economiesuisse DOSSIER POLITIK

3 / 2020
Finger weg von einem Staatsfonds

20.07.2020

Das Wichtigste in Kürze

Rekordtiefe Zinsen und ausserordentlich hohe Zentralbankreserven zeigen es deutlich: Die Schweiz befindet sich in einem geldpolitischen Ausnahmezustand. In Kombination mit der Corona-Krise befeuert diese Situation einmal mehr die Idee eines Staatsfonds. 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 negative Zinsumfeld zur günstigen Neuverschuldung nutzen, um dieses Geld dann «zukunftsträchtig» anzulegen. Beide Ideen basieren 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 hingegen die erfolgreiche Schuldenbremse unterlaufen und politische Partikularinteressen befeuern.

Position economiesuisse

- economiesuisse lehnt die Schaffung eines Staatsfonds jeglicher Art ab.
- 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 weder ein geeigneter Unternehmer noch ein erfahrener Investor. Ein durch den Bund geschaffener Staatsfonds wäre Gegenstand politischer Partikularinteressen.
- Die Corona-Krise darf kein Freipass für finanzpolitische Unvernunft sein. Die tiefe Staatsverschuldung ist ein wesentlicher Standortvorteil der Schweiz, der wiederum zu diesen tiefen Zinsen führt.

Kontakt und Fragen

Prof. Dr. Rudolf Minsch
Stv. Vorsitzender der Geschäftsleitung, Bereichsleiter allgemeine Wirtschaftspolitik & Bildung / Chefökonom

www.dossierpolitik.ch

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. Durch umfangreiche Käufe von Anleihen wurden zudem die langfristigen Zinsen nach unten gedrückt.

→ Seit der Finanzmarktkrise hat sich der Franken stark aufgewertet, die SNB musste intervenieren.

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 raschen Aufwertung des Schweizer Frankens. [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 zeigt.

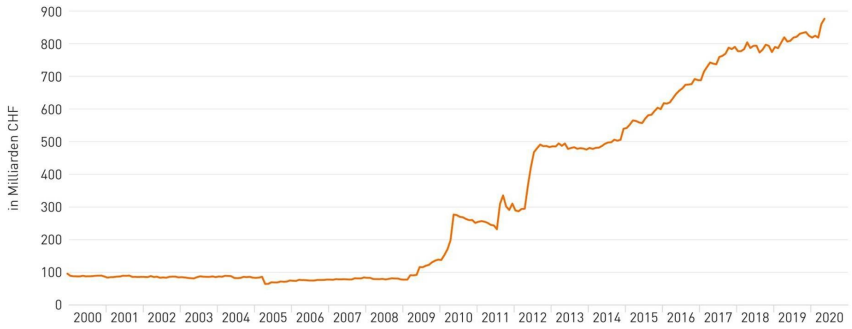
→ Zur Stabilisierung des Schweizer Frankens interveniert die Nationalbank punktuell am Devisenmarkt.

Bekanntermassen hat die 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 1.05 bis 1.10 Franken pro Euro – ein Niveau, welches für die Schweizer Volkswirtschaft zweifelsohne eine Belastung darstellt. Allerdings muss die SNB auch heute noch auf diesem Niveau punktuell stabilisierend am Devisenmarkt eingreifen, indem sie ausländische Währung aufkauft.

Auch im Zuge der Corona-Krise intervenierte die SNB auf dem Devisenmarkt. Aktuell belaufen sich ihre Devisenbestände auf rund 810 Milliarden Schweizer Franken. Dies entspricht etwa 117 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung der Schweiz. [2]

Entwicklung der Devisenbestände der Schweizerischen Nationalbank

▶ Monatsdaten seit 2000



Quelle: SNB
www.economiesuisse.ch

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, die 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 Einführung von Negativzinsen folgten die langfristigen Nominalzinsen unmittelbar den Anpassungen im Leitzinssatz. 2018 ist der Zinssatz zwar zwischenzeitlich auf über null geklettert, ist aber mit der internationalen Wirtschaftsflaute 2019 auf minus ein Prozent gesunken. In der aktuellen Corona-Krise gab es zunächst eine Abwärts- und danach eine Aufwärtsbewegung. Der Zinssatz verharrt aber weiterhin im negativen Bereich. 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.

Entwicklung der Nominalzinsen für Staatsanleihen

▶ Werte für 10-jährigen Rückzahlungshorizont

Quelle: Schweizerische Nationalbank
www.economiesuisse.ch

Ein «Free Lunch» für die Schweiz?

Es scheint, 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 Franken könne dadurch zugunsten der hiesigen Industrie geschwächt werden. Der Bund wiederum wäre 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.

→ Politik möchte vermeintlichen Geldsegen nutzen.

Vor diesem Hintergrund ist es nicht weiter 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, aber auch Hongkong. 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, das heisst, 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. Vereinzelte 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 «zukunftsträchtige» 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 Staatsfondsformen sind in erster Linie Konsequenzen der aktuellen geldpolitischen Situation. Eine aktuelle Motion der CVP ist eine Mischform der beiden Ideen. Sie möchte zwar einen Staatsfonds des Bundes, dieser soll sich aber über

Kredite bei der SNB finanzieren können. Im Zuge der Corona-Krise erscheint die Staatsfondsidee umso reizender, weil dadurch wie aus Zauberhand neue finanzielle Mittel bereitstehen. Leider müssen alle diese Forderungen 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.

Staatsfonds im Ausland – Vorbild für die Schweiz?

AHV-Ausgleichsfonds ist auch eine Art Staatsfonds.

Staatsfonds im weiteren Sinne sind weltweit nichts Aussergewöhnliches. Genau genommen verfügt auch die Schweiz mit dem Strassenfonds, dem Bahninfrastrukturfonds und dem AHV-Ausgleichsfonds über eine Art Staatsfonds. Diese staatlichen Engagements an der Investmentfront dienen jedoch in erster Linie der Einnahmenglättung. Zudem sind diese Fonds nicht schuldenfinanziert, sondern die Bevölkerung zahlt Abgaben und Steuern, die im Fonds zweckgebunden werden.

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 unabhängigen 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 gegründet, zur Verwaltung der (im asiatischen Wirtschaftssystem nicht unüblichen) Firmen oder Firmenbeteiligungen des Staates an Unternehmen wie beispielsweise Singapore Airlines. 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 313 Milliarden Singapur-Dollar. 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 stabilen Aussenwert des Singapur-Dollar.**

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. [6] 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 bedingt eine von der Politik unabhängige Zentralbank, um die währungspolitischen Ziele glaubhaft durchsetzen zu können. Der Kauf, der Verkauf und die Bewirtschaftung von Devisenreserven sind dabei Mittel zum Zweck. Der Vorteil der langfristigen Preisstabilität darf nicht unterschätzt werden – tiefe Inflationsraten schaffen 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.

→ Norwegens Staatsfonds dient auch der politischen Selbstdisziplinierung.

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 eine Billion 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.

Der Grund für die Existenz des GPFG liegt in der Erkenntnis, dass die Erdölreserven 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 drei 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, sind die ausländischen Staatsfonds mit den in der Schweiz propagierten Ideen nicht vergleichbar, weil die Voraussetzungen im Ausland fundamental anders sind. Im Folgenden gehen wir spezifisch auf die Schweizer Staatsfondsideen ein und zeigen, dass deren Folgen höchst problematisch sein würden.

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. Nebst dem Verkauf der Reserven selbst kann die SNB ihre Bilanz einzig durch die Realisierung von Verlusten (zum Beispiel durch Ausschüttungen) kürzen.

→ **Jede 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. Die wirtschaftsgeschichtliche Forschung zeigt deutlich auf, dass die Unabhängigkeit der Nationalbank mit Abstand das wichtigste Kriterium ist, wenn es um Preisstabilität geht.

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 20 Prozent, wohingegen 69 Prozent in Staatsanleihen investiert sind. [7] Dieses Verhältnis von relativ tiefem Aktienanteil und vielen Staatsanleihen, zusammen mit der passiven Anlagestrategie (das heisst, 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 nur eine untergeordnete Rolle spielen kann. Entsprechend müssen Devisenreserven, 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. Das ist zwar korrekt, wäre aber eine risikoreiche Strategie. Deren Ausgabe ist nämlich mit Kosten verbunden – die SNB 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.

→ **Relativ tiefer Aktienanteil ist portfoliotheoretisch sinnvoll.**

Ist die Anlagestrategie der SNB tatsächlich so schlecht?

Natürlich kann man auch unter Berücksichtigung des Primats der stabilitätsorientierten Zentralbankpolitik über Anlagestrategien diskutieren. Doch selbst wenn die Renditeerzielung kein primäres Ziel der SNB darstellt, gibt es auch aus dieser Optik gute Gründe für ihre derzeitige Investitionsstrategie. So lässt sich der auf den ersten Blick tiefe Aktienanteil aus Sicht der Portfoliotheorie stark relativieren. Der Grund 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. 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 auch 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]

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 verlängert lediglich die Bilanz. Mit dem Devisenkauf steigen zwar auf der Aktivseite der Nationalbank die Devisenbestände, gleichzeitig aber erhöht sich die Passivseite und damit die Verbindlichkeiten der SNB. Der Devisenkauf erhöht das Eigenkapitel der Notenbank nicht!

Längerfristig kann das Drucken von Banknoten zudem den Wert einer einzelnen Note reduzieren. So kann Inflation entstehen – der nominale Betrag, der für ein bestimmtes Gut bezahlt werden muss, steigt. Damit werden die Sparer belastet. Bisher kam es zwar nicht zu einer Inflation in Form steigender Konsumentenpreise. Aber dennoch wurden die Sparer durch Inflation besteuert: Die Preise von Vermögenswerten stiegen stark an. Aus Sicht eines potenziellen Anlegers ist diese Art der Inflation genauso entscheidend. Schliesslich behält eine alte ökonomische Erkenntnis ihre Gültigkeit: Durch das Drucken von Geld aus dem Nichts können keine realen Werte geschaffen werden.

Die Illusion der günstigen Verschuldung

→ **Tiefe Staatsverschuldung sorgt für hohe Bonität.**

Die Schweiz gilt weltweit als finanzpolitischer Musterschüler. 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 ca. 30 Prozent des BIP. Dieser Wert dürfte im Zuge der Corona-Krise deutlich nach oben schnellen. Die grundsätzlich gute Verschuldungsquote 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 deutlich ansteigen liesse – würde in Kombination mit den riesigen Schulden der Corona-Krise die Zinsen unweigerlich in die Höhe schnellen lassen. Da die Schuldenbremse umgangen werden müsste, würde die Schweizer Finanzpolitik untergraben. In der Erwartung der Anleger öffnet man einer weiteren Aushebelung der Schuldenbremse damit Tür und Tor.

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

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 anderer Investoren zu tragen.

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

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 sozialverträglich sein, grüne Technologien fördern, Risikokapital zur Verfügung stellen, Innovationen fördern, «zukunftsträchtig» sein, der Schaffung von

Lehrstellen dienen … 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.

→ **Ein Staatsfonds erhöht den staatlichen Fussabdruck.**

Ein Staatsfonds hebelt die Schuldenbremse aus

Die Vorstösse zur Schaffung eines Staatsfonds zeigen, dass die Politik auf diesem Weg vor allem an zusätzliche Mittel gelangen will. Damit sollen nicht Investitionen in Wertschriften getätigt, sondern neue Projekte realisiert werden. Wie die Vorstösse auch zeigen, will man mit den Mitteln allerlei Gutes tun. Ein Staatsfonds würde daher dazu führen, dass der staatliche Fussabdruck in der Schweiz stark anstiege. Ein Staatsfonds hätte auch dramatische Konsequenzen für eines der wichtigsten Instrumente der Schweiz, die Schuldenbremse: Jede zusätzliche Mittelaufnahme am Kapitalmarkt stellt neue Schulden des Bundes dar. Ein schuldenfinanzierter Staatsfonds ist daher nicht mit der Schuldenbremse vereinbar.

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 prognostizierbar ist. Die durch einen Staatsfonds entstehende höhere Liquidität im Markt für Schweizer Staatsanleihen spricht aber eher dafür, dass die relative ausländische Nachfrage steigen würde. Kauf und Verkauf von Schweizer Schuldverschreibungen werden durch die höhere Liquidität für Investoren erleichtert – sie können noch einfacher als heute in ein diversifiziertes Portfolio aufgenommen werden. [10] 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. 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. [11] 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.

Staatsfonds – Wunsch und Wirklichkeit

→ **Die obigen Ausführungen haben gezeigt, dass ein Staatsfonds – in jeglicher Ausgestaltung – volkswirtschaftlich keine gute Idee ist. Die nachfolgende Tabelle 1 zeigt die zentralen Argumente im Überblick.**

Die wichtigsten Argumente rund um einen Staatsfonds im Überblick

▸ Staatsfonds aus den Devisenbeständen der Schweizerischen Nationalbank

Wunschvorstellung	Vermeintliches Instrument	Realität
Höhere Rendite der Anlagen der SNB	- „Eine verbesserte Anlagestrategie erhöht den Ertrag" - „'Strategische' Investitionen erhöhen nicht nur die Ertragsaussichten der SNB, sondern bringen auch noch volkswirtschaftliche Vorteile"	- Anlagevorschriften bedeuten Einmischung in die Geldpolitik, die Unabhängigkeit der SNB wäre tangiert - Rasch mögliche Liquidierung von Anlagen ist geldpolitisch essenziell («SNB-Bills» kein Ersatz) - Breite Diversifikation sichert Wahrnehmung als unabhängiger Akteur - Tiefer Aktienanteil portfoliotechnisch sinnvoll, da Wechselkurs positiv mit ausländischen Aktienwerten korreliert
Schwächung des Frankens	- „Eine stärker auf das Ausland fokussierte Anlagestrategie der SNB schwächt den Franken" - „Zusätzliche Devisenkäufe sind kostenlos und schwächen den Franken"	- Devisenbestände sind schon zu 100 Prozent im Ausland angelegt. Der Franken kann durch eine andere Anlagestrategie daher 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	- „Kürzung der SNB-Bilanz vergrössert den geldpolitischen Spielraum der SNB"	- Bilanz der SNB kann nicht gekürzt werden, der Fonds hätte ihr gegenüber eine Schuld
Schaffung von realen Werten für die Volkswirtschaft	- „Durch Aufkauf von Fremdwährungen und das kostenlose ‚Drucken von Geld' lassen sich Sachwerte kaufen, die der gesamten Volkswirtschaft langfristig zugutekommen"	- Die SNB kann durch das Drucken von Geld keine realen Werte schaffen. Die Folge ist eine Inflation bei den Vermögenswerten

▸ Staatsfonds des Bundes (durch Schuldenerhöhung)

Wunschvorstellung	Vermeintliches Instrument	Realität
Höhere Rendite zugunsten des Bundes	- „Ausnutzen der tiefen Zinsen erlaubt höheren Gewinn bei Investitionen des Bundes" - „Ein Staatsfonds kann volkswirtschaftlich ‚zukunftsträchtige' Investitionen tätigen" - „Durch die negative Verzinsung kann der Bund einen risikofreien Gewinn realisieren (sich verschulden und damit Geld verdienen)".	- Bund kann unabhängig vom aktuellen Zinsumfeld Gewinn generieren, allerdings nur dank Risikoübertragung auf die Steuerzahler - Ausnutzung des tiefen Zinsniveaus führt zu höherer Verschuldung der Schweiz und damit zu höheren Zinskosten - Gefahr, dass zur Äufnung eines Fonds durch den Bund die Schuldenbremse ausgehebelt wird, erfolgreiche Finanzpolitik würde unterlaufen (mit langfristigem Schaden) - Staatsfonds würde Gegenstand politischer Partikularinteressen - Systematische Ausnutzung der privilegierten Stellung durch den Bund untergräbt Geldpolitik der SNB
Schwächung des Frankens	- „Wenn der Bund mit einem Fonds stärker im Ausland als im Inland investiert, sinkt der Wert des Frankens."	- Höhere Marktliquidität stärkt Franken eher[12] - Abschwächung des Frankens nur dann, wenn Staatsfonds stark im Ausland investiert, was politisch schwierig und ökonomisch nicht sinnvoll wäre (keine Hinweise auf irrationales Investorenverhalten)
Optimierung der öffentlichen Infrastruktur	- „Infrastrukturprojekte können günstig realisiert werden "	- Zinskosten machen bei Infrastrukturen nur einen kleinen Teil aus, Schulden müssten trotzdem zurückgezahlt werden - Infrastrukturbauten generieren Folgekosten - Die Abwägung von Kosten und Nutzen (Erhöhung der Ertragskraft der Volkswirtschaft) bei Infrastrukturprojekten hat unabhängig vom Zinsumfeld zu erfolgen

Quelle: Eigene Darstellung
www.economiesuisse.ch

Fazit: Unabhängige Nationalbank und nachhaltige Finanzpolitik als Königsweg

Seit der Finanzkrise befinden sich die industrialisierte Welt und mit ihr die Schweiz in einem geldpolitischen Ausnahmezustand. Die Corona-Krise verlängert diesen auf unbestimmte Zeit. In der Schweiz nähren die riesigen Devisenreserven der SNB und die tiefe Schuldverzinsung die Illusion, dass quasi gratis und risikolos Geld zur Verfügung steht. Allgemeiner Tenor: 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, welche 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 zur 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.

1. Details zu den Hintergründen der Aufwertung finden sich zum Beispiel in Minsch, R. & Schnell, F. (2012). Mindestkurs von 1.20 – Notmassnahme in turbulenten Zeiten. «Die Volkswirtschaft», 1/2-2012, S. 31–33.
2. Stand April 2020.
3. Vgl. dazu auch Motionen 20.3331 und 20.3416 Errichtung eines Fonds zur Stabilisierung und Stärkung der Wirtschaft (souveräner Staatsfonds).
4. Als Vorbild dient oft der frühere «StabFund», der im Zuge der Finanzkrise die übertragenen Aktiven der UBS verwaltete. Ähnliche Staatsfonds haben auch Singapur und Hongkong.
5. Seit einigen Jahren gibt Temasek auch eigene Schuldverschreibungen aus. Diese sind allerdings nur durch das Fondsvermögen und nicht durch den Staat garantiert.
6. Einen ähnlichen Fonds gibt es in Hongkong. Der «Hongkong Exchange Fund» bewirtschaftet unter anderem die Devisenreserven.
7. Stand 1. Quartal 2020: https://www.snb.ch/de/iabout/assets/id/assets_reserves
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.
9. Vgl. Föllmi, R. (2015). Unvereinbar mit dem Auftrag der Nationalbank. Gastkommentar in der «Neuen Zürcher Zeitung» vom 3. August 2015, S. 15.
10. Diesem Effekt mit einem Verbot des Verkaufs der Staatsanleihen an ausländische Anleger entgegenzuwirken, entspräche einer Behinderung des freien Kapitalverkehrs.
11. Vgl. Föllmi (2015).