

Asset Management bei Zentralbanken – Ein Spezialfall?

Philipp M. Hildebrand

Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Universität St. Gallen,

sb/f Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen

HSG-Weiterbildungsseminare, 5.12.2003

«Innovationen in der Finanzpraxis» lautet das Thema Ihrer Tagung. Innovationen gibt es auch bei Zentralbanken. So führte die Schweizerische Nationalbank (SNB) beispielsweise Ende 1999 nicht zuletzt angesichts der erwiesenen Instabilität der Geldnachfrage ein innovatives geldpolitisches Konzept ein. Mit dem neuen Nationalbankgesetz (NBG) liegt der Akzent für Neuerungen eher im Bereich der Bewirtschaftung der Währungsreserven. Diese Aufgabe liegt mir besonders am Herzen. In meinen früheren beruflichen Tätigkeiten war das Asset Management stets das Kernstück meiner Verantwortung. Seit meiner Wahl ins Direktorium der Nationalbank ist zwar die Geldpolitik in der Prioritätenliste an die oberste Stelle gerückt. Das Asset Management bleibt aber von zentraler Bedeutung, besonders wenn man betrachtet, dass die SNB Aktiven von über 100 Mrd. Franken besitzt und die Bewirtschaftung dieser Aktiven im Verantwortungsbereich des von mir geleiteten III. Departements angesiedelt ist. Die Asset Management Funktion von Zentralbanken hat in den letzten Jahren allgemein an Brisanz gewonnen. Auch in der Schweiz tauchen regelmässig Zeitungsberichte über das «überschüssige Gold» oder die «versteckten Milliarden» der SNB auf. Mit der Ausweitung der Schere zwischen schnell wachsenden Bedürfnissen und schrumpfenden verfügbaren Mitteln sieht die Politik den «unangetasteten Tresor» der SNB zumindest als Teillösung ihrer Finanzprobleme. Die Gewinnausschüttungsphilosophie der SNB war bis Anfang der neunziger Jahre zugegebenermassen konservativ. Seither hat sich die Situation jedoch stark geändert: Dieses Jahr hat die SNB 2,5 Milliarden Franken zugunsten der Eidgenossenschaft und der Kantone aus ihren Gewinnen ausgeschüttet. Dies entspricht immerhin 0,6% des schweizerischen Bruttoinlandprodukts.

Die Vermögensverwaltung der Zentralbanken hat sich in den letzten Jahren stark verändert. Die Entwicklung zu mehr Professionalität, die man im privaten Finanzsektor nicht zuletzt aufgrund stetig steigenden Wettbewerbsdrucks beobachten konnte, hat auch bei den Zentralbanken ihre Spuren hinterlassen. Ziel meines heutigen Referates ist es, Ihnen das Asset Management der SNB in einer breiteren Perspektive vorzustellen, kurz die anstehenden Neuerungen zu beleuchten und auf die kniffligen zentralbankspezifischen Probleme einzugehen. In einem ersten Schritt möchte ich auf die Gründe für die Haltung von Währungsreserven und die Vielseitigkeit des Asset Management der Zentralbanken eingehen. Anschliessend werde ich mich auf die SNB konzentrieren und unter anderem den Fragen nachgehen, warum die Schweiz ausreichende Währungsreserven braucht und was dies heisst; nach welchen Prinzipien diese Währungsreserven verwaltet werden sollten; und wie der Gewinnausschüttungsprozess längerfristig gestaltet werden soll.

1. Das Reservemanagement: Ein vielseitiger Approach...

Heute besitzen die Zentralbanken weltweit zusammen mehr als 4'000 Milliarden Franken an Währungsreserven. Unter dem Begriff «Währungsreserven» versteht man Aktiven, welche international als Zahlungsmittel gebraucht werden können. Konkret sind dies Anlagen in Fremdwährungen, Goldvorräte sowie Internationale Zahlungsmittel wie die Sonderziehungsrechte (SZR).

Grafik 1 zeigt die wichtigsten Halter von Währungsreserven. Mit über 750 Milliarden Franken besitzt Japan bei weitem die grössten Reserven, gefolgt von China und den Zentralbanken der Euro-Zone. Auffallend ist das grosse Gewicht der asiatischen Länder, die sieben der ersten zehn Plätze belegen. Die Schweiz erscheint mit Reserven von knapp 90 Milliarden Franken an zehnter Stelle. Diese Zahl unserer Währungsreserven berücksichtigt jedoch auch jene Aktiven, welche keine geldpolitische Funktion mehr haben. Die nicht mehr benötigten Goldreserven¹ im Umfang von rund 20 Milliarden Franken warten auf einen anderen Verwendungszweck und sind in diesem Rahmen seit längerer Zeit Gegenstand politischer Diskussionen. Hinzu kommen aktuell 11 Milliarden Franken an nicht mehr benötigten Devisenreserven, welche im Rahmen der Gewinnausschüttungsvereinbarung mit dem Bund und den Kantonen für die zukünftige Normalausschüttung vorgesehen sind. Ohne diese zwei gewichtigen Posten fällt die Schweiz mit noch rund 59 Milliarden Franken Währungsreserven auf den 14. Platz zurück.

Wenn ich meine Kollegen aus anderen Zentralbanken fragen würde, warum sie ihre Währungsreserven brauchen, würde ich ein breites Spektrum von Antworten bekommen: Die Mehrheit von ihnen würde die Bedeutung von Währungsreserven betonen, um vorübergehende Zahlungsbilanzungleichgewichte auszugleichen oder um schweren Krisen vorzubeugen. Einige Zentralbankiers aus Entwicklungsländern würden die Wichtigkeit der Währungsreserven für das Vertrauen der ausländischen Investoren in die rechtzeitige Rückzahlung der Auslandsschuld ihres Landes in den Vordergrund rücken. Anhänger von Systemen fixer Wechselkurse würden betonen, dass mit Währungsreserven unerwünschte Wechselkursschwankungen vermieden werden können. Eine kleine Minderheit würde vielleicht gar Zweifel an der geldpolitischen Bedeutung von Währungsreserven äussern.

In der ökonomischen Literatur über die Haltung der Währungsreserven dominieren drei Leitmotive:

- Währungsreserven ermöglichen es, im Falle von nicht erwünschten Wechselkursbewegungen und/oder Zahlungsbilanzschwierigkeiten Zeit zu gewinnen und graduelle Lösungen anzugehen.
- Währungsreserven haben nicht nur einen geldpolitischen Nutzen. Wenn ein Land in eine besonders schwere Krise gerät, sind sie eine Art Versicherung, welche man einsetzen kann.
- Auch unter normalen Bedingungen tragen Währungsreserven wesentlich zur Glaubwürdigkeit der Geld- und Währungspolitik bei. In diesem Sinne üben sie eine Wirkung aus, ohne dass sie effektiv eingesetzt werden müssen.

Währungsreserven als «Buffer Stock»

In den theoretischen Modellen von Wechselkurssystemen gibt es keinen zwingenden Grund für eine Zentralbank, einen Puffer an Währungsreserven zu halten. In einem reinen System fixer Wechselkurse soll die Zentralbank die Wirkungen der Kapitalzuflüsse und -abflüsse auf die einheimische Liquidität nicht neutralisieren. Ein selbstkorrigierender Mechanismus sorgt dafür, dass durch Änderung der Inlandzinsen, der Gesamtaktivität und letzten Endes der Inlandpreise die Zahlungsbilanzungleichgewichte sich automatisch korrigieren. Auch in reinen Systemen flexibler Wechselkurse sind Währungsreserven unnötig: Die Zentralbank hat sich nur um die interne Liquidität zu kümmern, ohne zu versuchen, durch Interventionen das Niveau des Wechselkurses zu beeinflussen.

In der Realität konnten sich die Zentralbanken jedoch oft nicht an diese theoretischen Erkenntnisse halten, und zwar hauptsächlich aus zwei Gründen:

- Erstens brauchen die selbstkorrigierenden Marktmechanismen in der Realität oft sehr lange, um Wirkung zu zeitigen. Vorübergehend muss man sogar mit überschüssenden Reaktionen rechnen, was im Falle von fixen Wechselkursen zu unerträglichen Zinsschwankungen, im Falle von flexiblen Wechselkursen zu schmerzhaften Wechselkursschwankungen führen kann.
- Zweitens ist die Wirtschaft weniger flexibel, als die Theorie annimmt. Insbesondere die Trägheit der Preise führt dazu, dass grosse Zins- und Wechselkursschwankungen starke Auswirkungen auf die Gesamtaktivität haben, bevor sie das allgemeine Preisniveau beeinflussen.

Diese Gründe rechtfertigen in der Realität ein gewisses Ausmass an Währungsreserven. Im «Buffer Stock» - Modell der ökonomischen Literatur, welches die Währungsreserven als Puffer für Zahlungsbilanzkrisen betrachtet, wird die Höhe der Währungsreserven analog einer Versicherungswahl durch drei Faktoren bestimmt:²

- Erstens: die Wahrscheinlichkeit, dass man in eine Situation gerät, in der Währungsreserven behilflich sein könnten;
- Zweitens: das Ausmass des durch die Existenz von Währungsreserven vermiedenen Schadens (oder der Nutzenbeitrag der Währungsreserven an der Bewältigung des Schadens);
- Drittens: die zu bezahlende Prämie, die in unserem Fall den Opportunitätskosten der Haltung von Währungsreserven entspricht. Diese ökonomischen Kosten lassen sich als Differenz zwischen der risikoadjustierten Rendite des investierten Kapitals im Inland und der erzielten Rendite der Währungsreserven berechnen.

Anhand dieses Modells können folgende normative Schlussfolgerungen gezogen werden:

- Je grösser das Schadenspotential respektive das Schadensvermeidungs- oder Schadensbeseitigungspotential, desto grösser die Währungsreserven. Im Allgemeinen sind kleine Länder mit einer hohen Auslandsverflechtung verwundbarer als grosse, geschlossene Wirtschaftsräume. Sie halten deshalb proportional einen höheren Anteil an Währungsreserven als letztere (Grafik 2).
- Gemäss dem «Buffer Stock» - Modell sollten Währungsreserven bei jenen Ländern am höchsten sein, die ein grosses Gewicht auf die Wechselkursstabilität legen. Währungsreserven erhöhen die Glaubwürdigkeit der Wechselkursbindung für Länder, welche einen stabileren Wechselkurs ihrer Währung anstreben. Das ist beispielsweise der Fall für viele asiatische Länder, die einen mehr oder weniger fixen Wechselkurs gegenüber dem Dollar einhalten wollen. Länder wie Australien, bei denen die zulässigen Wechselkursschwankungen grösser sind, haben tendenziell tiefere Währungsreserven.
- Das «Buffer Stock» - Modell impliziert ebenso, dass die «Anfälligkeit» eines Landes, in eine Krise zu geraten, die Haltung an Währungsreserven positiv beeinflusst. Dieses Modell sagt aber ebenfalls, dass tiefe Opportunitätskosten die Haltung von Währungsreserven positiv beeinflussen sollte. Jene Länder, welche tendenziell krisenanfällig sind, befinden sich damit in einem permanenten

Spannungsfeld. Auf der einen Seite streben sie hohe Währungsreserven an, um sich gegen Krisen zu wappnen. Auf der anderen Seite müssen sie gleichzeitig hohe Opportunitätskosten in Kauf nehmen. Der Nettoeinfluss der Krisenanfälligkeit auf die optimale Höhe der Währungsreserven ist demzufolge nicht eindeutig (Grafik 3).

Zusammenfassend erklärt das «Buffer Stock» - Modell zwar das Verhalten der Zentralbanken am besten, kann aber der Vielseitigkeit der Ansätze nicht vollständig gerecht werden. Andere Faktoren wie historische und kulturelle Betrachtungen, politische und geographische Komponenten sowie Unterschiede in den Aufträgen der Zentralbanken spielen ebenfalls eine grosse Rolle. Diese grosse Vielseitigkeit würde ich grob so umschreiben:

- In den meisten Entwicklungsländern ohne freie Kapitalmärkte spielen die Währungsreserven vor allem im Schuldenmanagement eine Rolle. Die so genannte «Guidotti» - Regel besagt, dass die Währungsreserven wenigstens die kurzfristigen Auslandsschulden der nächsten zwölf Monate (d.h. die Zahlung der Auslandsschuldzinsen, die Rückzahlung der kurzfristigen Auslandsschuld und die Finanzierung der Importe) decken sollen.
- Jene Länder, welche wenigstens teilweise auf Kapitalverkehrskontrollen verzichten, brauchen Währungsreserven vor allem, um die Glaubwürdigkeit in ihre Wechselkurspolitik und das Vertrauen in ihren Finanzsektor zu erhöhen. Das starke Wachstum der Währungsreserven in asiatischen Schwellenländern seit der Krise von 1997 kann auf diese Weise erklärt werden.
- Die entwickelten Länder, welche über einen guten Zugang zum Kapitalmarkt und eine hohe Glaubwürdigkeit verfügen, haben verschiedene Wege gewählt. In den meisten angelsächsischen Ländern, die oft auch Rohstoffproduzenten sind, werden die Reserven knapp gehalten. In den «älteren» asiatischen und europäischen Ländern ist man vorsichtiger. So haben nur sehr wenige Länder in der Euro-Zone ihre Währungsreserven aktiv abgebaut, auch wenn die Einführung des Euro deren geldpolitischen Nutzen in einigen Ländern vermindert hat. Es wurde vorgezogen, diese Teile der Reserven teilweise in nationale Investitionsfonds umzuwandeln.³

2. ... mit gemeinsamen Trends

Trotz der Vielseitigkeit der Ansätze im Management von Währungsreserven sind die Zentralbanken in ihrer Anlagetätigkeit nicht von der allgemeinen Entwicklung in der Anlage- und Risikokontrollpolitik abgeschottet worden. Folgende gemeinsame Tendenzen sind besonders zu erwähnen:

- Das Ertragskriterium spielt nach den Kriterien «Sicherheit» und «Liquidität» eine zunehmend wichtigere Rolle, auch wenn die Anlagen selbstverständlich weiterhin dem Primat der Geldpolitik unterstehen.
- Mit der stärkeren Ertragsausrichtung nehmen auch die Marktrisiken, die eingegangen werden, zu. Dies erfordert eine höhere Professionalität in der Ausgestaltung des Anlage- und Risikokontrollprozesses.
- Die Forderung nach einer besseren «Corporate Governance» ist auch an den Zentralbanken nicht vorübergegangen. Ein zwingendes Element einer guten «Corporate Governance» ist die Transparenz. Die meisten Zentralbanken haben grosse Fortschritte gemacht und betreiben heute eine viel offenere Informationspolitik über ihre Anlagen.

Der Schritt zu offenem und professionellem Reserve Management wird auch von internationalen Institutionen wie dem Internationalen Währungsfond (IWF) unterstützt. Gemäss IWF sollte angestrebt werden, dass (1) genügend Währungsreserven zur Verfügung stehen, (2) alle Risiken unter Kontrolle sind und (3) mittelfristig vernünftige Gewinne erzielt werden.⁴

Stärkere Ertragsorientierung der Anlagen

Für die meisten Zentralbanken ist das Asset- und Liability - Management eher eine Kunst als eine Technik, weil die Verpflichtungen einer Zentralbank nicht präzise definierbar sind. Niemand weiss, wann und in welchem Umfang Währungsreserven zum Einsatz kommen müssen. Die historische Antwort der Zentralbanken auf diese Problematik war, ihre Reserven nur in kurzfristige, nominell risikolose Anlagen wie USD-TreasuryBills zu investieren. Dank den Erkenntnissen der Finanzmarkttheorie und der Entwicklung der Finanzmärkte wurde diese Optik revidiert.

- Erstens werden die Risiken der Anlagen nicht mehr auf der Ebene der einzelnen Instrumente betrachtet, sondern im Rahmen des Gesamtportfolios. Ein einzelnes,

für sich allein betrachtet «riskantes» Investment kann im Zusammenspiel mit anderen Portfoliokomponenten zur Risikoreduktion beitragen. Der Grossteil der Währungsreserven besteht immer noch aus Anlagen in Staatsanleihen. Immer mehr Zentralbanken investieren jedoch einen kleinen Teil ihrer Währungsreserven in andere Instrumente wie Agency-Papiere, Unternehmensanleihen oder Aktien.

- Zweitens hat sich die Definition der Liquidität verändert. Früher wurde Liquidität im buchhalterischen Sinn definiert, wonach eine Anlage mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr der Liquidität zugeordnet wurde. Heute äussert sich die Liquidität einer Anlage in jener Menge, welche ohne wesentliche Preisveränderung auf dem Markt gehandelt werden kann. Deshalb ist die Liquidität einer 10-jährigen US-Staatsanleihe besser als jene einer Geldmarktanlage. Dies hat den Zentralbanken erlaubt, die Duration ihrer Portfolios zu erhöhen, was die durchschnittliche Rendite ihrer Anlagen mittelfristig verbessert. Hinzu kommt, dass bei Bedarf auch weniger liquide Wertpapiere als Collateral für kurzfristige Kredite benutzt werden können.
- Bei der Zusammensetzung der Devisenreserven nach Währungen zeigen die globalen Zahlen des IWF keine deutliche Tendenz zur Diversifikation (Grafik 4). Der Anteil des US-Dollar bleibt mit 60-70% immer noch sehr hoch. Dies kann durch den erhöhten Anteil der asiatischen Zentralbanken erklärt werden, die immer noch vorwiegend Dollarreserven akkumuliert haben. Der Schweizer Franken ist für die meisten Zentralbanken aufgrund der mangelnden Liquidität des hiesigen Kapitalmarkts keine bedeutende Reservewährung.

Verbesserte Professionalität des Anlageprozesses

Die Hauptaufgabe der Zentralbanken ist die Geldpolitik, und die Anlagetätigkeit ist dem Primat der Geld- und Währungspolitik unterstellt. Dies bedeutet nicht, dass die Anlagepolitik weniger professionell als die Geldpolitik betrieben werden kann. Die Ansprüche an die Anlage- und Risikokontrollpolitik haben sich mit der gestiegenen Komplexität der Instrumente erhöht. Dies und die neusten Erkenntnisse der «Corporate Governance» haben viele Zentralbanken dazu veranlasst, ihre Anlage- und Risikokontrollprozesse mit folgenden Zielen zu überarbeiten:

- Die Verantwortlichkeiten sind auf jeder Stufe des Anlageprozesses klar zu definieren;

- Die Performance der Anlagetätigkeit sind durch einen systematischen Einsatz von Benchmarks zu beurteilen;
- Die operationellen Risiken sind durch eine systematische Trennung von Front- und Back-Office - Operationen zu reduzieren;
- Die Markt- und Kreditrisiken sind durch ein separates Risikocontrolling zu überwachen und zu steuern. Immer mehr Zentralbanken benutzen moderne Methoden wie Value-at-Risk oder Stresstests, um die erwarteten Risiken zu analysieren.

Erhöhte Transparenz gegenüber der Öffentlichkeit

Eine der wichtigsten Bedingungen, um den Standard einer guten «Corporate Governance» zu erfüllen, liegt in der Vollständigkeit und Richtigkeit der finanziellen Berichterstattung. Diesbezüglich waren bis vor kurzem manche Zentralbanken ähnlich wie auch private Unternehmen keine Musterbeispiele. Die Lektüre ihrer Geschäftsberichte gab kaum Informationen über die Zusammensetzung ihrer Aktiven her. Viele Anlagen waren nicht marktbewertet. Viele Ausserbilanzpositionen wurden gar nicht erwähnt. Der Detaillierungsgrad der Anlagen war gering, so dass die Öffentlichkeit im Ungewissen blieb, woraus die Währungsreserven effektiv bestanden. Diese Lücken in der Berichterstattung waren oft absichtlich: die Zentralbanken hatten Angst, dass durch eine transparente Berichterstattung wichtige Informationen veröffentlicht würden, die die geldpolitische Wirksamkeit der Währungsreserven beeinträchtigen könnten. Diese Haltung war langfristig nicht zu rechtfertigen: Zentralbanken konnten in ihrer Aufsichtsfunktion nicht glaubwürdig verlangen, dass die Finanzmarktteilnehmer transparent über ihre Operationen berichten und gleichzeitig kaum Informationen über die eigenen Aktivitäten liefern.

In den letzten 10 Jahren sind in dieser Hinsicht grosse Fortschritte erzielt worden, auch dank der Arbeit des IWF, der sich stark für erhöhte Transparenz einsetzt. Seine «Special Data Dissemination Standards» werden jedes Jahr von einer steigenden Anzahl von Zentralbanken befolgt. Auch die Zahlen über die Höhe der Währungsreserven werden heute von allen wichtigen Ländern ohne Zeitverzögerung an den IWF geliefert, was vor 10 Jahren noch kaum der Fall war. Zwar bleiben die Unterschiede zwischen den transparentesten Zentralbanken (u. a. Australien, Kanada, Dänemark, England, Norwegen und auch der Schweiz) und den anderen gross, aber tendenziell wird die Berichterstattung überall transparenter.

3. Das Reserve Management bei der SNB

Nach diesem ausführlichen Rundgang durch die allgemeine Problematik des Reserve Management möchte ich mich im letzten Teil meines Referats auf die SNB konzentrieren.

Die Höhe der Währungsreserven

Wie wir gesehen haben, lässt sich die notwendige Höhe an Währungsreserven nicht wissenschaftlich präzise bestimmen. Im internationalen Vergleich nimmt die Schweiz keine ausserordentliche Stellung ein. Ohne Berücksichtigung der zur Ausschüttung vorgesehenen Währungsreserven ist das Verhältnis Währungsreserven zu Importen vergleichbar mit jenem der Eurozone, von Norwegen oder von Dänemark und deutlich tiefer als jenes von Singapur oder Hong Kong (Grafik 5).

Die Argumente für eine reichliche Dotation der Währungsreserven der SNB können in folgenden vier Punkten zusammengefasst werden:

- Währungsreserven erhöhen die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik wesentlich und fördern das Vertrauen in die eigene Währung. Die in der Schweiz vergleichsweise tiefen Zinsen können zumindest teilweise auch darauf zurückgeführt werden.
- Mit ausreichenden Währungsreserven ist die SNB in der Lage, gegen einen unerwünschten Schwächeanfall des Schweizer Frankens zu kämpfen. Damit einher geht eine entsprechende Präventivwirkung, so dass der effektive Gebrauch der Währungsreserven weniger wahrscheinlich wird.
- Die Währungsreserven sind eine Versicherung für akute Krisensituationen. Die Schweiz ist eine kleine Volkswirtschaft, die sehr viele Rohstoffe und Agrarprodukte importieren muss. In diesem Sinne dienen die Währungsreserven auch der Landesversorgung.
- Die Schweiz ist ein wichtiger Akteur auf den internationalen Finanzmärkten. Der Finanzsektor trägt wesentlich zum schweizerischen Wohlstand bei (rund 12 Prozent des BSP), birgt aber auch einige Risiken in sich.

Die Erinnerung an die Diskussion über die Rolle der Opportunitätskosten im «Buffer Stock» - Modell sollte ihnen ein fünftes Argument näher bringen, das zu wenig beachtet wird. In der Schweiz sind die realen Renditen tiefer als im Ausland, was auch bedeutet, dass die Opportunitätskosten der Währungsreserven tief sind. Ich schliesse nicht aus, dass sie mit einer vernünftigen Anlagepolitik gegen Null tendieren. Anders ausgedrückt

könnten wir in der vorteilhaften Situation sein, dass wir uns mit Währungsreserven zusätzliche Glaubwürdigkeit für die Geldpolitik und einen Versicherungspuffer für Krisen zum Nulltarif kaufen können. Eine solche günstige Ausgangssituation sollte man nicht aufs Spiel setzen!

Konsequenzen für die Reservehaltung

Lassen Sie mich die Konsequenzen der bisherigen Ausführungen für unser Asset Management zusammenfassen:

- Die Anlagepolitik der SNB hat sich an den Kriterien Sicherheit, Liquidität und Ertrag zu orientieren. Eine langfristige Optimierung dieser Kriterien erlaubt es, die Opportunitätskosten der Reservehaltung tief, vielleicht sogar negativ zu halten.
- Der Aufbau der Reserven muss aufgrund klarer, langfristiger Ziele geregelt sein, um die Unabhängigkeit und Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zu bewahren. Die heutige Regel, die Reserven im Gleichschritt mit dem nominellen BIP wachsen zu lassen, ist in dieser Beziehung vernünftig.
- Nicht mehr benötigte Währungsreserven können grundsätzlich ausgeschüttet oder treuhänderisch verwaltet werden. Als Beispiel sind hier die Erlöse aus den Verkäufen der nicht mehr benötigte Goldreserven zu nennen. Der endgültige Verwendungszweck dieser seinerzeit bestimmten freien Goldreserven ist eine politische Angelegenheit, in die sich die SNB nicht einmischen will. Die SNB sieht es nicht als ihre Hauptaufgabe, diese Gelder über eine längere Zeit zu verwalten. Durch die vorhandenen Kompetenzen ist die SNB jedoch in der Lage, diese Aufgabe kompetent auszuführen.
- Unter dem neuen Nationalbankgesetz wird der Anlagespielraum der SNB erweitert. Im aktuellen Gesetz werden die Anlagemöglichkeiten noch abschliessend auf Gold und festverzinsliche Anlagen beschränkt. Im neuen Nationalbankgesetz ist der Geschäftskreis offener definiert und die SNB entscheidet selber über das Anlageuniversum. So kann sie das Profil der Anlagen an die Bedürfnisse einer langfristig optimalen Anlagestruktur anpassen.
- Die Ausschüttungen der SNB müssen langfristig eine variable Restgrösse darstellen. Dies ist bereits in der Botschaft des Bundesrats zum neuen Nationalbankgesetz ausgeführt. Die ausgewiesenen Gewinne der SNB sind namentlich als Folge der Marktbewertung volatiler als früher. Um die

Unabhängigkeit der Geldpolitik zu gewährleisten und um die Anlagepolitik nicht einzuschränken, haben damit aber auch die Gewinnausschüttungen langfristig variabel zu sein. Insbesondere ist eine direkte Zweckbindung der Ausschüttung zu vermeiden. Mit einer direkten Zweckbindung würde die Ausschüttung zu einer festen Verpflichtung der SNB und hätte eine Einschränkung des geldpolitischen Spielraums zur Folge. Die heutige Gewinnausschüttungsvereinbarung mit den geglätteten Gewinnen hat Vorteile, birgt durch die Fixierung des Zeithorizontes aber ähnliche Gefahren in Form der Gewöhnung an eine bestimmte, jährliche Ausschüttungshöhe in sich. Der jährliche Ausschüttungsbetrag muss aus all diesen Gründen langfristig eine variable Restgrösse und ohne Zweckbindung bleiben.

4. Schlussfolgerung

Ist das Asset Management bei Zentralbanken nun ein Spezialfall? Gestatten Sie mir, meine abschliessenden Ausführungen der Beantwortung dieser Frage zu widmen.

Auf den ersten Blick scheint das Asset Management bei Zentralbanken ein Spezialfall zu sein. Die Unterstellung unter das Primat der Geldpolitik ist eine Einschränkung, die man im Privatsektor nicht findet. Dies bedeutet unter anderem, dass Liquidität und Sicherheit ein besonderes Gewicht in der Wahl der Anlagen haben, und dass Zentralbanken mehr Währungsrisiken hinnehmen, als dies ein normaler Vermögensverwalter tun würde. Auch private Portfolio-Manager haben jedoch Einschränkungen, die die Struktur ihres Portfolios beeinflussen. In diesem Sinne ist die Situation der Zentralbanken nicht ausserordentlich.

Wichtiger scheinen mir die Besonderheiten der Zentralbanken auf der Passiv-Seite: Währungsreserven haben für Einsätze bereit zu stehen, die von Natur aus nicht präzise voraussehbar und definierbar sind. Deshalb lässt sich auch die notwendige Höhe an Währungsreserven nicht wissenschaftlich präzise bestimmen. Mit dem neuen Nationalbankgesetz wird die Festlegung der notwendigen Währungsreserven Sache der Nationalbank sein. Dabei wird sie verpflichtet, sich beim Aufbau von Währungsreserven an der Entwicklung der schweizerischen Volkswirtschaft zu orientieren.

In zwei Gebieten sollten die Zentralbanken keinen Spezialfall gegenüber den besten privaten Vermögensverwaltern sein. Eine saubere Gestaltung des Anlageprozesses mit klarer Verantwortlichkeit und einem hohen Grad an Professionalität muss sicherstellen, dass die Ansprüche der «Corporate Governance» gewährleistet sind. Auch gegenüber der Öffentlichkeit – letztlich verwalten Zentralbanken das Vermögen des Volkes – dürfen die Zentralbanken ihre Rechenschaftspflicht nicht vernachlässigen.

¹ Im Geschäftsbericht der SNB werden diese nicht mehr benötigten Goldreserven als «Freie Aktiven» bezeichnet.

² Siehe unter anderem Heller H. R. (1966), «*Optimal International Reserves*», *Economic Journal*, Vol. 76, pp. 296-311, oder Kelly M. G. (1970), «*The Demand for International Reserves*», *American Economic Review*, Vol. 60, pp. 655-667, oder Frenkel und Jovanovic (1981), «*Optimal International Reserves - A Stochastic Framework*», *Economic Journal*, Vol. 91, pp. 507-514.

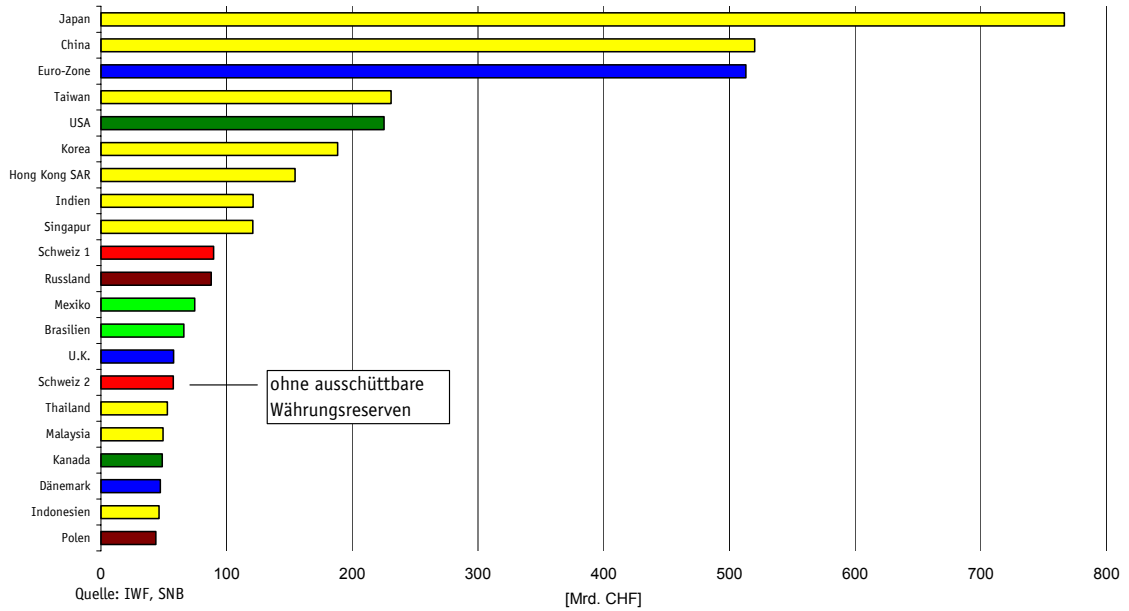
³ Siehe A. Persaud (2003), «*The Future of Reserve Management*», in «*How Countries Manage their Reserve Assets*», Central Banking Publications Ltd, London.

⁴ Siehe zum Beispiel die «*Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*», IWF, März 2003.

Grafik 1

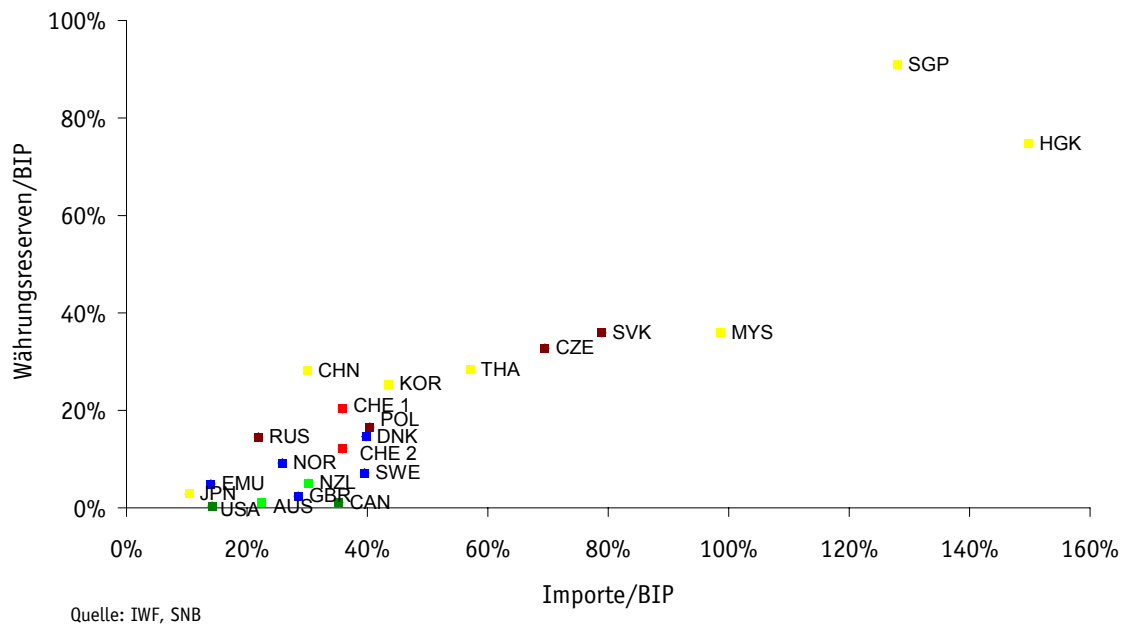
Globale Währungsreserven

Stand: Juli 2003



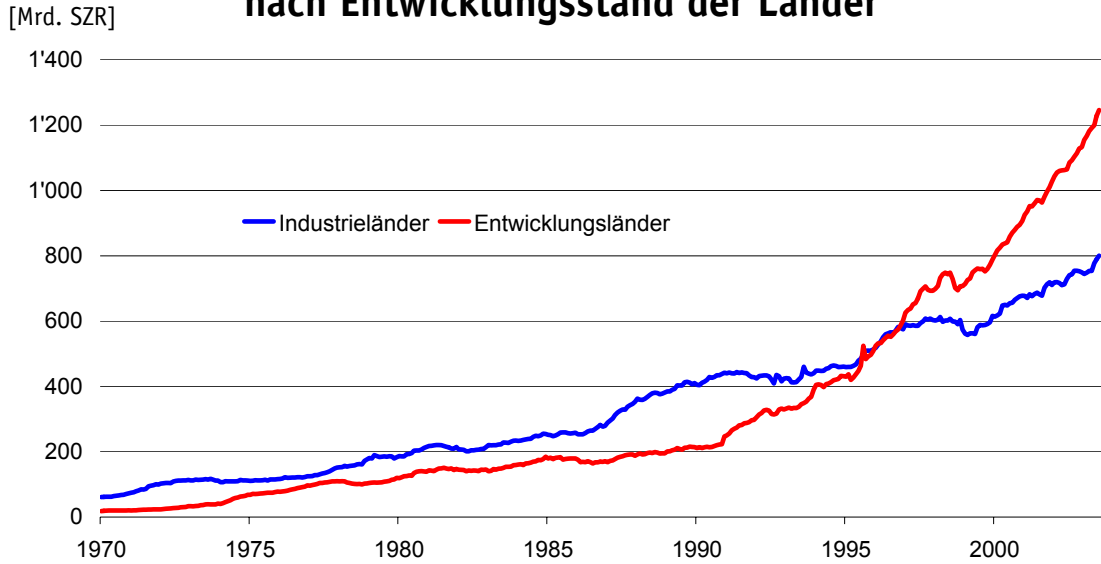
Grafik 2

Auslandsverflechtung und Währungsreserven



Grafik 3

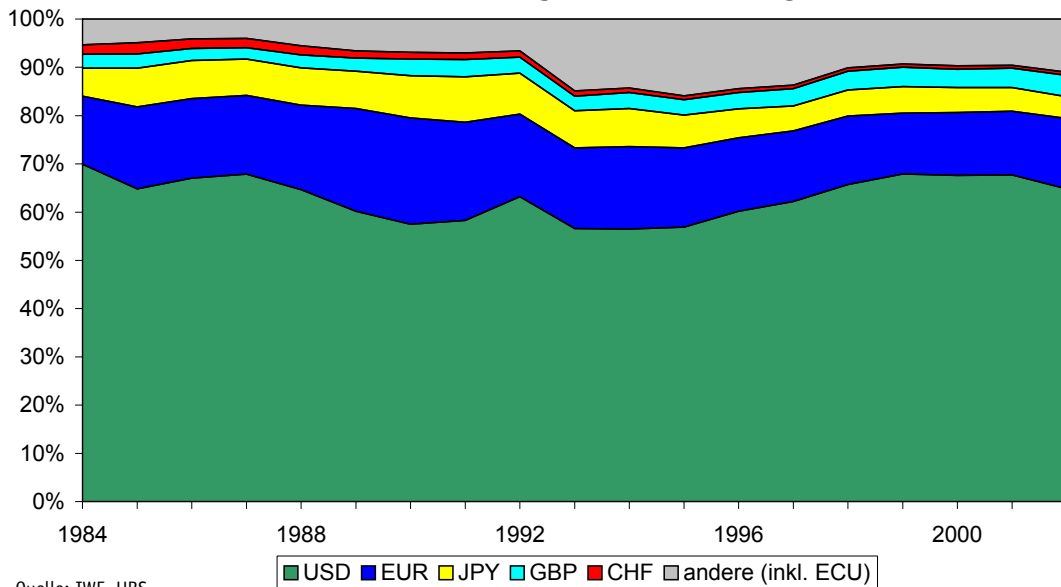
Devisenreserven nach Entwicklungsstand der Länder



Quelle: IWF, Stand Juli 2003

Grafik 4

Globale Devisenreserven - Zusammensetzung nach Währungen



Quelle: IWF, UBS

Grafik 5

Importdeckung durch Währungsreserven

