



Referat

Sperrfrist

27. März 2014 18:00

Die Anlagepolitik der SNB: Möglichkeiten und Grenzen

Geldmarkt-Apéro

Fritz Zurbrügg

Mitglied des Direktoriums*

Schweizerische Nationalbank

Zürich, 27. März 2014

© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2014

* Der Referent dankt Dirk Faltin und Adriel Jost für die grosse Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Er dankt zudem Erich Gmür, Marco Huwiler und Sandro Streit für ihre wertvollen Kommentare.

Sehr geehrte Damen und Herren

Ich heisse Sie zum traditionellen Geldmarkt-Apéro in Zürich herzlich willkommen. Es freut mich sehr, dass Sie so zahlreich unserer Einladung gefolgt sind. Im Mittelpunkt meiner Ausführungen steht heute die Anlagepolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Es sind nun nämlich genau zehn Jahre her, seit die SNB durch das Inkrafttreten des neuen Nationalbankgesetzes neue Möglichkeiten für die Bewirtschaftung ihrer Devisenreserven erhalten hat. Ich möchte die Gelegenheit heute nutzen, um Bilanz zu ziehen und Sie mit den wesentlichsten Aspekten unserer Anlagepolitik vertraut zu machen. Eine der wichtigsten und auch prominentesten Neuerungen seit 2004 stellen dabei die Anlagen in Aktien dar. Deshalb werde ich in meinen Ausführungen einen besonderen Schwerpunkt auf unsere Aktieninvestments legen. Anschliessend an mein Referat wird mein Kollege Dewet Moser die Entwicklungen am Devisen- und am Geldmarkt genauer beleuchten.

Geldpolitische Rahmenbedingungen

Die Anlagepolitik der SNB weicht in verschiedener Hinsicht von derjenigen anderer grosser Investoren ab – seien es solche aus dem Privatsektor oder Staatsfonds. Der Grund dafür liegt in der besonderen Rolle der SNB: Sie führt als unabhängige Zentralbank die Geld- und Währungspolitik der Schweiz. Unsere Anlagepolitik ist der Geld- und Währungspolitik stets untergeordnet, und sie lässt sich auch nur vor dem Hintergrund unserer Geld- und Währungspolitik verstehen. Diese ist aktuell vom Mindestkurs von 1.20 Franken zum Euro geprägt. Den Mindestkurs haben wir im September 2011 eingeführt und seither konsequent durchgesetzt. Sie erinnern sich: Damals drohte die Schuldenkrise in der Eurozone zu eskalieren. Der Aufwertungsdruck auf den Franken war immens. Aus Sicht der SNB galt es, die Preisstabilität zu sichern und schwerwiegenden Schaden von der Schweizer Wirtschaft abzuwenden. Dies ist aus heutiger Sicht sicher gelungen.

Der Mindestkurs ist auch zweieinhalb Jahre nach seiner Einführung zentral für die Geldpolitik der SNB. Gerade letzte Woche haben wir an der geldpolitischen Lagebeurteilung entschieden, unverändert am Mindestkurs festzuhalten. Obwohl die Erholung der Weltwirtschaft sich im vierten Quartal 2013 fortsetzte, bestehen weiterhin bedeutende Risiken. Zudem hat sich die bedingte Inflationsprognose für die Schweiz im Vergleich zum Dezember nach unten verschoben. Die international rückläufige Inflation und der leicht stärkere Franken verzögern einen Anstieg der Teuerung in der Schweiz in den positiven Bereich. Die Nationalbank erwartet nun eine Inflationsrate von 0% für das laufende Jahr und von 0,4% für 2015. Im Jahr 2016 dürfte die Inflation auf 1,0% ansteigen. Des Weiteren ist der Franken nach wie vor hoch bewertet. Bei einem Dreimonats-Libor nahe null bleibt der Mindestkurs das angemessene Instrument, um eine unerwünschte Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen zu verhindern, falls der Aufwertungsdruck auf den Franken wieder zunehmen sollte.

Dank des Mindestkurses können wir also unser Mandat der Preisstabilität erfüllen. Allerdings hat die konsequente Durchsetzung des Mindestkurses dazu beigetragen, dass unsere Währungsreserven stark angestiegen sind. Grafik 1 zeigt, dass sich unsere Währungsreserven seit

2009 in etwa versechsfacht und die Devisenreserven sogar beinahe verzehnfacht haben. Unsere Devisenreserven – d.h. die Währungsreserven ohne Gold – belaufen sich derzeit auf knapp 450 Mrd. Franken – das sind gut 70% der jährlichen Wirtschaftsleistung der Schweiz. Mit der Ausweitung der Devisenreserven ist unsere Bilanz mehr als früher der Volatilität der Finanzmärkte ausgesetzt. Schon geringe Kursänderungen können unser Anlageergebnis stark beeinflussen. Vor diesem Hintergrund ist unsere Anlagepolitik noch anspruchsvoller geworden. Dank bewährter Prozesse und einem hohen Mass an Expertise sind wir aber in der Lage, diesen Ansprüchen gerecht zu werden.

Entwicklung der Anlagepolitik der SNB

Die Entwicklung hin zu einer zukunftsfähigen Anlagepolitik, die sich um eine Optimierung von Risiko und Ertrag bemüht, setzte bei der SNB bereits in den 1970er-Jahren ein. Damals war die Verwaltung der Devisenreserven ausschliesslich auf möglichst hohe Sicherheit und Liquidität ausgerichtet. So müssen Sie sich vorstellen, dass noch bis 1978 eine Restlaufzeit der Devisenreserven von nur drei Monaten gesetzlich vorgeschrieben war. Die Devisenreserven bestanden folglich primär aus kurzfristigen US-Dollaranlagen, allen voran Schatzwechseln der US-Regierung. Dies brachte erhebliche Konzentrationsrisiken mit sich. Gleichzeitig war das Ertragspotenzial äusserst gering.

Trotz enger gesetzlicher Vorgaben und markttechnischer Grenzen versuchte die SNB schon damals, vorhandene Ertragsspielräume zu nutzen. Der Erwirtschaftung von Erträgen wurde allerdings erst mit der Teilrevision des Nationalbankgesetzes im Jahr 1997 eine strategische Bedeutung beigemessen. Ermöglicht wurde dies durch die Aufhebung der bis dahin für die Devisenreserven geltenden maximalen Restlaufzeit von einem Jahr.

Ein weiterer wichtiger Schritt auf dem Weg zu einer zukunftsfähigen Anlagepolitik wurde mit dem Inkrafttreten des total revidierten Nationalbankgesetzes im Jahr 2004 vollzogen. In der Öffentlichkeit stiessen die Änderungen bei der Anlagepolitik damals zwar nur auf geringen Widerhall. Für die Anlagetätigkeit der SNB waren sie jedoch sehr bedeutsam. So wurde im Rahmen des geldpolitischen Auftrags die Anlagepolitik erstmals als eine der Kernaufgaben der Nationalbank definiert. Zudem fielen die meisten Beschränkungen hinsichtlich der Anlageinstrumente auf Gesetzesstufe weg. Damit wurde die Grundlage für eine zeitgemässe Anlagepolitik gelegt, die danach strebt, das Verhältnis von Risiko und Ertrag der Aktiven zu optimieren. Allerdings immer nur, soweit dies die Geldpolitik erlaubt. Diese hat seit jeher den Vorrang vor anlagepolitischen Überlegungen.

Zusammen mit der Erweiterung des Handlungsspielraums wurde seit 1997 auch der Anlage- und Risikokontrollprozess grundlegend angepasst und auf die neuen Anforderungen ausgerichtet. So war die SNB nicht nur bei ihrer Wahl der Anlageinstrumente, sondern auch beim Anlageprozess immer wieder Vorreiterin im Kreise der Zentralbanken. Nicht ohne Stolz kann ich sagen, dass sich andere Zentralbanken in den letzten Jahren immer wieder für unseren Anlageprozess interessiert haben. Auch bei der Transparenz hat die SNB eine Vorreiterrolle: Unsere Anlagestruktur ist weitgehend öffentlich zugänglich. Die SNB gehört sogar zu den

wenigen Zentralbanken, die sowohl ihre Anlageallokation als auch den Erfolg auf den Fremdwährungspositionen vierteljährlich publizieren.

Anlagepolitik im Zeichen von Sicherheit, Liquidität und Ertrag

Bei der Anlage der Währungsreserven orientieren wir uns heute also an den Kriterien Sicherheit, Liquidität und Ertrag. Die Währungsreserven eines Landes dienen vorwiegend als Mittel zur Vorbeugung und Bewältigung von Krisen. Damit sie diese Funktion erfüllen können, müssen sie grundsätzlich liquide sein. Früher definierte die SNB Liquidität meist über die Laufzeiten der Anleihen: Je kürzer die Restlaufzeiten waren, desto liquider schienen die Anlagen zu sein. Aus diesem Grund bestanden die Devisenreserven der SNB noch bis weit in die 1990er-Jahre praktisch ausschliesslich aus Staatspapieren mit sehr kurzen Laufzeiten.

Mit der Zeit hat sich der Liquiditätsbegriff gewandelt. Schon seit langem definieren wir Liquidität nicht mehr über die Laufzeiten unserer Anleihen, sondern über die Möglichkeit eines schnellen und möglichst marktschonenden Verkaufs. Marktschonend heisst in diesem Fall, dass wir grundsätzlich signifikante Preisbewegungen vermeiden möchten. Um dies zu gewährleisten, halten wir einen substanziellen Anteil der Währungsreserven in liquiden Staatsanleihen der global wichtigsten Währungen. Zusammen mit unseren Guthaben bei anderen Zentralbanken machen solche Anlagen zurzeit rund drei Viertel unserer Devisenreserven aus. Sie sehen die aktuelle Zusammensetzung unserer Devisenreserven auf der linken Seite in Grafik 3.

Beim Kriterium der Sicherheit steht die Beschränkung von Markt- und Kreditrisiken im Vordergrund. Hier spielt die Diversifikation über verschiedene Währungen und Anlageinstrumente die entscheidende Rolle. Der Währungsdiversifikation tragen wir dadurch Rechnung, dass wir unsere Devisenreserven in den Währungen aller grossen entwickelten Industrienationen halten; die grössten Anteile entfallen dabei auf den Euro (48%) und den US-Dollar (27%), wie Sie auf der rechten Seite der Grafik 3 erkennen können. Innerhalb der einzelnen Währungen erfolgt die Diversifikation über die verschiedenen Anlageinstrumente. Wie ich bereits erwähnt habe, stehen seit der Totalrevision des Nationalbankgesetzes von 2004 hierfür zusätzliche Anleihenkategorien – wie Unternehmensanleihen und Anleihen ausländischer Gebietskörperschaften – sowie Aktien zur Verfügung.

Die Diversifikationswirkung von Aktien gegenüber den Staatsanleihen lässt sich anhand von Grafik 4 veranschaulichen. Wir haben für diese Grafik die Verteilung aller Tagesrenditen des amerikanischen Aktienindexes S&P 500 seit 1999 in zehn gleich grosse Gruppen, sogenannte Dezile, aufgeteilt. Anschliessend haben wir diese Dezile der Grösse nach geordnet: Das Dezil mit den tiefsten Renditen befindet sich links und dasjenige mit den höchsten Renditen rechts. Diesen Dezilen haben wir die zugehörigen Erträge von US-Staatsanleihen zugewiesen. Wie Sie sehen, gab es eine gute Diversifikationswirkung zwischen Aktien und Staatsanleihen. Dieses Ergebnis ist intuitiv gut nachvollziehbar: Im Konjunkturaufschwung, wenn die Zinsen steigen, geraten die Preise der Staatsanleihen unter Druck, während die Aktienkurse von der besseren Wirtschaftslage und den besseren Ertragsaussichten der Unternehmen profitieren. Im

vergangenen Jahr kam diese negative Korrelation besonders deutlich zum Tragen – die Diversifikationswirkung zwischen Aktien und Staatsanleihen war besonders ausgeprägt.

Allerdings gelten diese Zusammenhänge für Renditen in Lokalwährung. Für uns ist jedoch letztlich die Rendite in Franken entscheidend. Hier sieht die Lage etwas anders aus, weil die Aktienkurse häufig negativ mit dem Aussenwert des Frankens korrelieren. Sie sehen diesen Zusammenhang in Grafik 5. Diese Grafik basiert auf der gleichen Vorgehensweise wie die vorangegangene. Es ist gut zu erkennen, dass Phasen schlechter Aktienmarkt-Performance mit einer Frankenaufwertung einhergingen – und umgekehrt. Wenn Aktien an Wert verlieren, dann geschieht dies meist in einem Umfeld erhöhter Unsicherheiten in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten. In einer solchen Situation wird der Franken – aufgrund seiner Eigenschaft als sicherer Hafen – besonders stark nachgefragt. Der Wert unserer Aktienpositionen wird in einem solchen Fall zweifach belastet: erstens durch den Kursverlust und zweitens durch die Aufwertung des Frankens gegenüber den ausländischen Währungen, in denen die Aktien denominated sind. Die Diversifikationswirkung unserer Aktienanlagen wird also teilweise durch diesen gleichgerichteten Währungseffekt geschmälert. Wir können uns für den Fall einer Frankenaufwertung nicht absichern, weil dies einem Verkauf von Devisenreserven gegen Franken gleichkäme und eine Anlageentscheidung somit geldpolitische Wirkung entfalten könnte. Das Beispiel zeigt, dass geldpolitische Erwägungen dem Handlungsspielraum der Anlagepolitik Grenzen setzen.

Zwischen Aktien und Gold kann ebenfalls eine gewisse Diversifikationswirkung bestehen. In Zeiten erhöhter Unsicherheit steigt der Goldpreis oft an, während die Aktienkurse unter Druck geraten. Der umgekehrte Fall kann eintreten, wenn die Unsicherheit stark nachlässt. Dies war im vergangenen Jahr besonders deutlich zu beobachten, als der Goldpreis – nach mehrjährigem Anstieg – eine deutliche Korrektur erlebte. Natürlich können wir uns nicht darauf verlassen, dass eine solche Diversifikationswirkung jederzeit gilt. Wenn sie aber spielt, ist sie sehr willkommen.

Erträge wichtig für den Werterhalt

Damit komme ich zum dritten Kriterium unsere Anlagetätigkeit: dem Ertrag. Ich möchte betonen, dass es der SNB nicht um eine Ertragsmaximierung *per se* geht. Vielmehr ist Ertrag für uns untrennbar mit dem Kriterium der Sicherheit verbunden. Unser Ziel ist es, dass zumindest die Kaufkraft der Währungsreserven im Zeitverlauf erhalten bleibt. Dies wiederum setzt voraus, dass die langfristige Rendite, die wir mit unseren Anlagen erwirtschaften, mindestens die Höhe der durchschnittlichen Inflationsrate erreicht. Dabei streben wir den realen Werterhalt nicht in den lokalen Anlagewährungen an, sondern in Franken. Das bedeutet, dass eine gewisse positive Rendite in den Lokalwährungen nur schon deshalb notwendig ist, um die in Phasen einer Frankenaufwertung entstehenden Wechselkursverluste auszugleichen.

Um das langfristige Verhältnis von Rendite und Risiko zu verbessern, werden die Staatsanleihen in unserem Portfolio mit den bereits erwähnten, weiteren Anlageklassen ergänzt. Aktien haben in der Regel ein höheres Renditepotenzial als die Staatsanleihen der grossen Industrie-

länder. Sie sind daher ein geeignetes Instrument, um einen Beitrag zum Werterhalt der Währungsreserven zu leisten. Um es genau auszudrücken: Aktien erhöhen die Wahrscheinlichkeit des realen Werterhalts der Währungsreserven. Dies gilt insbesondere bei den aktuell tiefen – oder negativen – Realrenditen von Staatsanleihen in den Kernmärkten. Es ist also nicht verwunderlich, dass Aktienanlagen in den letzten Jahren bei den Zentralbanken an Bedeutung gewonnen haben.¹

Wie hoch sollte der Aktienanteil sein?

Im Folgenden möchte ich näher auf unsere Aktienanlagen eingehen. Bis jetzt habe ich erläutert, *warum* die SNB in Aktien investiert. Als nächstes möchte ich auf zwei Fragen eingehen: Erstens, *wie hoch* sollte in etwa der Aktienanteil in unserem Portfolio ausfallen? Und zweitens, *wie* werden Investitionen im Aktienmarkt umgesetzt? Grafik 6 zeigt, dass sich unsere Aktienquote zwischen 2005 und 2010 um 10% bewegt hat. Wie Sie weiter erkennen können, haben wir die Quote seit 2011 sukzessiv auf aktuell 16% der Devisenreserven erhöht.

Bei der Bestimmung der Aktienquote besteht die Herausforderung darin, das Verhältnis zwischen Risiko und Ertrag im Portfolio zu optimieren. Wie heisst es so schön unter Investoren: «Wer gut essen will, kauft Aktien, wer gut schlafen will, kauft Anleihen.» Diese alte Börsenweisheit will uns sagen, dass sich Aktien im Vergleich zu den meisten Staatsanleihen durch ein höheres Renditepotenzial auszeichnen – dafür sind sie aber in der Regel auch risikoreicher. Allerdings muss man dabei zunächst den Diversifikationseffekt der Aktienanlagen berücksichtigen. Der Zusammenhang lässt sich anhand einer stilisierten Effizienzgrenze veranschaulichen, wie sie in Grafik 7 dargestellt ist. Geht man von einem reinen Staatsanleihenportfolio aus (Punkt A in der Grafik) und mischt diesem Aktien bei, so verbessert dies zunächst die Risiko- und Ertragsstruktur des Portfolios: Der erwartete Ertrag kann gesteigert werden, während gleichzeitig das erwartete Risiko abnimmt. Wird aber ein bestimmter Aktienanteil überschritten (Punkt B), dann setzt ein Trade-off zwischen Risiko und Ertrag ein: Jede weitere Steigerung des Renditepotenzials muss dann durch zunehmendes Risiko «erkauft» werden. Im Extremfall erreicht man ein reines Aktienportfolio (Punkt C). Die anvisierte Aktienquote ergibt sich aus der Abwägung zwischen dem zusätzlichen Risiko und dem höheren Ertragspotenzial.

Wie sieht nun bei der SNB das Ergebnis dieser Abwägung von Ertragspotenzial und Risiko aus? Grundsätzlich gilt, dass unsere Effizienzgrenze weniger attraktive Risiko-Ertrags-Kombinationen bereithält, als dies für viele andere Investoren der Fall ist. Damit sieht unsere Effizienzgrenze eher aus wie die rechte Kurve in Grafik 7. Zudem wird der Punkt, bei dem eine weitere Erhöhung der Aktienquote bereits eine Zunahme des Gesamtrisikos mit sich bringt (Punkt B'), früher erreicht als bei der linken Kurve. Die Gründe hierfür habe ich bereits

¹ Laut einer im Frühjahr 2013 veröffentlichten Umfrage hielten zu diesem Zeitpunkt nur acht von weltweit 60 befragten Zentralbanken Aktien als Teil ihrer Währungsreserven. Weitere sechs Zentralbanken gaben an, dass sie beabsichtigten, in Zukunft auch in Aktien zu diversifizieren (vgl. Pringle, Robert und Nick Carver, Hrsg. 2013. *RBS Reserve Management Trends 2013*, London: Central Banking Publications).

angesprochen: Erstens können wir Währungsreserven naturgemäss nur in Fremdwährungen halten, nicht aber in Franken. Zweitens besitzt der Franken die Eigenschaft eines sicheren Hafens in Zeiten erhöhter Unsicherheiten in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten. So habe ich gezeigt, dass Aktienkurse und Aussenwert des Frankens häufig negativ korreliert sind. Zudem habe ich drittens darauf hingewiesen, dass wir die Währungsrisiken gegenüber dem Franken aus geldpolitischen Gründen nicht absichern können. Diese Zusammenhänge schränken die Diversifikationswirkung unserer Aktienanlagen wesentlich ein. Diese Einschränkungen haben letztlich zur Folge, dass die Aktienquote der SNB grundsätzlich niedriger liegt als bei den vielen anderen Investoren. Wo wir uns auf der Effizienzgrenze zwischen den Punkten B' und C' positionieren wollen, hängt von unserer Abwägung zwischen zusätzlichem Risiko und höherem Ertrag ab. Zurzeit ergibt diese Abwägung den genannten Aktienanteil von 16%.

Die SNB als passive Investorin

Wie setzt die SNB ihre Aktienanlagen um? Kurz gesagt, ist die SNB eine passive Anlegerin im Aktienmarkt. Das bedeutet, dass die SNB grundsätzlich keine Titelselektion betreibt. Stattdessen investieren wir regelgebunden in ein sehr breites Aktienuniversum. Zurzeit hält die SNB rund 6000 Titel in über zehn Währungen. Das Aktienuniversum, das unseren Aktienanlagen zugrunde liegt, deckt damit etwa 90% der globalen Marktkapitalisierung ab. Wir investieren überwiegend in mittel- und grosskapitalisierte Unternehmen. Dies folgt schon aus den besonderen Liquiditätsanforderungen, die ich bereits angesprochen habe. Darüber hinaus investieren wir auch in kleinkapitalisierte Unternehmen. Ausgedrückt in Marktkapitalisierung machen diese aber nur einen kleinen Teil unseres Aktienportfolios aus. Doch zahlenmässig entfallen darauf rund drei Viertel aller Titel. Auch dies zeigt die Breite unseres Aktienuniversums. Bei der Auswahl der Aktien orientieren wir uns an einer Benchmark. Diese ist eine von uns erstellte Kombination verschiedener gebräuchlicher Indizes. Sobald wir über die Benchmark entschieden haben, ist die Aktienanlage damit ein weitgehend automatisierter Prozess.

Wieso investiert die SNB nicht gezielt in Aktien bestimmter Unternehmen oder Sektoren, bei denen eine überdurchschnittliche Rendite zu erwarten ist? Weshalb betreiben wir also kein sogenanntes Stock Picking? Warren Buffett soll einmal gesagt haben: «Breite Diversifikation ist nur dann nötig, wenn Investoren ihr Handwerk nicht verstehen.» Ich kann Ihnen versichern, dass unsere Anlagespezialisten ihr Handwerk ausgezeichnet verstehen. Vielmehr sind es folgende vier Gründe, die uns dazu bewegen, auf ein breites Aktienuniversum zurückzugreifen: Erstens erreichen wir einen grösseren Diversifikationseffekt innerhalb des Aktiensegments, wenn wir sowohl regional als auch sektoral möglichst breit investieren. Zweitens darf es nicht unser Ziel sein, mit Investitionen in einzelne Unternehmen strategische oder gar politische Interessen durchsetzen zu wollen. Dies könnte unsere geldpolitische Handlungsfähigkeit einschränken und würde uns zudem angreifbar machen. Bei aktivem Management und entsprechenden Übergewichtungen könnten wir aufgrund der Grösse unserer Devisenreserven rasch hohe Firmenanteile halten, die als strategische Beteiligungen der SNB missver-

standen werden könnten. Mit unserer Strategie stellen wir sicher, dass der Besitzanteil an den einzelnen Unternehmen gering bleibt. Drittens können wir mit einer passiven Strategie unseren Markteinfluss minimieren, da unsere Politik nicht zur Bevorzugung einzelner Titel oder Sektoren führt. Und viertens ist unser Anlagehorizont sehr langfristig – also über mehrere Konjunkturzyklen hinweg – ausgerichtet. Die akademische Literatur zeigt, dass es unter Berücksichtigung der Kosten nahezu unmöglich ist, dauerhaft und systematisch einen breiten Aktienindex zu schlagen.²

Es gibt allerdings zwei Bereiche, in denen wir unser Anlageuniversum gezielt einschränken. Einerseits schliessen wir mittel- und grosskapitalisierte Banken aus unserem Portfolio aus, um Interessenskonflikte zu vermeiden. Andererseits verzichten wir auf Unternehmen, die in grober Weise gegen ethische Prinzipien verstossen. Lassen Sie mich diese zwei Punkte im Einzelnen erläutern.

Interessenkonflikte bei Investitionen in mittel- und grosskapitalisierte Banken könnten entstehen, weil die SNB gemäss ihrem Mandat auch einen Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems zu leisten hat. Diese Rolle kann in gewissen Situationen dazu führen, dass die SNB gegenüber dem Markt einen Informationsvorsprung in Bezug auf die finanzielle Lage einzelner Banken besitzt. Um jeglichen Verdacht auszuräumen, dass die SNB in ihrer Rolle als Anlegerin diesen Informationsvorsprung ausnützen könnte, verzichten wir komplett auf Aktieninvestitionen in solche Banken. Zudem verhindern wir dadurch, dass Marktteilnehmer unseren Transaktionen irgendwelche Signalwirkungen zuschreiben. Beim Thema Interessenskonflikte möchte ich zudem betonen, dass die SNB aus Prinzip keine Aktien von Schweizer Unternehmen zu Anlagezwecken hält.

Sollen Aktien von einzelnen Unternehmen – gestützt auf ethisch begründete Kriterien – aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen werden? Mit dieser Frage haben wir uns seit längerer Zeit auseinandergesetzt und dazu im vergangenen Jahr einen Grundsatzentscheid gefällt: Wir verzichten auf Investitionen in Unternehmen, die in eklatanter Weise gegen bestimmte ethische Prinzipien verstossen. Dieser Entscheid wurde bereits im vierten Quartal 2013 umgesetzt. Konkret verzichten wir auf Aktien von Unternehmen, die international geächtete Waffen produzieren, grundlegende Menschenrechte massiv verletzen oder systematisch gravierende Umweltschäden verursachen. Wir sind der Meinung, dass es im besten Sinn der Geld- und Währungspolitik ist, wenn die SNB durch eine möglichst breite Diversifikation solide Anlagerenditen erwirtschaftet. Für uns geht es deshalb nicht um den Ausschluss ganzer Sektoren oder Industrien. Es sollen vielmehr nur jene Unternehmen ausgeschlossen werden, bei denen ein grober Verstoss gegen die genannten Prinzipien eindeutig feststellbar ist. Entsprechend handelt es sich bei den betroffenen Unternehmen um eine sehr begrenzte Zahl.

Wie setzen wir dies um? Wir sind überzeugt, dass eigene Überprüfungen des Verhaltens fraglicher Firmen für die SNB nicht praktikabel wären. Es kann unserer Meinung nach nicht

² Vgl. Carhart, Mark M. 1997. On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance* 52 (1): 57–82 sowie Fama, Eugene F. und French, Kenneth R. 2010. Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns. *The Journal of Finance* 65 (5): 1915–1947.

zu den Aufgaben und Kompetenzen der Nationalbank gehören, solche Unternehmen herauszufiltern. Bei der Umsetzung stützen wir uns daher auf die Analysen von etablierten Institutionen, die über die entsprechende Erfahrung verfügen. Sie dienen uns dazu, kontinuierlich zu überprüfen, welche Unternehmen die definierten Ausschlusskriterien erfüllen.

Sie werden verstehen, dass wir zum Ausschlussverfahren und zu den betroffenen Aktien keine detaillierten Angaben machen werden. Wie ich eingangs erwähnt habe, ist die SNB zwar stets um ein hohes Mass an Offenheit bemüht und geht in dieser Hinsicht gerade in ihrer Anlagepolitik weiter als andere Zentralbanken. Allerdings ist es auch ein bewährtes Prinzip, dass wir keine Details in Bezug auf die verschiedenen externen Dienstleister bekanntgeben, die wir im Rahmen unserer Tätigkeiten in Anspruch nehmen. Das gleiche gilt für nähere Einzelheiten zu den verwendeten Indizes oder gar Einzeltiteln. Solche Informationen könnten unerwünschte Marktbewegungen auslösen, was unserem Prinzip des marktschonenden Vorgehens widerspräche. Überdies könnten derartige Informationen auch unseren anlagepolitischen Gestaltungsspielraum einschränken und damit die Anlageergebnisse negativ beeinflussen.

Schlussbetrachtung

Das Nationalbankgesetz von 2004 gewährt der SNB neue Möglichkeiten in der Anlagepolitik. Wir haben diese für eine konsequente und umfassende Weiterentwicklung unserer Anlagepolitik genutzt. Insbesondere konnten wir dank verschiedener Diversifikationsschritte das Risiko-Rendite-Profil unserer Devisenreserven deutlich verbessern. Wie ich dargelegt habe, spielen dabei unsere Aktienanlagen eine wichtige Rolle.

Die SNB ist zwar eine grosse globale Investorin, ihre Hauptaufgabe liegt jedoch in der Geld- und Währungspolitik im Dienst der Schweizer Volkswirtschaft. Die Geld- und Währungspolitik beeinflusst folglich sowohl die Höhe unserer Anlagen als auch die Kriterien und Grundsätze, die wir bei deren Bewirtschaftung anwenden. Meine Ausführungen zeigten, dass die Möglichkeiten unserer Anlagepolitik in verschiedenen Bereichen durch den Vorrang der Geld- und Währungspolitik begrenzt werden. Dazu zählt unter anderem, dass wir die Währungsrisiken gegenüber dem Franken nicht absichern können.

Diese Grenzen widerspiegeln sich mitunter in den Jahresergebnissen. Trotz der laufend erweiterten Anlagepolitik und der dadurch verbesserten Ertragschancen gab es in der Vergangenheit einzelne Jahre mit negativen Ergebnissen. Solche Verluste können sich auch in Zukunft wiederholen. Bei der aktuellen Höhe unserer Devisenreserven entspricht dabei ein prozentual kleiner Verlust bereits einem hohen Frankenbetrag.

Umso wichtiger ist es mir, nochmals die Hauptaufgabe der SNB hervorzuheben: die Geldpolitik. Der Erfolg der SNB kann nicht an unseren Jahresergebnissen gemessen werden, sondern daran, ob wir unser Mandat – die Gewährleistung der Preisstabilität unter Berücksichtigung der Konjunkturerwicklung – erfüllen. Um diesen Auftrag wahrnehmen zu können, bleibt der Mindestkurs auf absehbare Zeit notwendig. So kehren wir wieder zum Ausgangspunkt meines Referats zurück. Ich möchte daher wiederholen: Nur mit dem Mindestkurs kann eine uner-

wünschte Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen verhindert werden, sollte der Aufwertungsdruck auf den Franken wieder zunehmen. Wenn es nötig sein sollte, werden wir deshalb den Mindestkurs durch den Kauf von Devisen in unbeschränkter Höhe durchsetzen.

Die Anlagepolitik der SNB: Möglichkeiten und Grenzen

Fritz Zurbrügg

Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank

Geldmarkt-Apéro

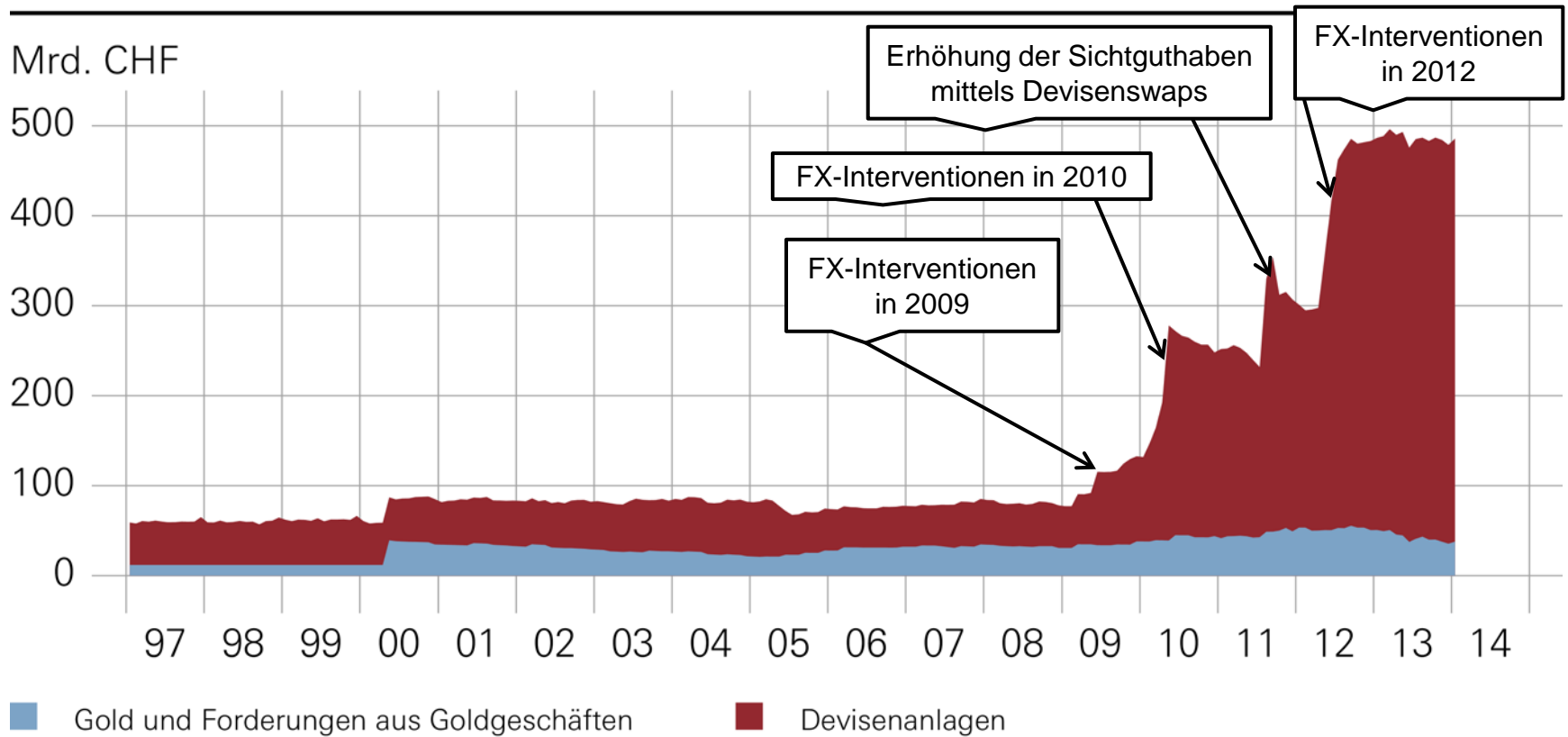
Zürich, 27. März 2014

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Versechsfachung der Währungsreserven der SNB

WÄHRUNGSRESERVEN



Quelle: SNB

Meilensteine der Anlagepolitik der SNB

1978: TEILREVISION NATIONALBANKGESETZ

- Maximale Restlaufzeit der Devisenreserven: von 3 auf 12 Monate

1997: TEILREVISION NATIONALBANKGESETZ

- Aufhebung der maximalen Restlaufzeit
- Erwirtschaftung von Erträgen als Kriterium

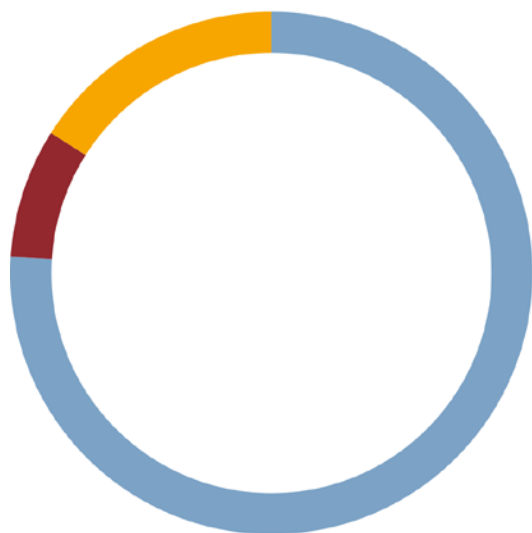
2004: TOTALREVISION NATIONALBANKGESETZ

- Aufhebung der meisten Anlagebeschränkungen

Aktuelle Allokation der Devisenreserven

ANLAGEKATEGORIEN

Q4 2013

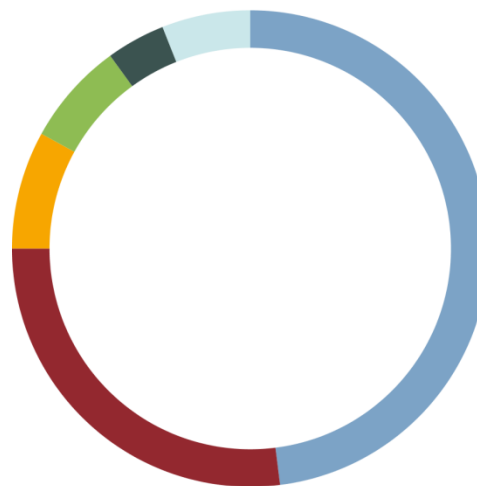


- Staatsanleihen*, 76%
- Andere Anleihen, 8%
- Aktien, 16%

*inklusive Anlagen bei Zentralbanken und BIZ

WÄHRUNGSAKLOKATION

Q4 2013

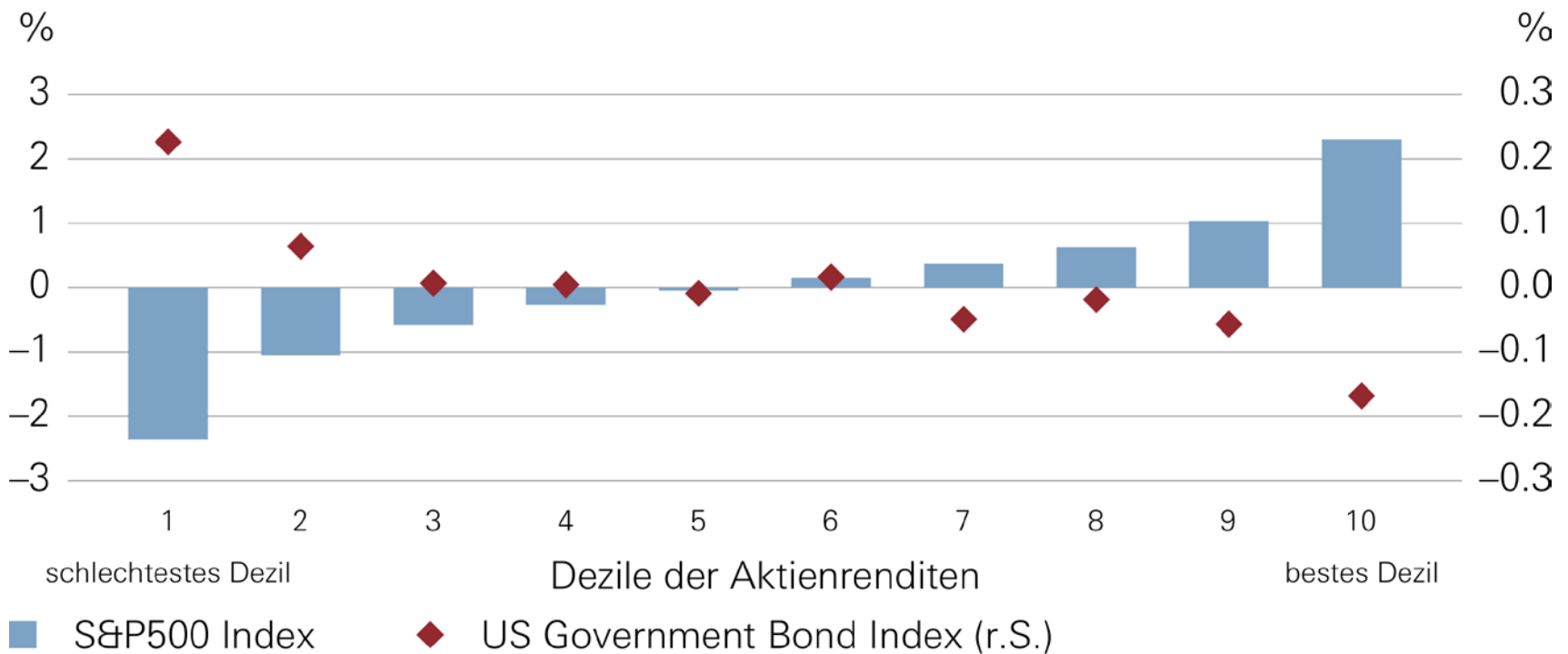


- Euro, 48%
- US-Dollar, 27%
- Yen, 8%
- Britisches Pfund, 7%
- Kanadischer Dollar, 4%
- Übrige, 6%

In Zeiten schlechter Aktien-Performance gewinnen Anleihen an Wert

AKTIEN- VS. ANLEIHENRENDITEN

seit 1999 (tägliche Renditen)

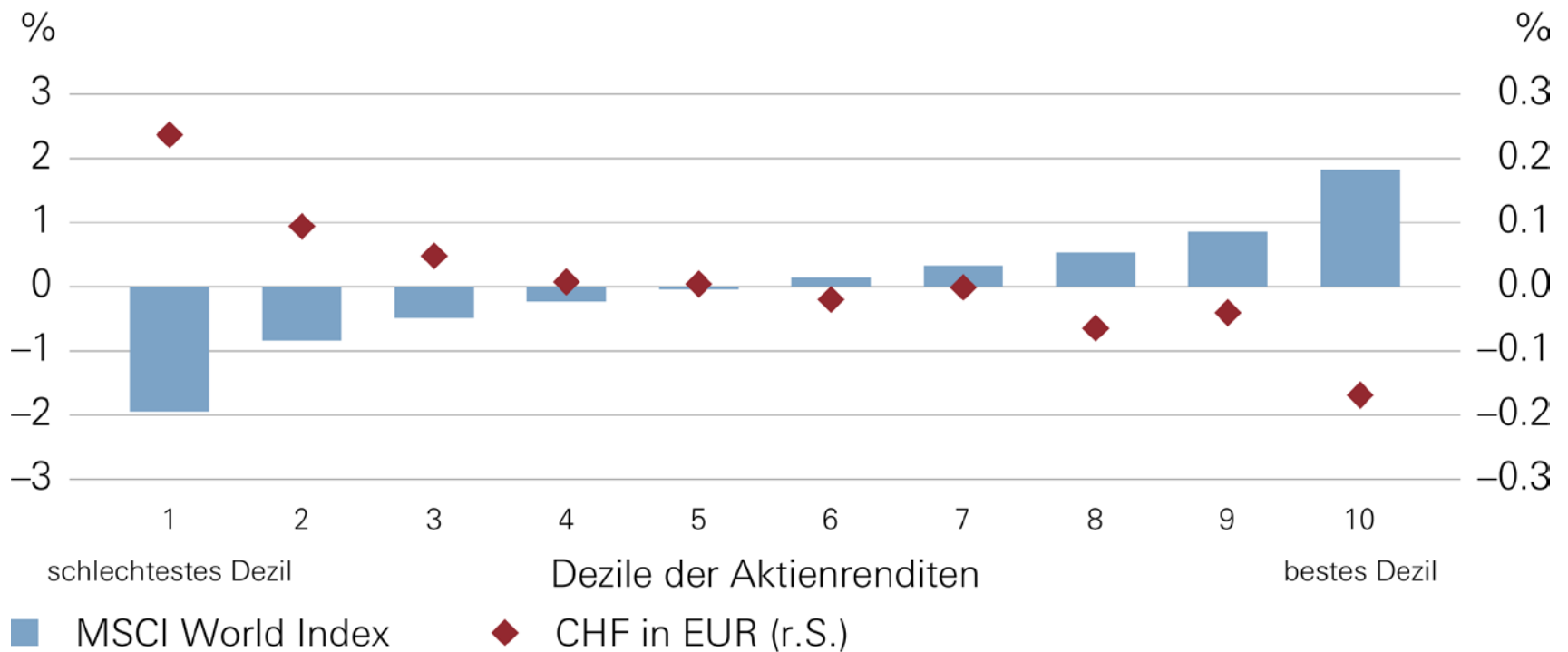


Quellen: SNB, Datastream

Die spezielle Situation der SNB: der Franken als sicherer Hafen

AKTIENRENDITEN VS. EURO-FRANKEN-WECHSELKURS

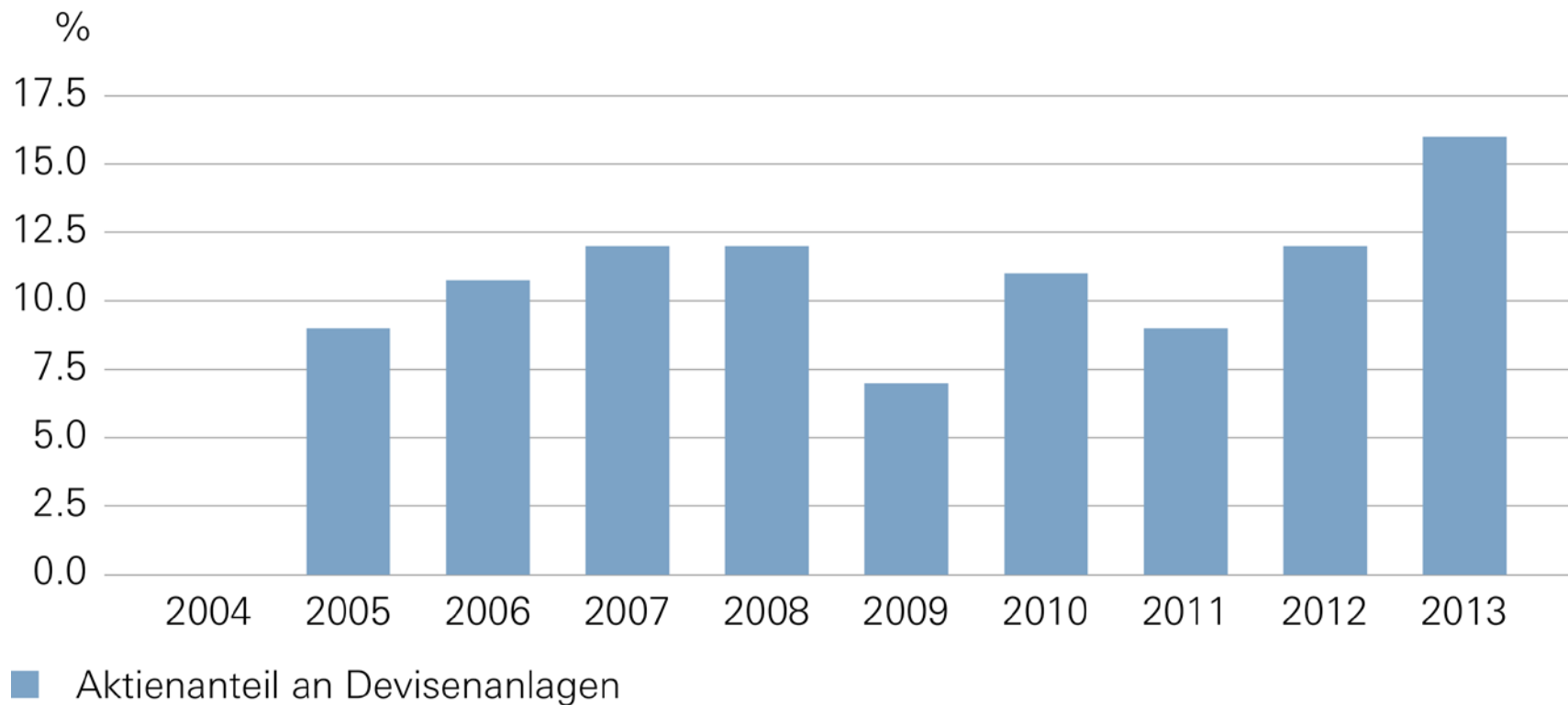
seit 1999 (tägliche Renditen)



Quellen: SNB, Datastream

Erhöhung des Aktienanteils auf zuletzt 16%

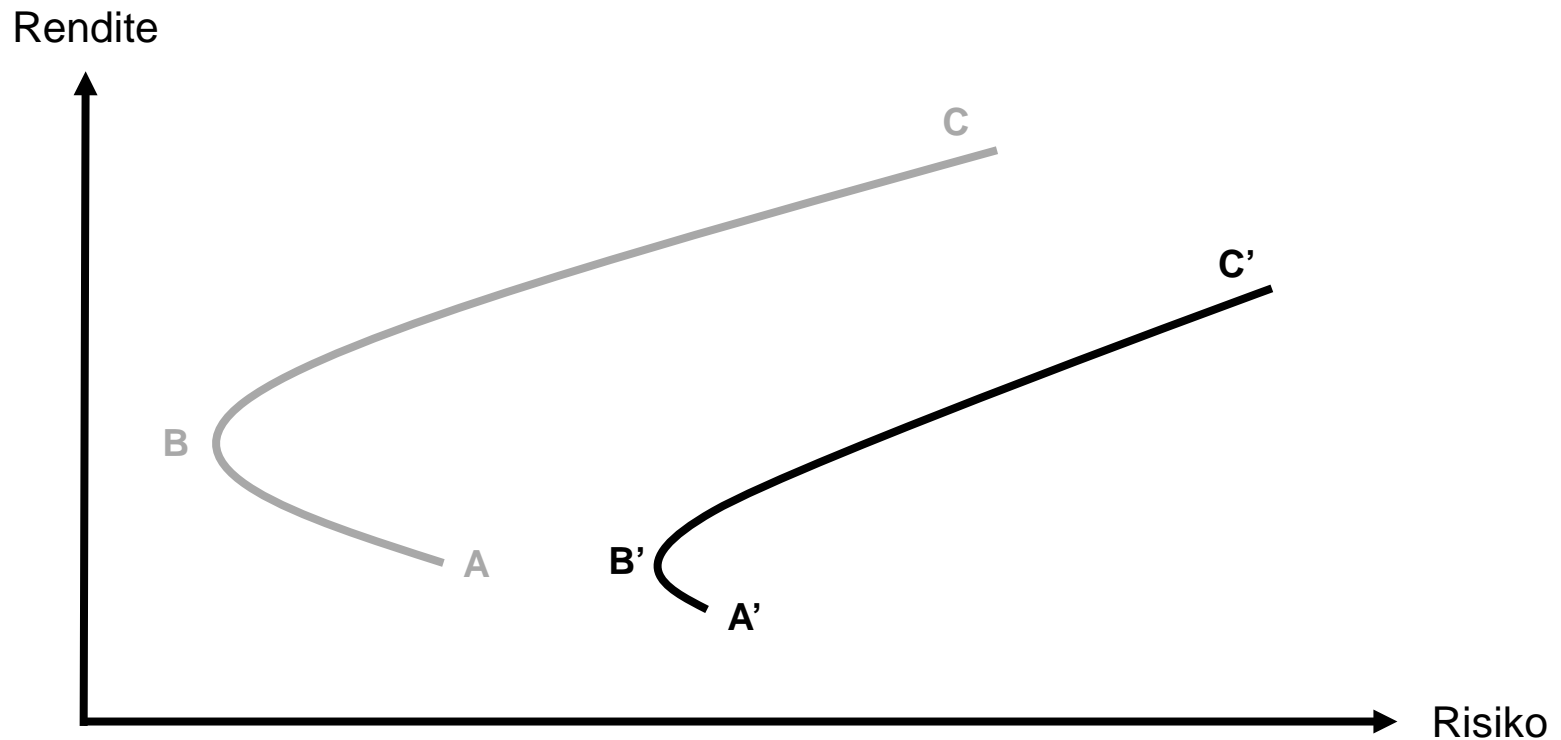
AKTIENANTEIL AN DEWISENANLAGEN



Quelle: SNB

Wie hoch sollte der Aktienanteil unseres Portfolios sein?

EFFIZIENZGRENZE



Die SNB als passive Investorin

AKTIENUNIVERSUM

- Rund 6000 Titel in über 10 Währungen
- Aktienuniversum deckt ca. 90% der globalen Marktkapitalisierung ab

WARUM BETREIBT DIE SNB KEIN STOCK PICKING?

- Der Diversifikationseffekt innerhalb des Aktiensegments ist grösser.
- Die SNB ist keine strategische Investorin.
- Der Markteinfluss soll minimiert werden.
- Es ist nahezu unmöglich, systematisch einen Aktienindex zu schlagen.

AUSNAHMEN

- Vermeidung von Interessenskonflikten: mittel- und grosskapitalisierte Banken
- Unternehmen, die in grober Weise gegen ethische Kriterien verstossen

Schlussbetrachtung

- Das neue Nationalbankgesetz von 2004 gewährte der SNB neue Möglichkeiten in der Anlagepolitik.
- Dank verschiedener Diversifikationsschritte konnte das Risiko-Rendite-Profil verbessert werden.
- Die Möglichkeiten unserer Anlagepolitik werden aber durch den Vorrang der Geld- und Währungspolitik begrenzt.
- Einzelne Jahre mit Verlusten wird es immer wieder geben.
- Der Erfolg der SNB misst sich an der Erfüllung des Mandats, nicht an den Jahresergebnissen.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

© Schweizerische Nationalbank

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK

