

Mediengespräch

Zürich, 16. Dezember 2004

Einleitende Bemerkungen von Philipp Hildebrand

1. Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten

Im Rückblick auf das auslaufende Jahr stehen zwei gegenläufige Preisbewegungen auf den Märkten im Vordergrund: der akzentuierte Kursrückgang des US-Dollar einerseits und der markante Anstieg des Ölpreises andererseits. Dagegen verliefen die Bewegungen auf den Anleihe- und Aktienmärkten vergleichsweise verhalten.

In den letzten Wochen setzte der Dollar seinen vor drei Jahren begonnenen Abwärtstrend fort. Damals kostete der Dollar noch über 1.70 Franken. Die nachhaltige Preiskorrektur überrascht angesichts des strukturell überhöhten amerikanischen Leistungsbilanzdefizits nicht. Problematisch ist jedoch, dass die Korrektur bisher relativ einseitig gegenüber den europäischen Währungen und dem kanadischen Dollar erfolgte. Wichtige asiatische Währungen blieben entweder - wie der chinesische Renminbi - vollständig an den US-Dollar gekoppelt oder machten - wie der Yen - die Dollarabschwächung mindestens teilweise mit. Dies war allerdings nur um den Preis massiver Dollarkäufe der betreffenden Zentralbanken bzw. Regierungen möglich. Als Folge dieser asymmetrischen Kursentwicklung tragen die europäischen Exporteure vorderhand den Hauptteil des zusätzlichen Wettbewerbsdrucks, der vom schwächeren US-Dollar ausgeht. Die schweizerische Exportwirtschaft hat verständlicherweise ein besonderes Interesse daran, dass der Franken gegenüber dem Euro keinen zusätzlichen Aufwertungsschub erfährt. Auch aus geldpolitischer Sicht sind abrupte und massive Veränderungen der Wechselkurse nicht willkommen.

Die Hartnäckigkeit des Ölpreisanstiegs hat viele Marktbeobachter überrascht. Seit Anfang dieses Jahres ist der US-Dollar-Preis von West-Texas-Intermediate-Rohöl um mehr als 50% gestiegen. Allerdings fiel der Anstieg real betrachtet wesentlich geringer aus als bei früheren Ölpreisschocks. Für Europa wurde der Ölpreisanstieg durch den Wertzerfall des Dollars zusätzlich abgedämpft. Die Ursachen der Ölpreishausse sind vielschichtig. Den Hauptausgangspunkt dürfte die von den aufstrebenden Volkswirtschaften - vor allem China und Indien - kommende, strukturelle Zunahme der Nachfrage gegeben haben. Gleichzeitig haben wir heute eine relativ geringe Angebotsflexibilität, weil Investitionen in Förderung, Transport und Lagerung von Öl in den Jahren tiefer Ölpreise eher vernachlässigt wurden. Preistreibend wirken ebenfalls die latenten geopolitischen Risiken. Schliesslich ist festzustellen, dass Rohstoffe - wie traditionellerweise Gold - zunehmend Bestandteil der „Asset Allocation“ internationaler Anleger sind, was ebenfalls eine tendenzielle Mehrnachfrage gene-

Zürich, 16. Dezember 2004

2

riert. Allerdings darf der Einfluss der Finanzakteure auf den Ölpreis nicht überschätzt werden. Die Entwicklung der langfristigen Terminpreise für Rohöl deutet darauf hin, dass die Preishausse in erster Linie durch eine anhaltende Mehrnachfrage der Verbraucher ausgelöst wurde. Der Preis für die 5-Jahres-Terminkontrakte für West-Texas-Intermediate-Rohöl hat sich in den letzten drei Jahren beinahe verdoppelt.

Die amerikanischen Kapitalmarktzinsen fielen nach dem abrupten Anstieg im Frühjahr inzwischen wieder auf das vor Jahresfrist bestehende Niveau zurück. In Europa war der vorübergehende Anstieg der Kapitalmarktzinsen etwas weniger ausgeprägt. Als Folge der in den letzten Wochen auseinander laufenden Entwicklung zwischen den amerikanischen und den europäischen Zinsen liegen die langfristigen Dollarzinsen nun rund 50 Basispunkte über den entsprechenden Zinsen im Euroraum. Die allgemeine Zinsentwicklung an den Kapitalmärkten reflektiert einerseits Zweifel der Marktteilnehmer an der Dynamik des Wirtschaftsaufschwungs. Andererseits zeugen die historisch tiefen Nominalzinsen aber auch vom Vertrauen der Märkte in die Fähigkeit und den Willen der Notenbanken, Preisstabilität weiterhin zu gewährleisten. In den USA ist die Zinsstruktur zudem von den erheblichen Dollaranlagen aus dem asiatischen Raum geprägt.

Die internationalen Aktienmärkte bewegten sich über weite Strecken des Jahres seitwärts, wobei vor allem gewisse Emerging-Markets-Indizes erhebliche Gewinne erzeugen konnten.

2. Bewirtschaftung der Nationalbankaktiven

Die Nationalbank bewirtschaftet Währungsreserven von etwas mehr als 60 Mrd. Franken. Davon sind zwei Drittel in Devisen und ein Drittel in Gold angelegt. Hinzu kommen rund 25-30 Mrd. Frankenaktiven in Form von Guthaben aus Repogeschäften im Geldmarkt und Obligationenanlagen am inländischen Kapitalmarkt. Die Währungsreserven und die Frankenaktiven bilden zusammen die Monetären Aktiven, die für die Geld- und Währungspolitik gebraucht werden. Neben diesen Aktiven bewirtschaftet die SNB auch die Erlöse aus dem Verkauf der überschüssigen Goldreserven. Das Portfolio dieser so genannten Freien Aktiven beträgt gut 20 Mrd. Franken.

Bei der Bewirtschaftung der Monetären Aktiven haben die geld- und währungspolitischen Ziele und Restriktionen Vorrang. Unter Einhaltung des geldpolitischen Primats werden die Anlagen nach den Kriterien Sicherheit, Liquidität und Ertrag optimiert. Wesentlich sind dabei die Konzentration auf liquide, d.h. leicht handelbare Anlagen, sowie eine grösstmögliche Risikodiversifikation durch das Halten verschiedener Währungen und Anlageklassen.

Mit dem neuen, seit Mai 2004 geltenden Nationalbankgesetz wurde der Anlagespielraum der SNB erheblich ausgeweitet. Damit wurden insbesondere die Möglichkeiten der Risikodiversifikation verstärkt. Die konkrete Anlagestruktur der verschiedenen Portfolios und deren Renditen werden in einem vierteljährlich aufdatierten Anhang zu den Richtlinien der SNB für die Anlagepolitik offen gelegt. Die aktuelle Anlagestruktur und das Risiko-/Ertragsprofil der Nationalbankaktiven, insbesondere der Devisenreserven und der Freien Aktiven, lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Zürich, 16. Dezember 2004

3

Die unter dem neuen Gesetz eingeleiteten Portfolioanpassungen zielen auf eine verstärkte Diversifikation nach Währungen und Anlageklassen ab. Im Rahmen der Strategie 2004 wurde der Anteil des US-Dollar zugunsten des Britischen Pfund und des Yen abgebaut. Der Wertzerfall der amerikanischen Währung führte zu einer weiteren Verminderung des Dollaranteils an den Devisenreserven. Um den Dollaranteil nicht übermässig abfallen zu lassen, kauften wir in letzter Zeit - im Sinne eines Rebalancing - mehrmals wieder US-Dollars. Im Rahmen der Strategie 2004 wurde zudem der Anteil von Staatsanleihen zugunsten von Anleihen anderer Schuldner abgebaut. Das erforderliche Mindestrating für Obligationenanlagen wurde von A2 auf BBB herabgesetzt und deckt damit das ganze „Investment Grade“-Spektrum ab. Neu werden auch Unternehmensanleihen, allerdings nur von ausländischen Firmen, gehalten. Gegenwärtig sind je rund 4% der Devisenreserven und der Freien Aktiven in Unternehmensanleihen investiert. Die Kreditqualität aller unserer Anlagen ist nach wie vor sehr hoch. Über 70% der Anlagen entfallen auf Schuldner mit der Bestnote AAA. Weitere knapp 20% der Anlagen tragen ein AA-Rating. Die restlichen Anlagen verfügen über ein A- oder BBB-Rating. Die durchschnittliche Restlaufzeit (Duration) aller gehaltenen Anleihen wurde bei 4-5 Jahren belassen. Erste Anlagen in Aktien von ausschliesslich ausländischen Firmen werden Anfang 2005 getätigt. Die Beimischung von Unternehmensanleihen und Aktien verbessert den Diversifikationsgrad der Anlagen tendenziell und trägt zu mittelfristig leicht höheren Erträgen bei.

Die Anlagestrukturen der Devisenreserven und der Freien Aktiven unterscheiden sich primär bezüglich des Währungsprofils. Bei den Freien Aktiven sind die Fremdwährungsanlagen stärker diversifiziert und zusätzlich teilweise gegen Wechselkursrisiken abgesichert. Gegenwärtig ist rund die Hälfte der Freien Aktiven dem Währungsrisiko ausgesetzt.

Die Risiken auf den Aktiven der Nationalbank werden primär mit der so genannten Value-at-Risk-Methode abgeschätzt und überwacht. Daneben werden vermehrt verschiedene Stressanalysen durchgeführt. Bei der Risikomessung wird berücksichtigt, dass die Anlageperspektive insbesondere bei den Währungsreserven eine längerfristige ist. Bei den Monetären Aktiven dominieren die Goldpreis- und Wechselkursrisiken, namentlich jenes auf dem US-Dollar. Im Vergleich dazu sind die Zinsänderungsrisiken – obschon sie für sich genommen bedeutend sind – relativ klein. Bei den Freien Aktiven ist das Gesamtrisiko deutlich tiefer. Die Kreditrisiken sind insgesamt verhältnismässig gering.

Die Anlagen der Nationalbank werden täglich zu Marktpreisen bewertet. So ist jeweils ein aktuelles Bild der Ertragslage möglich. Angesichts der bedeutenden Risikoexposition gegenüber dem Goldpreis, dem Wechselkurs und dem Zinsniveau kann die Ertragslage von Quartal zu Quartal, selbst von Jahr zu Jahr, sehr stark schwanken. Allein im laufenden Jahr schwankten die Quartalsrenditen auf den Gesamtaktiven zwischen +2,7% und -3,2%. Insgesamt rentierten die Nationalbankaktiven im auslaufenden Jahr bisher mit 1,3%. Für die Nationalbank mit ihrem langfristigen Anlagehorizont sind kurzfristige Schwankungen grundsätzlich problemlos. Wichtiger ist die Rendite über einen längeren Zeitraum. In den letzten fünf Jahren hat die SNB eine durchschnittliche Rendite von 2,9% erzielt. Dieses Renditeniveau entspricht in etwa den Ertragsannahmen, die der Vereinbarung zwischen Bund und Nationalbank zur Gewinnausschüttung zugrunde liegen.