

## Mediengespräch

Zürich, 15. Dezember 2005

# Einleitende Bemerkungen von Philipp Hildebrand

## Entwicklungen an den Finanzmärkten

Die internationalen Finanzmärkte waren in den letzten Monaten von vier zentralen Entwicklungen geprägt. Erstens stiegen die langfristigen Renditen an den Kapitalmärkten. Zweitens entwickelten sich die Aktienmärkte insgesamt sehr positiv. Drittens setzte der US-Dollar seinen anfangs Jahr eingeleiteten Aufwärtstrend fort und viertens erhöhte sich der Goldpreis massiv.

An den internationalen Kapitalmärkten wurden die Bewegungen der letzten Monate vor allem durch die Konjunktorentwicklung und die US-Geldpolitik bestimmt. Angesichts des robusten Wirtschaftsgangs, der weiterhin guten Konjunkturaussichten in den USA sowie der fortgesetzten Normalisierung der Geldpolitik durch die amerikanische Zentralbank stiegen die langfristigen Dollarzinsen im zweiten Halbjahr deutlich. Ausserhalb der USA zogen die Renditen ebenfalls an. Die Differenz zwischen den amerikanischen und den europäischen Kapitalmarktzinsen blieb aber weiterhin beachtlich. Dies widerspiegelt nicht zuletzt die unterschiedliche Position der amerikanischen und der europäischen Wirtschaft im Konjunkturzyklus. Die Inflationserwartungen blieben beidseits des Atlantiks trotz verbesserten Konjunkturperspektiven und hoher Erdölpreise insgesamt moderat.

Die Entwicklung der Aktienkurse in den drei grossen Wirtschaftsräumen USA, Japan und Europa verlief unterschiedlich. Der US-Aktienmarkt setzte mehrheitlich seine Seitwärtsentwicklung fort. Dagegen gewannen die europäischen Indizes in diesem Jahr markant an Wert. Der japanische Aktienmarkt erholte sich von seinem Tiefpunkt Anfang 2003 ebenfalls deutlich. Der gestiegene Konjunkturoptimismus und die sehr günstige Ertragslage der Unternehmen trugen zu diesen Aktienpreissteigerungen in Europa und Japan wesentlich bei. Der Schweizer Aktienmarkt notiert gemessen am SPI mittlerweile wieder bei seinem Höchststand vom September 2000. Betrachtet man die Entwicklung seit 1995, so hat der Schweizer Aktienmarkt im Vergleich zu ausländischen Aktienmärkten deutlich mehr an Wert zugelegt (Grafik 1).

Auf dem Devisenmarkt setzte sich die Erholung des US-Dollar fort. Der Dollar profitierte dabei unter anderem vom zyklischen Zinsvorsprung der USA, welcher US-Dollar-Anlagen in allen Laufzeiten relativ attraktiver macht. Verschiedene Marktbeobachter gehen zudem davon aus, dass der per Ende dieses Fiskaljahres auslaufende Homeland Investment Act, welcher Steuererleichterungen für die Rückführung von im Ausland angesammelten Gewinnen von US-Unternehmen vorsieht, eine positive Wirkung auf den US-Dollar gehabt hat. Ob-

Zürich, 15. Dezember 2005

2

wohl das amerikanische Leistungsbilanzdefizit in der zweiten Jahreshälfte weiter anstieg und sich mittlerweile bei über 6% des BIP und somit auf einem historischen Höchststand befindet, vermochten die globalen Ungleichgewichte den Dollar nicht zu belasten. Generell bewegen sich die realen Wechselkurse aber weiterhin sehr nahe bei ihren langfristigen Durchschnittswerten (Grafik 2).

Die Rohstoffe verzeichneten vor dem Hintergrund einer robusten Weltwirtschaft einen weiteren Preisanstieg, wobei Erdöl und Gold besonders stark nachgefragt waren. Ohne Berücksichtigung der Energiegüter und des Goldes sind die Rohstoffpreise gemessen in US-Dollar jedoch auf vergleichbarem Stand wie Anfang 2004. Während der Preis des Erdöls von seinem Höchststand nach dem Wirbelsturm Katrina wieder auf rund 60 US-Dollar pro Barrel zurückkam, notiert der Goldpreis auf einem 24-jährigen Höchststand von über 500 US-Dollar pro Unze. Verschiedene Faktoren haben zum Goldpreisanstieg beigetragen. So ist die physische Nachfrage nach Gold markant gestiegen, im grössten Markt Indien in diesem Jahr allein um rund 40 Prozent. Auch von Zentralbanken aufstrebender Länder und den Ölförderländern wird eine steigende Nachfrage vermeldet. Zudem sind die Realzinsen niedrig, was die Opportunitätskosten von zinslosen Anlagen wie Gold senkt. Der Goldmarkt ist zudem mehrheitlich wenig liquide, so dass auch kleinere Nachfrageverschiebungen erhebliche Preiseffekte auslösen können. Da die impliziten Inflationserwartungen auf Basis inflationsgeschützter Anleihen und gemäss Umfragen weiterhin gut verankert sind, kommen Inflationsbefürchtungen kaum als Treiber dieser Goldpreishausse in Frage.

### **Ertragsentwicklung der SNB**

Zwischen 1980 und 2005 (Stand Ende September) erzielte die SNB auf ihren Aktiven unter der Berücksichtigung der Goldpreisentwicklung eine durchschnittliche Jahresrendite von knapp 1%. Während die zinstragenden Aktiven eine höhere Durchschnittsrendite abwarfen, musste die SNB über diese Zeitspanne beim Gold insgesamt Verluste hinnehmen. Die jährliche Rendite unter Einschluss der Goldpreisbewegungen schwankte zudem sehr stark und betrug zwischen minus 25% und plus 20%.

Für die Einschätzung der zukünftigen Ertragsentwicklung sind diese Zahlen nur bedingt aussagekräftig. Höhe und Schwankungsbreite unserer Erträge werden durch die Grösse der Bilanzsumme, durch die Struktur der Aktiven sowie durch die an den Finanzmärkten erzielbaren Renditen bestimmt. Diese Grössen ändern sich über die Zeit, so dass das langfristige Ertragspotenzial der SNB nur schwierig abzuschätzen ist.

Ende 2004 beliefen sich die Aktiven der SNB auf 118 Mrd. Franken. Mit der Ausschüttung der Golderlöse im Frühjahr 2005 schrumpften die angelegten Mittel um 21 Mrd. Franken. Bis ins Jahr 2012 soll zudem die bestehende Ausschüttungsreserve durch höhere Gewinnausschüttungen an Bund und Kantone abgebaut werden. Dies wird unser Vermögen gegenüber Ende 2004 um weitere 10 Mrd. Franken verringern. Damit verbleibt der SNB aus heutiger Sicht ein Vermögen von etwa 85 Mrd. Franken.

Die Aktiven der SNB bestehen gegenwärtig zu 25% aus Frankenanlagen, zu 45% aus Devisenreserven und zu 30% aus Gold. Die Fremdwährungsanlagen führen zu Zins- und Dividendenenerträgen. Aufgrund der weltweit gesunkenen Inflationsraten sind die nominellen

Zürich, 15. Dezember 2005

3

Zinserträge heute deutlich tiefer als in den 1980er und 1990er Jahren. Aus der Bewertung der Obligationen- und Aktienportfolios, der Devisenpositionen und des Goldbestandes zu Marktpreisen ergeben sich darüber hinaus Bewertungsgewinne und -verluste. Die Zinserträge auf den Frankenaktiven – mehrheitlich Repos - sind dagegen gering. Die massiven Schwankungen unserer Erträge sind zu 95% durch Wertschwankungen des Goldes und der Devisenpositionen bedingt. Die Erfahrung zeigt auch, dass sich Bewertungsgewinne und -verluste auf Finanzanlagen in der langen Frist tendenziell wieder ausgleichen.

Basierend auf diesen Rahmenbedingungen schätzen wir das Renditepotential unserer Aktiven aus heutiger Sicht auf 2% bis 3%, was bei einem Vermögen von 85 Mrd. Franken einem Ertrag zwischen 1,7 und 2,5 Mrd. Franken pro Jahr entspricht. Die tatsächlichen Erträge können aber aufgrund von Wechselkurs- oder Goldpreisschwankungen sehr stark von diesem Betrag abweichen. So hat zum Beispiel der starke Anstieg des Goldpreises im laufenden Jahr bis heute zu einem Bewertungsgewinn von rund 8 Mrd. Franken geführt. Würde aber im nächsten Jahr der Goldpreis wieder auf das Niveau von Ende 2003 sinken, so würde dies einen Bewertungsverlust von über 7 Mrd. Franken bedeuten. Langfristige Ertragschätzungen dürfen sich nicht an solchen ausserordentlichen Gewinnen und Verlusten orientieren.

Aus dem Ertrag werden die Rückstellungen alimentiert, welche das geldpolitisch notwendige Wachstum der Währungsreserven sicherstellen. Deren Aufstockung soll im Ausmass des nominellen BIP-Wachstums erfolgen. Sie beläuft sich gegenwärtig auf rund 1 Mrd. Franken pro Jahr. Nach Abzug des Betriebsaufwands der SNB von heute rund 250 Mio. verbleibt vom Ertrag somit ein Betrag in der Grössenordnung von 1 Mrd. Franken, welcher für die Ausschüttung an Bund und Kantone zur Verfügung steht. Unter den gemachten Annahmen über das Ertragspotential der Aktiven dürfte der ausschüttbare Jahresgewinn auf absehbare Zeit in dieser Grössenordnung liegen. Nach Abbau der gegenwärtig bestehenden Ausschüttungsreserve werden wir unsere Gewinnausschüttungen daher voraussichtlich deutlich reduzieren müssen.

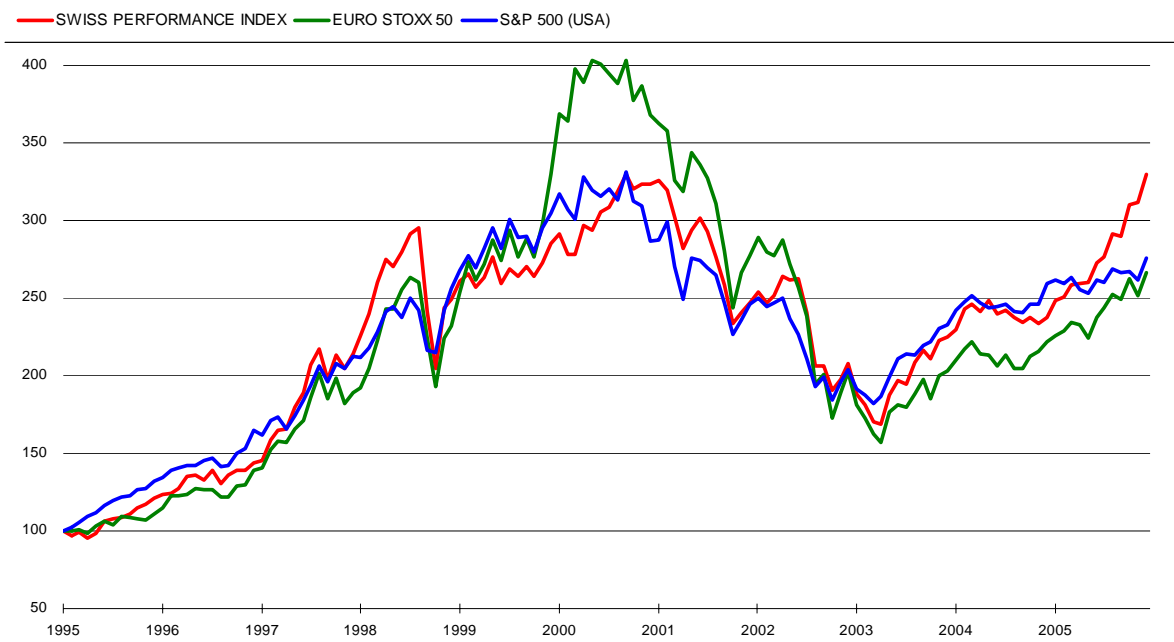
### **KOSA-Initiative**

Die KOSA-Initiative schlägt vor, die Gewinne der SNB nach Abzug von 1 Mrd. Franken für die Kantone der AHV zukommen zu lassen. Eine solche Zweckbindung bei der Gewinnablieferung tangiert die Unabhängigkeit der SNB. Sie könnte zu politischem Druck auf die SNB führen, mehr Gewinne auszuschütten. Eine höhere Gewinnausschüttung wäre letztlich nur durch eine Ausweitung der Geldmenge, einen Abbau von Währungsreserven oder durch das Eingehen von höheren Risiken möglich. Dies alles würde die Glaubwürdigkeit und Handlungsfreiheit der SNB untergraben sowie die Stabilität des Schweizerfrankens gefährden. Denn die wichtigste Aufgabe der SNB ist die Führung einer auf Preisstabilität ausgerichteten Geld- und Währungspolitik. Dazu müssen wir in der Lage sein, geldpolitische Entscheide auch in schwierigen Situationen frei von politischem Druck und Ertragszwang zu fällen.

Zürich, 15. Dezember 2005

4

Grafik 1:  
Internationale Aktienmärkte (01.01.1995 = 100)



Grafik 2:  
Reale Wechselkursindizes verschiedener Währungen (Durchschnitt 1980-2005 = 100)

