

Mediengespräch

Zürich, 12. Dezember 2003

Einleitende Bemerkungen von Philipp Hildebrand

Die internationalen Finanzmärkte haben ein turbulentes Jahr hinter sich. Sie wurden dabei wesentlich durch die Entwicklungen in den USA beeinflusst. Im ersten Halbjahr waren die Märkte geprägt von Konjunktur- und Deflationsbefürchtungen sowie dem Kriegsgeschehen im Irak. In diesem Umfeld erreichten die Aktienmärkte im März ihr Jahrestief. An den Anleihemärkten fielen die Renditen im Juni auf ihren niedrigsten Wert. Die zweite Jahreshälfte stand im Zeichen der Konjunkturerholung in den USA, die nun auch auf andere Wirtschaftsräume übergreift.

Kapitalmärkte

Die langfristigen Schweizer Renditen stiegen von ihrem Tiefpunkt Mitte Juni um rund 60 Basispunkte auf rund 2,7 Prozent an. Sie entwickelten sich nahezu parallel zu den Renditen im Euroraum. Beide folgten der Entwicklung am US-Markt sehr eng, allerdings mit geringeren Schwankungen (siehe Graphik 1). Das gegenwärtige schweizerische Zinsumfeld wird von Konsumentenseite unter den aktuellen konjunkturellen Bedingungen nach wie vor als attraktiv eingeschätzt, worauf der hohe Anteil an Abschlüssen von Festhypotheken hindeutet. Die gestiegenen Schweizer Renditen sind Ausdruck der verbesserten Konjunkturerwartungen und nicht von Inflationserwartungen, welche aufgrund der weiterhin markanten Unterauslastung der Kapazitäten gering sind. Im Unterschied zu den Kapitalmarktrenditen zeigten die Geldmarktzinsen eine bemerkenswerte Stabilität. Der Dreimonats-Libor blieb nahezu konstant bei 0,25 Prozent.

Die globale Entwicklung der Kapitalmarktrenditen wurde von der Entwicklung der langfristigen Renditen in den USA geprägt, welche im Zeichen der konjunkturellen Erholung in der amerikanischen Wirtschaft standen. Noch im Frühsommer war die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihen aufgrund von Deflationsbefürchtungen auf ein letztmals Ende der fünfziger Jahre erreichtes Niveau von 3,1 Prozent gesunken. Im Juli und im August führten positive Wirtschaftsdaten zu einem starken Renditeanstieg auf 4,6 Prozent. Mitverantwortlich für das ungewöhnliche Ausmass der Kehrtwende war auch das so genannte „Convexity Hedging“. Die in den USA jederzeit mögliche Umfinanzierung von bestehenden Hypotheken hatte im Umfeld der fallenden Zinsen des Frühsommers umfangreiche Käufe von Staatsanleihen ausgelöst. Amerikanische Investoren mit grossen Hypotheken-Portfolios mussten diese Käufe tätigen, um die Restlaufzeit ihres Portfolios konstant zu halten. Bei steigenden Zinsen folgte deshalb nun postwendend eine ebenso starke Korrektur. Im September wurden vermehrt Zweifel an der Nachhaltigkeit des Aufschwungs in den USA laut, weil das wesentliche Element einer sich verbessernden Arbeitsmarktlage im Vergleich zu früheren Zyklen fehlte. Als Folge davon konsolidierten

Zürich, 12. Dezember 2003

2

sich die Kapitalmärkte, obwohl die wirtschaftlichen Indikatoren mehrheitlich positiv blieben. Mit den ersten Anzeichen einer Erholung am amerikanischen Arbeitsmarkt Ende September und dem rasanten BIP-Wachstum im dritten Quartal von 8,2 Prozent bestätigte sich die Dynamik des Aufschwungs der US-Wirtschaft. Wie nachhaltig sie ist, wird sich in den kommenden Monaten zeigen, wenn sich die ausserordentlichen fiskalischen und monetären Impulse abschwächen.

Devisenmärkte

An den Devisenmärkten standen die Kursbewegungen des US-Dollar im Vordergrund. Nachdem der Dollar in der ersten Hälfte des Jahres viel Terrain verloren hatte, konnte er sich bis Oktober mit den sich mehrenden Signalen einer Wachstumsbelegung leicht erholen. In letzter Zeit gerieten die Nachhaltigkeit des US-Aufschwungs und das weiter ansteigende US-Leistungsbilanzdefizit wieder in den Fokus der Marktteilnehmer, worauf der Dollar sich wieder abschwächte (siehe Graphik 2).

Der Schweizer Franken bewegte sich seit Mitte Jahr seitwärts zum Euro. Gegenüber dem Dollar waren heftigere Schwankungen zu verzeichnen. Mit den positiven US-Konjunkturdaten ab Juni schwächte sich der Franken zuerst ab, bevor er sich im Rahmen der allgemeinen Dollar-Konsolidierung seit September wieder aufwertete. Insgesamt verzeichnete der Franken kaum autonome Impulse. Er wertete sich in der ersten Jahreshälfte nach unserem Zinsentscheid stark ab und blieb vom Sommer an stabil. Der reale Wechselkursindex des Frankens notiert heute sowohl gegenüber den 24 wichtigsten Handelspartnern als auch gegenüber der Euro-Zone leicht unterhalb seines Standes zu Beginn des Jahres 1999, dem Zeitpunkt der Einführung des Euro.

Goldmarkt

Dank der besseren Konjunktur konnten die Rohstoffpreise ihren seit 2001 anhaltenden Anstieg fortsetzen. Das Gold notierte Anfang Dezember mit über 400 USD/Unze auf einem Sieben-Jahres-Hoch. In Franken war der Goldpreisanstieg aufgrund der Dollarschwäche bescheidener. Doch auch hier erreichte der Preis mit rund 17'000 Fr./kg einen Mehrjahreshöchstwert. Hauptgrund für den Goldpreisanstieg waren die weiterhin geringen Hedging-Aktivitäten der Goldproduzenten.

Aktienmärkte

Einen insgesamt positiven Verlauf zeigten die internationalen Aktienmärkte, die nach ihrem Tief Mitte März stetig Boden gut machen konnten (siehe Graphik 3). Das sich spürbar aufhellende Aktienumfeld erlebte auch umsatzmässig eine Belegung, welche zusammen mit der gesunkenen Unsicherheit der Investoren die Volatilitäten sinken liess. Die in den Marktpreisen reflektierten hohen Gewinnerwartungen deuten auf eine zuversichtliche Einschätzung der Konjunktur und des Unternehmensumfeldes durch die Marktteilnehmer hin.

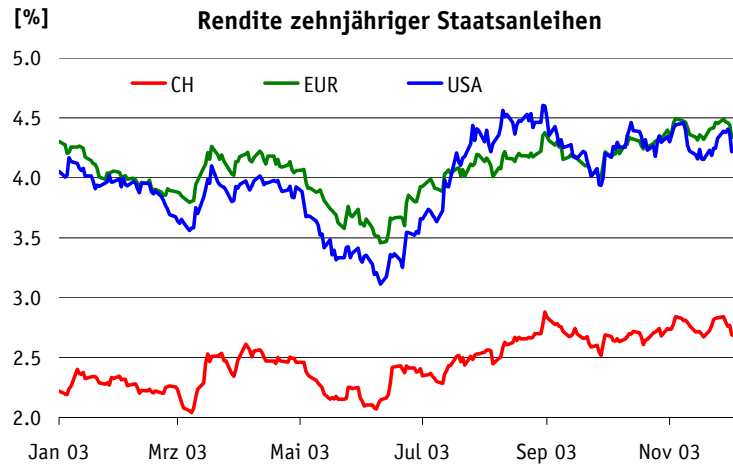
Abschliessend bleibt festzustellen, dass die Finanzmärkte zurzeit in einem komplexen Spannungsfeld von weltweit synchronisierter Konjunkturerholung und gleichzeitigen externen Ungleichgewichten liegen. Eine autonome konjunkturelle Erholung ausserhalb der

Zürich, 12. Dezember 2003

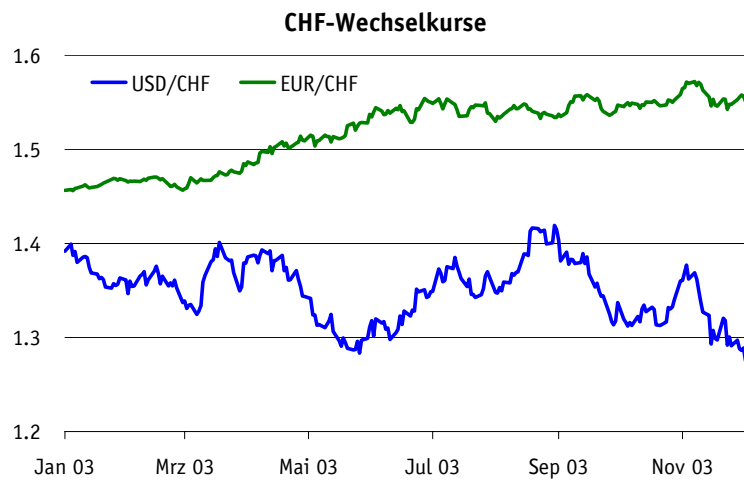
3

USA, unterstützt nicht zuletzt durch Reformen auf der Angebotsseite, wäre ein wertvoller Beitrag zu einer allmählichen Anpassung dieser Ungleichgewichte.

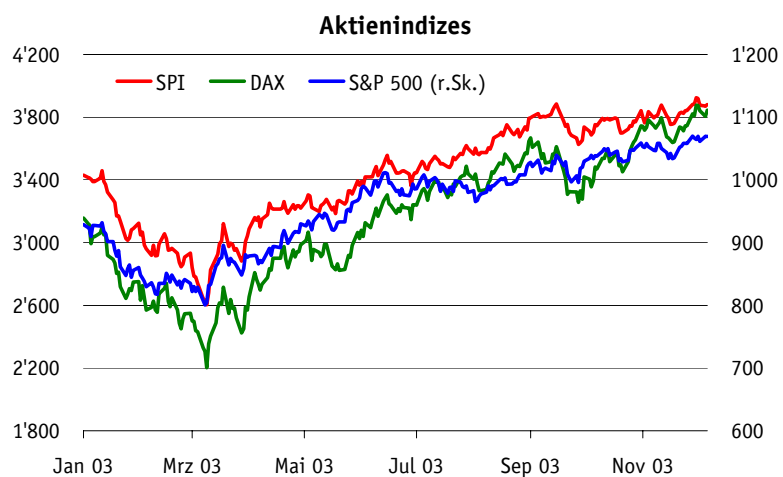
Grafik 1



Grafik 2



Grafik 3



Zürich, 12. Dezember 2003

4

Grundzüge des künftigen Anlage- und Risikokontrollprozesses der Nationalbank

Die Anlagetätigkeit der Schweizerischen Nationalbank ist dem Primat der Geld- und Währungspolitik unterstellt und erfolgt nach den Kriterien Liquidität, Sicherheit und Ertrag. Unter dem neuen Notenbankgesetz wird der Anlagespielraum der Nationalbank erweitert. Im bisherigen Nationalbankgesetz (NBG) werden die Anlagemöglichkeiten noch abschliessend auf Gold und festverzinsliche Anlagen sowie der Schuldnerkreis auf Staaten, Internationale Organisationen und Banken begrenzt. Im neuen NBG, Artikel 9, ist der Geschäftskreis offener definiert. Damit ergibt sich für die Nationalbank die Möglichkeit, die Struktur der Anlagen unter Berücksichtigung der notenbankpolitischen Bedürfnisse weiter zu optimieren. Im Zuge dieser Arbeiten evaluieren wir auch eine Ausweitung des Anlageuniversums. Eine solche Ausweitung wirft allerdings grundsätzliche Fragen auf, die zu prüfen sind. Wir werden bis zum Inkrafttreten des neuen Gesetzes anlagepolitische Richtlinien erarbeiten und veröffentlichen, die aufzeigen werden, wie das Direktorium den erweiterten anlagepolitischen Spielraum nutzen will.

Unsere Anlagen wurden bereits bis anhin weitgehend nach den Grundsätzen eines zeitgemässen Asset Management getätigt. Dennoch waren Verbesserungen angezeigt. So war es unerlässlich, den internen Anlage- und Risikokontrollprozess den neuen gesetzlichen Rahmenbedingungen anzupassen. Diversifikationseffekte durch zusätzliche Anlageinstrumente würden die Marktrisiken der Anlagen grundsätzlich reduzieren. Gleichzeitig ginge die SNB dadurch aber auch neue Risiken ein, wie beispielsweise vermehrte Kreditrisiken. Hinzu kommt die Verbesserung der „Corporate Governance“. Im Vordergrund steht eine möglichst weitgehende Gewaltentrennung: Erstens zwischen den geldpolitischen und den anlagepolitischen Operationen, zweitens zwischen der Anlagestrategie und ihrer Umsetzung im Asset Management sowie drittens zwischen Risikonahme und Risikokontrolle. Dem Prinzip der Gewaltentrennung sind insofern Grenzen gesetzt, als das Direktorium sowohl für die Geld- als auch für die Anlagepolitik zuständig ist.

Lassen Sie mich die Überlegungen zum neuen Anlageprozess kurz darlegen:

- Der Bankrat genehmigt die Grundsätze der Risikopolitik und des Anlageprozesses.
- Das Direktorium entscheidet aufgrund der erwähnten Kriterien Liquidität, Sicherheit und Ertrag jährlich über die Anlagestrategie.
- Das im III. Departement angesiedelte Asset Management ist für die marktorientierte Umsetzung dieser Anlagestrategie zuständig. Ein Anlagekomitee unter der Führung des Leiters des Asset Managements fällt die taktischen Anlageentscheide und bestimmt die Vorgaben an die einzelnen Portfoliomanager.
- Ein bewährter Risikokontrollprozess sorgt für die Überwachung der Risikonahme auf den verschiedenen Stufen.

Auf allen Stufen des Anlageprozesses sind die Verantwortlichkeiten und die Kompetenzen klar zugeordnet. Die Leistung der verschiedenen Stufen wird durch einen in sich

Zürich, 12. Dezember 2003

5

konsistenten Einsatz von Benchmarks und die entsprechende Performancemessung beurteilt.

Neben den Währungsreserven werden auch die Erlöse aus den Verkäufen des nicht mehr für geldpolitische Zwecke benötigten Goldes nach dem hier geschilderten Prozess verwaltet. Der endgültige Verwendungszweck dieser seinerzeit bestimmten freien Goldreserven ist eine politische Angelegenheit. Die Verwaltung dieses Vermögens gehört nicht zum gesetzlichen Auftrag der Nationalbank. Durch das neue NBG und durch die intern vorhandenen Kenntnisse sind wir jedoch in der Lage, diese Aufgabe kompetent auszuführen.