt. Die Turbulenzen an den Geldmärkten legten sich und die Aktienmärkte erholten sich kräftig. Die Credit-Spreads schrumpften und die Emissionstätigkeit bei Unternehmensanleihen war rege. Bemerkenswert ist ganz sicher die Tatsache, dass es im Unterschied zu anderen Ländern in der Schweiz nicht zu einer Kreditverknappung kam.

Eine extrem expansive Geld- und Zinspolitik war auch in der Schweiz ein wichtiges Mittel, um die Krise in den Griff zu bekommen. Von Oktober 2008 bis März 2009 senkte die SNB das Zielband für den Dreimonats-Libor stark und verfolgte *de facto* eine Nullzinspolitik. Ab März 2009 ergriff die SNB weitere, sogenannte «unkonventionelle» Massnahmen, da kein Spielraum für weitere Zinssenkungen mehr bestand. Es handelt sich dabei im Wesentlichen um drei Massnahmen: längerfristige Repo-Transaktionen, Erwerb von Anleihen einheimischer Emittenten und Devisenkäufe.

Im internationalen Vergleich befindet sich die Schweizer Wirtschaft heute in einer relativ günstigen Position. Das BIP wuchs in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen. Die Inflationsrate kehrte in positives Terrain zurück, steht aber nicht unter einem übermässigen Aufwärtsdruck. Zugleich sind die Deflationsängste, die im letzten Jahr zu den grössten Risiken gehörten, zwar noch nicht ganz verschwunden, nehmen aber ab. Die Beschäftigung geht nicht weiter zurück und die Arbeitslosenquote scheint sich zu stabilisieren. Die Schweizer Exporte haben stark unter der Krise gelitten und die Lage im Exportsektor ist weiterhin fragil. Die Konjunktur fasst dank des (privaten und öffentlichen) Konsums im Inland und der verstärkten Bautätigkeit langsam wieder Tritt. Zwar erreichte das Schweizer BIP-Wachstum im letzten Jahr mit  $-1,5\%$  den schlechtesten Wert seit 1975, doch im Vergleich zu den meisten anderen Industrieländern haben wir deutlich besser abgeschnitten. Lassen Sie mich einen Moment bei der bemerkenswerten Tatsache verweilen, dass das Wachstum des privaten Konsums in der Schweiz in fast allen Phasen des Abschwungs stabil geblieben ist. Einwanderung und Vorsorge sind die zwei Schlüsselbegriffe, die diese aussergewöhnliche Entwicklung erklären (ein dritter Faktor ist der Umstand, dass die real verfügbaren Einkommen weiterhin hoch waren, was dem starken Wirtschaftswachstum vor der Krise und dem überraschend robusten Arbeitsmarkt zu verdanken war). Die jüngste Immigration hat positiv zum Konsum beigetragen. Doch selbst beim Pro-Kopf-Konsum war in der Krise praktisch keine Abnahme zu verzeichnen. Dies liegt – fast schon lehrbuchmässig –

daran, dass die Schweizer in der Krise auf Ersparnisse zurückgreifen konnten, die sie vor dem Einsetzen der Turbulenzen gebildet hatten. Dies ist nicht nur lobenswert, sondern auch eine wichtige Lehre für die Zukunft, und es trifft nicht nur auf die privaten Haushalte, sondern auch auf die Unternehmen und öffentlichen Einrichtungen zu. Es gibt eine Vielzahl von Möglichkeiten, diese Botschaft in Worte zu fassen. Erlauben Sie mir deshalb, an dieser Stelle ein Beispiel aus der klassischen französischen Literatur zu zitieren. Jean de la Fontaine erzählt in seiner berühmten Fabel *«La cigale et la fourmi»* die Geschichte von der Grille und der Ameise. Darin versäumt es die Grille, im Sommer für den Winter, also die Krise, vorzusorgen. Schliesslich ist sie *«fort dépourvue quand la bise fut venue»*, d.h. «völlig mittellos, als der kalte Nordwind kam». Eine Analogie besteht auch darin, dass die Ameise wenig Lust hat, der Grille, die den ganzen Sommer lang gesungen hat, etwas Korn zu leihen.

## **II. Aktuelle Lage und kurzfristige Aussichten**

Was nun? Wir sind noch nicht über den Berg, und die relativ positive Einschätzung im vorangehenden Abschnitt stellt keine abschliessende Beurteilung dar. So könnte sich der private Konsum als weniger robust erweisen, wenn sich die Bedingungen auf dem Arbeitsmarkt nicht in dem Ausmass verbessern wie derzeit angenommen, oder sich sogar wieder verschlechtern. Die zentrale Frage in diesem Bereich ist, ob die Schweizer Wirtschaft in der Lage sein wird, die Kurzarbeit bei den rund 60 000 Betroffenen rasch wieder aufzuheben. Die letzte Entwicklung ist ermutigend. Und die Lage am Arbeitsmarkt hängt wiederum davon ab, ob der Anteil von 60% unserer Volkswirtschaft, der auf internationale Märkte ausgerichtet ist, weiterhin eine kontinuierliche Erholung erfährt. Dieser Umstand wird durch die augenfälligen Unterschiede zur Konjunkturerholung in den USA bestätigt. In den USA konzentriert sich der Aufschwung gegenwärtig vor allem auf grössere Unternehmen. Möglich, dass kleinere Unternehmen unter einem eingeschränkten Zugang zu Krediten leiden. In der Schweiz spielen Unterschiede zwischen grossen und kleinen Firmen hingegen weniger eine Rolle. Stattdessen ist vielmehr eine Differenz zwischen stark exportorientierten Unternehmen und solchen festzustellen, die in erster Linie auf den Binnenmarkt ausgerichtet sind. Entscheidend könnte sein, ob es den Schweizer Exporteuren gelingt, ihre Aktivitäten weiterhin stärker auf die dynamischeren Regionen der Welt, allen voran die Schwellenländer Asiens, zu fokussieren. Diese haben sich weltweit bisher am schnellsten von der Krise erholt. Die Vertreter einer gemässigten Version der Abkopplungshypothese scheinen hier die Debatte zu gewinnen.

Weltweit wird in den meisten Volkswirtschaften mit einem weiterhin gedämpften Inflationsdruck gerechnet. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften dürfte die Gesamtinflation ausgehend von ihrem beinahe neutralen Niveau im Jahr 2009 zwar ansteigen, aber bis Ende 2010 niedrig bleiben. In der Schweiz dürften die jüngsten Bewegungen beim Ölpreis und die entsprechenden Basiseffekte den kurzfristigen Inflationspfad massgeblich beeinflussen. Nach einem negativen Wert von 0,5% für 2009 wird die Teuerung während des ganzen Jahres 2010 im positiven Bereich bleiben. Unter der

Annahme einer unveränderten Geldpolitik rechnet die SNB in diesem Jahr mit einer Teuerung von 0,7%. In ihren Prognosen geht die SNB ausserdem davon aus, dass die Inflationsrate ab Beginn des Jahres 2011 wieder ansteigen und im ersten Halbjahr 2012 bis auf 2% klettern wird.

### **III. Zukünftige Herausforderungen**

#### **1. Exitstrategie**

Für die SNB stellt die Rückkehr zur geldpolitischen Normalität kein grosses technisches Problem dar. Die zur Bekämpfung der Krise angewandten unkonventionellen Massnahmen haben die Beschaffenheit der bereitgestellten Liquidität teilweise verändert. So ist die aus Repos und Devisenswaps entstehende Liquidität temporärer Natur. Sie fliesst automatisch zurück, sobald die Transaktionen nicht erneuert werden. Die durch Devisenkäufe und Frankenobligationen geschaffene Liquidität ist hingegen von Dauer. Mit der seit Oktober 2008 eingesetzten Emission von eigenen Schuldverschreibungen (SNB Bills) verfügt die SNB über ein Mittel, das bei der Abschöpfung von Liquidität eine wichtige Rolle spielen kann. Mein Kollege Dewet Moser wird in seinen Ausführungen den Schwerpunkt auf die technischen Aspekte der Rückzugsstrategie legen. Das nötige Instrumentarium ist jedenfalls vorhanden. Nicht das «Wie», sondern lediglich das «Wann» ist die Frage. Da zwischen geldpolitischen Entscheiden und ihrer Wirkung auf die Inflation viel Zeit vergeht und diese Zeitspanne variieren kann, fällt der Entscheid, wann mit einer Straffung der Geldpolitik begonnen werden soll, nicht leicht. Sie darf einerseits nicht zu früh erfolgen, da die Wirtschaft dann möglicherweise noch nicht in der Lage ist, einen solchen Schritt zu verkraften. Sie darf aber auch nicht zu spät eingeleitet werden, da sonst die Wahrscheinlichkeit, dass Inflationsdruck entsteht, zunimmt. Ein Patentrezept gibt es nicht, zumal wir über die Gesamtwirtschaft, also einen Durchschnitt, sprechen. Das heisst, dass sogar eine zu späte Straffung für einige Bereiche der Wirtschaft zu früh kommen würde. Sicher ist, dass die derzeitige expansive Geldpolitik nicht unbegrenzt fortgesetzt werden kann, ohne dass dabei Inflationsrisiken entstehen. Folglich sollten sich die privaten Haushalte und die Unternehmen darauf einstellen, dass die Zinsen zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft wieder steigen und die Wechselkurse wieder von den Marktkräften bestimmt werden. Dies ist der Normalzustand und alle Beteiligten sollten schlechte Angewohnheiten aus der Krisenzeit wieder ablegen. Sie sollten sich daran erinnern, dass sie selber letztlich für die langfristige Tragfähigkeit ihrer Entscheidungen und Handlungen verantwortlich sind.

#### **2. Regulierung für mehr Sicherheit im Finanzsystem**

Im Hinblick auf die Regulierung haben wir aus den jüngsten Ereignissen am meisten zu lernen und entsprechende Anpassungen vorzunehmen. Zu diesem Thema liesse sich einiges sagen. Ich beschränke mich jedoch auf die Erläuterung von drei einfachen Ideen, über die –

wie aus den Agenden der G20 und des Financial Stability Board (FSB) ersichtlich wird – fast schon Einigkeit besteht.

Erstens sollte es nicht «Wir» (Notenbanken, Aufsichtsbehörden, Regierungen) gegen «Sie» (Banken und ihre Manager, Finanzsektor) heissen. Es geht schliesslich um die Schaffung eines Wirtschaftssystems, das effizient funktioniert, mit den Regeln der Marktwirtschaft vereinbar ist und die Wertschöpfung begünstigt. Eine wichtige Lektion, die uns die Finanzkrise gelehrt hat, ist, dass das System nicht angemessen ausgestaltet war. *Per se* ist an Spekulationen, dem Eingehen grosser Risiken und auch an hohen Entlöhnungen nichts auszusetzen, vorausgesetzt, dass die Akteure in vollem Umfang die Verantwortung für die Folgen ihres Handelns tragen und, ganz besonders, dass die Steuerzahler aus dem Spiel gelassen werden. Es ist eindeutig, dass unser Finanzsystem diese Bedingungen nicht erfüllt hat. In den fortgeschrittenen G20-Ländern belaufen sich die Kapitalspritzen des öffentlichen Sektors für die Finanzbranche bisher auf geschätzte 3,4% des BIP!<sup>3</sup> Die seitens des öffentlichen Sektors übernommenen Risiken sind jedoch erheblich grösser. Einer aktuellen Schätzung von Jean-Claude Trichet<sup>4</sup> zufolge belaufen sich diese in den grossen westlichen Volkswirtschaften auf rund 25% des BIP. Es gibt absolut keine wirtschaftliche, geschweige denn moralische Rechtfertigung für Situationen, in denen Individuen eine hohe Entlohnung bzw. hohe Erträge erhalten, wenn die Zeiten gut sind, während in schlechten Zeiten der öffentliche Sektor rettend eingreifen muss. In einer perfekten Welt läge es nun in der Verantwortung des Finanzsektors und nicht der Aufsichtsbehörden, realistische Vorschläge für einen Wandel zu unterbreiten. Diese Vorschläge müssten zwangsläufig so aussehen, dass für die Hauptakteure, vor allem die Manager und Kreditgeber, viel mehr auf dem Spiel steht, als dies in der Vergangenheit der Fall war. Es kommt nun darauf an, wie kreativ wir bei der Suche nach Lösungen sind. Je nachdem müssten die Finanzinstitute verkleinert und ihre Risikoneigung verringert werden. Die Boni der Manager müssten zudem mindestens an die langfristige Entwicklung ihres Unternehmens gekoppelt sein. Sicherlich könnte man noch weiter gehen. Die Asymmetrie entsteht zuallererst einmal aus dem Prinzip der beschränkten Haftung. Wird bei der Entlohnung bzw. bei den eingegangenen Risiken ein bestimmtes Mass überschritten, so wäre ein System optimal, das sich an der Rechtsform der Partnerschenschaft oder der unbeschränkten persönlichen Haftung orientiert. Da dies jedoch ein zu ambitioniertes Ziel sein dürfte, sind ergänzende Formen der Regulierung gerechtfertigt. Die Aktionäre sind während der Krise im Grossen und Ganzen ihren Verpflichtungen nachgekommen, die Kreditgeber im Allgemeinen jedoch nicht. Hier lässt sich am Besten ansetzen, um die Anreize zu korrigieren (ein sehr hoher Verschuldungsgrad - Leverage - sollte zunächst den Kreditgebern Sorgen bereiten, und dann erst den Aufsichtsbehörden) und die Steuerzahler zu schützen. Für die Banken spielt das Kreditgeschäft naturgemäss eine wichtige Rolle und es liegt auf der Hand, dass zunächst die

---

<sup>3</sup> Quelle: IWF (2010), «Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis», *IMF Working Paper* 10/44.

<sup>4</sup> Quelle: Jean-Claude Trichet (Januar 2010), Interview in *The Wall Street Journal*.

Kreditgeber und nicht die Steuerzahler in die Pflicht genommen werden sollten, wenn etwas schief geht. Das übliche Vorgehen wäre dann ein Konkursverfahren. Wenn dies aufgrund der zentralen Rolle der Banken und bestimmter Finanzinstitute keine Option ist, müssen wir andere Wege finden, damit vor den Steuerzahlern zunächst die Kreditgeber belangt werden können. Denkbar wäre die Festlegung von Insolvenzzenarien (Living Wills) und/oder die automatische Umwandlung eines Grossteils der Bankschulden in Eigenkapital.

Zweitens wird bei diesen Überlegungen das Thema der Finanzstabilität lediglich aus dem Blickwinkel einzelner Institute betrachtet. Wir haben gelernt, dass dies nicht genügt. Nicht nur auf Mikro- sondern auch auf Makroebene ist ein umsichtiges Handeln erforderlich. Wir brauchen ein System, das gut geführte Institute ermutigt, vor allem in Krisenzeiten so zu handeln, dass die Lage für strauchelnde Institute nicht noch schwieriger wird. So viel ist klar, doch was ist die beste Lösung? Derzeit diskutieren die Aufsichtsbehörden über dynamische Rückstellungs- und Kapitalanforderungen, die an die jeweilige Phase des Konjunkturzyklus angepasst werden. Die Idee dahinter ist, dass die Aufsichtsbehörden in schlechten Zeiten etwas nachsichtiger sein könnten, damit den einzelnen Instituten grösserer Spielraum bleibt. Dies bedeutet aber gleichzeitig, dass die Anforderungen (z.B. Eigenmittelvorschriften) in guten Zeiten strikter sein sollten. Jean de la Fontaine würde natürlich argumentieren, dass dies bei einem guten Management selbstverständlich und eine Regulierung eigentlich überflüssig ist!

Drittens müssen wir erkennen, dass es keine perfekte Lösung und kein perfektes System gibt. Dies bedeutet, dass wir pragmatisch vorgehen und das Problem aus verschiedenen Blickwinkeln angehen müssen. Einige der neuen Regulierungsvorschläge sind elegant und attraktiv, da sie unmittelbar auf den Kern des Problems abzielen (convertible debt oder contingent capital), andere haben weniger Charme (z.B. Grössenbeschränkungen). Wir sollten diese Tatsache einfach akzeptieren, bis wir in der Lage sind, diese wichtige Herausforderung in ihrer Gesamtheit intellektuell besser zu erfassen.

Eine Schlussbemerkung zum Thema Entlohnung. Es sei dahingestellt, ob die (derzeit nicht sehr populäre) Vorstellung zutrifft, dass der Finanzsektor in hohem Masse zur nationalen Wertschöpfung beiträgt und dies die hohe Entlohnung in diesem Sektor rechtfertigt. Auf jeden Fall haben die Banker einiges an Überzeugungsarbeit zu leisten, und dies erfordert Ehrlichkeit, was die Herkunft der Erträge betrifft: Sind sie wirklich das Ergebnis einer hohen Produktivität oder sind sie eine Folge von Leverage? Ich bin der Meinung, dass Ertrags- und Gewinnberechnungen auf mittlere und lange Sicht angestellt und angemessen um Risiken und Leverage bereinigt werden sollten. Beispiel: Wird die Eigenkapitalrendite angeführt, um die Effizienz eines Instituts zu belegen, so sollten die Zahlen um die Leverage bereinigt sein, um sich nicht dem Vorwurf der Verfälschung auszusetzen.

#### **IV. Fazit**

Monate starker Turbulenzen an den nationalen und internationalen Finanzmärkten liegen hinter uns. Die heftigen Stürme, die 2008 und im ersten Halbjahr 2009 wüteten, beruhigten sich in der zweiten Jahreshälfte 2009 etwas. Es ist wieder etwas Ruhe eingkehrt, aber die Wogen haben sich noch nicht vollständig geglättet. Jahre des Wandels liegen vor uns. Eines der Hauptziele der Fiskal- und Geldpolitik wird die Rückkehr zur Normalität sein. Ebenso wichtig wird es sein, die richtigen Lehren aus diesen turbulenten Zeiten zu ziehen und die im Finanzsystem aufgedeckten Schwächen entschlossen anzugehen.



SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
SWISS NATIONAL BANK

Calmer waters after the storm?  
Jean-Pierre Danthine  
18 March 2010

# Calmer waters after the storm?

Jean-Pierre Danthine  
Member of the Governing Board  
Swiss National Bank

Money Market Event  
18 March 2010, Zurich

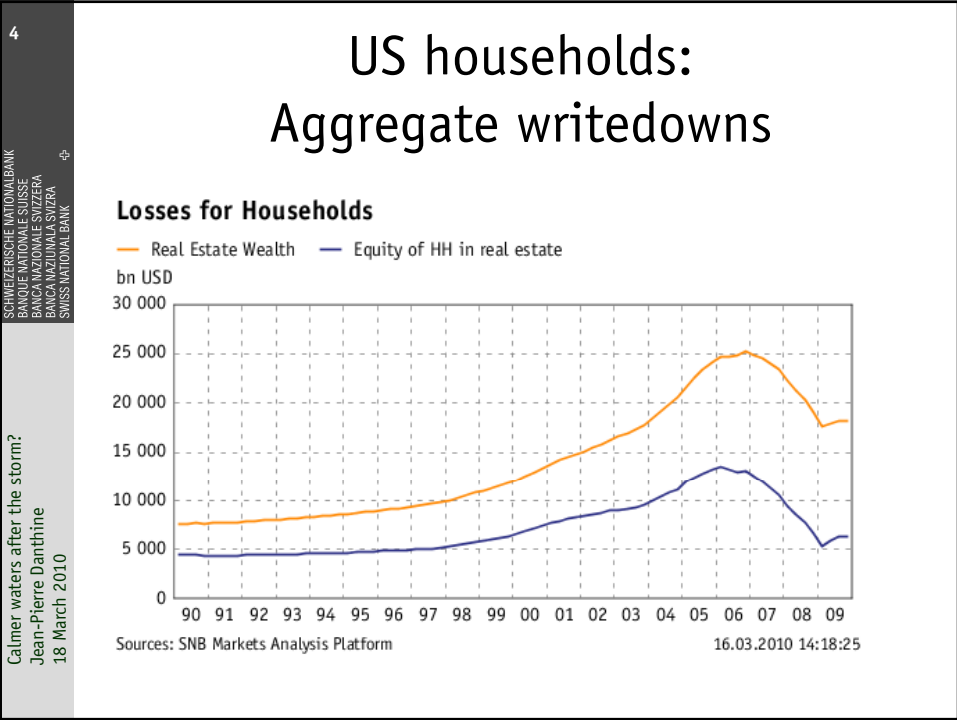
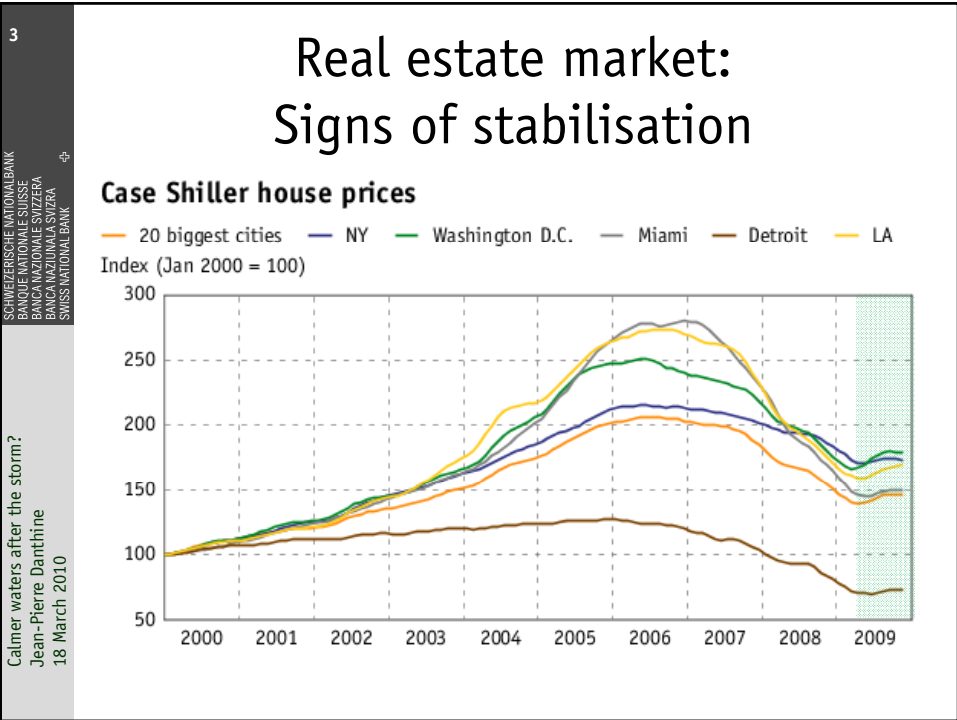
2

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
SWISS NATIONAL BANK

Calmer waters after the storm?  
Jean-Pierre Danthine  
18 March 2010

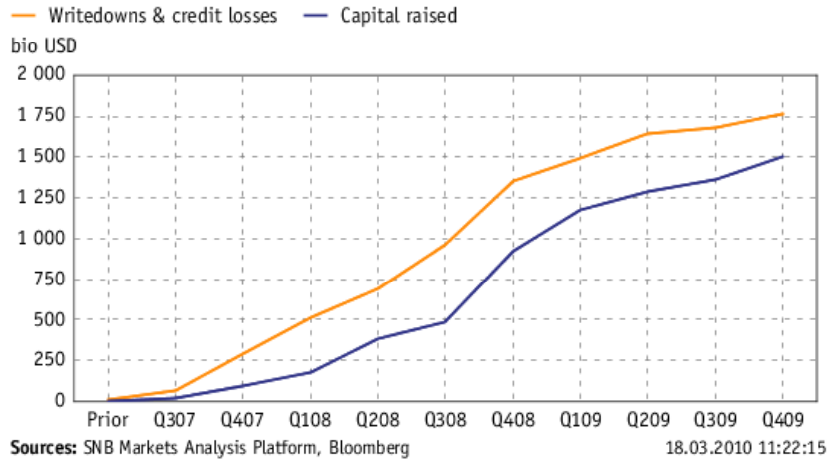
# Calmer waters after the storm?

1. Looking backward:
  - Financial facts since March 2009
  - Monetary Policy
  - The 'real' economy
2. Looking forward: sustainability?
3. Challenges
  - Exit
  - Towards a safer system

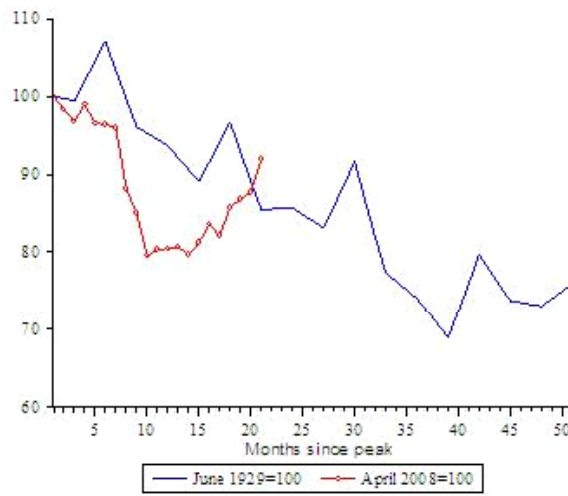


# World banking system: writedowns

## Worldwide writedowns & capital raised (cumulative)



# Worst for a long time, but not a 'Great Depression'

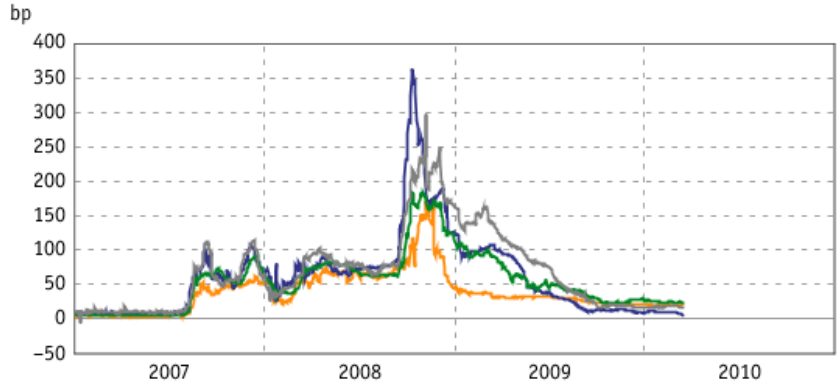


Source: B. Eichengreen, O'Rourke (2010)

# Money market in calmer waters

## Risk premium money market

- CHF Libor 3M - TOIS swap 3M
- EUR Euribor 3M - Eonia swap 3M
- USD Libor 3M - OIS swap 3M
- GBP Libor 3M - Sonia swap 3M

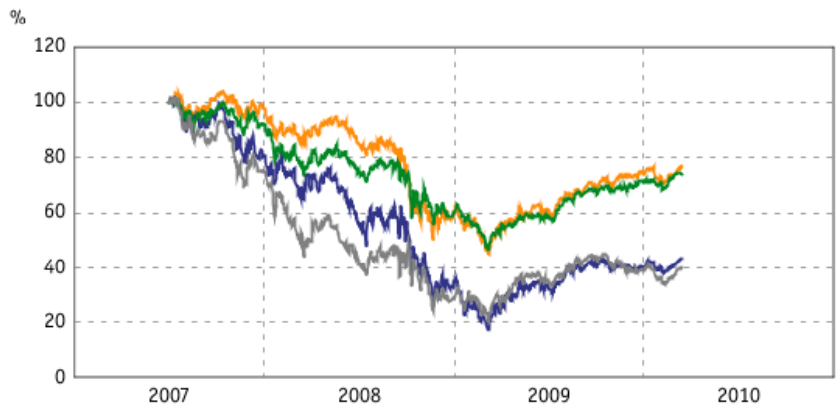


Sources: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg  
 16.03.2010 06:38:14

# Recovery in financial markets

## Stock Price Development Switzerland and USA

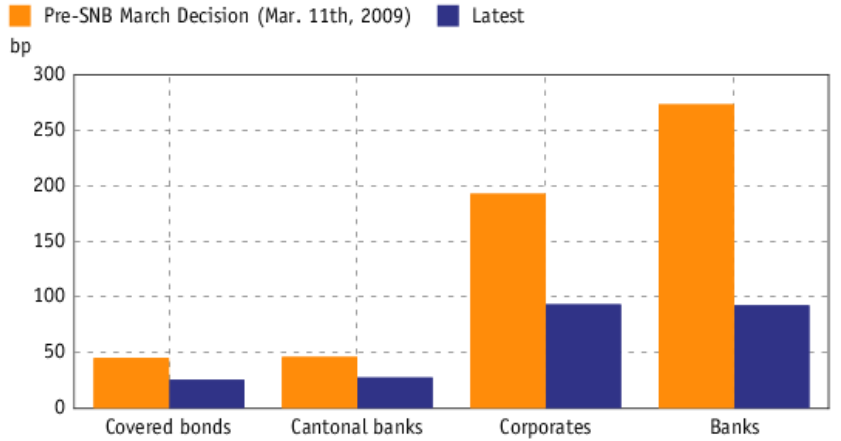
- S&P 500
- S&P 500 - Financials
- SMI
- SMI - Financials



Source: SNB Markets Analysis Platform  
 16.03.2010 16:24:16

# Lower long-term spreads

## Evolution of Credit Spreads

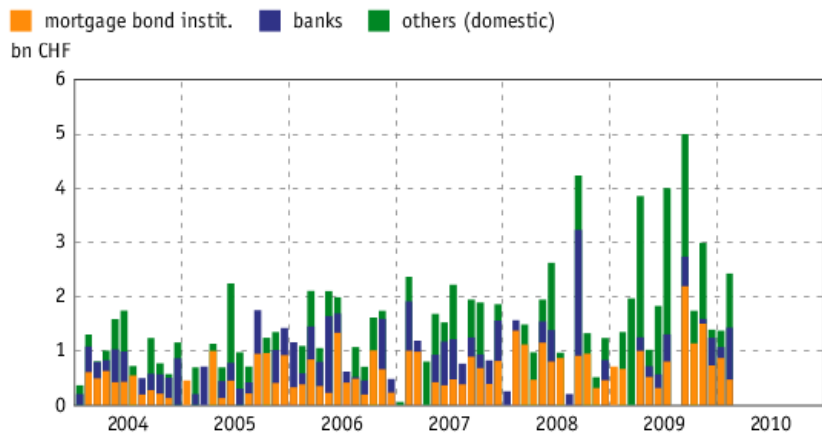


Source: SNB Markets Analysis Platform

18.03.2010 11:18:03

# Lively CHF bond issuance

## CHF bond market - Swiss issuers



Sources: SNB Markets Analysis Platform, EASY

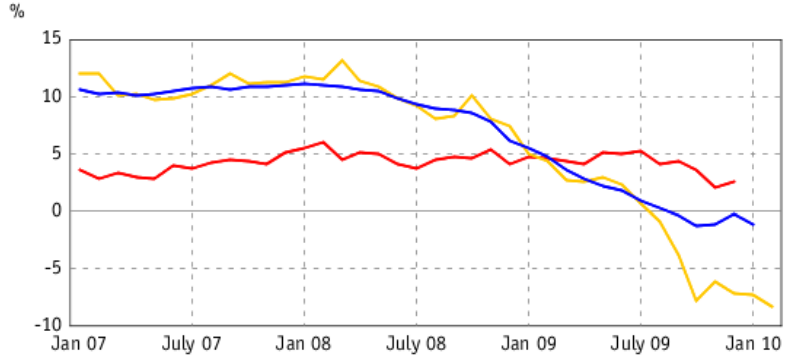
17.03.2010 10:23:17

# No credit crunch in Switzerland

## Credit Growth International Comparison

Bank Credits to Private Sector, monthly data, yoy change

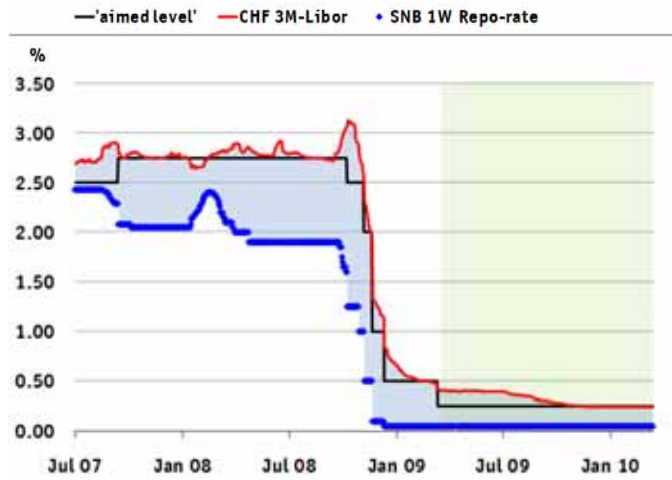
— Switzerland — USA — EU



Sources: BNS, BCE and Réserve fédérale

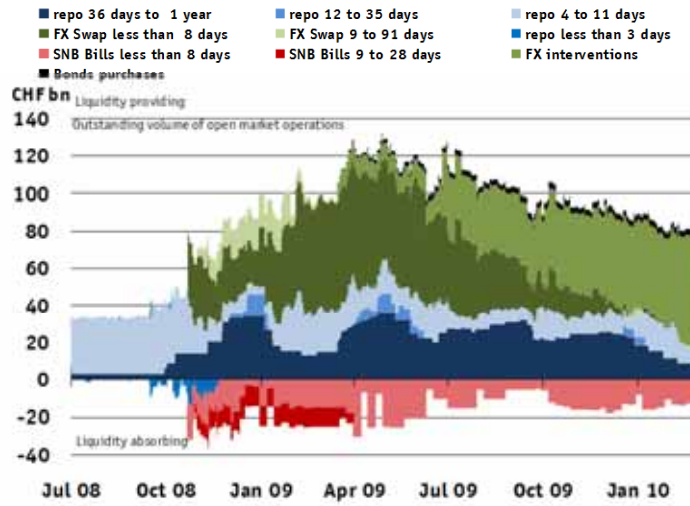
16.03.2010 16:24:15

# 'Conventional' monetary policy measures support recovery...

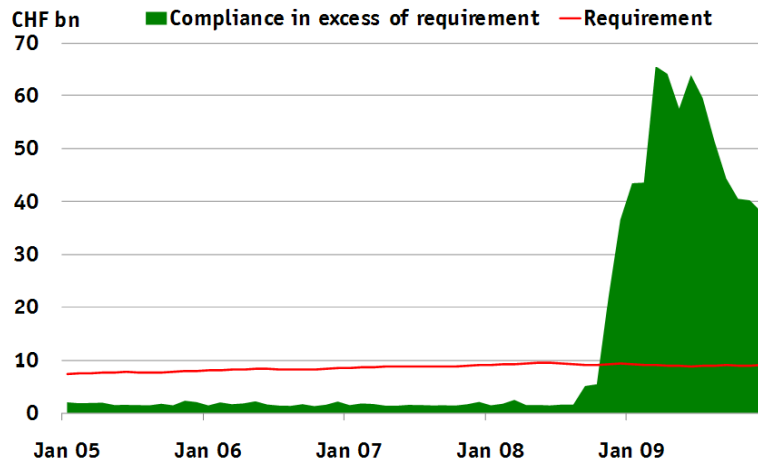


Source: SNB

## ...as well as 'unconventional' monetary policy measures



## Abundance of liquidity

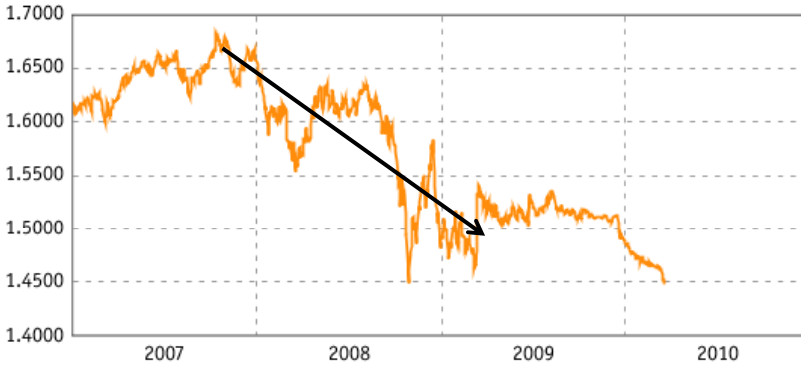


# Euro-Swiss franc during the crisis

## EURCHF

— EURCHF

price



Sources: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg

18.03.2010 06:42:21

# Decreasing deflationary risk

## SNB Inflation Forecast

— 2009Q1

%



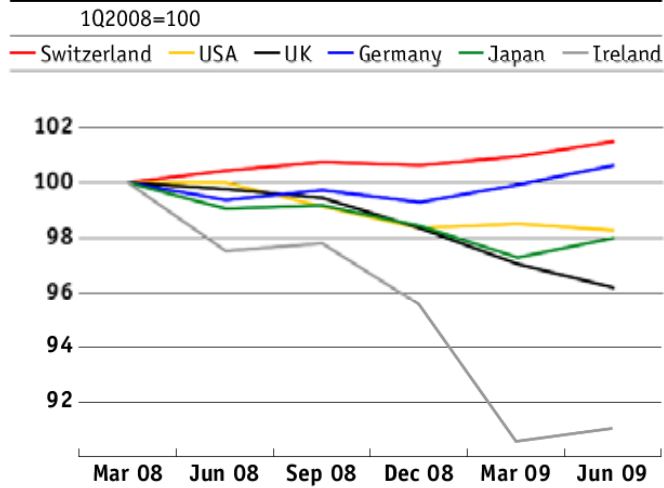
Source: SNB Markets Analysis Platform

17.03.2010 10:06:35



# Switzerland: consumption strength

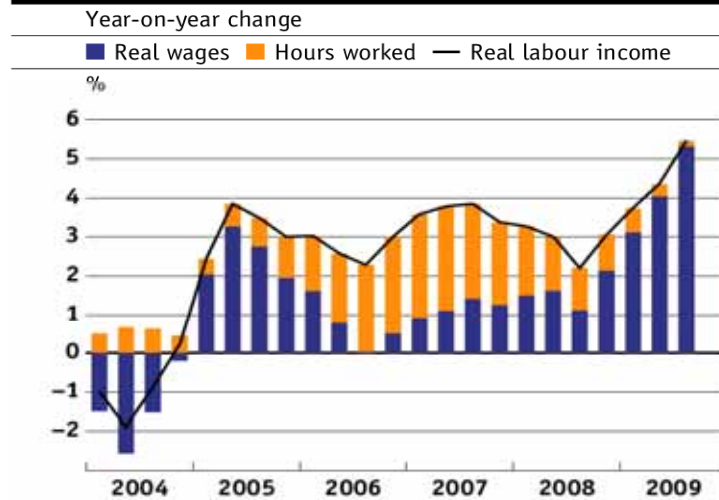
## Real Consumption Development



Source: SNB

# ...due to increased disposable income

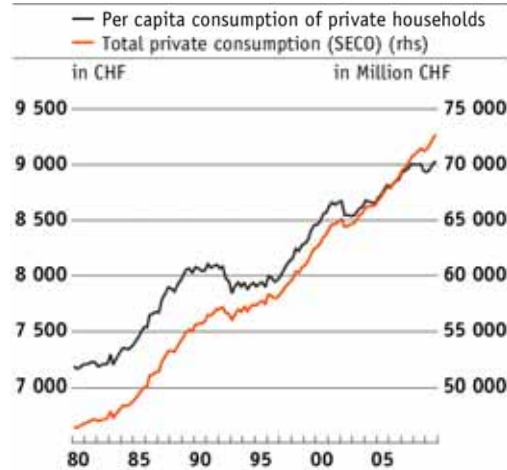
## Real labour income, national accounts



Source: SNB

# ... demographics

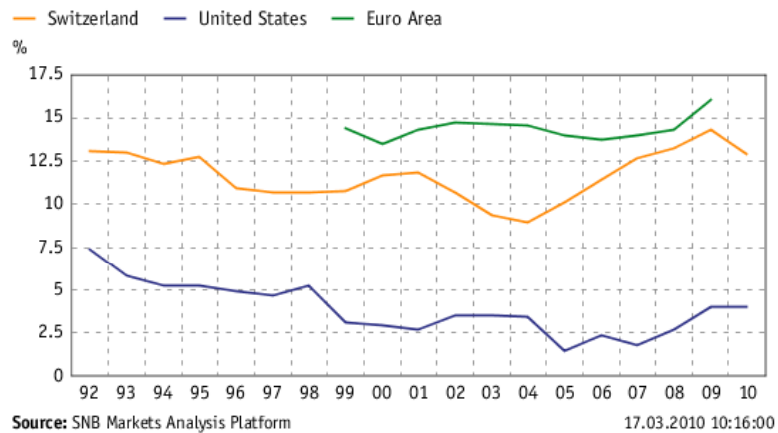
Real Consumption  
 In levels, sa



Source: SNB

# ... and a decrease in savings

Household Saving Rates



Source: SNB Markets Analysis Platform

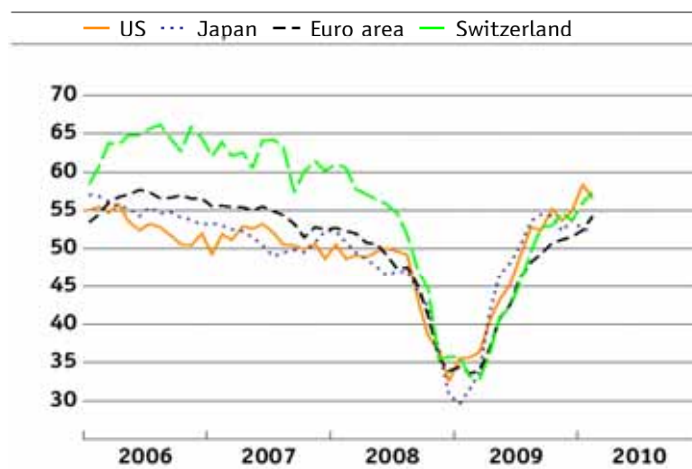
17.03.2010 10:16:00

## 2. Looking forward

- Room for moderate optimism
- Consumption and the labour market
- Exports and developments in emerging markets

## Business confidence returns

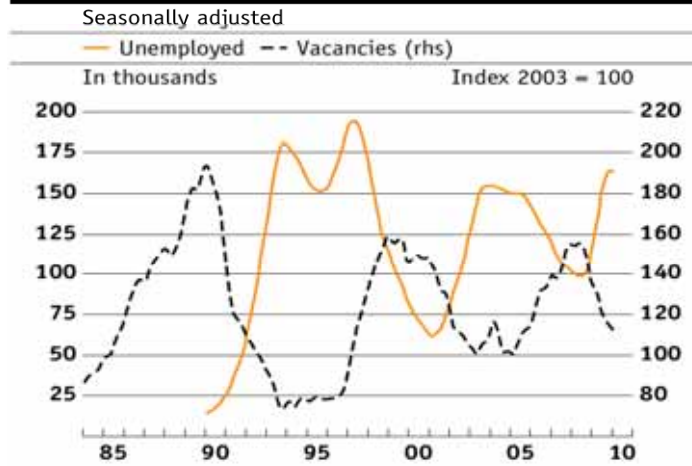
Purchasing managers' indices (manufacturing)



Source: SNB

# Consumption dependent on labour market

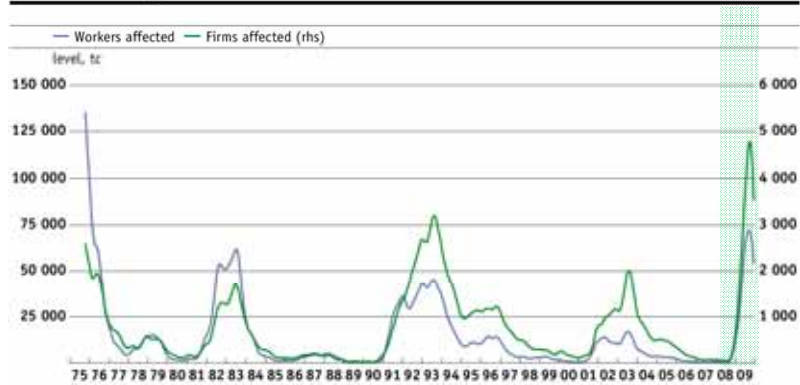
Unemployment and vacancies (SECO)



Source: SNB

# Short-time work

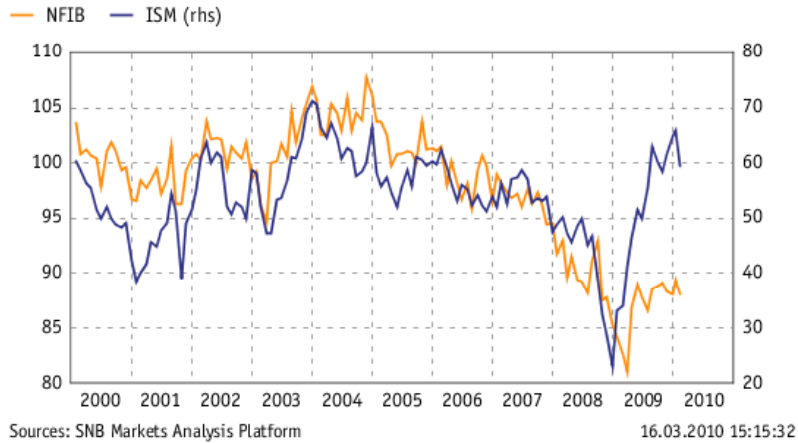
Short-time working



Source: SNB

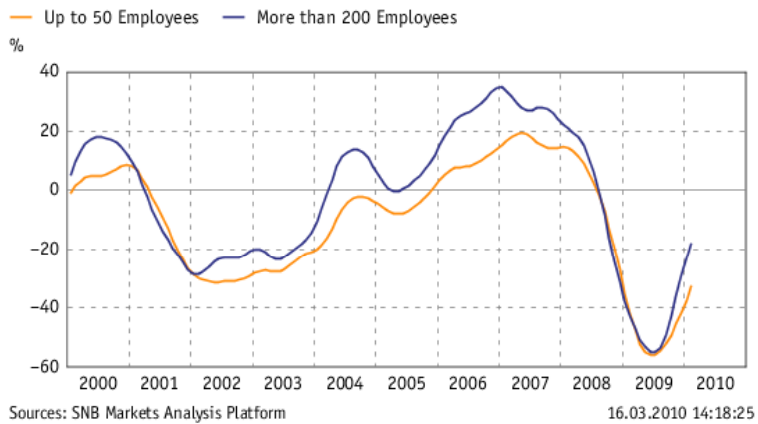
# Heterogenous US recovery ...

**US Business Condition**



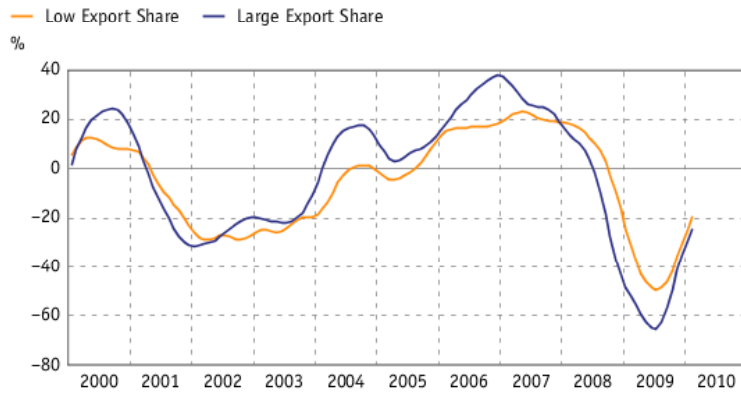
# ... less so in Switzerland

**Business Development by Company Size (Switzerland)**



## .. exporters more upbeat

**Business Development by Export Share**

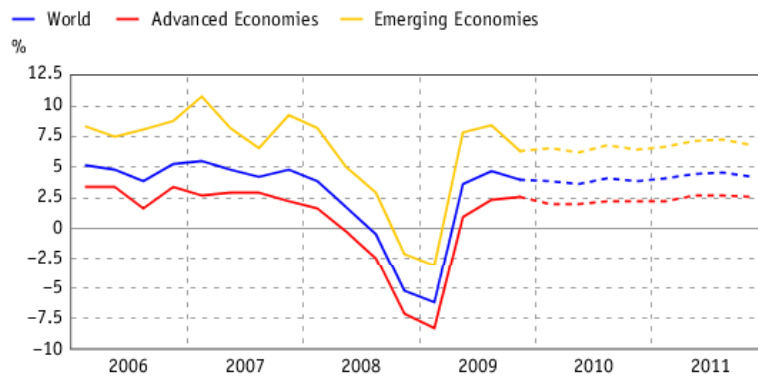


Sources: SNB Markets Analysis Platform

16.03.2010 14:18:26

## Global: 'Decoupling revisited'

**Global GDP Growth**  
 qoq, annualized



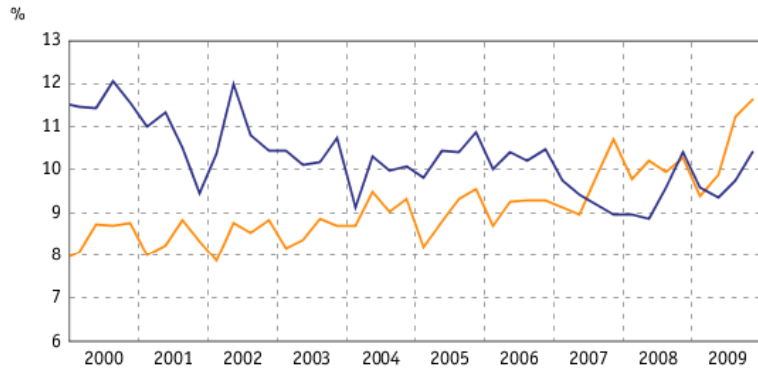
Sources: IMF, SNB Markets Analysis Platform

09.03.2010 08:38:15

# Switzerland: 'Decoupling revisited'

## Swiss Export Shares

— Share of total exports to EMA ex. Japan, nsa — Share of total exports to US, nsa



Source: SNB Markets Analysis Platform

17.03.2010 11:06:57

# SNB inflation forecast

Inflation forecast of December 2009 with Libor at 0.25% and of March 2010 with Libor at 0.25%



### 3. Challenges: normalisation strategies

- No conceptual or practical difficulty
- 'Temporary' liquidity measures will automatically not be renewed
- The SNB Bill, as an instrument to withdraw liquidity, may play an increasingly important role
- Right timing is essential

### Challenges: Regulation

- It should not be a game of 'us' against 'them'
- Designing a financial system compatible with the rules of a market economy and favorable to value creation
- Those who take risks must have more at stake; taxpayers out of the equation!



## Regulation

- Managers: bonuses paid as a function of long run performance
- Shareholders: higher capital requirements
- Creditors must come into play before the taxpayer:
  - Convertible debt
  - Living will

## Regulation

- Macro-prudence vs micro-prudence: pro-cyclical capital requirements
- Market design limiting contagion: Central clearing for derivatives (and possibly other instruments)
- No silver bullet: pragmatism is required

## Conclusions

- A form of calm is back but we have not yet reached the shore
- SNB is maintaining its expansionary monetary policy
- Learning our lesson and designing a better (more efficient) & safer system