

Finger weg von einem Staatsfonds dossierpolitik

7. September 2015 Nummer 9

Staatsfonds Rekordtiefe Zinsen und ausserordentlich hohe Zentralbankreserven zeigen es deutlich: Die Schweiz befindet sich in einem geldpolitischen Ausnahmezustand. Da der Franken weiterhin stark ist, bleibt auch die Forderung populär, die Situation durch die Schaffung eines Staatsfonds zu nutzen. Zwei Varianten stehen im Vordergrund: Entweder soll ein Fonds aus den Devisenreserven der Nationalbank gebildet werden, um diese möglichst gewinnbringend einzusetzen. Oder der Bund soll das Zinsumfeld zur günstigen Neuverschuldung nutzen, um dieses Geld dann «zukunftsträchtig» anzulegen. Beide Ideen basieren jedoch auf der Illusion eines risikolosen Gratisgewinns. Ein Staatsfonds aus Devisenreserven käme einer Einmischung in die Geldpolitik der Nationalbank gleich. Diese ist aber der Preisstabilität verpflichtet, nicht der Erzielung von Gewinn. Die Finanzierung eines Fonds durch Verschuldung würde wiederum die erfolgreiche Finanz- und Wirtschaftspolitik der Schweiz unterlaufen. Ausserdem wäre ein solcher Fonds Gegenstand politischer Partikularinteressen und würde Begehrlichkeiten wecken.

Position economiessuisse

▶ economiessuisse lehnt die Schaffung eines Staatsfonds ab – egal, ob dieser durch Devisenbestände der Nationalbank oder durch Neuverschuldung geäufnet wird.

▶ Die Anlage ihrer Devisenreserven liegt in der Kompetenz der Schweizerischen Nationalbank. An ihrer Unabhängigkeit in Fragen der Geldpolitik darf nicht gerüttelt werden.

▶ Der Staat ist kein geeigneter Unternehmer. Und seine Investitionen sind stets politisch geprägt. Ein durch den Bund geschaffener Staatsfonds wäre Gegenstand politischer Partikularinteressen.

▶ Das tiefe Zinsumfeld darf kein Freipass für finanzpolitische Unvernunft sein. Die tiefe Staatsverschuldung ist ein wesentlicher Standortvorteil der Schweiz, die wiederum zu diesen tiefen Zinsen führt.

Die Verführung des billigen Geldes

Seit Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahr 2007 befinden sich die Welt und auch die Schweiz in einem geldpolitischen Ausnahmezustand. Um eine noch grössere Wirtschaftskrise zu verhindern, haben die meisten Zentralbanken weltweit resolut interveniert und die Zinsen praktisch überall auf ein rekordtiefes Niveau gesenkt. Der Leitzins der US-Notenbank Fed befindet sich seither faktisch auf null. Durch umfangreiche Käufe von Anleihen wurden zudem die langfristigen Zinsen nach unten gedrückt. Während die USA allenfalls bald eine Normalisierung des Zinsniveaus einleiten, bleibt die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) wohl noch einige Zeit sehr expansiv. Hier steht die Geldpolitik vor allem im Zeichen der Verschuldungskrise einiger Euroländer. Was noch vor einigen Jahren undenkbar war, ist heute darum Realität: Der Leitzins in der Eurozone befindet sich auf Nullniveau.

► Die Schweiz kam relativ gut durch die Krise, dafür wurde der Franken immer stärker.

Die Schweiz ist von diesen internationalen Entwicklungen nicht verschont geblieben. Sie kam dank einer umsichtigen Zentralbank und einer zurückhaltenden Wirtschaftspolitik zwar relativ glimpflich durch die Wirren der Finanz- und Wirtschaftskrise. Leider führte die robuste Entwicklung aber zu einer enorm raschen Aufwertung des Schweizer Frankens, was den Werkplatz Schweiz akut gefährdete und noch immer sehr stark belastet.¹ Die Folgen sind bekannt: Die Schweizerische Nationalbank (SNB) versuchte dem Trend zuerst mit konventionellen Zinssenkungen entgegenzuwirken, musste dann aber im September 2011 mit einer Wechselkursuntergrenze eingreifen. Um diese durchzusetzen, sahen sich die Währungshüter immer wieder gezwungen, am Devisenmarkt zu intervenieren. In der Folge wuchsen die Reserven der SNB massiv, wie Grafik 1 auf Seite 2 zeigt.

► Auch nach Aufgabe der Wechselkursuntergrenze interveniert die Nationalbank punktuell am Devisenmarkt.

Bekanntermassen hat die Schweizerische Nationalbank die Wechselkursuntergrenze am 15. Januar 2015 wieder aufgegeben und gleichzeitig den Leitzins auf einen historischen Tiefststand von $-0,75$ Prozent gesenkt. Der Franken wertete sich in der Folge stark auf, stabilisierte sich nach einigen Wochen jedoch im Bereich 1.04 bis 1.07 Franken pro Euro – ein Niveau, welches für die Schweizer Volkswirtschaft zweifelsohne eine hohe Belastung darstellt. Allerdings muss die SNB auch auf diesem Niveau punktuell stabilisierend am Devisenmarkt eingreifen. Wie sie selbst bekannt gab, war dies beispielsweise während der Turbulenzen rund um einen möglichen Austritt Griechenlands aus der Eurozone der Fall. Aktuell belaufen sich ihre Devisenbestände auf rund 550 Milliarden Schweizer Franken. Dies entspricht rund 88 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung der Schweiz.²

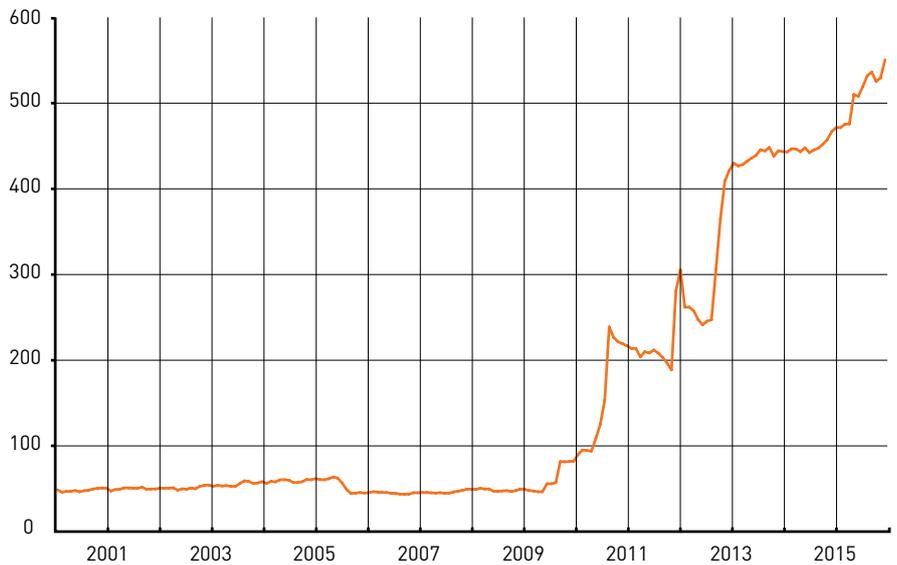
¹ Details zu den Hintergründen der Aufwertung finden sich z. B. in Minsch, R. & Schnell, F. (2012). *Mindestkurs von 1.20 – Notmassnahme in turbulenten Zeiten*. «Die Volkswirtschaft», 1/2-2012, S. 31–33.

² Stand Juli 2015.

Grafik 1

► Aktuell verwaltet die SNB Devisenbestände im Umfang von rund 550 Milliarden Franken.

Entwicklung der Devisenbestände der Schweizerischen Nationalbank
 Monatsdaten seit Januar 2000, in Milliarden Franken



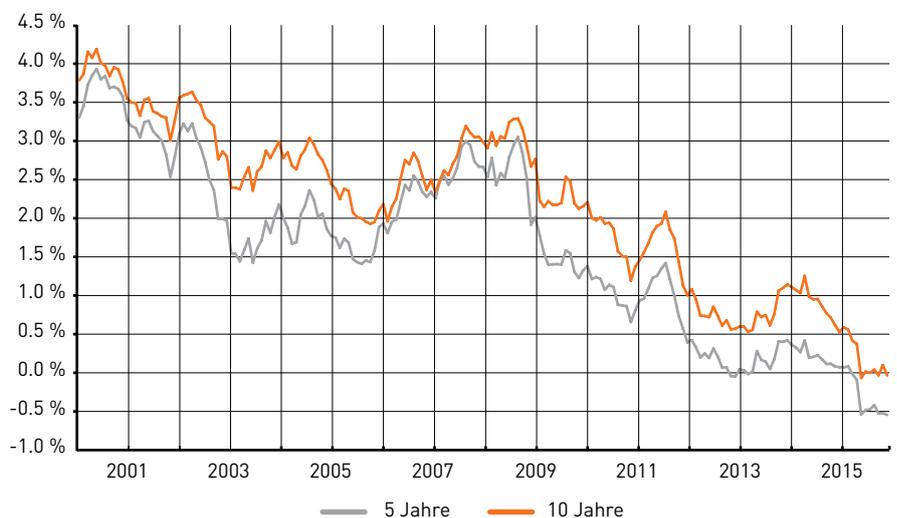
Quelle: Schweizerische Nationalbank.

Quasi spiegelbildlich zum Aufbau der Devisenbestände bei der Nationalbank hat sich das Zinsumfeld entwickelt. Bereits im Zuge der Finanzkrise 2008 hat die SNB die kurzfristigen Leitzinsen massiv auf nahe null gesenkt. Die langfristigen Zinsen, welche der Bund auf Schuldverschreibungen zu zahlen hat, sanken in der Folge ebenfalls kontinuierlich, wie Grafik 2 zeigt. Nach Aufhebung der Wechselkursuntergrenze durch die Nationalbank und die damit einhergehende Einführung von Negativzinsen folgten die langfristigen Nominalzinsen hingegen unmittelbar den Anpassungen im Leitzinssatz. Dies bedeutet, dass sich die Eidgenossenschaft für gewisse Laufzeiten aktuell zu negativen Zinsen verschulden kann. Mit anderen Worten bekommt der Bund zum Zeitpunkt der Geldaufnahme (zumindest nominal) mehr Geld, als er später zurückzahlen muss. Dieses Phänomen ist auch historisch gesehen aussergewöhnlich.

Grafik 2

► Die Zinsen für Schweizer Staatsanleihen befinden sich auf einem historischen Tiefststand.

Entwicklung der Nominalzinsen für Staatsanleihen
 Werte für 5- und 10-jährigen Rückzahlungshorizont



Quelle: Schweizerische Nationalbank.

Ein «Free Lunch» für die Schweiz?

Es ist klar, dass eine solche geldpolitische Ausnahmesituation langfristig nicht Bestand haben kann. Trotzdem scheint es auf den ersten Blick, als stünden der Schweiz zumindest kurz- bis mittelfristig fast unendliche Ertragsquellen offen, ohne dass Kosten verursacht würden – quasi ein «Free Lunch»: Die Nationalbank wäre scheinbar fähig, Sachwerte faktisch durch «Geld-Drucken» zu erwerben, ohne damit die Stabilität der Konsumentenpreise zu gefährden. Im Gegenteil: Der ohnehin überbewertete Franken könne dadurch zugunsten der hiesigen Industrie geschwächt werden. Der Bund wiederum sei in der Lage, sich zu verschulden und dabei sogar Gewinn zu realisieren – «Schulden zu machen» erscheint so plötzlich nicht mehr in einem negativen Licht, sondern wird zu einer lukrativen Angelegenheit, könnte man meinen.

► Die Politik möchte den vermeintlichen Geldsegen nutzen.

Vor diesem Hintergrund ist es nicht verwunderlich, dass die Politik diesen vermeintlichen Geldsegen nutzen möchte. Dieser Wunsch äussert sich in der oft gestellten Forderung nach der Etablierung eines Staatsfonds. Dieser soll die derzeitige Situation des starken Frankens nutzen, Investitionen «zum Wohle der Schweiz» tätigen und – sozusagen als angenehmer Nebeneffekt – die angespannte wirtschaftliche Situation entschärfen. Oft werden dabei andere erfolgreiche Staatsfonds als Vorbilder genannt, insbesondere jene von Singapur und Norwegen. Wie aus den obigen Ausführungen abgeleitet werden kann, stehen in der politischen Diskussion zwei mögliche, konzeptionell sehr unterschiedliche Varianten im Vordergrund, die im Folgenden eingehender diskutiert werden sollen:³

► Zwei unterschiedliche Ideen: Staatsfonds bei der SNB oder beim Bund.

1. Ein Teil der Devisenreserven der Nationalbank soll in einen separaten Fonds ausgelagert werden.⁴ Dieser kann dann Investitionen mit höherem Ertragspotenzial vornehmen, als dies bei der jetzigen Anlagestrategie der SNB der Fall ist. Viele Ideen gehen auch dahin, dass diese Investitionen strategischer Natur sein sollen, d. h. dass zum Beispiel in Innovationsprojekte investiert oder strategisch wichtige Infrastruktur im Ausland akquiriert werden soll. Oft wird dieser Art von Staatsfonds der Vorteil zugeschrieben, dass durch die Herauslösung eines Teils der Reserven aus der SNB der politische Druck auf diese abnehmen würde. Vereinzelt alternative Ideen zielen darauf ab, die Anlagevorschriften der Nationalbank anzupassen, um das Ertragspotenzial aus den Reserven auf diesem Weg zu steigern.
2. Der Bund soll sich die tiefen bzw. negativen Schuldzinsen zunutze machen und im grossen Stil (zum Beispiel für 100 Milliarden Franken) Staatsanleihen im Markt platzieren. Dieses Geld kann anschliessend in ertragsstarke und «zukunftssträchtige» Assets und Projekte investiert werden, zum Beispiel als Risikokapital für Innovationen oder zur Investition in alternative Energien. Andere Ideen sehen vor, das Geld im Sinne einer konzentrierten Offensive in Infrastrukturprojekte in der Schweiz zu investieren (Bahn, Strassen, Forschungs- und Bildungseinrichtungen usw.).

Beide Vorschläge sind in erster Linie Konsequenzen der aktuellen geldpolitischen Situation. Leider müssen sie aber als «Verführung des billigen Geldes» qualifiziert werden, egal wie ein solcher Fonds auch ausgestaltet ist. Die Ideen vermitteln die Illusion eines risikolosen Gratisgewinns. Wie dieses dossierpolitik aufzeigen wird, ist ein solcher «Free Lunch» leider auch in den heutigen geldpolitisch aussergewöhnlichen Zeiten nicht möglich. Ganz im Gegenteil: Die vorliegenden Ideen für einen Staatsfonds sind aus ökonomischer Perspektive klar abzulehnen.

³ Vgl. dazu auch Postulat 15.3017 von Ständerat Konrad Graber. Die SP Schweiz hat darüber hinaus angeregt, einen Staatsfonds durch Erträge aus einer Finanztransaktionssteuer aufzubauen. Diese Idee ist allerdings unabhängig vom geldpolitischen Umfeld.

⁴ Als Vorbild dient oft der frühere «StabFund», der im Zuge der Finanzkrise die übertragenen Aktiven der UBS verwaltete.

Staatsfonds im Ausland – Vorbild für die Schweiz?

► Der AHV-Ausgleichsfonds ist auch eine Art Staatsfonds.

Staatsfonds im weiteren Sinne sind weltweit nichts Aussergewöhnliches. Genau genommen verfügt auch die Schweiz mit dem AHV-Ausgleichsfonds über eine Art Staatsfonds. Diese staatlichen Engagements an der Investmentfront dienen jedoch in erster Linie der Einnahmenglättung von Sozialversicherungen oder anderen Staatsausgaben. Besonders die Einrichtungen zur Altersvorsorge (wie beispielsweise die AHV) werden oft aus Lohnbeiträgen gespeisen. Sie sind daher konjunkturellen Schwankungen unterworfen. Die Einrichtung eines Fonds zur Verwaltung von Überschüssen kann dann durchaus sinnvoll sein.

Die aktuellen Vorschläge zur Errichtung eines Staatsfonds orientieren sich jedoch an den grossen Investmentfonds, insbesondere an jenen von Norwegen und Singapur. Letzteres verfügt sogar über zwei voneinander unabhängige Fonds, wovon einer – nebst anderen Aufgaben – auch für die Verwaltung eines Teils der Devisenreserven der Zentralbank zuständig ist.

Singapur: zwei Staatsfonds mit unterschiedlichen Zielen

Der bekanntere Staatsfonds Singapurs trägt den Namen «Temasek» und untersteht dem Finanzministerium. Dieser Fonds wurde 1974 zur Verwaltung der im asiatischen Wirtschaftssystem nicht unüblichen Firmen oder Firmenbeteiligungen des singapurischen Staates an Unternehmen, wie beispielsweise Singapore Airlines, gegründet. Die Basis des Fonds bilden also reale Assets.⁵ Die finanziellen Engagements von Temasek haben in der Folge immer stärker zugenommen; das verwaltete Gesamtvermögen beträgt heute rund 266 Milliarden Singapur-Dollar (rund 185 Milliarden Schweizer Franken), was etwa 63 Prozent des singapurischen Bruttoinlandsprodukts (BIP) entspricht. Laut eigenen Aussagen verwaltet Temasek sein Vermögen unabhängig von der Politik, schüttet jedoch regelmässig Dividenden an das Finanzministerium aus. Strategische Vorgaben im Sinne der Förderung bestimmter Wirtschaftsbereiche, Technologien usw. werden dem Fonds daher nicht gemacht, er ist alleine der Mehrung des eigenen Vermögens verpflichtet.

► Die Geldpolitik Singapurs zielt auf einen stabilen Aussenwert des Singapur-Dollar ab.

Von Temasek unabhängig werden die Reserven der singapurischen Zentralbank im Fonds «GIC Private Limited» verwaltet, wobei diese Anlagen nur einen Teil des durch GIC angelegten Vermögens ausmachen. Über den monetären Umfang der Beteiligungen sowie über Gewinne und Verluste wird öffentlich nicht berichtet, weil dies – so die Befürchtung – Rückschlüsse auf den Umfang von Singapurs Währungsreserven erlauben würde. Das könnte die Durchsetzung der auf einen stabilen Aussenwert der Währung zielenden Geldpolitik erschweren. Singapur kennt keine unabhängige Zentralbank wie die meisten westlichen Staaten und insbesondere auch die Schweiz. Der Vorsitzende der entsprechenden Währungsbehörde ist gleichzeitig Finanzminister des Stadtstaates. Dass dies funktionieren kann, liegt einerseits am nur bedingt demokratischen politischen System, andererseits an der wechselkursorientierten Währungspolitik. Dies bedeutet, dass die Zentralbank von Singapur keine eigenständige Geldpolitik verfolgt, sondern sich an derjenigen ihrer Handelspartner ausrichtet.

► Preisstabilität hat langfristig enorme Vorteile.

Aus diesem Grund ist auch eine institutionelle Unabhängigkeit zur Sicherstellung der geldpolitischen Glaubwürdigkeit nicht zwingend notwendig. Darin unterscheidet sich Singapur fundamental von der Schweiz. Deren eigenständige, auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik bedarf einer von der Politik unabhängigen Zentralbank, um die währungspolitischen Ziele glaubhaft durchsetzen zu können. Der Kauf, der Verkauf und die Bewirtschaftung von Devisenreserven sind dabei höchstens Mittel zum Zweck. Der Vorteil der langfristigen

⁵ Seit einigen Jahren gibt Temasek auch eigene Schuldverschreibungen aus. Diese sind allerdings nur durch das Fondsvermögen und nicht durch den Staat garantiert.

Preisstabilität darf nicht unterschätzt werden – tiefe Inflation schafft Stabilität und Glaubwürdigkeit für Ersparnisse und Investitionen in der Schweiz. Sie minimieren auch ökonomische Preisverzerrungen und ermöglichen so ein höheres Wirtschaftswachstum. So können beispielsweise langfristige Verträge abgeschlossen werden, ohne dass sich die darin abgemachten Preise real stark ändern.

Norwegen: Öl als Wohlstandsquelle

Der norwegische «Government Pension Fund Global» (GPFG) wurde 1990 gegründet und gilt als grösster Staatsfonds weltweit. Sein aktueller Marktwert beträgt umgerechnet rund 836 Milliarden Schweizer Franken. Die Verwaltung des GPFG obliegt innerhalb der politischen Richtlinien des Finanzministeriums der Zentralbank (Norges Bank). Die Anlagen – die ausschliesslich aus Aktien, verzinslichen Wertpapieren und Immobilien im Ausland bestehen – müssen also gewissen Vorgaben entsprechen, was durchaus zu (politischen) Diskussionen führt.

► Norwegens Staatsfonds dient auch der politischen Selbstdisziplinierung.

Der Grund für die Existenz des GPFG liegt in der Erkenntnis, dass die Erdölvorräte Norwegens, und damit die wichtigste Einnahmequelle des Landes, eines Tages erschöpft sein werden. Der Fonds stellt für die norwegische Regierung ein Instrument dar, um die Öleinnahmen in langfristig rentable Geschäftsfelder zu investieren. Damit soll der Nutzen des Erdölreichtums auch künftigen Generationen zugänglich gemacht werden. Bis zur Einrichtung des Fonds flossen die Erträge aus der Ölförderung direkt in den Staatshaushalt. Die gesetzliche Grundlage des Fonds besagt hingegen, dass lediglich ein jährlicher Sollertrag von vier Prozent dem staatlichen Haushaltsbudget zur Verfügung steht. Der Hintergrund des norwegischen Staatsfonds kann daher vor allem als Selbstdisziplinierung der Politik verstanden werden (ähnlich einer Schuldenbremse).

Der GPFG finanziert sich ausschliesslich durch die Einnahmen aus dem Geschäft mit Erdöl. Andere staatliche Einlagen oder Kapitaleinlagen aus Schuldverschreibungen gibt es nicht. Hier liegt der grosse Unterschied zur Schweiz, die bekanntermassen über fast keine natürlichen Rohstoffe und damit nicht über dieselbe «reale Wertbasis» verfügt.

Wie sich zeigt, lassen sich ausländische Staatsfonds nur sehr bedingt mit den in der Schweiz propagierten Ideen eines solchen Instituts vergleichen. Trotzdem soll nachfolgend auf die Problematik der Schweizer Staatsfondsideen eingegangen werden.

Warum sich die Nationalbank nicht als Hüterin eines Staatsfonds eignet

Insbesondere nach Aufhebung des Mindestwechselkurses durch die SNB wurde immer wieder argumentiert, dessen Verteidigung sei aufgrund der stark angewachsenen buchhalterischen Bilanz schwierig geworden. Eine Verkürzung der Nationalbankbilanz mithilfe eines Staatsfonds könne entlastend wirken und erst noch zusätzlichen Ertrag generieren. Würde die Nationalbank zusätzliche Devisen zugunsten des Staatsfonds aufkaufen, könne auch noch der Franken geschwächt werden.

► Ein Staatsfonds führt nicht zu einer kürzeren Bilanz der SNB.

Ein Staatsfonds würde der Unabhängigkeit der SNB schaden

Klar ist aber, dass es keine Rolle spielt, ob die Reserven der SNB in ihrer buchhalterischen Bilanz direkt ersichtlich sind oder in einen separaten Staatsfonds «ausgelagert» werden. Ein solcher Fonds hätte nämlich einfach eine Schuld gegenüber der Nationalbank, was sich wiederum auf deren Aktivseite zeigen würde – die Bilanz wäre also nicht kürzer. Neben dem Verkauf der Reserven selbst kann die SNB ihre Bilanz einzig durch die Realisierung von Verlusten (zum Beispiel durch Ausschüttungen) kürzen.

► Einmischung in die Anlagepolitik der SNB bedeutet einen Angriff auf deren Unabhängigkeit.

Da ein Staatsfonds bei der Nationalbank über (wie auch immer gestaltete politische) Anlagevorschriften verfügen würde, käme seine Errichtung faktisch einer Einmischung in die Anlagepolitik und damit in die geldpolitische Unabhängigkeit der SNB gleich. Diese verfassungsmässig garantierte Unabhängigkeit ist kein Selbstzweck. Die Nationalbank kann sich an den Finanzmärkten nur dann zugunsten der Preisstabilität und der Abfederung von Währungs- bzw. makroökonomischen Schocks glaubhaft durchsetzen, wenn die Marktteilnehmer überzeugt sind, dass die SNB auch bei unpopulären Massnahmen nicht durch politische Einmischung geschwächt wird. Ein gegenteiliges Zeichen könnte gravierende Konsequenzen für die Handlungsfähigkeit der SNB haben und ihre Reputation und Schlagkraft langfristig schädigen.

Das Gleiche gilt auch für die Forderung nach strategischen Investitionen durch die SNB. Eine unabhängige Zentralbank darf nicht dominierender Investor eines einzelnen Unternehmens werden oder sich dem Verdacht aussetzen, mit ihren Anlagen andere politische Ziele zu verfolgen, als die Preisstabilität aufrechtzuerhalten. Nur eine breite Diversifikation garantiert, dass die SNB entsprechend ihrem Mandat als unabhängiger, gegenüber dem Markt neutraler und ausschliesslich den geldpolitischen Zielen verpflichteter Akteur wahrgenommen wird. Auch wenn dies nur subsidiär eine Rolle spielt, verspricht eine breite Anlagestrategie darüber hinaus, langfristig den höchsten Ertrag zu generieren.

Generierung von Gewinn ist nicht die primäre Aufgabe der SNB

Aktuell liegt der Aktienanteil der Devisenbestände der Schweizerischen Nationalbank bei rund 17 Prozent, wohingegen 72 Prozent in Staatsanleihen investiert sind.⁶ Dieses Verhältnis von relativ tiefem Aktienanteil und vielen Staatsanleihen, zusammen mit der passiven Anlagestrategie (d. h. es werden im Portfolio einfach Aktienindizes abgebildet) der SNB, dürfte einer der Gründe sein, weshalb der Ruf nach einem Staatsfonds gebildet aus den Devisenreserven der Nationalbank grosse Sympathien geniesst.

► Anlagen müssen aus geldpolitischen Gründen rasch liquidierbar sein.

Allerdings ist der Verkauf von Aktiven ein wichtiges geldpolitisches Instrument, um Liquidität aus dem Marktsystem abführen zu können. Dies ist Teil der stabilitätsorientierten Politik der SNB gemäss ihrem gesetzlichen Auftrag. Die Generierung von Gewinn ist hingegen höchstens ein positiver Nebeneffekt, der jedoch nur subsidiär eine Rolle spielen kann. Entsprechend müssen Devisenbestände,

⁶ Stand 30. Juni 2015 gemäss Quartalsbericht der Schweizerischen Nationalbank.

soweit geldpolitisch angezeigt, möglichst rasch veräussert werden können. Staatsanleihen verfügen im Vergleich zu Aktien über eine hohe Liquidierbarkeit, dies bedeutet, dass man für sie relativ problemlos einen Käufer findet. Auch sind sie Wertschwankungen weniger stark unterworfen (wie Obligationen im Allgemeinen), was die Kontrolle der Geldmenge vereinfacht. Oft wird in diesem Zusammenhang argumentiert, dass die Nationalbank die Geldmenge nötigenfalls auch durch die Ausgabe von Schuldverschreibungen (sogenannte SNB-Bills) reduzieren könne. Dies ist korrekt, wäre aber eine risikoreiche Strategie. Deren Ausgabe ist nämlich mit Kosten verbunden – die Nationalbank bezahlt auf diese SNB-Bills Zinsen, die sie selbst beeinflusst. Dies könnte geldpolitischen Zielen entgegenlaufen. Davon abgesehen können diese Kosten allfällige Zusatzerträge, zum Beispiel aus einem erhöhten Aktienanteil, rasch übertreffen.

► Ein relativ tiefer Aktienanteil ist portfoliotheoretisch sinnvoll.

Ist die Anlagestrategie der SNB tatsächlich so schlecht?

Natürlich kann man auch bei Berücksichtigung des Primats der stabilitätsorientierten Zentralbankpolitik über Anlagestrategien geteilter Meinung sein. Doch selbst wenn die Renditeerzielung kein primäres Ziel der SNB darstellt, gibt es gute Gründe für ihre derzeitige Investitionsstrategie. So lässt sich der auf den ersten Blick tiefe Aktienanteil aus Sicht der Portfoliotheorie stark relativieren. Der Grund hierfür liegt darin, dass der Schweizer Franken für Anleger als sicherer Hafen gilt. Diese Eigenschaft ist mit ein Grund für seine aktuelle Stärke. Sie impliziert, dass der Wechselkurs aus Sicht eines Schweizer Anlegers (wie auch die SNB einer ist) prozyklisch mit den ausländischen Aktienmärkten interagiert. Ein Wertverfall der ausländischen Währung (Aufwertung des Frankens) ist mit einer Reduktion der ausländischen Aktienwerte verbunden. Grafik 3 auf Seite 8 zeigt diesen Zusammenhang, indem sie die quartalsweisen Erträge an den europäischen Aktienmärkten der relativen Änderung des Wechselkurses CHF/Euro gegenüberstellt.⁷ Mit anderen Worten ist es oft der Fall, dass ein Sinken der Aktienwerte an europäischen Börsen mit einer Abwertung des Euro relativ zum Franken einhergeht. Ein Schweizer Besitzer europäischer Aktien erleidet in so einem Fall einen doppelten Verlust: Einerseits sinkt der Wert seiner Anlagen in Euro, andererseits würde er bei einem Verkauf erst noch weniger Franken dafür erhalten. Ein Teil des Diversifikationspotenzials von Aktienanlagen wird damit geschmälert. Es ergibt also durchaus Sinn, bei rein ausländischen Anlagen den Aktienanteil relativ tief und den Anteil an Investments in Staatsanleihen relativ hoch zu halten (diese reagieren in der Bewertung nämlich antizyklisch), wie dies die SNB macht.⁸

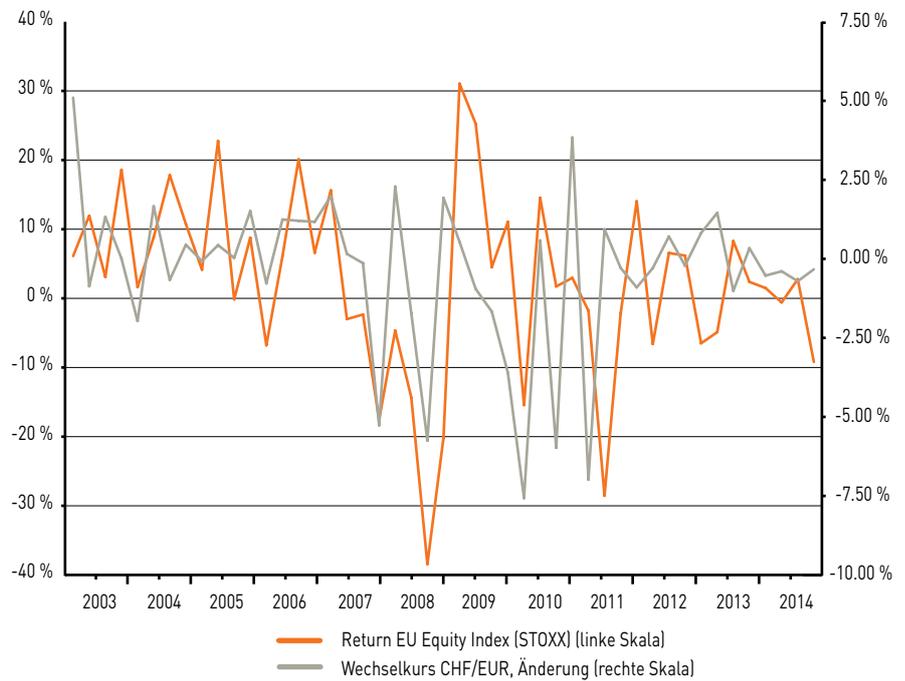
⁷ Die Korrelation zwischen den beiden Zeitreihen beträgt für den Zeitraum von Januar 2003 bis September 2011 (Einführung des Mindestkurses) einen hohen Wert von 0.34 (basierend auf monatlichen Ertragsdaten).

⁸ Vergleiche hierzu auch: Zurbrügg, F. (2014). *Die Anlagepolitik der SNB: Möglichkeiten und Grenzen*. Referat am Geldmarkt-Apéro der Schweizerischen Nationalbank vom 27. März 2014. Zürich: SNB.

Grafik 3

► Ein Vergleich der Aktienerträge und der Wechselkursveränderungen zeigt eine deutliche Korrelation.

Erträge europäischer Aktien versus Wechselkursänderungen CHF/Euro
 Quartalsdaten von April 2003 bis Dezember 2014



Quelle: Macrobond.

Die Notenpresse kann keine Werte schaffen

Eine Verschiebung der Devisenbestände in einen Staatsfonds hätte notabene keinen Einfluss auf den Wechselkurs des Schweizer Frankens, denn die sind bereits heute im Ausland angelegt. Unabhängig von der Investitionsstrategie müsste die SNB Devisen aufkaufen (auch wenn diese dann in den Fonds überführt würden), um den Franken zu schwächen.

► Das Drucken von Geld kann kein reales Vermögen schaffen.

Davon abgesehen, dass der Kauf von Devisen eine geldpolitische Entscheidung in alleiniger Kompetenz der SNB darstellt, gilt es, eine weitverbreitete Fehleinschätzung zur Konsequenz von Devisenmarktinterventionen durch die Nationalbank zu korrigieren. Die Sicht, dass durch den Aufkauf von Fremdwährungen quasi ein reales Vermögen aufgebaut werden kann (bei gleichzeitiger Schwächung des Frankens), unterliegt einem fundamentalen Irrtum über die Funktionsweise von Papiergeldwährungen.⁹ Die SNB kann nur nominale Anlagen erwerben, diese werden aber durch die bisherigen Inhaber von nominalen Schweizer-Franken-Guthaben beglichen. Im Unterschied zu einem norwegischen Fonds, der mit realen Werten wie geologischen Rohstoffen unterlegt ist, kann die SNB nicht aus dem Nichts Sachwerte schaffen. Das Drucken von Banknoten reduziert den Wert einer einzelnen Note – was im Überfluss da ist, verliert an Wert. Wenn die SNB den Franken aber gegenüber den realen Sachwerten schwächt, entsteht Inflation – der nominale Betrag, der für ein bestimmtes Gut bezahlt werden muss, steigt. Damit werden die Sparer belastet. Diese Sparer werden also durch Inflation besteuert, wobei es sich dabei nicht um eine klassische Inflation – also eine Erhöhung der Konsumentenpreise – handelt, sondern um eine Steigerung der Preise von Vermögenswerten. Aus Sicht eines potenziellen Anlegers ist diese Art der Inflation jedoch genauso entscheidend. Schliesslich behält eine alte ökonomische Erkenntnis ihre Gültigkeit: Durch das Drucken von Geld aus dem Nichts können keine realen Werte geschaffen werden.

⁹ Vgl. Föllmi, R. (2015). *Unvereinbar mit dem Auftrag der Nationalbank*. Gastkommentar in der «Neuen Zürcher Zeitung» vom 3. August 2015, S. 15.

Die Illusion der günstigen Verschuldung

► Eine tiefe Staatsverschuldung sorgt für hohe Bonität.

Die Schweiz gilt weltweit als finanzpolitische Musterschülerin. Besonders dank des viel beachteten und oft kopierten Instruments der Schuldenbremse ist die Staatsverschuldung – im krassen Gegensatz zu den meisten anderen Industriestaaten – in den letzten zehn Jahren markant gesunken. Aktuell beträgt die Schuldenquote der Schweiz moderate rund 35 Prozent des BIP. Dieser tiefe Wert ist einerseits ein Grund für die hohe Bonität eidgenössischer Schuldverschreibungen (was neben geldpolitischen Aspekten die tiefe Verzinsung mitbegründet), andererseits scheint er auf den ersten Blick aber auch Raum für eine günstige Erhöhung der (Brutto-)Verschuldung zu bieten, zum Beispiel zugunsten eines renditeorientierten Staatsfonds.

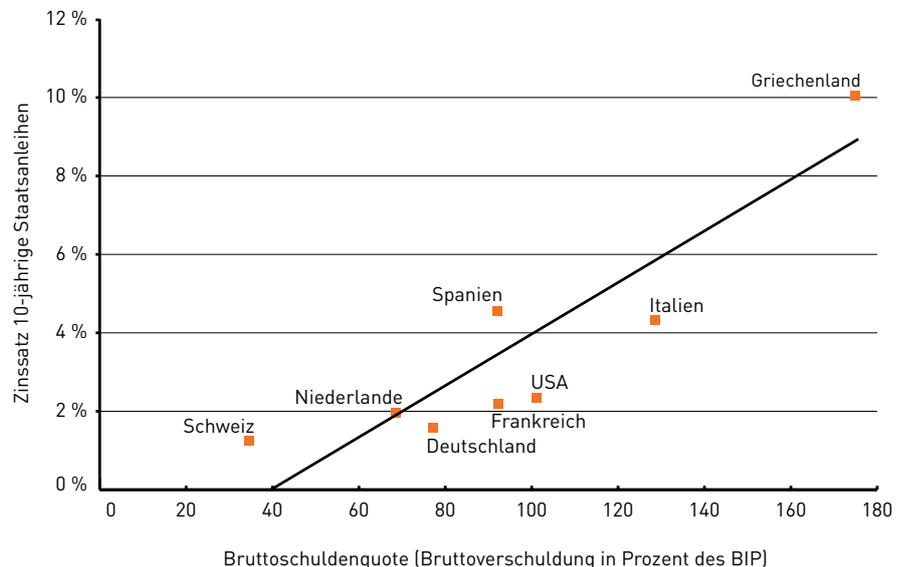
Hierbei handelt es sich jedoch um eine statische Vorstellung der Marktmechanismen. Denn die gute Bonität und die damit verbundenen tiefen Schuldzinsen basieren auf der Erwartung, dass die Schweiz ihren eingeschlagenen finanzpolitischen Weg fortsetzt. Eine starke Erhöhung der Verschuldung – die Grössenordnung eines potenziellen Staatsfonds wird oft mit rund 100 Milliarden Franken angegeben, was die Schuldenquote auf über 50 Prozent ansteigen liesse – würde die Zinsen unweigerlich erhöhen.¹⁰ Da die Schuldenbremse umgangen werden müsste, würde die Schweizer Finanzpolitik untergraben und in der Erwartung der Anleger einer weiteren Aushebelung der Schuldenbremse Tür und Tor öffnen. Dass es sich dabei nicht nur um graue Theorie handelt, zeigt Grafik 4, die den positiven Zusammenhang von Schuldenquote und Zinsbelastung im internationalen Vergleich darstellt.

Grafik 4

► Je stärker ein Staat verschuldet ist, desto höhere Zinsen muss er für seine weitere Verschuldung in Kauf nehmen.

Schuldenquote versus Zinskosten

Durchschnittliche Daten für 2013



Quellen: Eurostat, BFS, FED.

¹⁰ Zinsen drücken die Kosten aus, die der Schuldner gegenüber dem Gläubiger aufbringen muss. Wenn der Schuldner an Bonität verliert, verlangt der Gläubiger höhere Sicherheiten bzw. höhere Prämien.

► Ein Staatsfonds würde Risiken von den Investoren auf die Steuerzahler überwälzen.

► Ein Staatsfonds müsste diversen politischen Ansprüchen Rechnung tragen – zulasten der Steuerzahler.

Der Staat ist kein geeigneter Investor

Nun mag argumentiert werden, dass auch bei einer allfälligen mässigen Erhöhung der Zinskosten diese immer noch relativ tief bleiben und ein Staatsfonds im aktuellen Umfeld trotzdem lukrativ sein kann. Tatsächlich scheint das Ertragspotenzial eines solchen Fonds auf den ersten Blick einiges höher als der potenzielle Schuldendienst. Nur: Dies gilt völlig unabhängig vom Zinsumfeld. Der Grund liegt darin, dass Staatsanleihen durch den Steuerzahler geschützt sind und der Investor folglich bereit ist, einen Abschlag zu akzeptieren. Das durch den Markt gegebene Verhältnis von Ertrag versus Risiko kann durch einen Staatsfonds hingegen nicht ausgehebelt werden. Es ist jedoch nicht Aufgabe des Steuerzahlers, diese Risiken systematisch und unabhängig von der persönlichen Risikopräferenz anstelle von anderen Investoren zu tragen.

Darüber hinaus besteht die Gefahr, dass ein Staatsfonds für politische Partikularinteressen missbraucht würde. Theoretisch wäre es die Aufgabe des entsprechenden Managements, für die Träger des Risikos, also die Steuerzahler, den maximalen Ertrag zu generieren. Doch in der Praxis – und dies zeigt die aktuelle Diskussion zum Thema – hätten die Investments eines solchen Fonds wohl diversen politischen Ansprüchen Rechnung zu tragen. Die Anlagen des Fonds müssten dann wahlweise sozial verträglich sein, grüne Technologien fördern, Risikokapital zur Verfügung stellen, Innovationen fördern, «zukunftssträchtig» sein, der Schaffung von Lehrstellen dienen usw. Die Liste liesse sich beliebig verlängern. Die Politik ist allerdings ein schlechter Unternehmer und auch kein guter Ratgeber für Anlageentscheide. Auch würden wohl viele Engagements des Staatsfonds als Investitionen deklariert, obwohl es sich dabei in Tat und Wahrheit um staatlichen Konsum handelt. Entsprechend wäre das Risiko gross, dass der Fonds weniger Ertrag abwirft und höhere Risiken eingeht, als dies ein normaler Investor tun würde – zum Schaden des Steuerzahlers und des Standorts Schweiz.

Natürlich scheint bei einer negativen Verzinsung auch die Idee interessant, ohne Risiken Gewinn zu erzielen. Anstatt Aktien, Obligationen usw. zu erwerben, könnte der Bund das ihm ausgeliehene Geld einfach bei der SNB parkieren und somit dank der negativen Verzinsung einen Gewinn einfahren. Allerdings würde damit die Geldpolitik der SNB untergraben. Der Bund würde nämlich seine privilegierte Stellung (die Befreiung von der Negativverzinsung bei der SNB) im Vergleich zu anderen Anlegern ausnützen und diesen ermöglichen, die negativen Zinsen der SNB zu umgehen. Dies wäre nicht im Interesse des Landes und würde wahrscheinlich – aufgrund der «verbesserten Anlagemöglichkeiten» in vom Bund ausgegebenen Schuldverschreibungen – zu einer erneuten Erstarbung des Schweizer Frankens führen.¹¹

Kosten-Nutzen-Abwägung bei Infrastrukturprojekten

Die günstige Verschuldungsmöglichkeit führt schliesslich auch zur politischen Forderung, die Situation dazu zu nutzen, günstige Investitionen in staatliche Infrastrukturprojekte zu tätigen. Tatsächlich ist der Schuldzins bei grossen Infrastrukturbauten ein relevanter Kostenfaktor, denn diese müssen oft vorfinanziert werden. Das kann einzelne Projekte heute lohnender erscheinen lassen, als dass sie es in einem anderen Zinsumfeld wären. Doch auch bei günstiger Verschuldung gilt: Irgendwann muss das Geld wieder zurückgezahlt werden (d. h. der Steuerzahler muss dafür aufkommen), denn Infrastrukturen werfen bekanntermassen meist keinen unmittelbaren Ertrag ab.

¹¹ Natürlich wäre es jedoch möglich, dass die SNB ein solches Vorgehen unterbinden würde.

Nun mag man argumentieren, dass eine gute Infrastruktur die fiskalische Ertragskraft der Volkswirtschaft als Ganzes steigert und somit die Kosten wieder aufwiegt. Dies ist sicherlich der Fall, doch sollte diese Überlegung unabhängig vom Zinsumfeld eine dominierende Rolle bei der Evaluation von Infrastrukturprojekten spielen (in der Praxis sind freilich andere politische Kriterien ebenso wichtig). Entscheidend sind dabei die durch das Investitionsvolumen ausgelösten Kosten und nur sekundär die Schuldzinsen. Deren aktuell tiefes Niveau darf folglich nicht als Freipass für von der finanzpolitischen Vernunft losgelöste «Infrastrukturträume» verstanden werden.

► Neue Infrastrukturen generieren immer Folgekosten.

Zu guter Letzt darf man nicht vergessen, dass Infrastrukturen immer Folgekosten für den Unterhalt generieren, die das Staatsbudget langfristig belasten. Diese Kosten fallen finanzpolitisch umso mehr ins Gewicht, als dass sie von den tiefen Schuldzinsen unberührt sind.

Franken würde wahrscheinlich gestärkt

Obwohl die Promotoren eines Staatsfonds in Händen des Bundes Renditemöglichkeiten bzw. die günstige Verschuldung in den Vordergrund rücken, rechnen sie, quasi als angenehmer Nebeneffekt, auch mit einer Abschwächung des Frankens. Ob dies tatsächlich zutrifft, hängt von der Beantwortung zweier Fragen ab. Erstens: Werden die neuen Schuldscheine eher von In- oder Ausländern gekauft? Und zweitens: Investiert der Staatsfonds eher im In- oder im Ausland?

Die erste Frage kann nicht abschliessend beantwortet werden, da das Verhalten der verschiedenen Anleger nicht prognostiziert werden kann. Die durch einen Staatsfonds entstehende höhere Liquidität im Markt für Schweizer Staatsanleihen spricht aber eher dafür, dass die relative ausländische Nachfrage steigen würde. Der Kauf und Verkauf von Schweizer Schuldverschreibungen wird durch die höhere Liquidität für Investoren erleichtert – sie können noch einfacher als heute in ein diversifiziertes Portfolio aufgenommen werden.¹² Der Franken würde also eher gestärkt.

► Investiert ein allfälliger Staatsfonds nicht stark im Ausland, würde der Franken gestärkt.

Die Beantwortung der zweiten Frage hängt von der Anlagestrategie des potenziellen Staatsfonds ab. Investiert dieser eher im Inland, würde der Franken gestärkt. Das Gleiche gilt bei einer Verwendung der Mittel für Infrastrukturprojekte. Legt der Fonds das Geld (sofern dies politisch überhaupt mehrheitsfähig wäre) primär im Ausland an, würde der Franken hingegen geschwächt. Hierzu könnte immerhin argumentiert werden, dass der Bund damit die tiefen Auslandsinvestitionen der Schweizer Anleger kompensieren könnte. Dies impliziert allerdings, die Schweizer seien plötzlich irrationale Investoren geworden – eine unbegründete Unterstellung, würden systematische Renditedifferenzen doch durch den Markt (genauer durch sogenannte Arbitrageure) sofort aufgehoben.¹³ Eine Ausnahme bilden allfällige regulatorische Fesseln für institutionelle Anleger. Mit einer entsprechenden Liberalisierung der Anlagevorschriften könnte der Gesetzgeber hier sinnvoll zu einer Schwächung des Frankens beitragen.

¹² Diesem Effekt mit einem Verbot des Verkaufs der Staatsanleihen an ausländische Anleger entgegenzuwirken, entspräche einer Behinderung des freien Kapitalverkehrs.

¹³ Vgl. Föllmi (2015).

Staatsfonds – Wunsch und Wirklichkeit

Die obigen Ausführungen haben gezeigt, dass ein Staatsfonds – in jeglicher Ausgestaltung – volkswirtschaftlich keine gute Idee ist. Die nachfolgenden Tabellen zeigten die zentralen Argumente im Überblick.

Tabelle 1 und 2

► Egal, ob ein Staatsfonds durch die Devisenbestände der SNB oder neue Schulden geäufnet wird: die Nachteile überwiegen.

Die wichtigsten Argumente rund um einen Staatsfonds im Überblick

Staatsfonds aus den Devisenbeständen der Schweizerischen Nationalbank

Wunsch	Erwartungen	Realität
Höhere Rendite der Anlagen der SNB	<ul style="list-style-type: none"> - Eine verbesserte Anlagestrategie erhöht den Ertrag. - «Strategische» Investitionen erhöhen nicht nur die Ertragsaussichten der SNB, sondern bringen auch noch volkswirtschaftliche Vorteile. 	<ul style="list-style-type: none"> - Anlagevorschriften bedeuten eine Einmischung in die Geldpolitik, die Unabhängigkeit der SNB wäre tangiert. - Die Möglichkeit einer raschen Liquidierung von Anlagen ist geldpolitisch essenziell («SNB-Bills» sind kein Ersatz). - Die breite Diversifikation sichert die Wahrnehmung als unabhängiger Akteur. - Ein tiefer Aktienanteil ist portfoliotechnisch sinnvoll, da der Wechselkurs positiv mit ausländischen Aktienwerten korreliert.
Schwächung des Frankens	<ul style="list-style-type: none"> - Eine stärker auf das Ausland fokussierte Anlagestrategie der SNB schwächt den Franken. - Zusätzliche Devisenkäufe sind kostenlos und schwächen den Franken. 	<ul style="list-style-type: none"> - Die Devisenbestände sind bereits zu 100 Prozent im Ausland angelegt. Der Franken kann daher durch eine andere Anlagestrategie nicht geschwächt werden. - Zusätzliche Devisenkäufe weiten die Geldmenge aus. - Der Entscheid über Devisenkäufe ist unmittelbar Teil der unabhängigen Geldpolitik der SNB.
Reduktion des politischen Drucks	<ul style="list-style-type: none"> - Eine Kürzung der SNB-Bilanz vergrössert den geldpolitischen Spielraum der SNB. 	<ul style="list-style-type: none"> - Die Bilanz der SNB kann nicht gekürzt werden, der Fonds hätte ihr gegenüber eine Schuld.
Schaffung von realen Werten für die Volkswirtschaft	<ul style="list-style-type: none"> - Durch das Aufkaufen von Fremdwährungen und das kostenlose «Drucken von Geld» lassen sich Sachwerte kaufen, die der gesamten Volkswirtschaft langfristig zugutekommen. 	<ul style="list-style-type: none"> - Die SNB kann durch das Drucken von Geld keine realen Werte schaffen. Folge ist eine Inflation bei den Vermögenswerten.

Staatsfonds des Bundes (durch Schuldenerhöhung)

Wunsch	Erwartungen	Realität
Höhere Rendite zugunsten des Bundes	<ul style="list-style-type: none"> - Das Ausnutzen der tiefen Zinsen erlaubt einen höheren Gewinn bei Investitionen des Bundes. - Ein Staatsfonds kann volkswirtschaftlich «zukunftssträchtige» Investitionen tätigen. - Durch die negative Verzinsung kann der Bund einen risikofreien Gewinn realisieren (sich verschulden und damit Geld verdienen). 	<ul style="list-style-type: none"> - Der Bund kann unabhängig vom aktuellen Zinsumfeld Gewinn generieren, allerdings nur dank einer Risikoübertragung auf die Steuerzahler. - Die Ausnutzung des tiefen Zinsniveaus führt zu einer höheren Verschuldung der Schweiz und damit zu höheren Zinskosten. - Es besteht die Gefahr, dass zur Äufnung eines Fonds durch den Bund die Schuldenbremse ausgehebelt wird. Die erfolgreiche Finanzpolitik würde unterlaufen (mit langfristigem Schaden). - Ein Staatsfonds würde Gegenstand politischer Partikularinteressen. - Eine systematische Ausnutzung der privilegierten Stellung des Bundes untergräbt die Geldpolitik der SNB.
Schwächung des Frankens	<ul style="list-style-type: none"> - Wenn der Bund mit einem Fonds stärker im Ausland als im Inland investiert, sinkt der Wert des Frankens. 	<ul style="list-style-type: none"> - Höhere Marktliquidität stärkt Franken eher.¹⁴ - Eine Abschwächung des Frankens erfolgt nur, wenn der Staatsfonds stark im Ausland investiert, was politisch schwierig und ökonomisch nicht sinnvoll wäre (keine Hinweise auf irrationales Investorenverhalten).
Optimierung der öffentlichen Infrastruktur	<ul style="list-style-type: none"> - Infrastrukturprojekte können günstig realisiert werden. 	<ul style="list-style-type: none"> - Zinskosten machen bei Infrastrukturen nur einen kleinen Teil aus, die Schulden müssten trotzdem zurückgezahlt werden. - Infrastrukturbauten generieren immer Folgekosten. - Die Abwägung von Kosten und Nutzen (Erhöhung der Ertragskraft der Volkswirtschaft) bei Infrastrukturprojekten hat unabhängig vom Zinsumfeld zu erfolgen.

¹⁴ Ausser die inländische Nachfrage nach Schuldverschreibungen des Bundes nähme zu.

Fazit: Unabhängige Nationalbank und nachhaltige Finanzpolitik als Königsweg

Die globale Finanzkrise vor einigen Jahren und die immer noch schwelende Eurokrise haben dazu geführt, dass sich die industrialisierte Welt und mit ihr die Schweiz in einem geldpolitischen Ausnahmezustand befinden. Gleichzeitig hat der reale Aussenwert des Schweizer Frankens durch die Aufhebung des Mindestwechsellkurses neue Höchststände erreicht. Beide Phänomene nähren die Illusion, dass der Schweiz durch die Devisenreserven der SNB oder aufgrund der tiefen Schuldverzinsung quasi gratis und risikolos Geld zur Verfügung steht. Eigentlich fehle der Politik nur der Mut, diesen «Free Lunch» in Anspruch zu nehmen.

► Hohe Devisenbestände und tiefe Schuldzinsen stellen keine realen Werte dar.

Allerdings handelt es sich weder bei den Devisenbeständen der Nationalbank, noch bei der tiefen Schuldverzinsung durch den Bund um reale Werte. Hier unterscheiden sich die hiesigen Staatsfondsideen auch fundamental von ihren Vorbildern, den Staatsfonds von Norwegen und Singapur, die auf den Einlagen von Erdölverkäufen bzw. Staatsfirmen basieren. Ein Staatsfonds aus Reserven der Nationalbank würde deren Unabhängigkeit und geldpolitische Glaubwürdigkeit gegenüber den Märkten untergraben und ihre Tätigkeit damit nachhaltig erschweren. Die Preisstabilität könnte unter diesen Vorzeichen nicht mehr garantiert werden. Auf der anderen Seite wäre ein durch den Bund organisierter und auf einer Erhöhung der Verschuldung basierender Staatsfonds in erster Linie ein Vehikel, damit Anleger ihre Risiken an die Schweizer Steuerzahler abtreten können. Davon abgesehen, dass der Franken damit eher gestärkt würde und der Fonds Gegenstand politischer Partikularinteressen wäre, würde damit auch die Nachhaltigkeit der schweizerischen Finanzpolitik untergraben. Die Rechnung bekäme am Schluss der Steuerzahler präsentiert.

► Bewährte Erfolgsrezepte der Schweizer Wirtschaftspolitik: Preisstabilität und ausgeglichene Finanzen.

Ein Staatsfonds wird verständlicherweise rasch Projektionsfläche politischer Anliegen und Wunschvorstellungen, besonders wenn die Illusion besteht, dass dieser fast unbegrenzt mit Mitteln ausgestattet werden könnte. Bei nüchterner Betrachtung bleiben die Erfolgsrezepte der schweizerischen Wirtschaftspolitik aber unverändert. Dazu gehören eine unabhängige, der Preisstabilität verpflichtete Nationalbank und eine ausgeglichene Fiskalpolitik unter dem Schutz der Schuldenbremse. Dies mag sich langweilig anhören, ist aber aus Erfahrung von Erfolg gekrönt.

Rückfragen:

stefan.vannoni@economiesuisse.ch

fabian.schnell@economiesuisse.ch

Impressum

economiesuisse, Verband der Schweizer Unternehmen
Hegibachstrasse 47, Postfach, CH-8032 Zürich
www.economiesuisse.ch