

Mediengespräch

Zürich, 14. Dezember 2006

Einleitende Bemerkungen von Philipp Hildebrand

Wie ich an vergangenen Mediengesprächen verschiedentlich berichtet habe, hat die Schweizerische Nationalbank in den letzten Jahren ihre Anlagepolitik bei den Devisenreserven erneuert. Im Rückblick darauf möchte ich heute nochmals unsere Beweggründe für die erfolgten Anpassungen darstellen und dabei das Spannungsfeld beleuchten, in dem sich die Anlagepolitik einer Zentralbank bewegt. Dabei möchte ich speziell auf das Risikomanagement eingehen, dem bei der Anlagepolitik der Nationalbank eine Schlüsselrolle zukommt.

Mit der aktuellen Struktur unserer Devisenreserven haben wir uns ein Stück weit von traditionellen Zentralbankportfolios entfernt. Letztere bestanden fast ausschliesslich aus Staatspapieren mit kurzer Laufzeit in USD und allenfalls noch in EUR oder JPY. Im Unterschied dazu haben wir in den letzten Jahren sukzessive die Währungsrisiken diversifiziert, die Laufzeiten der Anlagen verlängert, in zusätzliche Anleihekategorien und auch in Aktien investiert.

Mit diesen Anpassungen gehören wir heute wohl zu den innovativsten Notenbanken im Anlagebereich. Dabei möchte ich betonen, dass es uns nie um Innovation als Selbstzweck ging. Die Anpassungen sind unsere Antwort auf eine Herausforderung, der sich letztlich wohl alle Zentralbanken mit bedeutenden Währungsreserven stellen müssen. Die Herausforderung besteht darin, die Schutzfunktion der Währungsreserven sicherzustellen und gleichzeitig die vorhandenen Ertragsmöglichkeiten zu nutzen. Vereinfacht gesagt geht es darum, die Reserven einerseits so zu *strukturieren*, dass sie uns für die Überwindung monetärer Krisen jeder erdenklichen Art zur Verfügung stehen, und sie andererseits so zu *investieren*, dass sie möglichst hohe Erträge abwerfen. Erträge müssen allein schon deshalb generiert werden, damit das notwendige Wachstum der Währungsreserven finanziert werden kann. Überdies sind wir auch der Öffentlichkeit eine professionelle Bewirtschaftung der Währungsreserven schuldig.

Die Schutzfunktion unserer Währungsreserven ist zentral. Sie ergibt sich direkt aus dem Auftrag der Nationalbank, nach dem die Geldpolitik in jedem Fall vor der Anlagepolitik Vorrang hat. Ohne das Primat der Geldpolitik in Frage zu stellen, bestand jedoch Spielraum für eine effizientere Bewirtschaftung insbesondere der Devisenreserven. Diesen Spielraum haben wir nun zu einem grossen Teil ausgeschöpft. Ermöglicht wurde dies in einem ersten Schritt durch die Revision des Nationalbankgesetzes von 1997. Mit der Inkraftsetzung des neuen Gesetzes im Jahre 2004 fielen die gesetzlichen Schranken in Bezug auf die zulässigen Anlageinstrumente gänzlich.

Zürich, 14. Dezember 2006

2

Doch auch in der Anlagepolitik gilt: "There is no free lunch", denn verbesserte Ertragsaussichten bedeuten in der Regel auch höhere Verlustrisiken. Während die verstärkte Währungsdiversifikation ein äusserst "preiswerter" Lunch war, kamen mit der Einführung von zusätzlichen Anlageklassen und Instrumenten und der vermehrt aktiven Bewirtschaftung der Anlagen neue Risiken auf die Nationalbank zu. Daher haben wir parallel zu den Änderungen in der Anlagepolitik in den letzten Jahren auch unser Risikomanagement weiter entwickelt und ausgebaut.

Heute verfügen wir über ein umfassendes Risikomanagement, das auf den "best-practice"-Methoden der Finanzbranche aufbaut. Gleichzeitig trägt es den besonderen Anforderungen einer Zentralbank Rechnung. Wir legen grössten Wert auf die Pflege einer entsprechenden Risikokultur. Dazu gehören die fortlaufende Identifikation, Messung, Bewertung, Limitierung und Überwachung der Risiken sowie ein zeitgerechtes, umfassendes Reporting, das eine regelmässige Risikobeurteilung und -kontrolle ermöglicht. Zentral ist dabei die Unabhängigkeit der Berichterstattung unseres Risikomanagements an das Direktorium und den Risikoausschuss des Bankrats; auch weil alle operativen Funktionen der Anlagepolitik aus Effizienzgründen in *einem* Departement konzentriert sind.

Zu den zentralbank-spezifischen Risiken gehört, dass die Anlagepolitik nicht in Konflikt mit der Geldpolitik geraten darf. Die geldpolitischen Anforderungen an die Liquidität und die Krisenresistenz der Anlagen sind Schlüsselparameter für die Anlagestrategie. Da der Einsatz der Währungsreserven für Kriseninterventionen weder im Zeitpunkt noch im Ausmass voraussehbar ist, können wir bei der Strategiefindung auch keine „Asset-Liability“-Ansätze anwenden. Technisch gesprochen ist also die optimale Bindungsdauer unserer Anlagen nicht bestimmbar. Faktisch ist unser Anlagehorizont im Normalfall relativ langfristig; er kann sich aber im Krisenfall abrupt verkürzen. Schliesslich schenken wir bei der konkreten Anlagetätigkeit auch den Reputationsrisiken besondere Beachtung. Der gute Ruf und die Glaubwürdigkeit der Nationalbank gehört zu ihren wichtigsten Aktiven. Ein Rufschaden könnte auch die Geldpolitik beeinträchtigen. Daher verzichten wir im Zweifel auf Anlageklassen und -instrumente, bei denen wir mit reputationsschädigenden Wirkungen rechnen müssen. Auch bezüglich potentieller Interessenkonflikte sind wir sehr risikobewusst. Beispielsweise werden die an der praktischen Anlagetätigkeit beteiligten Personen von vertraulichen geldpolitischen Informationen abgeschirmt.

Wirksames Risikomanagement erfordert eine regelmässige, möglichst unvoreingenommene Erfassung und Beurteilung aller relevanten Risiken. Die Erfahrung zeigt, dass am Ursprung gravierender Schadenfälle meist nicht methodisch-technische Fehler stehen. Der grösste Schaden entsteht erfahrungsgemäss durch fehlendes Risikobewusstsein; dadurch, dass wesentliche Risikoquellen schlicht übersehen werden. Diese Gefahr besteht, wenn sich die Risikobeurteilung *ausschliesslich* auf leicht messbare, quantitative Risikomasse beschränkt und beispielsweise die Prozesse oder rechtliche Risiken ausklammert. Wir beziehen deshalb auch diese sogenannten operationellen Risiken in die Beurteilung mit ein.

Getreu dem Motto, *das eine zu tun und das andere nicht zu lassen*, verwenden wir die üblichen quantitativen Masse zur Abschätzung der finanziellen Anlagerisiken. Dabei gibt es keine Kennzahl, die für sich allein ein umfassendes Bild über die Risiken abgibt. Die

Zürich, 14. Dezember 2006

3

Risikobeurteilung basiert auf einem Portfolio verschiedener Risikokennziffern, von denen jede ihre Berechtigung und gleichzeitig ihre Grenzen hat.

Zur Abschätzung des Gesamtrisikos unserer Anlagen stützen wir uns auf die sogenannte "Value-at-Risk" (VaR)-Methode. Die methodischen Limiten des VaR – dass er nichts aussagt über mögliche Extremverluste und zudem das Risiko von grossen Verlusten tendenziell unterschätzt, insbesondere in Zeiten tiefer Volatilitäten - bedingen weitere Risikoanalysen. Deshalb führen wir zusätzlich verschiedene Stress- und Szenarioanalysen durch. Bei allen diesen Risikoberechnungen tragen wir dem tendenziell langfristigen Anlagehorizont der Nationalbank Rechnung. Die Risiken der aktiven Bewirtschaftung der Anlagen beurteilen und begrenzen wir unter anderem mittels des sogenannten "Tracking Error". Dieser zeigt an, wie stark die effektiven Anlagen von den vorgegebenen Benchmarks abweichen.

Unser Risikomanagement verfügt über ein vollständiges und zeitgerechtes Bild aller Anlagepositionen. Dahinter steht eine massgeschneiderte Informatik-Lösung, in der sämtliche Positionen aus verschiedenen Zuliefersystemen täglich aggregiert und nach verschiedenen Kriterien ausgewertet werden. So lassen sich allfällige kritische Entwicklungen frühzeitig erkennen.

Im Rahmen des geldpolitisch Möglichen streben wir nicht nur eine möglichst breite Diversifikation der finanziellen Risiken an, sondern auch eine angemessene Entschädigung der eingegangenen Risiken. Mit anderen Worten beurteilen wir die Risiken immer im Zusammenhang mit dem erwarteten Nutzen. Ein Beispiel für ein – aus Sicht eines Frankenanlegers - schlecht entschädigtes Risiko ist das USD-Währungsrisiko auf Anleihen. Anleihen in anderen Währungen (Euro, Pfund) haben erfahrungsgemäss einen vergleichbaren erwarteten Ertrag, aber deutlich geringere Währungsrisiken. Deshalb, und weil uns mit dem Euro eine ebenfalls bedeutsame Reservewährung zur Verfügung stand, reduzierten wir den Anteil der USD-Anlagen über die letzten Jahre deutlich. Zusammen mit der Erweiterung des Spektrums zulässiger Anleihen-Klassen sowie der Beifügung von Aktien verbesserte sich das Risiko-Ertrags-Profil der Devisenreserven deutlich. Dies trug dazu bei, dass wir in den letzten 10 Jahren auf den Devisenreserven nie ein negatives Ergebnis verzeichneten. Hinter dieser Entwicklung steht selbstverständlich auch das günstige Zinsumfeld seit Mitte der neunziger Jahre.

Unsere Analyse des Gesamtrisikos aller Anlagen zeigt, dass die traditionellen Risikofaktoren wie Goldpreis und Dollarkurs nach wie vor dominieren. Der gewichtigste Risikobeitrag stammt vom Gold. Zur Illustration: Seit 1980 schwankte der Goldpreis in Franken in rund der Hälfte der Jahre um mehr als 10%. Bezogen auf das Jahresergebnis der Nationalbank heisst das, dass in jedem zweiten Jahr mit einem Ergebnisbeitrag des Goldes von mehr als +/- 3 Mrd. CHF gerechnet werden muss. Demgegenüber sind die Wertschwankungen der Devisenreserven moderater.

Die Nationalbank hält 1290 Tonnen Goldreserven. Dadurch ändert sich mit dem Goldpreis auch die wertmässige Zusammensetzung der Währungsreserven und damit auch deren Risikoprofil. Das heisst, dass der starke Goldpreisanstieg den Goldanteil und damit das Schwankungsrisiko der Erträge deutlich erhöhte. Umgekehrt verfügen wir mit den

Zürich, 14. Dezember 2006

4

Goldreserven über ein ganz besonderes Aktivum, dem aus historischer Sicht in extremen Krisenzeiten eine entscheidende Schutzfunktion zukommen dürfte.

Welche Schlüsse lassen sich aus diesen Ausführungen ziehen? Die Revision des Nationalbankgesetzes von 2004 gab der Nationalbank mehr Spielraum in der Anlagepolitik. Diesen Spielraum haben wir inzwischen im Rahmen des geldpolitisch Möglichen genützt, zumindest was die Devisenreserven angeht. Eine wesentliche Voraussetzung dafür war und bleibt ein Risikomanagement, welches methodisch der "best-practice" verpflichtet ist und inhaltlich den Besonderheiten einer Zentralbank umfassend Rechnung trägt. Die Erfordernisse der Geldpolitik werden unsere Anlagepolitik auch in Zukunft stark prägen. Der Spielraum für eine weitere Verbesserung der Risiko-Ertrags-Relation ist beschränkt. Die Währungsreserven bergen funktionsgemäss grosse finanzielle Risiken. Im Verhältnis dazu sind die erzielbaren Erträge eher tief. Vor allem das Goldpreis- und das Dollarkursrisiko werden relativ schlecht entschädigt. Damit sind auch für die Gewinnausschüttungen der Nationalbank, wenn die vorhandene Ausschüttungsreserve einmal abgebaut ist, engere Grenzen absehbar.