

Jahresend-Mediengespräch, Zürich, 8. Dezember 2000

Einleitende Bemerkungen von Jean-Pierre Roth,
Vizepräsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank

Lage auf den Kapitalmärkten

Seit unserem Pressegespräch vom Juni dieses Jahres standen die Finanzmärkte unter dem Einfluss höherer Ölpreise und einer allmählichen Verlangsamung des Wirtschaftswachstums. Trotz der generellen Beschleunigung der Inflation sind die langfristigen Zinsen für erstklassige Schuldner ziemlich stabil geblieben oder haben sich sogar leicht zurückgebildet. Diese Entwicklung zeigt, dass die Märkte den Ölpreisschock nicht als ein dauerhaftes Inflationsproblem betrachten. In der Schweiz sank die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen von 4% im Juni auf gegenwärtig 3,75%. Auf den einzelnen Märkten wurden die Renditen von Staatsanleihen auch durch besondere Umstände beeinflusst. In den USA beschleunigte sich der Rückgang der Renditen von Bundesanleihen aufgrund des Budgetüberschusses; in der Eurozone ist die Stagnation der langfristigen Zinsen wahrscheinlich auf das fehlende Vertrauen der Märkte in die europäische Währung zurückzuführen.

Die allseits erwartete Verlangsamung des Wirtschaftswachstums hat die Finanzmärkte aber stärker beeinflusst, als aufgrund der geringen Volatilität bei den langfristigen Staatsanleihen vermutet werden könnte. Es zeigt sich nämlich, dass die Investoren angesichts der ungünstigeren konjunkturellen Aussichten gegenüber Risiken vorsichtiger geworden sind. An den Börsen ist die Begeisterung für Technologietitel gewichen. Diese Erscheinung lässt sich allgemein beobachten. In den USA, wo die Anzeichen einer Konjunkturverlangsamung nach einer Phase des starken Wachstums nun deutlich in Erscheinung treten, ist der Nasdaq-Index von seinem Höchststand im Sommer dieses Jahres um mehr als einen Drittel gefallen. Damit liegt er wieder auf dem Niveau vom Herbst 1999. An den anderen Börsenplätzen haben die Indizes der Neuen Märkte ähnlich reagiert. Die Entwicklung der traditionellen Börsenindizes hing weitgehend davon ab, wie stark die Gewichtung der Technologieaktien jeweils ist. In Japan widerspiegelt die anhaltende Baisse des Nikkei-Index in erster Linie die Schwierigkeiten bei der Sanierung der japanischen Wirtschaft.

Die Risikoscheu der Anleger hatte auch eine deutliche Ausweitung der Spreads zwischen den Renditen von Staatsanleihen und denjenigen von Obligationen privater Schuldner zur Folge. Jenseits des Atlantiks stellt man insbesondere eine klare Verschlechterung der Finanzierungskonditionen von Unternehmungen mit einem tiefen Rating fest. Der Spread zu ihren Lasten hat ein Rekordniveau erreicht, das noch höher liegt als während der Finanzkrise von 1998.

Auch gegenüber den Länderrisiken sind die Anleger vorsichtiger geworden. Einige aufstrebende Volkswirtschaften, deren wirtschaftliche Basis noch nicht gefestigt ist, leiden besonders unter dem Ölpreisanstieg und den Aussichten auf ein langsames Wachstum der Weltwirtschaft. Die schwächsten unter ihnen sehen sich einer Verschlechterung ihrer Finanzierungskonditionen gegenüber und ziehen damit wieder vermehrt die Aufmerksamkeit der internationalen Gemeinschaft auf sich.

Im Vergleich zu früheren Phasen scheinen die Finanzmärkte somit rascher und differenzierter auf Veränderungen der konjunkturellen Aussichten zu reagieren. Davon zeugt der Umfang der Anpassungen, der sich beobachten lässt. Die Anleger sind durch die Volatilität der Märkte nicht wesentlich verunsichert worden. Dies deutet darauf hin, dass frühere Marktübertreibungen korrigiert werden konnten, und dass die Marktkonditionen angesichts der neuen Einschätzung der Risiken gerechtfertigt sind.

Goldverkäufe und Verwaltung der freien Aktiven

Mit dem Inkrafttreten des Währungs- und Zahlungsmittelgesetzes anfangs Mai 2000 konnten wir den geplanten Verkauf von 1300 Tonnen Gold aus unseren Aktiven aufnehmen. Bis heute haben wir 160 Tonnen Gold auf den Markt gebracht. Bis Ende September 2001 beabsichtigen wir, Verkäufe im selben Ausmass zu tätigen. Unsere Verkäufe sind mit jenen der Zentralbanken, die sich dem Abkommen vom 26. September 1999 angeschlossen haben, abgestimmt.

Wir beauftragten die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich mit dem Verkauf der ersten 220 Tonnen Gold. Wie unsere Notenbankausweise zeigen, wird das Gold regelmässig in kleinen Mengen verkauft, wodurch ein übermässiger Einfluss auf die Preise vermieden wird. Diese Vorgehensweise hat sich ausgezahlt: Der Markt konnte das zusätzliche Angebot problemlos aufnehmen. Der Durchschnittspreis unserer Verkäufe belief sich auf 275,9 \$ je

Unze. Damit lag er in diesem Zeitraum leicht über dem Kurs des Londoner Fixings, dem Referenzkurs auf dem Goldmarkt.

Die Dollars, die uns aus den Goldverkäufen zufließen, werden im Rahmen des Nationalbankgesetzes in verschiedene Finanzanlagen investiert. Auf diese Weise wird allmählich ein Anlagenportefeuille aufgebaut, das dereinst für die von den Eidgenössischen Räten zu beschliessenden Verwendungszwecke zur Verfügung stehen kann. Die Höhe dieses Portefeuilles wird letztlich vor allem von den folgenden zwei Faktoren abhängen: (1) von der Entwicklung des Goldpreises in Schweizer Franken und (2) von der Rendite der getätigten Investitionen. Geht man vom derzeitigen Goldpreis aus, so wird es sich am Ende der Goldverkäufe auf rund 20 Milliarden Franken belaufen.

Vor einer ungünstigen Entwicklung des Goldpreises in Schweizer Franken können wir uns nur so weit schützen, als es das Abkommen der Zentralbanken vom 26. September 1999 zulässt. Dieses Abkommen erlaubt keine Absicherungsgeschäfte im Hinblick auf die künftige Goldpreisentwicklung in Dollars. Die Unsicherheiten aufgrund der Schwankungen des Dollars gegenüber dem Schweizer Franken können wir aber einschränken. Eine vollständige Absicherung ist indessen gar nicht nötig. Die Erfahrung zeigt nämlich, dass der Dollarkurs gegenüber dem Schweizer Franken und der Goldpreis in Dollar negativ korrelieren. Mit anderen Worten: Wenn der Dollar-Preis des Goldes sinkt, dann steigt in der Regel der Dollar gegenüber dem Schweizer Franken. Dieser natürliche "Hedge" erlaubt es uns, das Dollarrisiko nur teilweise abzusichern. Dabei tätigen wir Dollar-Terminverkäufe gegen Schweizer Franken in einem Ausmass, das etwa einem Drittel der Einnahmen aus den Goldverkäufen entspricht. Wir können so die negativen Auswirkungen, die eine Abwertung des Dollars auf die künftigen Erlöse aus den Goldverkäufen hätte, begrenzen.

Die Erlöse aus den Goldverkäufen investieren wir in ein Obligationen-Portefeuille, das aus zwei Gründen ganz anders zusammengesetzt ist als das Portefeuille unserer Devisenreserven: Erstens müssen wir davon ausgehen, dass die künftigen Nutzniesser unserer freien Aktiven - die wir noch nicht kennen - ein Portefeuille wünschen, das regelmässige Erträge in Schweizer Franken generiert. Zweitens ist anzunehmen, dass die Nutzniesser diese freien Aktiven frühestens in zwei bis drei Jahren in Besitz nehmen werden. Es ist deshalb wichtig, dass das sukzessive aufgebaute Portefeuille im Zeitpunkt seiner Übertragung auch tatsächlich den auszugliedernden Betrag enthält. In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass die Nationalbank bis zum Zeitpunkt der Ausgliederung das gesamte Risiko, das mit der Anlage dieser Erlöse verbunden ist, übernehmen muss. Die Interessen der Empfänger der üblichen Gewinnausschüttungen der Nationalbank - des Bundes und der Kantone - müssen gewahrt werden, weshalb unsere Anlagestrategie nicht allzu aggressiv sein darf: Etwa 60% des Portefeuilles werden gegen Wechselkursrisiken abgesichert, entsprechen also einer Investition in Schweizerfranken-Obligationen. Der Rest wird im Euro (20%), im US-Dollar (10%) und in Obligationen anderer Währungen (10%) angelegt. Die durchschnittliche Duration des Portefeuilles beträgt ungefähr drei Jahre.

Das Anlageprofil für die freien Aktiven wurde demnach so definiert, dass den Bedürfnissen der künftigen Empfänger und dem voraussichtlichen Datum der Übertragung soweit als möglich Rechnung getragen werden kann. Ausserdem haben wir alle nötigen administrativen Vorkehrungen getroffen, um die Effizienz unseres Portfolio-Managements zu gewährleisten:

- Die freien Aktiven werden wie ein getrenntes Portefeuille verwaltet, dessen Marktwert, Rendite und Risikoprofil wir jederzeit kennen. Allerdings wird dieses Portefeuille, da es noch nicht ein Sondervermögen im juristischen Sinne darstellt, nicht separat in unserer Bilanz erscheinen. Die getätigten Anlagen finden sich unter den verschiedenen Positionen unserer Aktiven.
- Für jeden Anlagetyp, den wir für die freien Aktiven beiziehen, haben wir Referenzportefeuilles und Referenzindizes definiert. Wir können unsere Performance somit regelmässig anhand von objektiven Kriterien messen.

Dank diesen Massnahmen bleibt gewährleistet, dass die für die Geldpolitik nicht notwendigen Aktiven auf transparente Weise verwaltet werden. Dies wird eine Übertragung dieser Aktiven an die künftigen Empfänger erleichtern, wenn der gesetzliche Rahmen dafür einmal geschaffen ist.