

Embargo: 20. Mai 2010, 16.00

Aktuelle Geldpolitik und deren Bedeutung für die Realwirtschaft

Thomas J. Jordan*

Vizepräsident des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Referat

Generalversammlung der Aargauischen Industrie- und Handelskammer

Wettingen

20. Mai 2010

© Schweizerische Nationalbank, Bern 2010

* Der Referent dankt Dr. Claudia Strub, Till Ebner und Dr. Thomas Wiedmer für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats.

Einleitung

Weltweit stehen die Zentralbanken vor grossen Herausforderungen. Einerseits müssen sie Lösungen zur nachhaltigen Stabilisierung des Finanzsystems entwickeln: So arbeitet die Schweizerische Nationalbank zusammen mit anderen Institutionen intensiv an Konzepten zu neuen Regulierungsvorschriften für den Finanzsektor, an der Ausgestaltung von Lösungen für die Too-Big-Too-Fail-Problematik oder an der Konkretisierung von Rahmenbedingungen für die Schweizerische Finanzplatzstrategie. Andererseits ist auch die Kernaufgabe der Nationalbank - die Geldpolitik - im jetzigen Umfeld schwieriger geworden und stellt höhere Anforderungen an ihre Analysefähigkeiten als in normalen Zeiten.

Dieses Referat befasst sich weniger mit den regulatorischen Herausforderungen als mehr mit denjenigen der aktuellen Geldpolitik und deren Bedeutung für die Realwirtschaft. Es wird dabei versucht, folgende Fragen zu beantworten: Welcher Zusammenhang besteht zwischen geldpolitischen Aktionen und der wirtschaftlichen Entwicklung? Inwiefern kann, soll oder darf die SNB einen direkten Einfluss auf die Steuerung der Konjunktur nehmen, um ihren Auftrag optimal zu erfüllen? Welchen geldpolitischen Herausforderungen steht die Schweizerische Nationalbank im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld gegenüber? Und welche Konsequenzen hat die Bewältigung dieser Herausforderungen für die Realwirtschaft?

Geldpolitik und Realwirtschaft

Die Zusammenhänge zwischen Geldpolitik und Realwirtschaft sind komplex. Im Verlaufe der Wirtschaftsgeschichte haben Ökonomen darüber unterschiedliche Theorien entwickelt. Die Bedeutung der Geldpolitik für die Realwirtschaft hat sich entlang der unterschiedlichen Erkenntnisse, die aus diesen Modellen, aber auch aus der Evidenz der geldpolitischen Ereignisse und Erfahrungen hervorgingen, kontinuierlich weiterentwickelt. Noch bis anfangs der 1980er Jahre gingen einige Zentralbanken beispielweise davon aus, dass man mit einer expansiven Geldpolitik reale Grössen wie Beschäftigung und Produktion nachhaltig erhöhen kann. Die inflationären Exzesse in vielen Industriestaaten, die während der 1970er Jahren aufgrund einer solchen Geldpolitik entstanden sind, haben jedoch deutlich aufgezeigt, dass diese Auffassung falsch ist und gravierende Auswirkungen – wie beispielsweise eine Stagflation - haben kann. Es wuchs die Erkenntnis, dass eine anhaltend expansive Geldpolitik letzt-

lich permanent höhere Inflationsraten zur Folge haben muss und reale Grössen wie Produktion und Beschäftigung *langfristig* nicht erhöhen kann.

Konsequenzen für die moderne Geldpolitik

Welche Konsequenzen hatten diese Erkenntnisse für die moderne Geldpolitik? In der langen Frist bildet eine auf Preisstabilität fokussierte Geldpolitik die beste Voraussetzung für nachhaltiges Wachstum und Beschäftigung. Denn anhaltende Abweichungen von Preisstabilität führen zu tieferem Wohlstand. Dies ist unter anderem deshalb der Fall, weil Inflation oder Deflation enorme Kosten für die gesamte Wirtschaft verursachen und Investitionen oder Konsum hemmen. Der negative Zusammenhang zwischen hohen Inflationsraten und realwirtschaftlichem Wachstum kann in vielen Ländern empirisch demonstriert werden.

In der praktischen Umsetzung bedeutet dies aber nicht, dass die Geldpolitik die Realwirtschaft nicht beeinflussen kann. Die Nationalbank kann *kurzfristig* einen Beitrag zur Stabilisierung von Schwankungen und Schocks leisten, beziehungsweise abfedernd oder ausgleichend wirken. Dabei ist aber Vorsicht geboten: Der Versuch eines „Fine-Tunings“ der Wirtschaft kann rasch kontraproduktiv sein, da unvorhergesehene prozyklische Wirkungen entstehen können. Zudem besteht die Gefahr, dass durch solche Aktionen Inflation permanent höher wird, was wiederum schlecht für die Wirtschaft in der längeren Frist ist.

Ein ganz entscheidender Aspekt ist die glaubwürdige Umsetzung des geldpolitischen Auftrags. Denn nur wenn das Ziel der Preisstabilität in der längeren Frist glaubwürdig verfolgt wird, ist eine Zentralbank in der Lage, kurzfristig flexibel zu reagieren. Es ist also absolut zentral, dass die über Jahre aufgebaute Glaubwürdigkeit der Nationalbank nicht aufgrund kurzfristiger Überlegungen in Gefahr gerät.

Geldpolitische Massnahmen während der Finanzkrise

Die Finanzmarktkrise hat dazu geführt, dass die Finanzmärkte kurzfristig nicht mehr funktioniert haben oder ausser Kontrolle geraten sind. Aufgrund von enormem Vertrauensverlust wurde der gegenseitige Liquiditätsausgleich zwischen den Banken fast vollständig eingestellt. Die SNB musste in einem ersten Schritt temporär diese fehlende Liquidität zur Verfügung stellen, um die Funktionsfähigkeit des Geldmarktes aufrechtzuerhalten. Nach dem Einbruch der Aktienmärkte und dem Übergreifen der Krise auf die Realwirtschaft stieg langsam die Gefahr einer Deflation. Die Nationalbank war ab Herbst 2008 sodann mit einer expansi-

ven Geldpolitik gänzlich darauf ausgerichtet, diese Deflationstendenzen zu bekämpfen. Oberstes Gebot blieb dabei die Wahrung der Preisstabilität. Sie senkte das Zielband für den Dreimonats-Libor - als den für die SNB relevanten Zinssatz – innert Kürze um 225 Basispunkte auf noch 0,0%–1,0%. Bis zum Frühjahr 2009 verschlechterte sich die Wirtschaftslage weiter. Die durch die Finanzkrise verursachte Unsicherheit führte zu einer kräftigen Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro. Angesichts der damaligen konjunkturellen Lage in der Schweiz bestand das Risiko einer ernsthaften deflationären Entwicklung, insbesondere bei einer weiteren Aufwertung des Frankens. Dieses Risiko verlangte eine weitere Lockerung der Geldpolitik. Im März 2009 wurde daher eine erneute Reduktion des Libor-Zielbands um 25 Basispunkte vorgenommen. Das neue Band lag somit bei 0,0%–0,75%. Es ist bis heute unverändert geblieben. Durch diese drastischen Zinssenkungen wurde das zentrale geldpolitische Steuerungsinstrument der Nationalbank ausgereizt. Eine weitere Stimulierung der Wirtschaft durch noch tiefere Zinsen war nicht mehr möglich. Unkonventionelle Massnahmen, wie der Erwerb von Frankenobligationen privater Schuldner oder Devisenkäufe am Markt dienten deshalb als ergänzendes Instrument zur Verhinderung einer übermässigen Aufwertung des Schweizer Frankens und zur weiteren Ausweitung der Liquidität.

Wirkung der geldpolitischen Massnahmen der SNB bis heute

Welche Wirkung hatten diese Massnahmen? Die geldpolitischen Aktionen und Entscheidungen der SNB haben zunächst die Liquiditätsversorgung am Geldmarkt sichergestellt und eine erfolgreiche Stabilisierung in Bezug auf die Zinsen und Preise bewirkt: Der Dreimonats-Libor konnte auf tiefem Niveau stabilisiert und das Deflationsrisiko stark reduziert werden. Überdies – ein sehr zentraler Punkt für die Glaubwürdigkeit der Nationalbank – sind die Inflationserwartungen stabil geblieben und weiterhin gut verankert. Die Glaubwürdigkeit bezüglich der Preisstabilität ist wie erläutert eines der wichtigsten Kriterien für die erfolgreiche Implementierung der Geldpolitik. Zusammen mit den ergriffenen fiskalpolitischen Massnahmen haben die Reaktionen der SNB insgesamt zu einer Stabilisierung des konjunkturellen Einbruchs beigetragen: Die Rezession ist in der Schweiz deutlich schwächer ausgefallen als erwartet. Die Arbeitslosigkeit hat sich schneller stabilisiert als ursprünglich prognostiziert. Darüber hinaus konnte das Auftreten einer Kreditklemme verhindert werden.

Herausforderungen für die Geldpolitik der SNB

Mit dieser akuten Krisenbekämpfung ist jedoch erst der halbe Weg Richtung Sicherstellung von Stabilität und eines nachhaltigen Wachstumspfad durchschritten. Erst wenn es gelingt, zur rechten Zeit - und im richtigen Mass - die geldpolitische Normalisierung einzuleiten und damit die Preisstabilität in der mittleren Frist zu gewährleisten, kann von einer gesamthaft erfolgreichen Krisenbewältigung gesprochen werden. Dabei stellen sich der SNB bedeutende Herausforderungen. Diese sind eng gekoppelt an die Einschätzungen über Stand und Fortgang der wirtschaftlichen Entwicklung der Welt und der Schweiz.

Die Schweiz ist mit einem Rückgang des BIP um rund 1.5% im Jahr 2009 vergleichsweise gut durch die Krise gekommen. Seit Mitte 2009 hat die Erholung global eingesetzt. Auch hierzulande verzeichnen wir wieder moderat positive Wachstumsraten. Weiter weist die jüngste SNB-Prognose darauf hin, dass für die Schweiz auch im Ausblick verhaltener Optimismus angebracht ist: Sie geht in diesem Jahr von einem BIP-Wachstum von rund 1.5% aus. Diesem positiven Ausblick liegen mehrere Faktoren zugrunde. So zeigen beispielsweise die Trends in der Exportwirtschaft seit Beginn dieses Jahres wieder deutlicher nach oben, gleichzeitig bleibt der private Konsum stützend.

Im Ausblick bestehen jedoch bedeutende Unsicherheitsfaktoren bezüglich der Robustheit der globalen Erholung. So hat in den Industrieländern die Arbeitslosigkeit im Krisenverlauf deutlich zugenommen; noch fehlen diesbezüglich robuste Zeichen der Entspannung. Auch die auslaufenden staatlichen Konjunkturprogramme sowie die verschlechterte Vermögenssituation der Haushalte dürften in vielen westlichen Ländern die privaten Konsumausgaben dämpfen. Zusätzlich könnte eine um sich greifende Schuldenkrise die Wachstumsaussichten der Eurozone noch für längere Zeit stark belasten.

Aufgrund dieser Situationsanalyse soll im Folgenden auf zwei der zentralen Herausforderungen eingegangen werden, welchen die Nationalbank in der momentanen Situation gegenüber steht.

Die *erste Herausforderung* ist vor dem Hintergrund eines sich fortsetzenden Erholungspfad zu betrachten. Der aktuelle geldpolitische Kurs – die Nullzinspolitik verbunden mit Devisenmarktinterventionen – ist in diesem Fall mittel- und langfristig betrachtet zu expansiv und birgt dadurch bestimmte Gefahren. Was heisst das konkret?

Eine zu spät eingeleitete Straffung der geldpolitischen Rahmenbedingungen führt mittelfristig zu einer Überhitzung der Volkswirtschaft. Dieses Risiko besteht insbesondere, da die

Liquidität, die während den letzten 15 Monaten durch den Erwerb von Devisen oder Franken-Anleihen geschaffen wurde, permanenter Natur ist. Diese Faktoren deuten auf ein latent vorhandenes Inflationspotential hin. Dies impliziert, dass der heutige geldpolitische Kurs mit Blick auf die Preisstabilität nicht unbegrenzt fortgesetzt werden kann. Um dieser mittelfristigen Gefahr entgegenzuwirken, muss die Liquidität rechtzeitig wieder abgeschöpft werden. Andernfalls drohen die diversen negativen Auswirkungen höherer Inflationsraten.

In einer zu expansiven Geldversorgung liegt ein zusätzliches Risiko für die Stabilität des Finanzsystems, das über rein inflationäre Tendenzen hinaus geht: Zu hohe Erwartungen der Marktteilnehmer an die Verfügbarkeit von billiger Liquidität führen zu Verzerrungen. Vor dem Hintergrund tiefer Zinsen erscheint beispielsweise die Aufnahme von Hypothekarkrediten heute sehr vorteilhaft. Dies kann letztlich unerwünschte Übertreibungen am Immobilienmarkt – und eine Blasenbildung - nach sich ziehen. Die Nationalbank beobachtet die Situation im Schweizer Hypotheken- und Immobilienmarkt daher genau. Sie ist daran, eine umfassende Analyse zu erstellen und wird deren Ergebnisse im Sommer vorstellen. Wie bereits mehrmals betont, muss die Kreditvergabe in einem Tiefzinsumfeld mit gebührender Sorgfalt erfolgen. Gleichzeitig müssen die Kreditnehmer sicherstellen, dass die Bedienung der Hypotheken auch bei höheren Zinsen noch gewährleistet ist. Die Marktteilnehmer sind für die langfristige Tragfähigkeit ihrer Entscheidungen und Handlungen selber verantwortlich.

Die *zweite Herausforderung* für die SNB hängt mit der europäischen Schuldenkrise zusammen. Diverse Euroländer weisen hoch überschuldete und defizitäre Staatshaushalte auf. Die Finanzmärkte haben in den letzten Monaten deutlich signalisiert, dass diese Schieflage der Staatshaushalte als nicht mehr tragfähig eingestuft wird. Dementsprechend sind zuletzt die Refinanzierungskosten für diverse Staaten – insbesondere Griechenland aber auch Portugal und Spanien - in die Höhe geschossen. Das Risiko, dass einzelne Länder ihre Schuld nicht mehr bedienen können, erhöhte sich. Dieses Bedrohungsszenario hat schliesslich zum Rettungspaket für Griechenland sowie zum jüngsten Stabilisierungspaket für die Eurozone geführt. Damit soll das Vertrauen an den Finanzmärkten wieder hergestellt werden. Die Märkte haben bislang uneinheitlich auf das Paket reagiert. Eine fundamentale Voraussetzung zur Wiederherstellung von Vertrauen und zur Überwindung der Krise ist letztlich, dass die betroffenen Staaten überzeugend aufzeigen können, wie sie ihre Staatsausgaben konsolidieren und wie sie wieder zu einer nachhaltigen Fiskalpolitik zurückkehren können.

Welche Auswirkungen hat die Schuldenkrise auf die Schweiz und die Geldpolitik der SNB? Die Schuldenkrise könnte zu einer Destabilisierung des Euro führen. Damit einher geht zusätzlicher Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken. Ein gewichtiger Treiber dieses Aufwertungsdrucks ist in der Funktion des Schweizer Frankens als „sicherer Hafen“ in stürmischen Zeiten begründet. Dabei muss eine Aufwertung des Frankens nicht per se problematisch sein. Zum einen ist eine starke Währung Ergebnis von Stabilität und solider Haushaltsführung und trägt damit zum tiefen Zinsniveau in der Schweiz bei. Letzteres ermöglicht es, mit einem hohen Kapitalstock zu produzieren. Zum anderen verlangt eine Aufwertung von der Exportwirtschaft eine stetige Steigerung ihrer internationalen Wettbewerbsfähigkeit. In der langen Frist zeigt sich, dass gerade dieser Druck die Position der Schweizer Exporteure im globalen Wettbewerb stärkt. In der aktuellen Situation fällt auf, dass die Exportindustrie diese trotz erschwerenden Bedingungen bis anhin relativ gut gemeistert zu haben scheint. Denn ein entscheidender Faktor für die Wachstumsaussichten dieses Wirtschaftszweigs ist die ausländische, weltweite Konjunktorentwicklung und nicht einzig die Entwicklung des Wechselkurses.

Sofern sich der Wechselkurs in der Nähe seines Gleichgewichtswerts befindet, der von fundamentalen Faktoren - wie zum Beispiel Produktivitäts- und Inflationsunterschiede - bestimmt wird, ist ein Aufwertungsdruck also nicht problematisch. Volkswirtschaftliche Kosten können jedoch bei raschen, zufälligen oder kurzfristigen Kursbewegungen – beispielsweise in Folge von Spekulationsblasen und Vertrauenskrisen - entstehen, die deutlich über diesen gleichgewichtigen Wechselkurs hinausschiessen.

Eine übermäßige Aufwertung kann unter solchen Umständen zu deflationären Tendenzen führen. Eine Aufwertung des Schweizer Frankens macht die Importe billiger und kann daher über längere Zeit die Erwartungen der Konsumenten und Unternehmen auf einen anhaltenden Rückgang der Preise schüren. Dies birgt vielfältige Gefahren für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung: So wird vermehrt Geld gehortet und die Konsumausgaben werden reduziert, in der Hoffnung auf noch tiefere Preise in Zukunft. Gleichzeitig geht auch die Investitionstätigkeit aufgrund dieser Erwartungshaltung sowie aufgrund höherer Realzinsen zurück. Zusammen mit dem durch die Aufwertung verursachten Rückgang der Exporte führen diese tieferen Konsumausgaben und Investitionen zu einer Abnahme des Bruttoinlandproduktes und somit zu höherer Arbeitslosigkeit.

Überdies können als Konsequenz der überaus hohen Schuldenstände in der Eurozone die Zinsen ansteigen und fiskalische Konsolidierungsprogramme notwendig sein. Beides wirkt

sich dämpfend auf Investition und Konsum in der EU aus. In der Folge könnte eine Schuldenkrise in der Eurozone die Wachstumsaussichten für längere Zeit belasten. Aufgrund der engen wirtschaftlichen Verflechtung mit der EU hätte dies auch bedeutende negative Folgen für die Wachstumsaussichten in der Schweiz, insbesondere die Nachfrage nach schweizerischen Exporten würde belastet.

Die Nationalbank wird – wieder im Hinblick auf die Bedeutung der Erhaltung der Preisstabilität - nicht zulassen, dass über solche Entwicklungen die Deflationsrisiken für die Schweiz zu gross werden. Deshalb wirkt sie einer übermässigen Aufwertung des Frankens entschieden entgegen.

Neben den Gefahren in Bezug auf die Preis- und Wechselkursstabilität sowie die Konjunktur könnte die Ausweitung einer Schuldenkrise in der derzeit fragilen Situation eine erneute Destabilisierung des gesamten Finanzsystems zur Folge haben. Die Übertragung der Griechenlandproblematik auf andere Mitgliedstaaten und damit einhergehende Rückkoppelungseffekte auf die Finanzwirtschaft sind nicht ganz auszuschliessen. Durch Dominoeffekte könnte sich die Krise auf andere Staaten wie Portugal, Italien, Irland oder Spanien ausweiten. Die auch in diesen Staaten erhöhten Risikoprämien auf Staatsanleihen – und damit ein erhöhtes Ausfallrisiko dieser Anleihen - deuten auf ein gewisses Potenzial der Krisenausbreitung hin. Die Gefahr, dass die Gläubiger – inländische und ausländische Investoren wie z.B. Finanzinstitute - grosse Abschreibungen vornehmen müssen, steigt an. Die damit einhergehende Unsicherheit – es wurde uns in der jüngsten Finanzkrise eindrücklich demonstriert – ist Gift für die Stabilität der Finanzmärkte und das Finanzsystem insgesamt. Wie man zurzeit beobachten kann, reagieren die Finanzmärkte enorm volatil auf Nachrichten über Lösungen zur Stabilisierung des Euro.

Die Staats- und Regierungschefs der Euro-Zone haben deshalb am Wochenende vom 9./10. Mai ein Stabilisierungspaket ausgearbeitet, welches darauf abzielt, die Finanzmarktstabilität in Europa zu bewahren. Die Schweiz hat ein grosses Interesse, dass dieses Paket Wirkung zeigt, damit eine Destabilisierung des Euro verhindert werden kann. Man muss sich aber bewusst sein, dass die Massnahmen, die die Refinanzierung der Staatsschulden sicherstellen, nur einen Teil der Lösung des Problems darstellen. Daneben muss in diesen Ländern unbedingt eine nachhaltige Konsolidierung der Staatsausgaben stattfinden.

Fazit

Die Herausforderungen für die Geldpolitik der SNB bleiben in der aktuellen Lage sehr gross: Einerseits besteht vor dem Hintergrund der seit Mitte 2009 eingesetzten wirtschaftlichen Erholung die Gefahr inflationärer Tendenzen und einer erneuter Blasenbildung, da die momentane Geldpolitik langfristig zu expansiv ist. Andererseits sind immer noch oder bereits wieder nicht zu unterschätzende Abwärtsrisiken vorhanden – vordringlich in Bezug auf die weitere Entwicklung der Schuldenkrise in Europa. Eine Verschlechterung dieser Situation birgt für die Schweiz wiederkehrende Deflations- und Rezessionsgefahren sowie das Risiko einer erneuten Destabilisierung des globalen Finanzsystems. Zwischen diesen gegenläufigen Risiken muss die Nationalbank eine Art Gratwanderung durchlaufen. Dabei kann sich die Topographie auf dieser Wanderung immer wieder und auch sehr rasch ändern, je nachdem, welches Risiko die Oberhand gewinnt. Mit ihrem auf Preisstabilität ausgerichteten Konzept der Geldpolitik ist die Schweizerische Nationalbank aber gut gerüstet, um diesen Herausforderungen entgegenzutreten.

Welche Konsequenzen hat die Bewältigung dieser Herausforderungen für die Realwirtschaft in der kurzen und mittleren Frist? Es ist immer so: Die Geldpolitik ist für gewisse Bereiche der Wirtschaft zu restriktiv, für andere jedoch zu expansiv. Da es nur eine Geldpolitik für die Schweiz geben kann, muss sie daher auf die Gesamtwirtschaft ausgerichtet sein. Als Kompass dafür dient die Gewährleistung stabiler Preise in der mittleren und langen Frist. Das geldpolitische Konzept der SNB ist aber ausreichend flexibel, um bestmöglich auf die Unsicherheiten rund um die konjunkturelle Entwicklung oder die Lage an den Finanz- und Devisenmärkten zu reagieren. Dabei muss die SNB immer ihre Glaubwürdigkeit aufrecht erhalten können. Nur so kann sie ihren gesetzlichen und verfassungsmässigen Auftrag, eine Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen, langfristig optimal erfüllen.



Aktuelle Geldpolitik und deren Bedeutung für die Realwirtschaft

Thomas J. Jordan

Vizepräsident des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Generalversammlung
Aargauische Industrie- und Handelskammer
20. Mai 2010

Übersicht

- Allgemeine Bedeutung der Geldpolitik für die Realwirtschaft
- Geldpolitik der SNB während der Finanzkrise
- Aktuelle Herausforderungen für die SNB und deren Bedeutung für die Realwirtschaft
- Fazit

Geldpolitik und Realwirtschaft

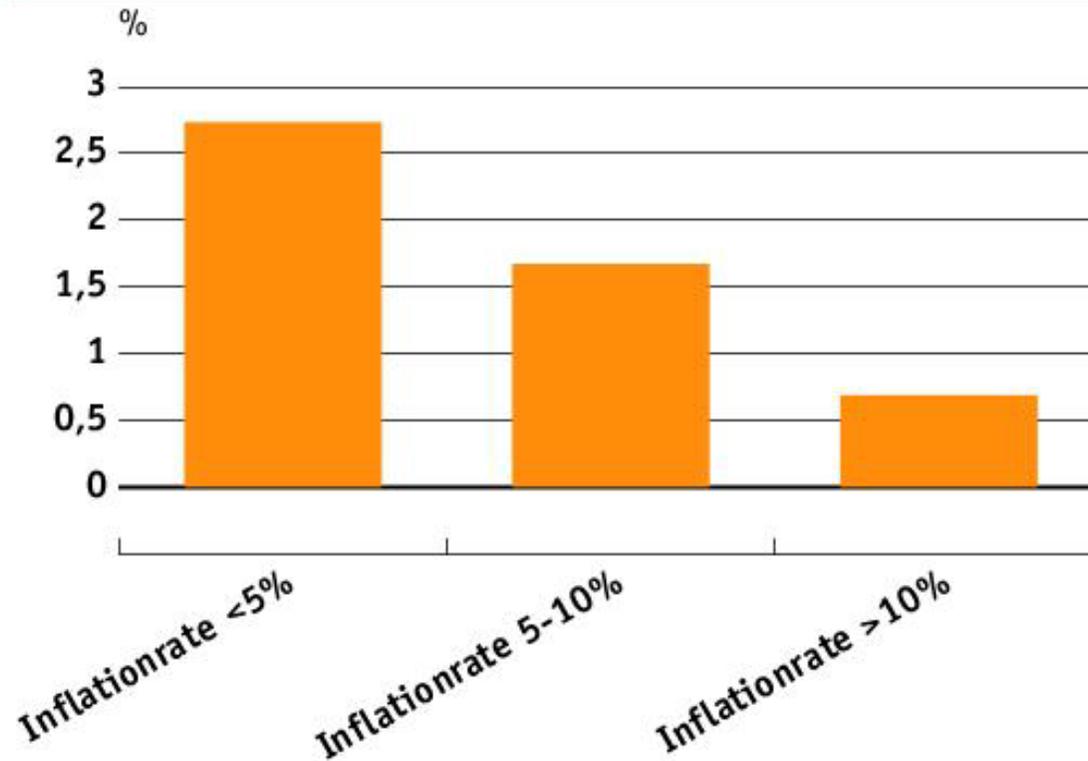
- Preisstabilität wichtigster Beitrag der Geldpolitik zu nachhaltigem Wachstum und hoher Beschäftigung
- Keine Wachstums- und Beschäftigungszunahme durch höhere Inflation
- Möglichkeit zur kurzfristigen Abfederung von Schocks und Ungleichgewichten
 - Voraussetzung: Hohe Glaubwürdigkeit!

Preisstabilität und Wachstum

Inflation und Wachstum

Quelle: SNB

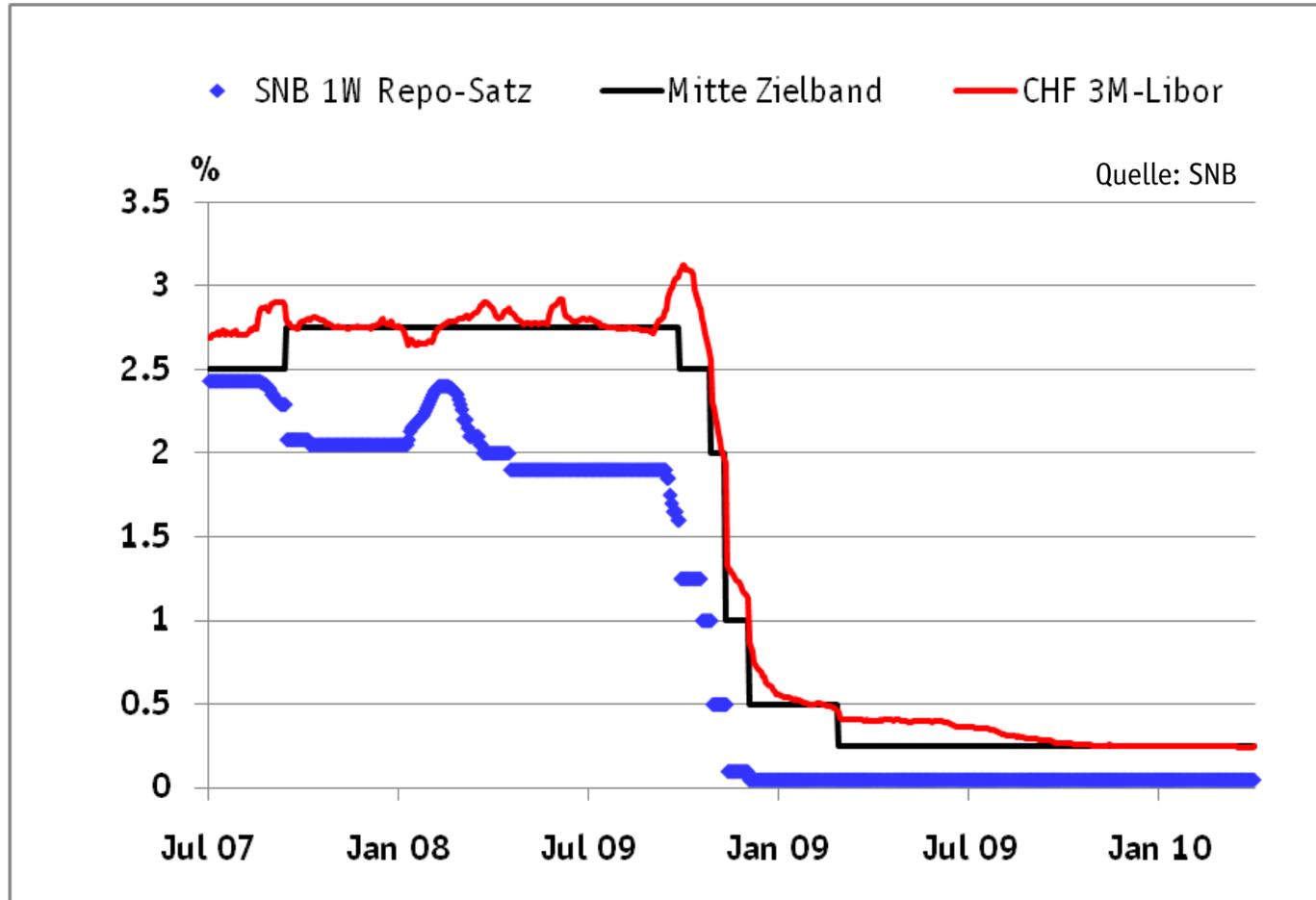
Durchschnittliches BIP-Wachstum Industrieländer 1980-2007



Krise als Bewährungsprobe für SNB

- Ziele
 - Sicherstellen der Liquiditätsversorgung
 - Verhinderung einer Deflation (Sicherung Preisstabilität)
- Massnahmen
 - rasche und deutliche Zinssenkungen
 - „unkonventionelle“ Massnahmen

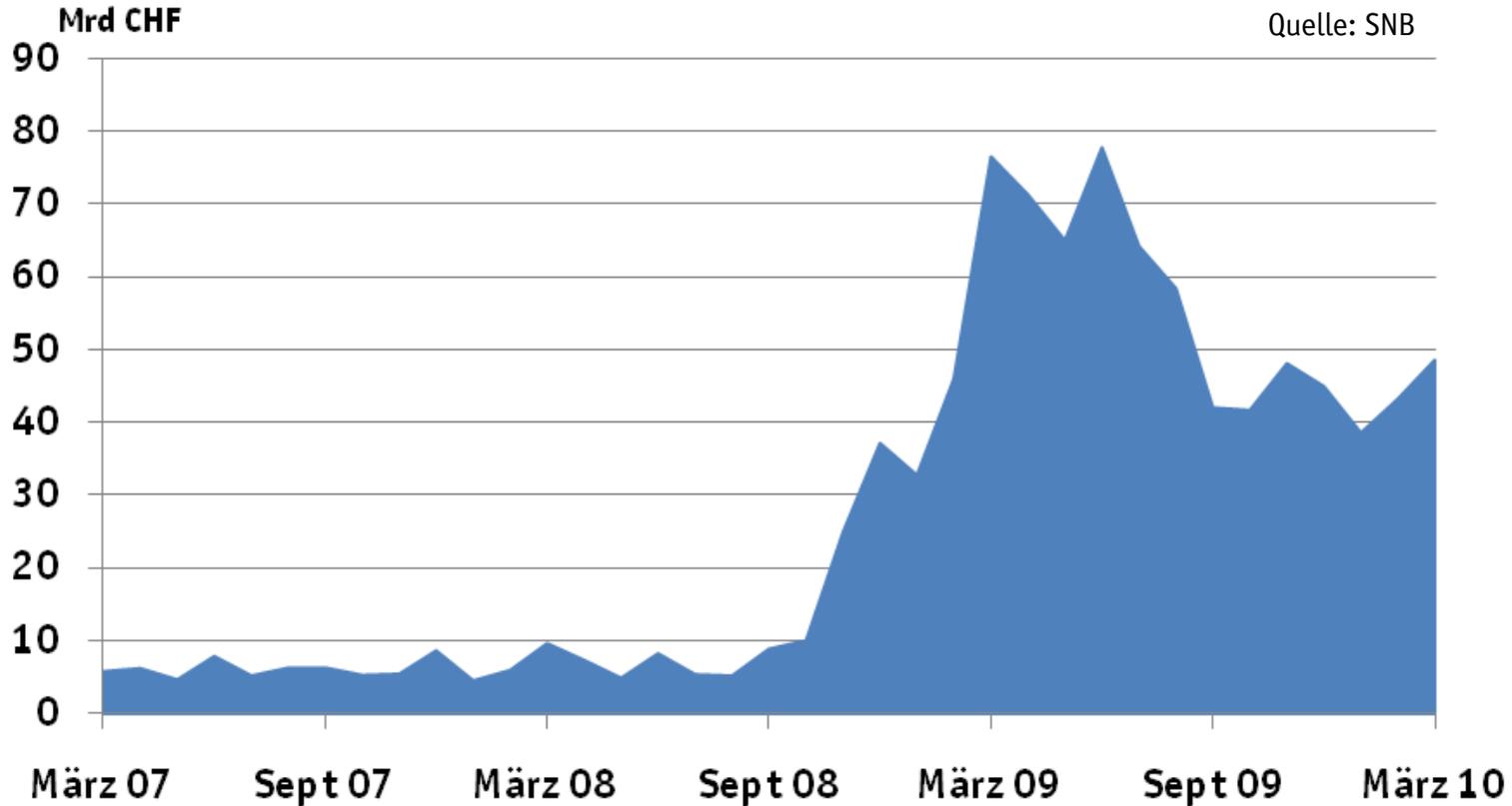
Vehemente Zinssenkungen



Liquiditätsausweitung

Giroguthaben inländischer Banken bei der SNB

■ Girokonten inländischer Banken



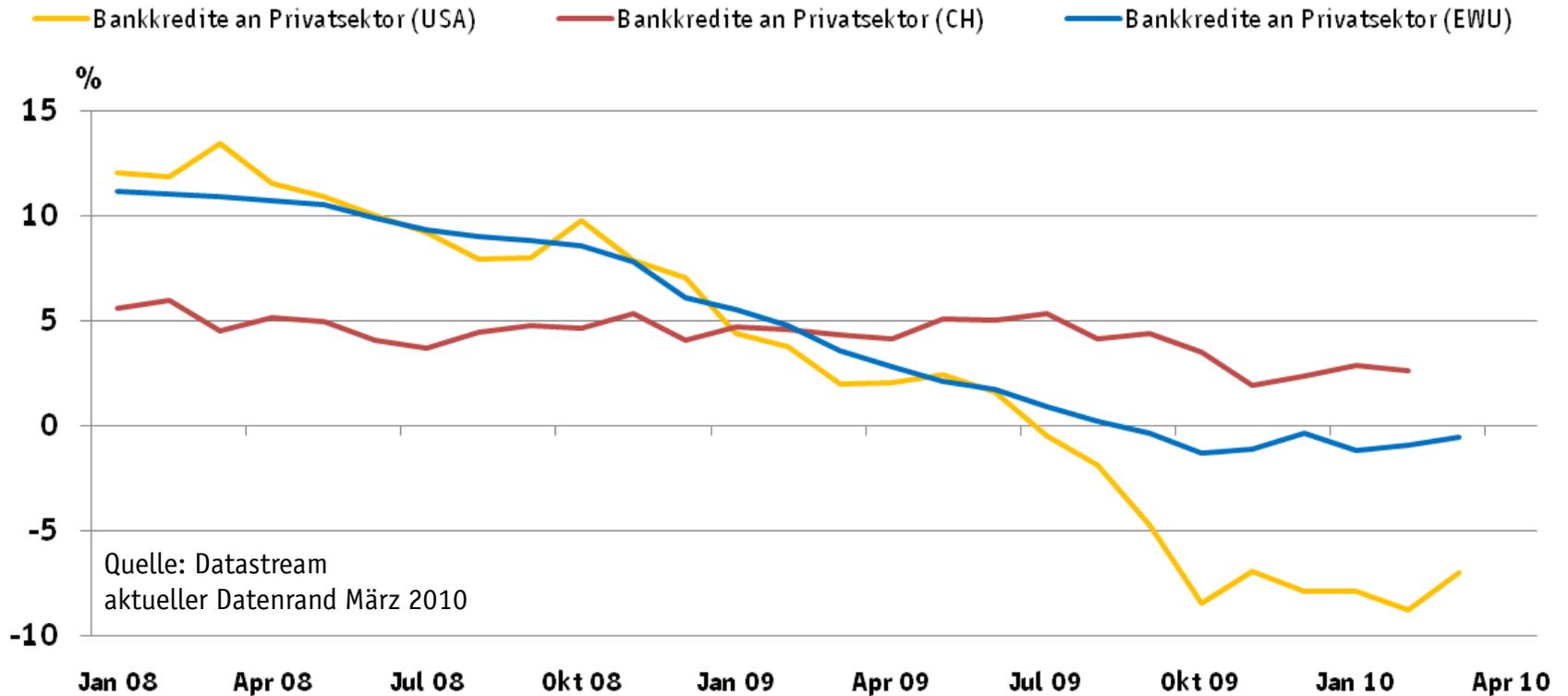
Massnahmen insgesamt erfolgreich

- Liquiditätsversorgung sichergestellt
- Risikoprämien reduziert
- Keine übermässige Aufwertung des Frankens
- Keine Kreditklemme in der Schweiz

- Deflationsgefahr abgewendet
- Wachstumseinbruch 2009 kleiner als befürchtet
- Arbeitslosigkeit stabilisiert

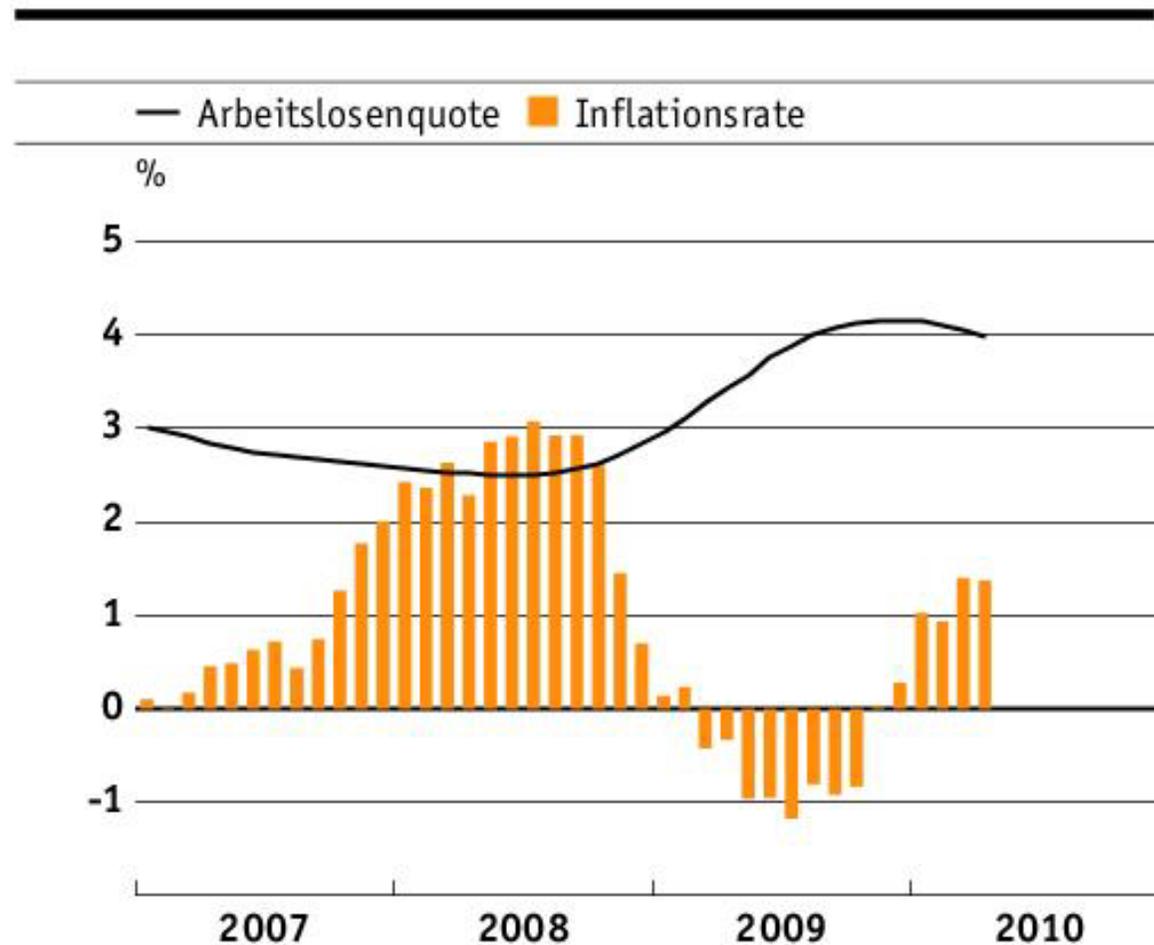
Keine Kreditklemme in der Schweiz

Wachstum Kreditvergabe an Privatsektor im int. Vergleich



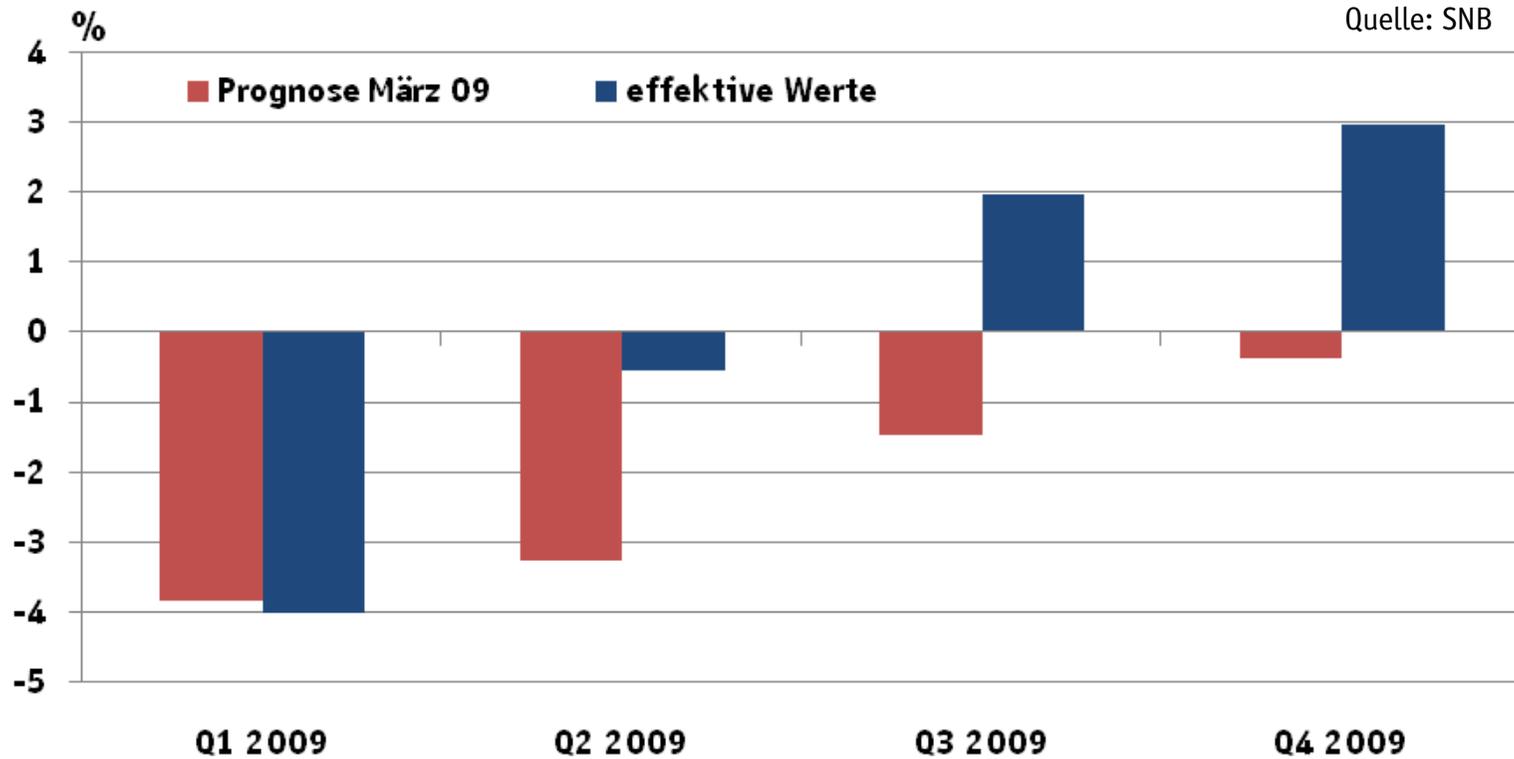
Inflation und Arbeitslosigkeit stabilisiert

Quellen: SNB, Seco



Wachstumseinbruch abgeschwächt

BIP real: Veränderung zum Vorquartal, annualisiert



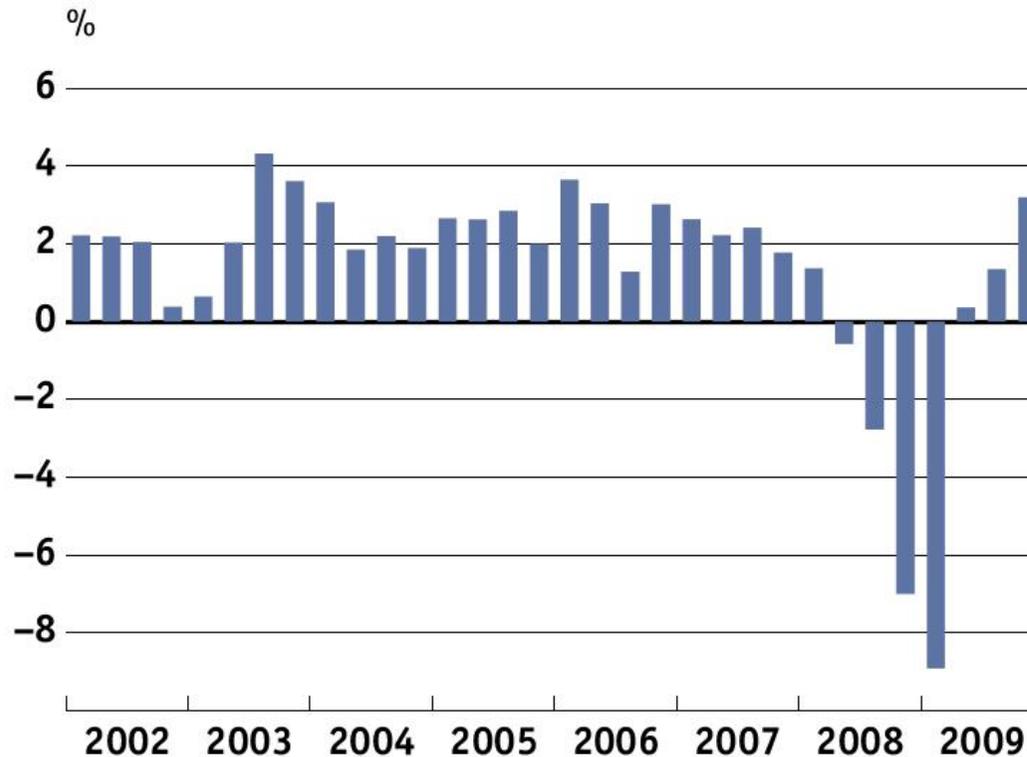
Globale konjunkturelle Erholung

Big3 (US, Japan, EU15): Reales BIP

Quelle: SNB

Kaufkraftbereinigt, Basis 1995

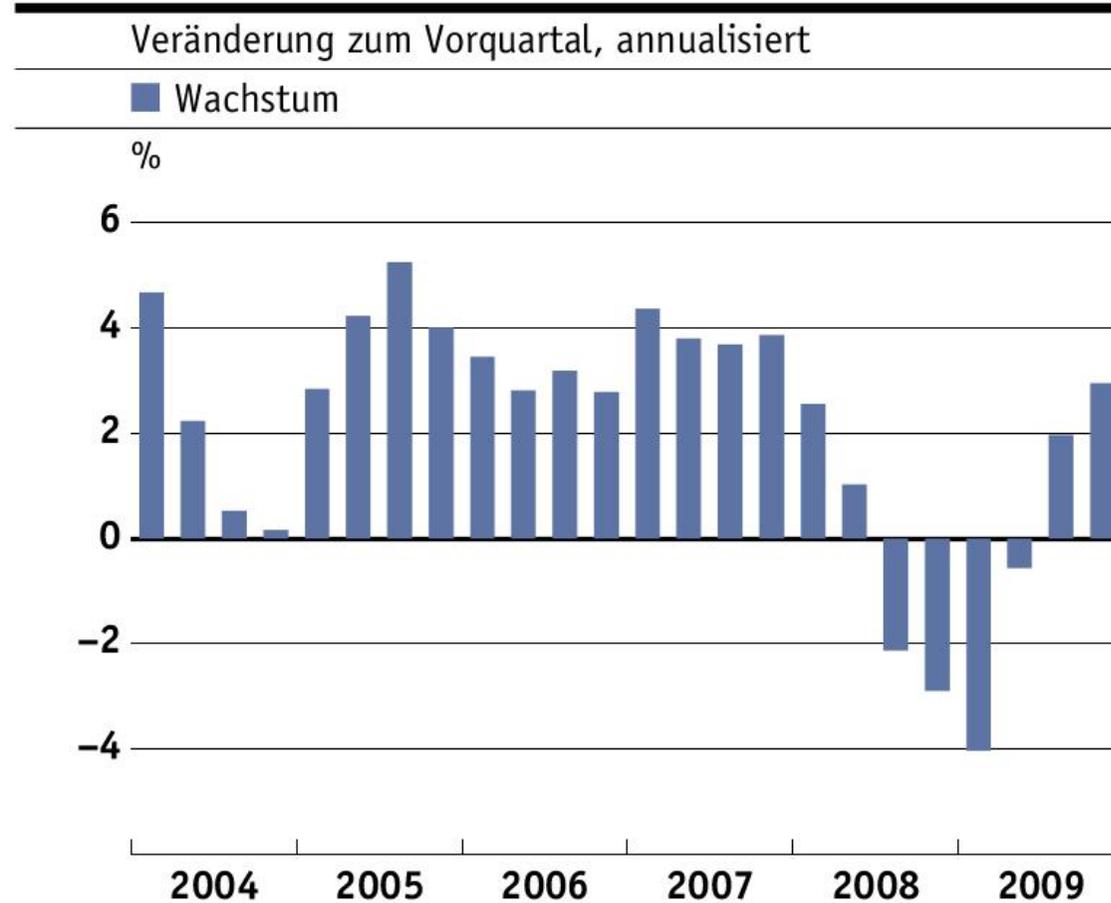
■ Wachstum zum Vorquartal, annualisiert



Aufschwung in der Schweiz

Schweiz: Reales BIP

Quelle: SNB



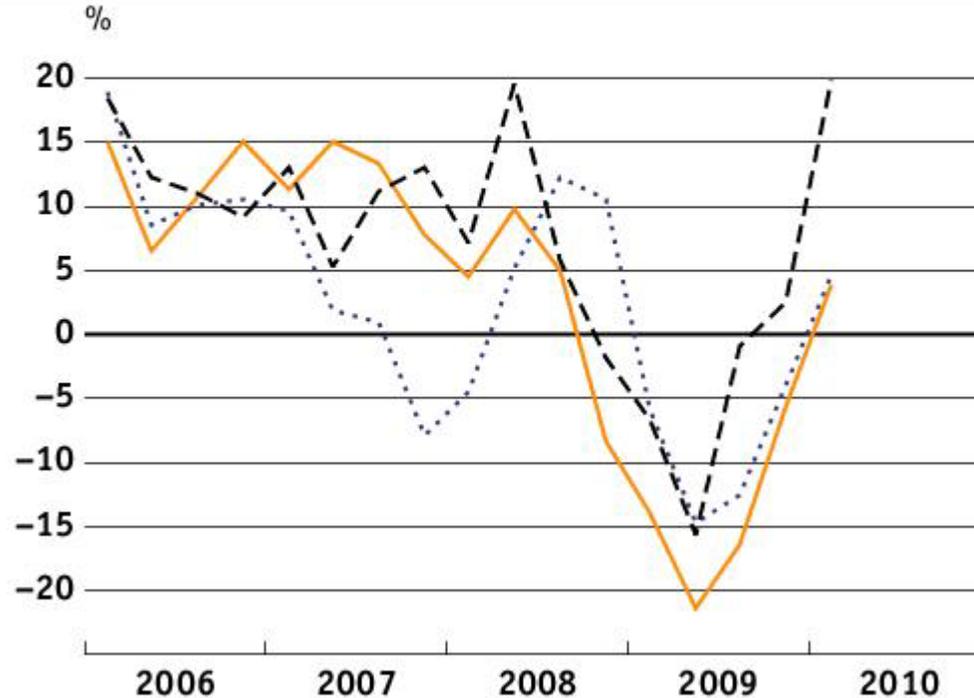
Exportentwicklung nach Regionen

Exporte nach Handelspartnern

Quelle: SNB

Veränderung gegenüber Vorjahr; Anteile 2007 in Klammern

— EU-27 (62.0%) ··· USA (9,4%) - - Asien (11,8%)



Unsicherheiten im Ausblick

- Auslaufende staatliche Konjunkturprogramme
- Zögerliche Konsumnachfrage (Einkommens- und Vermögenseffekte) in den Industrieländern
- Anhaltende Unterauslastung der Produktionskapazitäten (insb. Arbeit)
- Staatsschuldenkrise in Europa

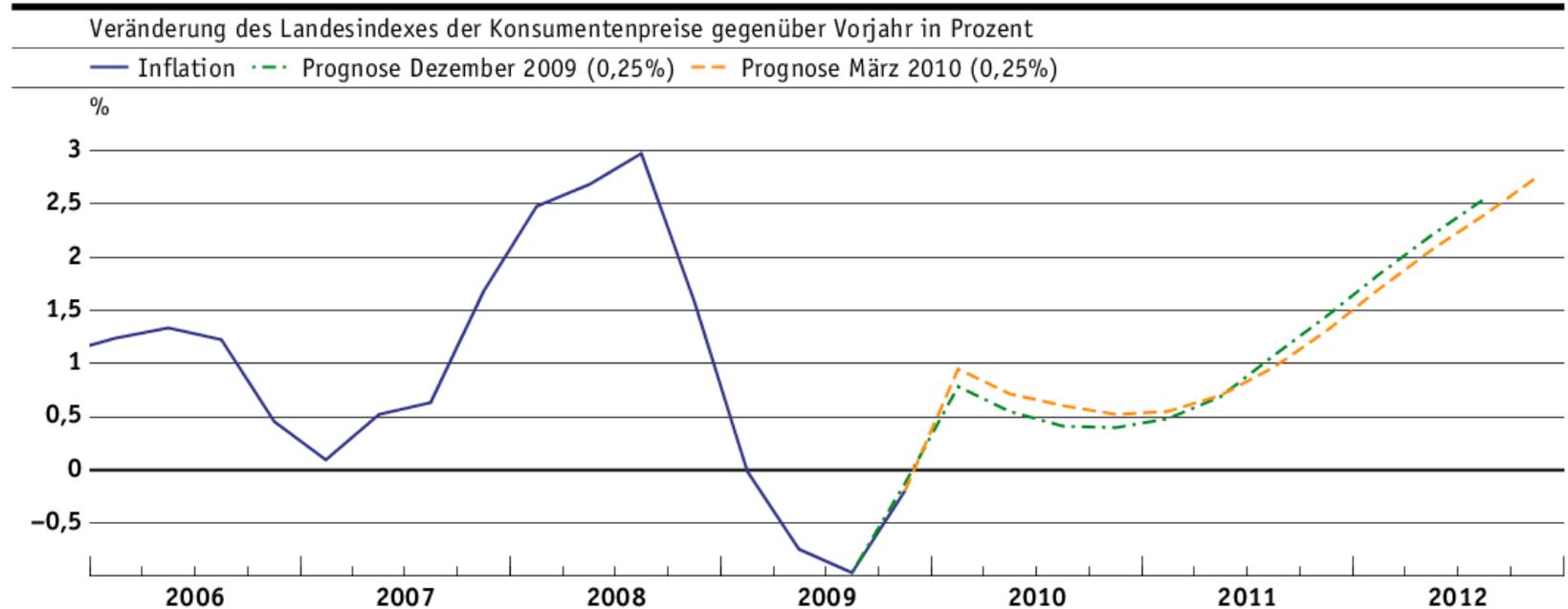
Herausforderung I: Expansive Geldpolitik

- Zunehmende Inflationsgefahren bei weiter anziehender Weltwirtschaft
- Mögliche Übertreibungen im Immobilienmarkt (Blasenbildung)

SNB-Inflationsprognose März 2010

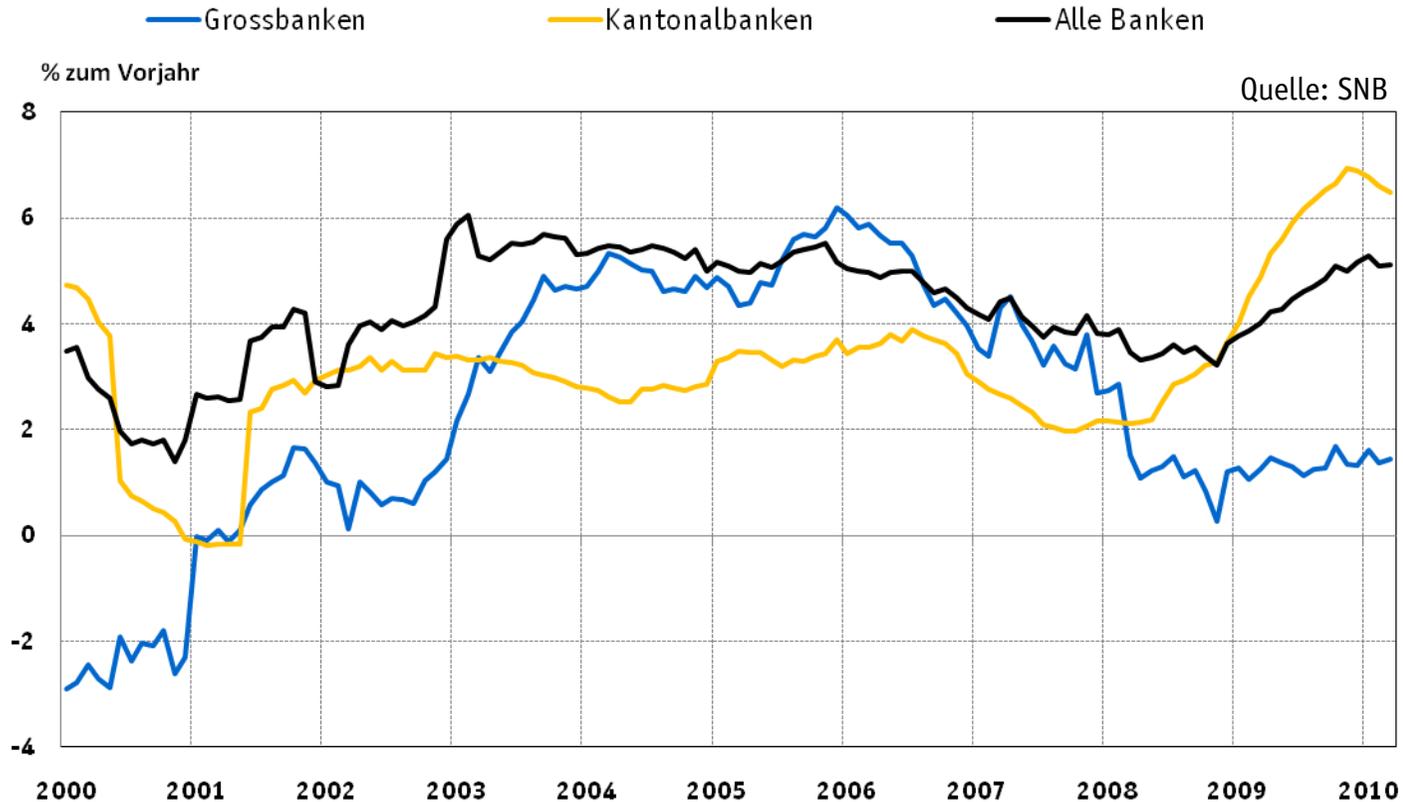
Inflationsprognose Dezember 2009 mit Libor 0,25% und März 2010 mit Libor 0,25%

Quelle: SNB



Entwicklung CH Hypothekarmarkt

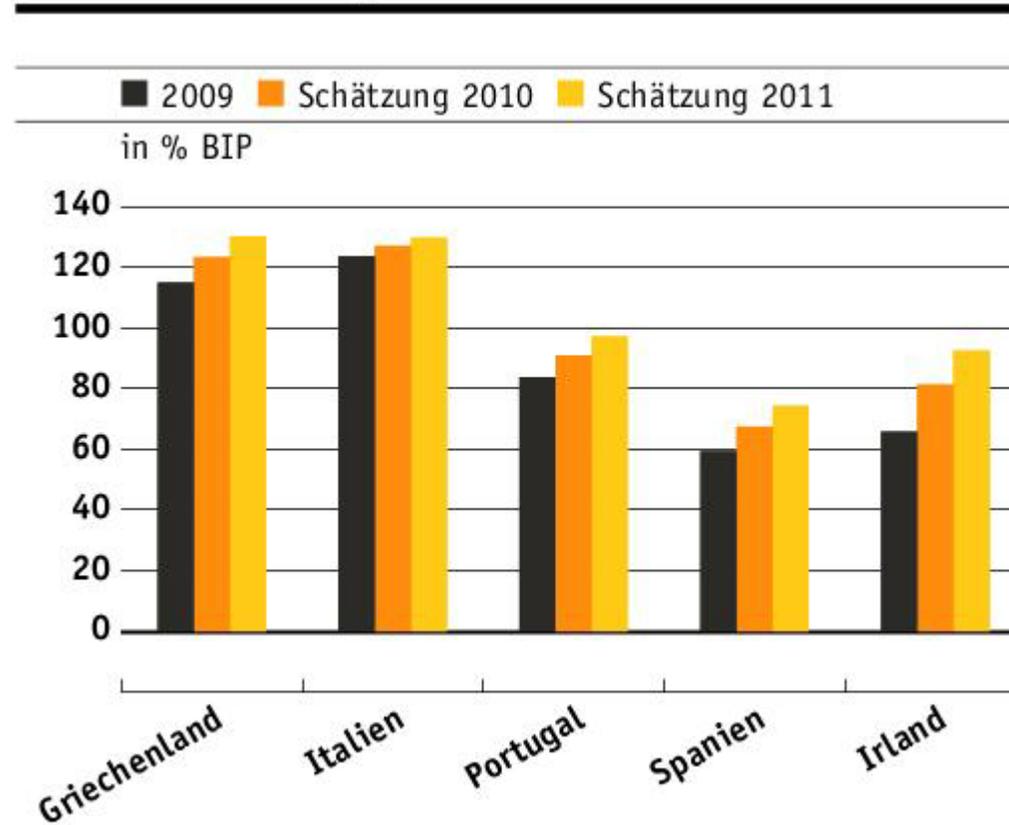
Wachstum der Hypothekarforderungen in der Schweiz



Herausforderung II: Europäische Schuldenkrise

Staatsverschuldung

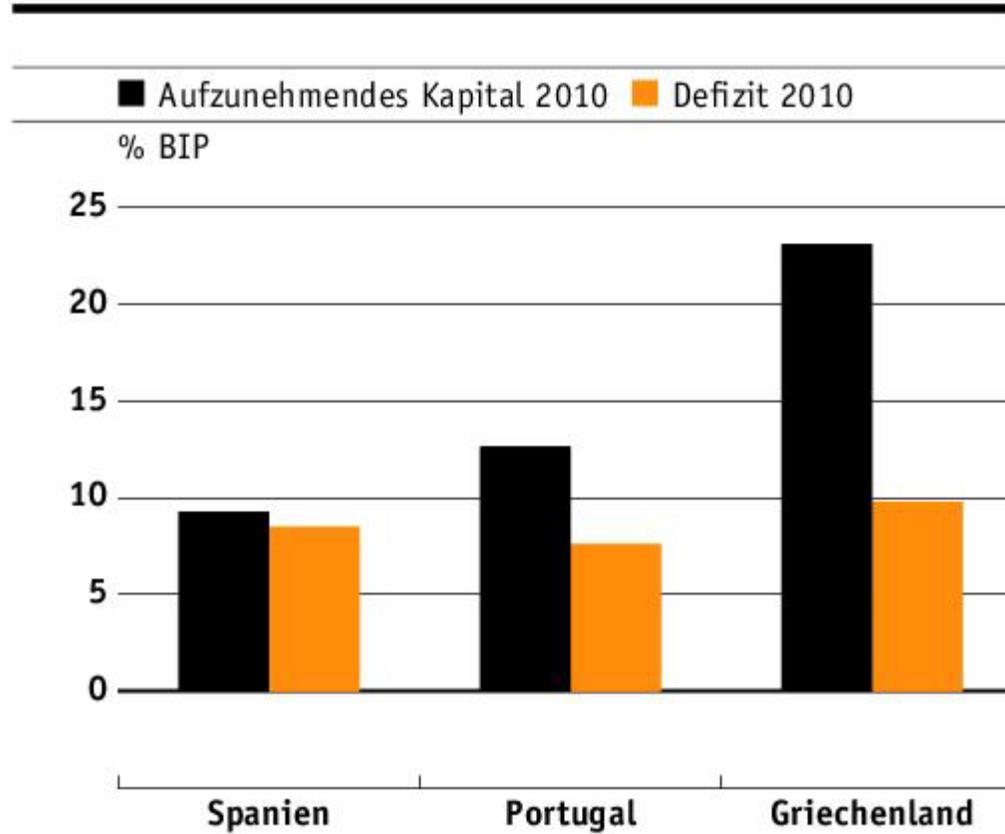
Quelle: OECD



Finanzierungsbedarf 2010

Finanzbedarf Staatshaushalte

Quellen: OECD,
Barclays Capital



Auswirkungen Schuldenkrise

- Aufwertungsdruck CHF
 - Konjunktureller Rückfall
 - Erneute Destabilisierung des Finanzsystems
- Gefahr von Deflation und erneuter Rezession

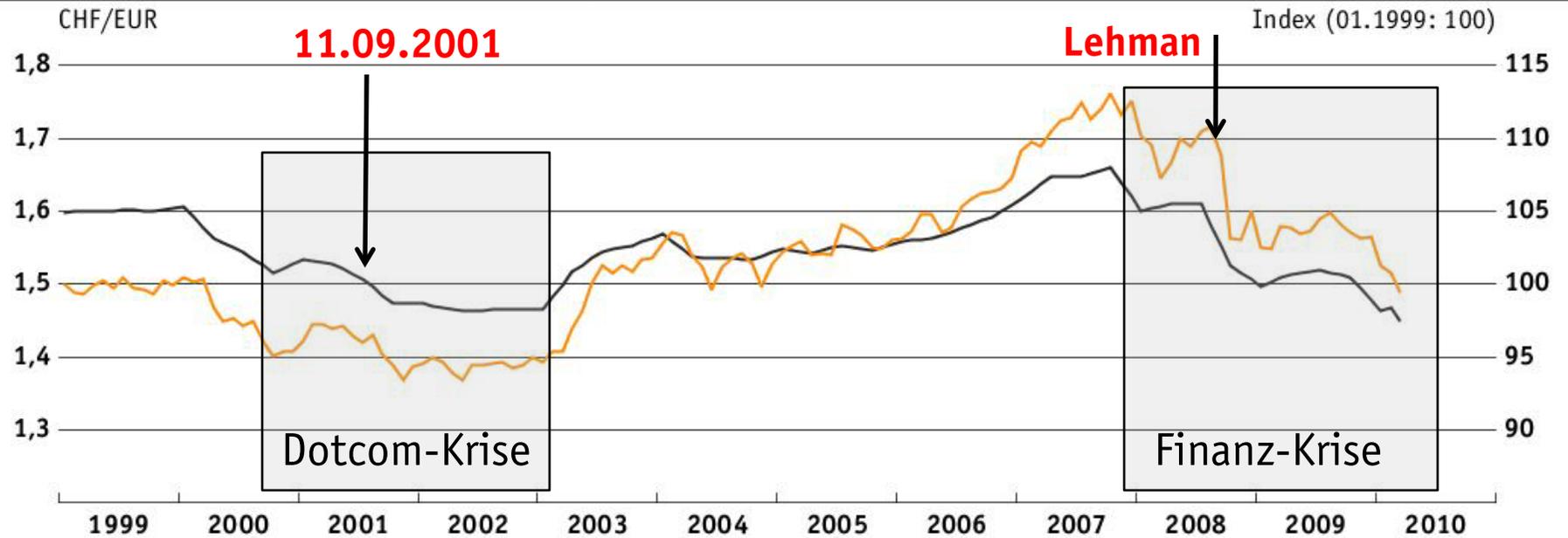
Entwicklung CHF/EUR

CHF/EUR nominell und real

Quelle: SNB

Monatswerte

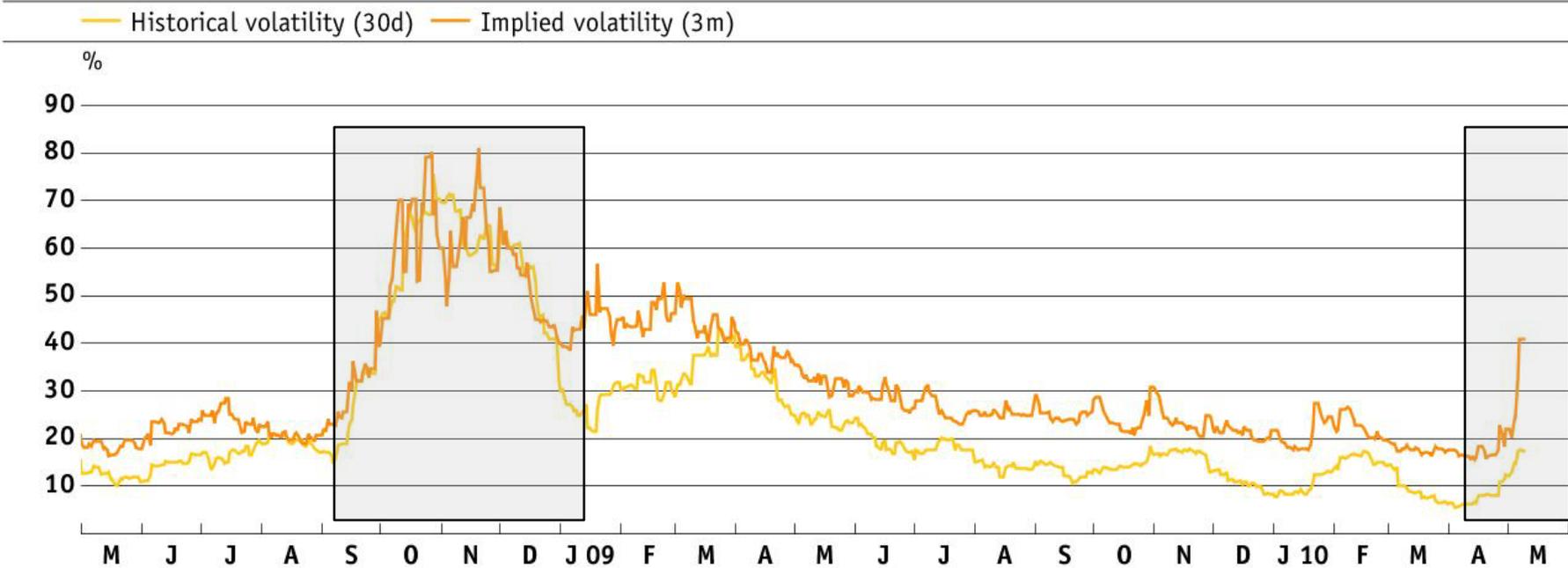
— CHF/EUR nominell — real (invertiert, rhs)



Unsicherheit an den Finanzmärkten

Volatility S&P 500

Quelle: SNB



Stabilisierungspaket

- Enormer Umfang der für den Krisenfall als Garantien gesprochenen Mittel (750 Mrd €)
- Bislang gemischte Marktreaktion auf das Paket
- Refinanzierungskosten für bedrohte Staaten wieder gesunken
- Nachhaltige Schritte zur Verbesserung der Fiskalsituation zwingend

Fazit

- SNB vor bedeutenden Herausforderungen:
 - Zunehmende Inflationsrisiken aufgrund hoher Liquiditätsversorgung und tiefen Zinsen
 - Gefahr von Deflation und Rezession bei anhaltender Euroschwäche
 - Gefahr erneuter Destabilisierung des Finanzsystems
- Gratwanderung für die SNB zwischen diesen gegenläufigen Risiken
- Preisstabilität als bester Kompass zur Bewältigung dieser Herausforderungen