

## Mediengespräch

Bern, 16. Juni 2005

# Einleitende Bemerkungen von Philipp Hildebrand

## 1. Entwicklungen an den Finanzmärkten

Die Geschehnisse an den Finanzmärkten waren in den letzten Monaten von drei zentralen Entwicklungen geprägt. Erstens zeigte der US-Dollar eine Tendenz zur Stärke. Zweitens sanken die langfristigen Renditen an den Kapitalmärkten trotz ihres bereits tiefen Niveaus weiter. Drittens entwickelten sich die Kreditrisikoprämien der verschiedenen Schuldnerkategorien heterogener als in den vorangegangenen Monaten.

Seit Beginn dieses Jahres hat der US-Dollar trotz anhaltend hohem Ertragsbilanzdefizit der USA gegenüber dem Euro und dem Franken je rund 12% sowie gegenüber dem Yen rund 7% an Wert gewonnen. Der Dollar hat vor allem von der Bereitschaft ausländischer Anleger, in US-Finanzanlagen zu investieren, profitiert. Im Jahr 2004 war das Ausmass der Nettokäufe von US-Wertpapieren von der hohen Nachfrage gewisser asiatischer Zentralbanken geprägt. In diesem Jahr blieben diese Käufe bisher zwar weiterhin bedeutsam, aber auch private Anleger ausserhalb der USA kauften vermehrt US-Wertpapiere. Ein Grund für diese Nachfrage liegt darin, dass die Wachstumsperspektiven in den USA im Vergleich zu Europa und Japan von den Märkten weiterhin vorteilhafter eingeschätzt werden. Die zunehmende Renditedifferenz zu Gunsten von Dollar-Anlagen sowie die politische Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung der Europäischen Union haben ebenfalls zur relativen Attraktivität des US-Dollars beigetragen.

Im gegenwärtigen Zeitpunkt gibt es kaum Anzeichen dafür, dass die realen Wechselkurse der Währungen der grossen Wirtschaftsblöcke besonders stark im Ungleichgewicht wären. Betrachtet man deren Entwicklung, so fällt auf, dass sie alle in der Nähe ihrer längerfristigen Durchschnittswerte sind (Grafik 1). Dies spricht dafür, dass das US-Ertragsbilanzdefizit nicht in erster Linie wegen Verzerrungen bei den Wechselkursen besteht. Es ist vor allem eine Folge einer vergleichsweise hohen Wachstumsdynamik und einer tiefen Sparquote in den USA.

An den Kapitalmärkten gaben die Renditen weiter nach. Der Renditerückgang war am schwächsten in den USA. In Kontinentaleuropa fielen die Renditen hingegen auf neue Tiefstwerte. In der Schweiz beispielsweise wurden bei den Renditen für zehnjährige Bundesobligationen historisch einmalige Tiefststände von unter 2% erreicht.

Das ausserordentlich tiefe Niveau der Kapitalmarktrenditen widerspiegelt nicht zuletzt die geringen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer. Im Verlauf der letzten Monate haben gewisse Zweifel an der Dynamik der Konjunktorentwicklung einen zusätzlichen Rückgang

Bern, 16. Juni 2005

2

der Renditen bewirkt. Zum allgemein tiefen Zinsniveau dürften nicht zuletzt auch die demographisch bedingte starke Nachfrage nach langfristigen Schuldpapieren in den Industrieländern sowie die hohen Ersparnisse in den Schwellenländern – insbesondere in China - beigetragen haben.

Das Jahr 2004 war geprägt durch einen kontinuierlichen und einheitlichen Rückgang der Kreditrisikoprämien der verschiedenen Schuldnerkategorien. Innerhalb der letzten 6 Monate kam es dagegen zu Divergenzen in der Entwicklung der Kreditrisikoprämien einzelner Anleihen. Im Bereich der Unternehmensanleihen konzentrierte sich die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer auf die beiden grossen US-amerikanischen Automobilhersteller. Die Herabstufung von deren Anleihen zu so genannten Junk-Bonds provozierte eine kleine Schockwelle im entsprechenden Marktsegment, welche jedoch bisher kaum auf andere Segmente übergriff. Die Kreditrisikoprämien anderer Unternehmensschuldner stiegen nur leicht an und notieren weiterhin auf einem historisch tiefen Niveau (Grafik 2). Die Kreditrisikoprämien der Schwellenländer folgten der Entwicklung der ökonomischen Fundamentaldaten der jeweiligen Länder.

## **2. Stand der Anlagepolitik**

Ein Grossteil der Aktiven der SNB sind so genannte Währungsreserven. Diese dienen in Krisensituationen als international akzeptiertes Zahlungsmittel und sind ein Vertrauenspolster für die Schweizer Wirtschaft und den Schweizer Franken. Um diese Funktion erfüllen zu können, müssen diese Reserven in ausländischen Währungen – hauptsächlich in den Reservewährungen Dollar und Euro – sowie in Gold angelegt werden. Mit dem neuen, seit Mai 2004 geltenden Nationalbankgesetz wurde das Anlageuniversum der SNB deutlich erweitert. Die Erweiterung ermöglicht der SNB, einen Teil ihrer Währungsreserven in ausländischen Aktien und Unternehmensanleihen anzulegen. Mitte Februar 2005 begann die SNB mit dem Aufbau von Aktienportfolios, nachdem sie bereits seit Juni 2004 in Unternehmensanleihen investiert. Gegenwärtig sind gut 3 Mrd. Franken in international diversifizierten Aktienportfolios angelegt. Die Aktien werden von externen Vermögensverwaltern indexiert bewirtschaftet. Die SNB fällt somit keine aktiven Entscheide über die Gewichtung einzelner Branchen oder Titel.

Die SNB verzichtet bei ihrer Anlagetätigkeit grundsätzlich auf den Kauf von Schweizer Aktien und Unternehmensanleihen. Damit werden allfällige Interessenkonflikte, welche letztlich die Unabhängigkeit der SNB gefährden könnten, zum Vornherein ausgeschlossen. Als Aktionärin von Schweizer Unternehmungen bestünde beispielsweise die Gefahr, dass die SNB mit strukturpolitischen Anliegen konfrontiert würde. Darüber hinaus könnte es zu Zielkonflikten zwischen Geld- und Anlagepolitik kommen, wenn eine Zinserhöhung der SNB die Gewinne der inländischen Unternehmen schmälerte. Zudem könnte es zu negativen Auswirkungen auf die Kurse kommen, wenn die SNB Titel von schweizerischen Unternehmen rasch liquidieren müsste. Letztlich ist es auch nicht auszuschliessen, dass die SNB im Rahmen ihrer Tätigkeit im Bereich der Systemstabilität über privilegierte Finanzmarktinformationen verfügt. Dies würde eine Investition im schweizerischen Finanzsektor zusätzlich problematisch machen.

Bern, 16. Juni 2005

3

Der Einfluss der Aktienanlagen und der Unternehmensanleihen auf das Risikoprofil der SNB ist moderat. Das Gesamtrisiko der Aktiven, gemessen am Value-at-Risk, hat sich durch die Beifügung dieser Anlagen nicht wesentlich verändert. Nach wie vor tragen das Gold und die Wechselkurse den grössten Teil zum Gesamtrisiko bei. Der Beitrag der Aktien zum Gesamtrisiko beläuft sich auf knapp 5%, derjenige der Unternehmensanleihen ist sogar vernachlässigbar klein. Die aktuelle Anlagestruktur sowie die Performance der Aktiven der SNB sind jeweils im vierteljährlich aufdatierten und im Internet publizierten Anhang zu den Richtlinien der SNB für die Anlagepolitik einsehbar.

### **3. Risikomessung und Risikosteuerung**

Die Erträge auf den Aktiven der SNB, insbesondere den Währungsreserven, schwanken von Jahr zu Jahr sehr stark. Die absoluten Verluste können beträchtlich sein. Der in den letzten Jahren vorgenommene Abbau des Dollar- und Goldbestandes sowie die bessere Diversifikation in Bezug auf Währungen und Anlageklassen haben zwar zu einer Verringerung der Ertragsschwankungen geführt. Die Risiken können jedoch nicht beliebig weiter reduziert werden. So ist beispielsweise eine weitgehende Absicherung des Dollar- und Goldrisikos auf den Währungsreserven nicht möglich, da diese sonst ihre Funktion nicht mehr erfüllen. Für die SNB ist daher eine professionelle Risikomessung und Risikosteuerung zentral.

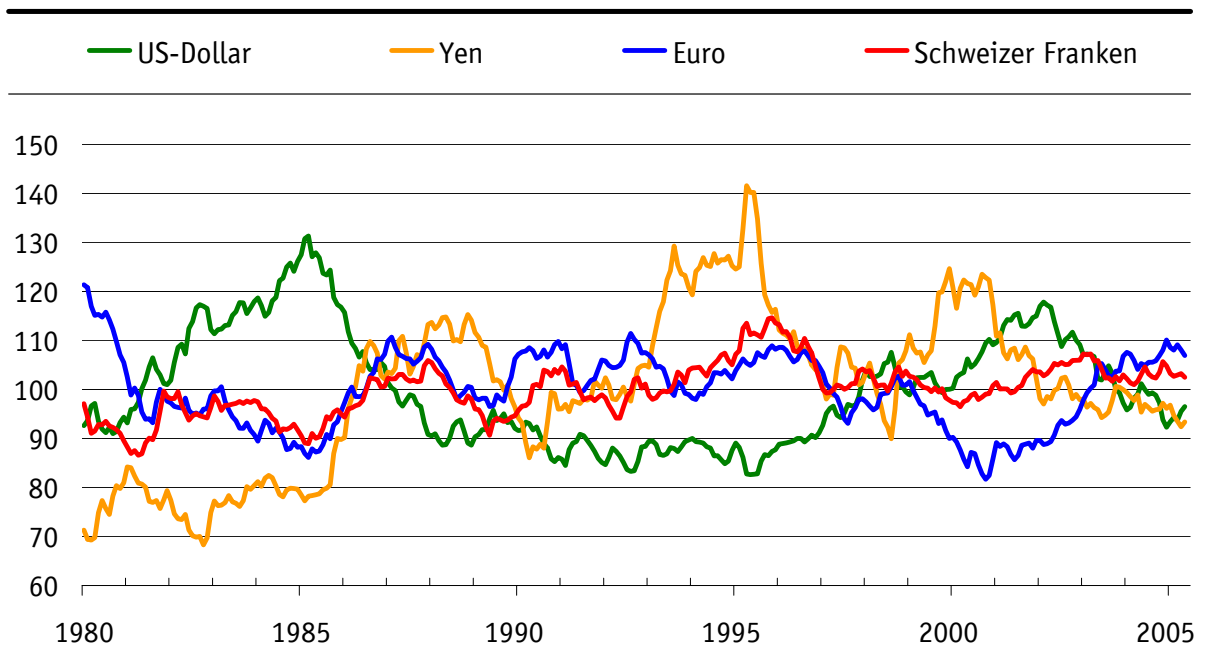
Die SNB beurteilt die Risiken auf ihren Aktiven primär mittels des so genannten Value-at-Risk. Diese weit verbreitete Risikokennzahl beziffert den Verlust, der mit grosser Wahrscheinlichkeit innerhalb einer definierten Zeitspanne nicht überschritten wird. Die SNB berechnet den Value-at-Risk für eine Wahrscheinlichkeit von 95% und einen Horizont von einem Jahr. Value-at-Risk-Kennzahlen werden sowohl für die einzelnen Portfolios als auch für die gesamten Aktiven berechnet. Gegenwärtig beträgt der Value-at-Risk auf den Gesamtaktiven von rund 100 Mrd. Franken rund 4,5 Mrd. Franken.

Der Value-at-Risk sagt nichts darüber aus, wie gross ein möglicher Verlust ausserhalb des vorgegebenen 95%-Bereichs ausfallen könnte. Zudem basiert er auf aktuellen Risiko- und Korrelationsstrukturen, die nicht zwingend auch zukünftige Risiken adäquat widerspiegeln. Das gilt insbesondere für die aktuelle Situation mit den im historischen Vergleich tiefen Marktvolatilitäten. Die SNB ergänzt daher die Value-at-Risk-Berechnungen durch so genannte Stress- und Szenarioanalysen. Dabei werden extreme Marktschwankungen simuliert und deren Auswirkungen auf die Aktiven untersucht. Szenarien, welche die Aktiven der SNB besonders stark treffen, beinhalten einen Kursrückgang des Dollar und des Euro sowie eine Verminderung des Goldpreises. Solche Szenarien zeigen, dass unter Umständen substantielle Verluste eintreten können. Die Volatilität der Erträge der SNB bleibt daher auch mit dem neuen Anlageuniversum gross. Mittelfristig, das heisst über 3 bis 5 Jahre, gleichen sich grosse Verluste jedoch erfahrungsgemäss wieder aus.

Bern, 16. Juni 2005

4

Grafik 1:  
 Reale Wechselkursindizes verschiedener Währungen (Durchschnitt 1980-2005 = 100)



Grafik 2:  
 Unternehmensanleihen - Kreditrisikoprämien in den USA (Merrill Lynch Investment Grade Indizes)

