

# Das Management der Devisenanlagen durch die SNB

von Thomas Stucki, Ressort Devisenanlagen,  
Schweizerische Nationalbank

Die Devisenanlagen bilden zusammen mit dem Goldbestand und den inländischen Finanzaktiven (inländische Wertschriften und Forderungen aus Repo-Geschäften) den Grossteil der Aktiven der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Sie gehören zum Volksvermögen und erfüllen wichtige geld- und währungspolitische Aufgaben. Ausserdem generieren sie den überwiegenden Teil der Erträge der SNB.

Die Devisenanlagen lassen sich in kursgesicherte und ungesicherte Anlagen unterteilen. Die kursgesicherten Devisenanlagen resultieren aus Dollar- und Euro-Swaps, welche die SNB abschliesst, um die Wirtschaft mit Notenbankgeld zu versorgen. Die ungesicherten Devisenanlagen geben der SNB die Möglichkeit, im Falle einer Frankenschwäche am Devisenmarkt zu intervenieren. Ende März 2000 belief sich der Wert der Devisenanlagen auf 46,6 Mrd. Franken. Da die SNB keine Devisenswaps ausstehend hatte, war der ganze Devisenbestand ungesichert.

Die Anlagetätigkeit der SNB im Fremdwährungsbereich wird in Artikel 14, Absatz 3 des Nationalbankgesetzes (NBG) geregelt, der zuletzt 1997 revidiert wurde. Darin heisst es, dass die Nationalbank befugt ist, folgende Geschäfte zu betreiben:

- «An- und Verkauf (per Kasse oder auf Termin) sowie Pensionierung von Wechseln und Checks auf das Ausland mit mindestens zwei Unterschriften, die unabhängig voneinander Zahlungsfähigkeit gewährleisten, und mit einer Verfallzeit von höchstens sechs Monaten,

- von leicht realisierbaren Schuldverschreibungen ausländischer Staaten, internationaler Organisationen oder ausländischer Banken, von anderen Guthaben auf das Ausland mit einer Verfallzeit von höchstens zwölf Monaten,

- von Derivaten (Optionen, Futures, Forward Rate Agreements), soweit sie dazu bestimmt sind, Marktrisiken auf den Schuldverschreibungen und den Guthaben auf das Ausland zu steuern.»

Die SNB kann somit im Wesentlichen ausländische Staatsanleihen und Obligationen von internationalen Organisationen, Staaten und Banken kaufen und verkaufen. Zudem kann sie im Geldmarktbereich Festgelder, Geldmarktpapiere (v.a. Certificate of Deposits) und Repogeschäfte mit ausländischen Banken und Wertpapierhäusern abschliessen sowie Futures, Optionen und Swaps zur Steuerung der Marktrisiken einsetzen.

Die Revision des NBG vom 1. November 1997 brachte wichtige Verbesserungen für die Geschäfts- und insbesondere die Anlagetätigkeit der SNB. Erstens wurde die bisherige Restriktion der Auslandsanlagen auf Wertpapiere mit einer maximalen Laufzeit von zwölf Monaten aufgehoben. Die SNB kann somit Obligationen unabhängig von deren Laufzeit halten. Zweitens ermöglichte die Gesetzesänderung den Einsatz von Derivaten und damit eine kostengünstige und effiziente Steuerung der Zinsrisiken. So kann beispielsweise die Duration (mittlere Kapitalbindungsdauer) eines Portfolios durch den Einsatz von Zinsfutures mit geringeren Transaktionskosten verändert werden als durch den Kauf oder Verkauf von Obligationen am Kassamarkt. Drittens erhielt die SNB durch die Reduktion des Golddeckungssatzes von 40% auf 25% und durch die gleichzeitige Befugnis zum Goldleihgeschäft die Möglichkeit, ihre Goldbestände zu bewirtschaften.

Die aufgehobene Restlaufzeitbeschränkung versetzt die SNB in die Lage, die Erkenntnisse des modernen Portfoliomanagements umzusetzen und die Fremdwährungsreserven langfristig rentabler anzulegen, ohne gesamthaft grössere Risiken als zuvor einzugehen. Die frühere Laufzeitbeschränkung hinderte sie daran, eine günstige Währungsdiversifikation des Portfolios zu erreichen. Tendenziell wird durch die verbesserte Währungsdiversifikation das Gesamtrisiko des Portfolios sogar kleiner. Die Reduktion des Währungsrisikos gleicht die Erhöhung des Zinsrisikos, die durch die längeren Laufzeiten der Obligationen entsteht, mehr als aus. Ausserdem wird der Ertragsspielraum für die SNB durch die im Durchschnitt höheren Erträge auf langfristigen Obligationen grösser. Damit stehen, nach Abzug der für eine angemessene Dotierung der Devisenreserven benötigten Erträge, mittel- und langfristig höhere Beträge für die Gewinnausschüttung an den Bund und an die Kantone zur Verfügung. Selbstverständlich untersteht die Anlagetätigkeit der SNB nach wie vor dem Primat der Geld- und Währungspolitik. Sie konzentriert sich daher auf Anlagen, die sehr liquide sind und ein tragbares Kreditrisiko aufweisen.

Im folgenden Artikel stellen wir den Anlageprozess der SNB und dessen Umsetzung bei der Verwaltung der Devisenanlagen dar. Dabei wird vor allem die Entwicklung seit der Gesetzesrevision von 1997 beleuchtet und die aktuelle Situation des Portfolios und der verwendeten Anlageinstrumente präsentiert. Bemerkungen bezüglich der erzielten Performance und des Einsatzes von externen Vermögensverwaltern runden das Bild ab.

# 1 Währungszusammensetzung der Devisenanlagen

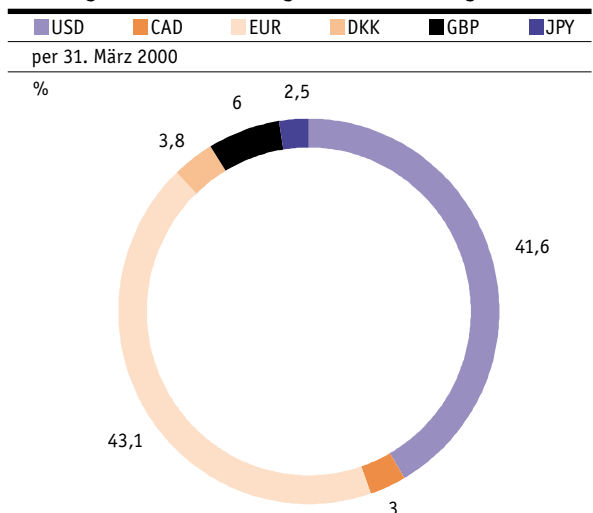
Die Grafik 1 zeigt, dass die beiden Hauptwährungen US-Dollar und Euro das Schwergewicht der Anlagen bilden. Dies ist zum einen auf deren internationale Bedeutung als Reservewährung zurückzuführen. Zum anderen verfügen diese Währungen auch über einen Kapitalmarkt, der es der SNB erlaubt, liquide Anlagen in der für ein effizientes Portfoliomanagement notwendigen Grössenordnung zu tätigen. Ende März 2000 betrug der Anteil der Anlagen in US-Dollar und in Euro zusammen 84,7%. Die übrigen Anlagen sind in Kanadischen Dollar, Britischen Pfund, Dänischen Kronen und Yen denominated.

Seit dem Inkrafttreten des revidierten NBG hat sich die Währungszusammensetzung der ungesicherten Devisenanlagen drastisch verändert. Vorher war die SNB aufgrund der Beschränkung des Anlageuniversums auf Anlagen mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr gezwungen, beinahe 80% des Portfolios in US-Dollar zu halten. Der US-Markt, insbesondere jener für die Treasury Bills, war der einzige Geldmarkt, der über die erforderliche Liquidität verfügte, um auch grössere Beträge ohne Preiseinbussen rasch liquidieren zu können. Als Diversifikation kamen nur Anlagen in D-Mark und Yen in Frage, da in den restlichen Währungen für die Bedürfnisse der SNB keine liquiden Anlagemöglichkeiten verfügbar waren. Da die deutschen Staatsanleihen im unterjährigen Bereich keine Anlagen mit grossen Beträgen

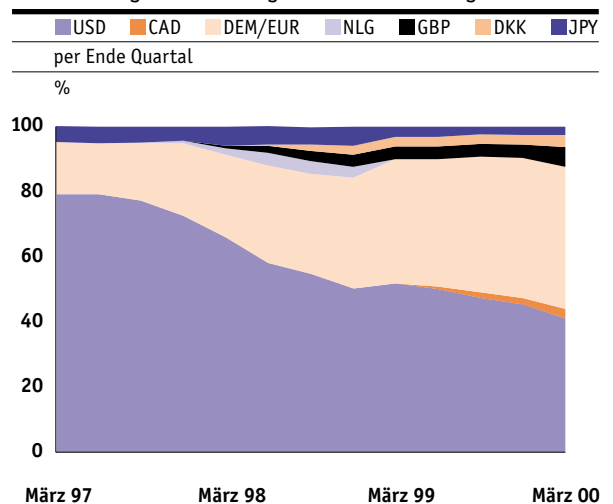
erlaubten, konnte vom tieferen Währungsrisiko der D-Mark gegenüber demjenigen des US-Dollar nicht im gewünschten Masse profitiert werden. Infolge der kurzen Laufzeiten der Anlagen war zudem praktisch keine Übernahme von Zinsrisiken möglich. Die Währungsrisiken bestimmten somit das Gesamtrisiko des Portfolios zu 99%.

Die Ausweitung des gesetzlich erlaubten Anlageuniversums auf Obligationen mit längeren Restlaufzeiten erschloss neue Märkte und bessere Diversifikationsmöglichkeiten auf der Währungsseite. Die SNB war denn auch bemüht, durch den Abbau des US-Dollar-Anteils zu Gunsten von Anlagen in D-Mark und zu einem kleineren Teil in Holländischen Gulden das Währungsrisiko rasch zu reduzieren.<sup>1</sup> Die Diversifikation des Währungsrisikos wurde durch die Beifügung von Anlagen in Britischen Pfund, Dänischen Kronen und Kanadischen Dollars zusätzlich verbessert. Im ersten Quartal 2000 löste der Euro den US-Dollar als Währung mit dem grössten Anteil an den ungesicherten Devisenanlagen ab.

Währungszusammensetzung der Devisenanlagen Grafik 1



Veränderung der Währungszusammensetzung Grafik 2



1 Mit der Einführung des Euro am 1. Januar 1999 wurden die Anlagen in D-Mark und in Holländischen Gulden in Euro umgewandelt.

## 2 Anlageinstrumente

Das Spektrum der zulässigen Anlageinstrumente hat sich als Folge der Gesetzesrevision von 1997 deutlich verbreitert. Ein wesentliches Kriterium bei der Wahl des Instrumentes stellt weiterhin die Liquidität des jeweiligen Marktes dar. Liquidität wird jedoch nicht mehr in buchhalterischem Sinn als Instrument mit einer Verfallzeit von weniger als einem Jahr definiert. Ein liquider Markt besteht vielmehr dort, wo grössere Mengen des Instrumentes gekauft oder verkauft werden können, ohne dass die Preise dadurch stark beeinflusst werden.

Der überwiegende Anteil unseres Devisenbestandes wird nach wie vor in Staatsanleihen angelegt, da diese im Markt über die grösste Liquidität verfügen. Um ein effizientes Portfoliomanagement zu gewährleisten, sind die Portfoliomanager darauf angewiesen, grosse Volumen handeln zu können. Ansonsten würde die Anzahl der einzelnen Positionen gross und die Portfoliozusammensetzung unübersichtlich. Zudem erhöhen viele kleine Positionen die Transaktions- und Verwaltungskosten.

Im Euroraum umfasst das Anlageuniversum Anleihen aller in der Währungsunion zusammengefassten Staaten, wobei Deutschland, Frankreich und Spanien die wichtigsten sind. Italienische Staatspapiere wären zwar von der Marktliquidität her geeignet, sind für die SNB aus Steuergründen jedoch nicht interessant.<sup>2</sup>

Ausserhalb des Bereichs der Staatspapiere spielen Anleihen der amerikanischen Agencies und deutsche Pfandbriefe die wichtigste Rolle. Die US-Agencies, vor allem Fannie Mae (FNMA) und Freddie Mac (FHLMC), sind von der amerikanischen Regierung gegründete Institutionen, die jedoch rechtlich selbständig und im Besitz privater Aktionäre sind. Sie verfügen über eine spezialgesetzliche Grundlage und über enge institutionalisierte Beziehungen zur Bundesregierung, die im Markt als eine implizite Garantie des amerikanischen Staates interpretiert werden.<sup>3</sup> Die Agencies dienen in den USA der Wohneigentumsförderung, indem sie von den Banken vergebene Hypotheken aufkaufen und damit das Kreditrisiko der Hypothekargläubiger übernehmen. Sie finanzieren sich über den Kapitalmarkt durch die Emission von grossen und damit sehr liquiden Anleihen gemäss einem regelmässigen Kalender.

Die Jumbo-Pfandbriefe können als europäisches Gegenstück zu den Anleihen der US-Agencies bezeichnet werden. Es handelt sich dabei um Anleihen mit einer minimalen Emissionsgrösse von 500 Mil-

lionen Euro, die von den deutschen, französischen und spanischen Hypothekenbanken zur Kreditfinanzierung begeben werden. Die SNB beschränkt sich zurzeit auf die deutschen Emittenten, da deren Anleihen am besten handelbar sind. Die Pfandbriefe sind fast ausnahmslos mit AAA geratet, da den Anlagen die Sicherheit des deutschen Pfandbriefrechts zugrunde liegt. Der Markt in Jumbo-Pfandbriefen ist in den letzten Jahren ständig gewachsen. Diese Instrumente bilden gegenwärtig einen wichtigen Bestandteil unseres Euro-Portfolios.

Eine geringe Rolle spielen demgegenüber die Anlagen in Eurobonds. Ihr Vorteil ist eine verglichen mit den Staatsanleihen bessere Verzinsung. Diese muss jedoch durch eine tiefere Liquidität des Marktes erkaufte werden. Die von der SNB gehaltenen Einzelpositionen sind deshalb deutlich kleiner als bei den Staatspapieren.

Im Geldmarktbereich sind Festgelder bei Banken und «Reverse Repos» am wichtigsten. Bei einem «Reverse Repo» handelt es sich um einen Kauf von Wertpapieren, der mit dem gleichzeitigen Wiederverkauf auf Termin gekoppelt ist. Dies entspricht einem durch Wertpapiere gesicherten Kredit, der einer Gegenpartei zur Verfügung gestellt wird, wobei die SNB eine Deckung in Form von Staatspapieren verlangt. Das Kreditrisiko gegenüber dem Kreditnehmer ist deutlich geringer als bei einem ungesicherten Kredit durch ein Festgeld. Das Repogeschäft erlaubt dem Portfoliomanager aber auch, gegen Hinterlage von am Markt gesuchten Wertpapieren Kredite zu einem sehr günstigen Zinssatz aufzunehmen, das Geld zu einem höheren Zins wieder anzulegen und dadurch einen Arbitragegewinn zu realisieren. Festgelder dürfen die Portfoliomanager ausschliesslich bei ausländischen Banken sowie bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) platzieren; ungedeckte Anlagen bei inländischen Banken sind der SNB gesetzlich nicht erlaubt. Zusätzlich werden als kurzfristige Anlagen auch handelbare Geldmarktpapiere, welche die BIZ für Zentralbanken offeriert, gehalten.

<sup>2</sup> Die von den Erträgen abgezogene Quellensteuer kann von der Nationalbank nicht zurückgefordert werden.

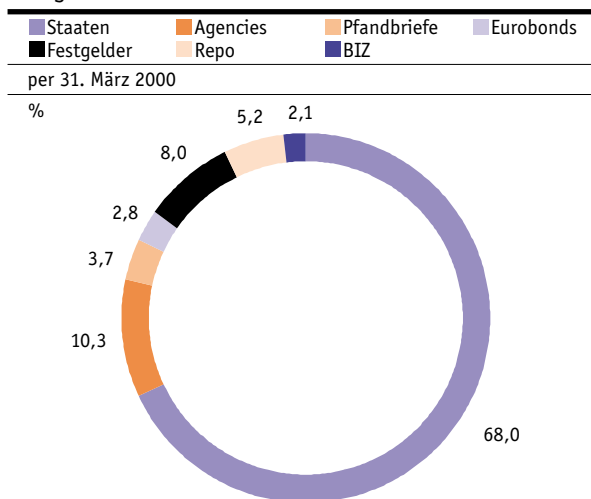
<sup>3</sup> Die implizite Staatsgarantie der Agencies wird zur Zeit kritisiert, da sie die Refinanzierungskosten der Agencies senkt und ihnen damit einen Wettbewerbsvorteil einräumt.

Zur Steuerung der Marktrisiken setzt die SNB Zinsfutures und Zinsswaps ein. Diese Instrumente erlauben es dem Portfoliomanager, die Duration der Portfolios kostengünstig und effizient zu verändern. Die Duration ist die mittlere Kapitalbindungsdauer des Portfolios und gibt an, wie stark sich der Wert des Portfolios bei Änderungen des Zinsniveaus verändert. Je länger die Duration ist, desto grösser ist die Wertveränderung bei einer Zinsverschiebung. Ein Zinsfuture ist ein standardisiertes Termingeschäft für den Kauf oder Verkauf von Obligationen auf einen bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft. Bei einem Zinsswap werden zwei Zahlungsströme gegeneinander ausgetauscht. Beispielsweise bekommt die SNB einen fixen Zinssatz und bezahlt einen flexiblen Zinssatz, normalerweise Libor 6 Monate. Ausgetauscht werden dabei nur die auf einem fixierten Nominalwert berechneten Zinsen, nicht aber der Nominalwert selber. Durch dieses Geschäft wird die Duration des Portfolios verlängert. Während die Futures an organisierten Märkten gehandelt werden, sind Zinsswaps «over-the-counter»-Geschäfte. Die SNB geht somit ein Kreditrisiko in der Höhe des Nettowertes aller zukünftigen Zahlungsströme ein.<sup>4</sup>

### 3 Der Anlageentscheidungsprozess der SNB

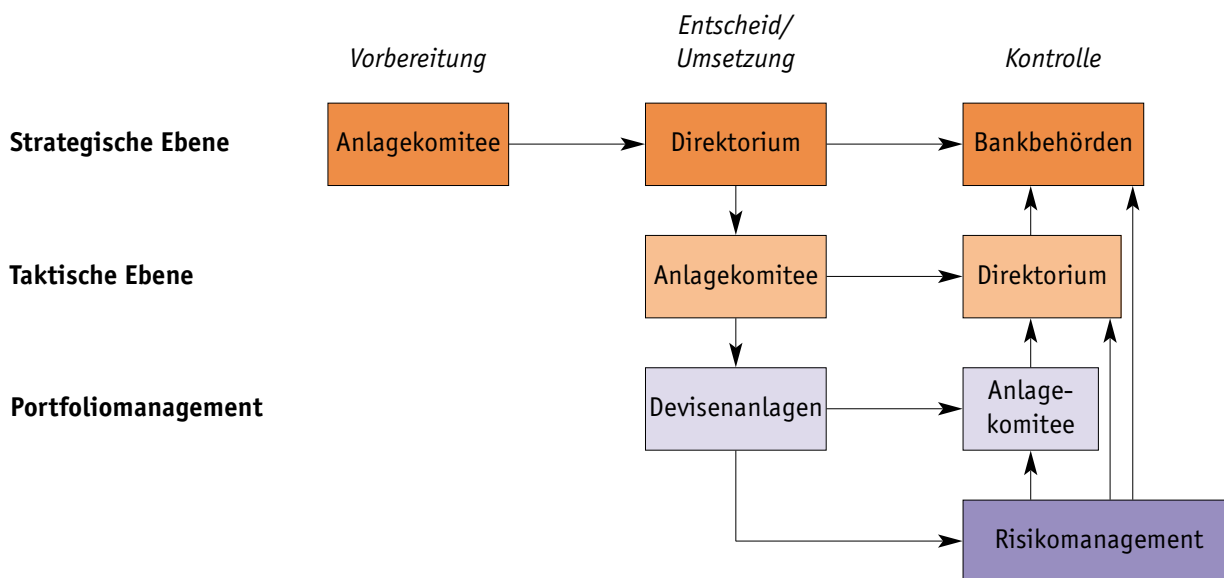
Die SNB orientiert sich bei ihrem Anlageprozess an dem bei institutionellen Anlegern weit verbreiteten dreistufigen Schema mit der strategischen Ebene, der taktischen Ebene und der Umsetzung auf der Ebene des Portfoliomanagements. Die Entscheidungsträger sind das Direktorium auf der strategischen Ebene, das Anlagekomitee auf der taktischen Ebene und das Ressort Devisenanlagen für das Portfoliomanagement. Auf jeder Stufe wird der Anlageerfolg anhand von repräsentativen Vergleichsindizes gemessen. Als zentrales Element dient das Anlagekomitee, das den ganzen Prozess steuert und koordiniert. Das Risikomanagement und dessen Reporting bis hinauf zu den Bankbehörden bilden ebenfalls einen wichtigen Bestandteil der Anlageorganisation.

Anlageinstrumente Grafik 3



<sup>4</sup> Beim Handel mit Futures an organisierten Börsen übernimmt ein sogenanntes «Clearing House» das Kreditrisiko der Gegenparteien. Es spielt somit bezüglich Kreditrisiko keine Rolle, mit welcher Gegenpartei das Futures-Geschäft abge-

schlossen wird. Bei den Zinsswaps ist dies anders, da die Zahlungsverpflichtungen der Gegenpartei bis zur Auflösung des Swaps bestehen bleiben.



## Anlageorganisation SNB

### 3.1 Strategische Ebene

Auf der strategischen Ebene werden vom Direktorium jährlich die grundsätzlichen Vorgaben für die Anlagepolitik bestimmt. Diese beinhalten vor allem die Auswahl der Anlagengewährungen und deren Gewichtung in einem so genannten Zielportfolio. Dieses Zielportfolio wird auf Grund der Rendite- und Risikoeigenschaften der einzelnen Anlagemöglichkeiten bestimmt, wobei auch die Goldbestände, die Aktiven in Schweizer Franken und die währungsgesicherten Anlagen aus den Swap-Transaktionen zur inländischen Liquiditätssteuerung in die Analyse einfließen. Einen wesentlichen Faktor bei der Bestimmung dieses Zielportfolios bilden ausserdem die notenbankpolitischen Restriktionen. Für die Leitwährungen US-Dollar und Euro werden darum verhältnismässig hohe Mindestanteile festgelegt, um im Bedarfsfall über genügend Mittel in den üblichen Reservewährungen zu verfügen. Ansonsten werden die zusätzlichen Diversifikationsmöglichkeiten ausgenutzt. Für jede Anlagengewährung wird bezüglich des Anteils am Gesamtportfolio vom Direktorium eine Bandbreite vorgegeben, innerhalb derer sich das Anlagekomitee positionieren kann.

Zudem bestimmt das Direktorium eine Bandbreite für die durchschnittliche Restlaufzeit der Anlagen. Zurzeit beläuft sich die Duration des Portfolios auf drei Jahre.<sup>5</sup>

Obwohl die Währungsallokation sich gemäss diesem Anlageprozess im Zeitablauf verändern kann, tritt die SNB nicht als kurzfristiger Währungsspekulant auf. Kurzfristige Währungsumschichtungen könnten mit der Politik oder den Interessen anderer Notenbanken in Konflikt geraten. Solche Konflikte gilt es im Interesse eines guten Verhältnisses der Zentralbanken untereinander zu vermeiden.

<sup>5</sup> Eine Duration von drei Jahren bedeutet, dass sich der Wert des Portfolios um ungefähr 0,3% verringert, wenn sich das Zinsniveau generell um 0,1% erhöht. Wenn die Zinsen um 0,1% sinken, gewinnt das Portfolio um ungefähr 0,3% an Wert.

## 3.2 Taktische Ebene

Das Anlagekomitee ist die zentrale Schaltstelle im ganzen Anlageprozess. Es setzt sich aus dem Vorsteher des III. Departements der SNB, dem Leiter des Bereichs Monetäre Operationen sowie Vertretern der Ressorts Devisenanlagen, Risikomanagement und Volkswirtschaft zusammen.

Die Währungsallokation sowie die Zielduration der einzelnen Portfolios werden auf der taktischen Ebene definitiv bestimmt. Die einzelnen Portfoliomanager verfügen im Währungsbereich über keine Freiheiten mehr. Sie verwalten eine ihnen zugeordnete Menge an US-Dollar, Euro oder einer der anderen Währungen. Das Anlagekomitee legt für die einzelnen Portfolios die Anlagerichtlinien und den Benchmark fest. Für jede Anlagewährung wird dabei ein eigenes Portfolio geführt. Im weiteren obliegt dem Anlagekomitee die Bestimmung der Anlageinstrumente, die die SNB im Rahmen der gesetzlichen Möglichkeiten handeln will.

## 3.3 Portfoliomanagement

Die Portfoliomanager im Ressort Devisenanlagen orientieren sich bei ihren Anlageentscheiden an ihrem Benchmark und an den vorgegebenen Anlagerichtlinien. Dabei verfolgen sie das Ziel, eine bessere Rendite als ihr Benchmark zu erzielen, wobei das eingegangene Risiko in der Beurteilung ihrer Leistung berücksichtigt wird. Der Benchmark setzt sich aus dem gewichteten Durchschnitt verschiedener Obligationenindizes zusammen. Innerhalb der Anlagerichtlinien ist der Portfoliomanager in seinen Anlageentscheiden frei. Die Richtlinien geben eine Bandbreite für die Duration vor, die das Zinsrisiko begrenzt, welches der Portfoliomanager eingehen kann. Ausserdem kann der Portfoliomanager in einem vorgegebenen Rahmen Kredit- und Liquiditätsrisiken eingehen, um den Benchmark zu «schlagen».

## 3.4 Risikomanagement

Die Anforderungen an die Risikoüberwachung und -berichterstattung sind angesichts der grossen Anlagebeträge hoch. Ein Risikokomitee mit Vertretern aller drei Departemente ist bankweit für die Zuteilung der Risikolimiten und für die Risikokontrolle zuständig. Das Ressort Risikomanagement erarbeitet die risikopolitischen Grundlagen und überwacht die

Anlagetätigkeit, insbesondere die eingegangenen Markt- und Kreditrisiken. Das Risikomanagement meldet die Ergebnisse der Risikoüberwachung direkt den zuständigen Linien- und Aufsichtsinstanzen der SNB. Es orientiert regelmässig auch die Risikodelegation des Bankausschusses, welche die Oberaufsicht über die Anlagetätigkeit der SNB im Auftrag der Bankbehörden wahrnimmt. Dieser direkte Zugang zu den Bankbehörden ist für die Wirksamkeit der Kontrollorganisation von grosser Bedeutung.

## 4 Die Performance der Devisenanlagen

Die Performancezahlen der schweizerischen Anlagestiftungen und Anlagefonds der Kategorie «Obligationen Ausland» ermöglichen es, den Anlageerfolg der SNB mit demjenigen von kommerziellen Produkten zu vergleichen. Dabei ist einerseits zu berücksichtigen, dass die gesetzlichen Vorschriften und das Primat der Geld- und Währungspolitik den Handlungsfreiraum der Nationalbank einschränken und die Performance tendenziell negativ beeinflussen. Andererseits sind die Kosten der SNB, umgerechnet auf das verwaltete Volumen, einiges kleiner als bei den Fonds und den Stiftungen.<sup>6</sup>

Das Anlageergebnis der SNB für das Jahr 1999 kann sich sehen lassen. Es lag über jenem der kommerziellen Produkte, was vor allem auf den vergleichsweise grösseren US-Dollar-Anteil zurückzuführen ist. Allerdings hat die SNB den Yen im Vergleich zu dessen Marktkapitalisierung bzw. seinem Gewicht im Weltindex massiv untergewichtet. Dies erklärt die gegenüber dem globalen Obligationenindex von JP Morgan schlechtere Rendite.

Im Jahre 1998 wurde das Ergebnis der SNB durch den damals noch sehr hohen US-Dollar-Anteil belastet. Die kumulierte Rendite über die Jahre 1998 und 1999 zeigt hingegen, dass mit den von der SNB verwalteten Geldern ein angemessener Ertrag erzielt worden ist.

Die Volatilität des SNB-Portfolios war im Jahre 1999 deutlich kleiner als in der Vorperiode, was die weitere Reduktion des Währungsrisikos durch die Umschichtung vom US-Dollar in andere Währungen widerspiegelt. Unter Berücksichtigung des Risikos war 1999 ein erfolgreiches Jahr für die Anlagen der SNB. Der Mehrertrag des Indexes von JP Morgan gegenüber dem SNB-Portfolio war mit einem höheren Risiko verbunden, das durch den hohen Yen-Anteil im Index bedingt ist.

<sup>6</sup> Die Performancezahlen für die Anlagestiftungen und die Anlagefonds werden von Watson Wyatt S. A. berechnet und jeweils halbjährlich in der Zeitschrift «Schweizer Personalvorsorge» publiziert.

	1998		1999		Durchschnitt 98/99	
	Rendite	Volatilität	Rendite	Volatilität	Rendite	Volatilität
<b>SNB Devisenanlagen</b>	5,9%	7,4%	9,7%	6,5%	<b>7,8%</b>	<b>7,0%</b>
<b>Anlagestiftungen</b>	8,1%	5,8%	6,3%	6,1%	<b>7,2%</b>	<b>6,0%</b>
<b>Obligationen Ausland</b> (Durchschnitt von 10 bzw. 12 Stiftungen)						
<b>Anlagefonds</b>	6,4%	5,6%	5,2%	6,2%	<b>5,8%</b>	<b>5,9%</b>
<b>Obligationen Ausland</b> (Durchschnitt von 75 bzw. 86 Fonds)						
<b>JP Morgan Global GBI</b>	8,4%	7,4%	9,9%	8,3%	<b>9,1%</b>	<b>7,8%</b>

## 5 Der Einsatz externer Vermögensverwalter

Der Einsatz von externen Vermögensverwaltern bei der Anlage von Devisenreserven kann verschiedenen Zwecken dienen. Zum einen können sie einen Vergleichsmaßstab für die internen Portfoliomanager bilden. Zum anderen können sie spezielle Anlagesegmente abdecken, die die Zentralbank nicht selber verwalten will oder kann. Als weiterer Zweck kommt die Erhöhung des Anlageertrages durch ein aktives Portfoliomanagement im Währungsbereich in Frage.

Seit längerer Zeit bewirtschaftet ein externer Vermögensverwalter einen Teil des US-Dollar-Portfolios entsprechend den von der SNB definierten Vorgaben. Aufgrund unterschiedlicher Voraussetzungen kann die Leistung dieses Managers jedoch nicht direkt mit derjenigen des internen Managers verglichen werden: Das interne US-Dollar-Portfolio ist viel grösser als das externe, zudem treten beim internen Portfolio häufig grössere Zu- und Abflüsse auf.

Aus diesem Grund hat die SNB das Konzept für den Einsatz von externen Verwaltern überarbeitet. Diese sollen neu vor allem Anlagebereiche abdecken, die die SNB nicht selber bewirtschaften will. Dazu gehören die amerikanischen Mortgage Backed Securities (MBS) und globale Obligationenportfolios mit Freiheiten in der Währungsallokation auf der Stufe des Portfoliomanagements. Die SNB hat in diesen Segmenten mehrere Mandate mit jeweils gleich lautenden Anlagerichtlinien an externe Verwalter vergeben. Dies ermöglicht es, die Performance zwischen den einzelnen Managern direkt zu vergleichen. Zudem kann die SNB durch das Ausweiten der eingesetzten Anlagen von einer verstärkten Diversifikation profitieren, die das Gesamtrisiko auf den Devisenanlagen weiter reduziert.

## 6 Schlussbemerkungen

Dank der Revision des Nationalbankgesetzes von 1997 kann die SNB ihre Devisenanlagen effizienter bewirtschaften als früher. Voraussichtlich werden dadurch die Erträge langfristig höher und stabiler ausfallen. Selbstverständlich muss das Portfoliomanagement der Devisenanlagen den notenbankspezifischen Erfordernissen auch in Zukunft in hohem Masse Rechnung tragen. Dies sollte die Erträge, die aus den Fremdwährungsanlagen zu Gunsten von Bund und Kantonen erwirtschaftet werden, jedoch nicht wesentlich beeinträchtigen.