

Halbjahres-Mediengespräch, Genf, 15. Juni 2000

Einleitende Bemerkungen von Bruno Gehrig, Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank

Der Wechselkurs des Frankens war im ersten Halbjahr von zwei gegenläufigen Bewegungen geprägt: Einerseits schwächte sich der Franken gegenüber dem US-Dollar nochmals leicht ab. Andererseits befestigte er sich gegenüber dem Euro, in dessen Kielwasser er sich seit Anfang 1999 bewegt hatte (vgl. Beilage 1: Franken-Wechselkurs). Als Folge davon wurde die Abschwächungstendenz des exportgewichteten Frankenkurses durch eine leichte Gegenbewegung abgelöst. Der aussenwirtschaftliche Impuls, der vom Frankenkurs auf unsere Wirtschaft ausgeht, hat damit an Kraft verloren. Dies ist angesichts der robusten Eigendynamik unseres Konjunkturaufschwungs durchaus erwünscht.

Die Entwicklung des Euro an den Devisenmärkten hat bei vielen Marktteilnehmern Enttäuschung, wenn nicht gar Besorgnis ausgelöst. Gegenüber dem Dollar hat der Euro seit seiner Einführung zeitweise mehr als 25% verloren und sich erst vor kurzem wieder etwas erholt. Dabei dürften neben wirtschaftlichen auch politische Faktoren eine Rolle gespielt haben. Offensichtlich baut sich das Vertrauen in die neue Währung nicht so schnell auf, wie dies die Optimisten vor dem Start geglaubt hatten.

Historisch betrachtet sind derartige Wechselkursbewegungen nicht aussergewöhnlich. Während der Dollarhaube von 1982 bis 1985 beispielsweise fielen die Kursveränderungen sowohl im Ausmass als auch in der Dynamik ebenso heftig aus. Damals sank die D-Mark gegenüber dem Dollar innerhalb von drei Jahren um 35% und erreichte im März 1985 Tiefststände, die auf den Euro übertragen einem Kurs von 0,55 Dollar pro Euro entsprochen hätten. Allerdings hielt diese Verzerrung damals nicht lange an. (Vgl. Beilage 1: Dollar/Euro-Wechselkurs).

Hinter solchen Wechselkursverschiebungen standen damals wie heute grosse makroökonomische Divergenzen. Die Dollarhaube der achtziger Jahre war wie die aktuelle begleitet von einem strukturellen, rasch wachsenden Defizit in der amerikanischen Leistungsbilanz. Eine solche Entwicklung setzt die Bereitschaft ausländischer Investoren voraus, in den USA laufend neue Direktinvestitionen zu tätigen und Dollarwertpapiere zu akkumulieren. Die Kapitalströme in die USA spiegeln ein hohes Mass an Vertrauen in die US-Wirtschaft und ihre Finanzmärkte.

Eine weitere Parallele zu den achtziger Jahren ist bemerkenswert: Auch der damaligen Dollarhaube ging ein kräftiger Wachstumsschub in Amerika voraus. Allerdings – und damit komme ich zu den wesentlichen Unterschieden – war der Wachstumsvorsprung gegenüber Europa weniger ausgeprägt als heute. Zudem war ein wesentlicher Teil des amerikanischen Wachstums auf den massiven Fiskalimpuls der Reagan-Administration zurückzuführen, der eine rasch anschwellende Staatsverschuldung und sukzessiven Zinsdruck nach sich zog. Demgegenüber wuchs die amerikanische Wirtschaft in den letzten Jahren entscheidend im privaten Bereich; gleichzeitig wurde der Staatshaushalt saniert und die Inflation blieb moderat. Dass die Finanzmärkte einen solchen Leistungsausweis honorieren, kann kaum überraschen.

Positive Veränderungen zeichnen sich mittlerweile auch in Europa ab, wenn auch verzögert und in weniger ausgeprägtem Mass. Immerhin hat sich der Euro in den letzten Wochen von seinen Tiefstständen deutlich lösen können. Zweifellos erscheint das Wirtschaftsbild auf beiden Seiten des Atlantik heute wesentlich günstiger als in den achtziger Jahren.

In struktureller Hinsicht befindet sich der Devisenhandel in einem tiefgreifenden Veränderungsprozess. Die Zeiten mit rekordhohen Umsätzen sind längst hinter uns. Zahlreiche Market Makers sind nicht mehr im Geschäft, andere haben die in dieser Aktivität eingesetzten Ressourcen stark reduziert. Indessen ist dies kein Grund zu Besorgnis. Dem Volumenzerfall im Interbankenhandel steht zum Vorteil der Marktbenützer eine stark verbesserte Markt- und Preistransparenz gegenüber. Sie beruht massgeblich auf den elektronischen Handelseinrichtungen, welche die besten Preisangebote laufend sichtbar machen. Aus volkswirtschaftlicher Sicht bedeutet diese Veränderung insofern einen Effizienzgewinn, als der Markt seine Funktion heute mit geringerem Ressourcenaufwand erfüllt.

Die Nationalbank verfügt über beachtliche Aktiven (vgl. Beilage 2: Bilanzschema). Im Zentrum stehen die schweizerischen Währungsreserven. Sie umfassen Devisenreserven im Gegenwert von derzeit rund 50 Mrd. Franken und Goldreserven im Marktwert von gegenwärtig knapp 40 Mrd. Franken. Hinzu kommen rund 10 Mrd. Frankenaktiven netto (das heisst abzüglich der kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber dem Bund), die hauptsächlich für die Steuerung des Geldmarktes benötigt werden.

Nach der Veräusserung der Hälfte des Goldbestandes und Abtretung der Erlöse an künftige Nutzniesser sinken die Goldreserven zum aktuellen Preis bewertet um 20 Mrd. Franken. Zudem liegen die Devisenreserven als Folge

aufgelaufener Währungsgewinne derzeit gut 10 Mrd. über dem im Einvernehmen mit dem Bundesrat angestrebten Bestand. Dieser Reserveüberhang wird, soweit er von Dauer ist und nicht durch Währungsverluste wieder wegschmilzt, ab dem Jahre 2003 im Rahmen der Gewinnausschüttung allmählich abgetragen werden können. Längerfristig dürften damit noch Währungsreserven im Gesamtwert von ungefähr 60 Mrd. Franken bei der Nationalbank verbleiben.

Bei der Bewirtschaftung der Währungsreserven sind wir an notenbankpolitische und gesetzliche Vorgaben gebunden. Innerhalb dieser Vorgaben legen wir die Währungsreserven nach Risiko-/Ertragsgesichtspunkten an, wobei wir den 1997 erweiterten, gesetzlichen Anlagespielraum nutzen. Wir sind erstens bestrebt, die Währungsrisiken durch Diversifikation so weit wie möglich zu begrenzen. Zu diesem Zweck halten wir neben den Leitwährungen US-Dollar (derzeit 40% der Devisenreserven) und Euro (44%) auch Portefeuilles in britischen Pfund, japanischen Yen, kanadischen Dollar und dänischen Kronen. Zweitens wählen wir die Laufzeitverteilung der Anlagen so, dass wir von den tendenziell höheren langfristigen Zinssätzen profitieren können, aber im Falle eines unerwarteten Zinsanstiegs vor übermässigen Kursverlusten geschützt sind. Aus dieser Optik haben wir die durchschnittliche Laufzeit der Anlagen auf 2 bis 4 Jahre festgelegt.

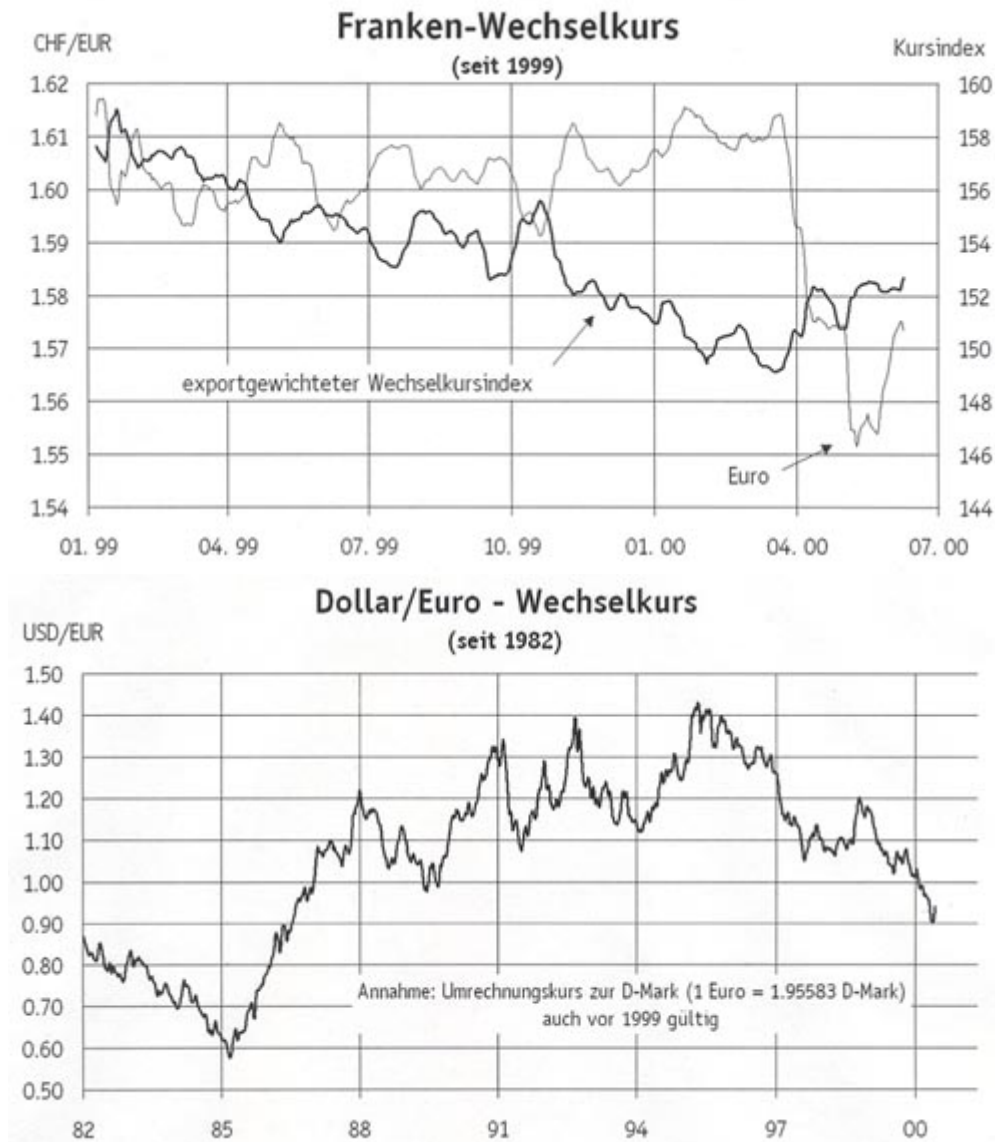
Den Erfolg unserer gesamten Anlagestrategie sowie jenen in den einzelnen Portefeuilles messen wir systematisch anhand von repräsentativen Marktindizes. Zudem lassen wir seit rund 20 Jahren einen kleinen Teil der Devisenreserven durch einen amerikanischen Vermögensverwalter bewirtschaften. Darauf aufbauend haben wir vor kurzem drei weitere externe Verwalter eingesetzt. Damit werden gegenwärtig 7% der Devisenreserven extern bewirtschaftet. Bei den externen Mandaten haben wir die Anlagepalette um Segmente erweitert, für die eine interne Bewirtschaftungslösung nicht zweckmässig wäre. Es handelt sich um amerikanische "Mortgage-backed Securities" (hypothekarisch gesicherte Wertschriften) sowie "Global Bonds" (Mehrwährungs-Portefeuilles). Selbstverständlich gelten für die externen Verwalter detaillierte Vorgaben, deren Einhaltung wir systematisch überwachen.

Wie hoch ist das Ertragspotential auf den Nationalbankaktiven? Zunächst ist zu bedenken, dass die Goldreserven, abgesehen von den Einnahmen aus dem Goldleihgeschäft, keinen Zinsertrag abwerfen. Bei den Frankenaktiven handelt es sich primär um kurzfristige Repogeschäfte und Wertschriftenanlagen, womit ihr durchschnittlicher Ertrag bei etwa 3% oder rund 300 Mio. Franken pro Jahr liegen dürfte.

Bei den Devisenreserven ist das Ertragspotential grösser. Mit der gegenwärtigen - durch die 1997 erfolgte Gesetzesrevision ermöglichten - Anlagestrategie hätten wir in den letzten 15 Jahren auf den Devisenreserven eine Rendite von durchschnittlich knapp 6% erzielt. Einer mittleren Anlagerendite von 7,5% wären Währungsverluste von jährlich gut 1,5% gegenübergestanden. Die einzelnen Jahresergebnisse hätten dabei stark geschwankt, zwischen -7% (1994) und +16% (1996).

Da die Devisenreserven in Obligationen investiert sind, wären wir mit einer langfristigen Rendite von fast 6% relativ gut gefahren. Die Erfahrung lehrt indessen, dass historische Renditen nicht unkritisch fortgeschrieben werden dürfen. Wegen der erreichten Dollarstärke und der gegenwärtig international relativ tiefen Zinssätze bleiben die Renditeperspektiven für die Devisenreserven mittelfristig eher gedrückt und die Anlagerisiken erheblich. Längerfristig ist für die Devisenanlagen mit einer Rendite von gut 5% zu rechnen, was bei einem Volumen von rund 40 Mrd. Franken einem Jahresertrag von etwas über 2 Mrd. Franken entspräche.

Beilage 1



Beilage 2

SNB-Bilanzschema in Mrd. Franken (Stand Mai 2000)

Aktiven		Passiven	
Gold	40	Notenbankgeldmenge	34
Devisenreserven (inkl. IWF-Position)	50		
Frankenaktiven (inkl. Repos)	20	Verbindlichkeiten gegenüber dem Bund	10
		Andere Passiven	66
Bilanzsumme	110		110