

Ein Anlagefonds für die SNB

Die Nationalbank sollte ihren Fremdwährungsbestand auf lange Sicht anlegen, damit sie so viel Rendite erzielt wie der norwegische Staatsfonds. Öleinnahmen hat die Schweiz nicht, aber Arbeitsteilung macht's möglich. **PHILIPPE BÉGUELIN**

Die Nationalbank hortet übermässig Geld. Ihr Fremdwährungsbestand von 800 Mrd. Fr. könnte, anders angelegt, viel mehr Ertrag erzielen, wovon Bund und Kantone profitierten. Der Verzicht auf gut und gerne 30 Mrd. Fr. pro Jahr ist unnötig.

Zudem sollte die SNB einzig Geldpolitik betreiben, um die Inflation zu zähmen und die Kaufkraft des Frankens zu wahren. Stattdessen sind die Währungshüter auch noch riesiger Investor. Die zwei Rollen, Geldpolitiker und Anleger, sollten getrennt sein, mit je einem separaten Auftrag.

Der jetzige einzige Auftrag, das Nationalbankgesetz, gibt der Geldpolitik Priorität. Mit diesem Mandat wehrt sich die SNB gegen viele Forderungen – ihr Geld solle die AHV stützen, Coronaschulden abbauen oder Klimaschutzprojekte finanzieren, und sie solle mehr in Aktien statt Anleihen investieren, oder aber Ölkonzerne und andere Umweltverschmutzer meiden. All diese Debatten zu bestreiten, darf nicht Aufgabe der Geldpolitik sein.

Arbeitsteilung ist geboten. Damit lässt sich auch der Ertrag aus dem Devisenbestand steigern. Beim bisherigen Verzicht darauf geht es um viel, einen Anhaltspunkt liefert der norwegische Staatsfonds. Er hat von 1998 bis 2022 im Durchschnitt eine jährliche Rendite von 5,7% erreicht. Für die SNB hatten die Ökonomen von UBS 2016 eine Ertragskraft von 2% pro Jahr veranschlagt, vergangenen Sommer reduzierten sie das Renditepotenzial auf «rund 1 bis 1,5%».

Ölverkauf versus Frankenverkauf

Die Renditedifferenz schlägt sich mit der Zeit in grossen Beträgen nieder. Investiert man 500 Mrd. Fr. für zehn Jahre mit Norwegens Rendite von 5,7%, resultiert mit Zinseszinsseffekt ein Gesamtertrag von 370 Mrd. Fr., das Vermögen nach einer Dekade ist 870 Mrd. Fr. Mit der SNB-Rendite von 1,5% wächst die Summe bloss 80 Mrd. auf 580 Mrd. Fr. Die Nationalbank nimmt in zehn Jahren 290 Mrd. Fr. weniger ein, das sind pro Jahr 29 Mrd. Fr.

Um zu Norwegen aufzuholen, braucht die SNB zwei separate Kassen. Doch auch dagegen wehrt sie sich. «Ideen, die darauf abzielen, einen Staatsfonds zu alimentieren, müssen wir entschieden ablehnen, selbst wenn wir für die damit verbundenen Anliegen, wie beispielsweise die Sicherung der Altersvorsorge, grosses Verständnis aufbringen», sagte Nationalbankpräsident Thomas Jordan im Oktober 2020. Für die Devisenanlagen stünden Sicherheit und Liquidität im Zentrum, lässt das SNB-Direktorium stets verlauten, nur so sei die geldpolitische Handlungsfähigkeit jederzeit gewährleistet.

Das ist richtig, aber nur zum Teil. Die Nationalbank muss nicht 800 Mrd. Fr. horten, um stets handlungsfähig zu sein. Selbst wenn sie wollte, kann sie diesen Berg nicht halbieren oder ganz abbauen. Verkauft sie nämlich allzu viele Devisenanlagen gegen Franken, wird dieser gestärkt. Das bedrängt Schweizer Exporteure und bremst die hiesige Konjunktur. Solange der Franken ein sicherer Hafen ist und darum langfristig ohnehin aufwertet, kann die SNB nur wenig Devisen verkaufen.

Weil also die Fremdwährungsanlagen bleiben, seien sie als Vermögen zu betrachten, argumentiert das unabhängige SNB Observatory der Wirtschaftswissenschaftler Yvan Lengwiler aus Basel und Charles Wyplosz aus Genf mit Stefan Gerlach, Chefökonom EFG-Bank in Zürich und früherer Vizepräsident der irischen Notenbank. Sie fordern einen Staatsfonds, der rentabel investiert.

Vermögen sind die Devisenanlagen aber nicht, das zeigt der Vergleich mit Norwegen. Das Land verkauft Öl, der Erlös speist den Staatsfonds – den Ölfonds oder lokal «Oljefondet». Sein Hauptauftrag ist Sparen für künftige Generationen, er investiert in ausländische Wertschriften. Dieses Vermögen kann der Staat dereinst vollumfänglich ausgeben.

Die SNB-Devisenanlagen hingegen dürfen Bund und Kantone nicht ausgeben. Sie sind kein Ölfonds, sondern eher ein «Schöpfungsfonds», gespeist aus der Geldschöpfung. Die SNB druckt frische Franken – nicht mit der Notenpresse, sondern elektronisch per Knopfdruck. Sie verkauft die Franken und kauft Fremdwährungen, um mit dieser Intervention am Devisenmarkt die Aufwertung des Frankens zu bremsen. Die Fremdwährungen investiert sie in Anleihen und Aktien, so sind diese Anlagen seit 2009 gewachsen.

Falls aber die SNB in ferner Zukunft die ausländischen Anleihen und Aktien verkauft, vernichtet sie gleichzeitig auf Knopfdruck die Franken, um auch die Geldmenge abzubauen. Die Devisenanlagen sind deshalb keine Ersparnisse. Ausgeben können Bund und Kantone bloss den Gewinn, der aus den SNB-Anlagen resultiert. Umso erfreulicher wäre es, diesen zu steigern.

Ein Fonds für die Ewigkeit

Kein Staatsfonds mit Ölvermögen also. Wie lässt sich eine Alternative installieren? Die Vorgabe stammt von der SNB selbst und heisst Stabfund. Der Stabilisierungsfonds wurde 2008 in der Finanzkrise aufgesetzt, zur Rettung der UBS. Er nahm ihr toxische Papiere im Wert von 39 Mrd. \$ ab, darunter verschachtelte drittklassige US-

Hypotheken (Subprime). Verwaltet wurden die Papiere von der SNB zusammen mit Spezialisten der UBS.

Nicht nur Schwarzmalerei befürchteten, die Rettungsaktion mit den illiquiden Ramschpapieren werde teuer. «Wir sind da für die Ewigkeit», entgegnete der damalige Nationalbankpräsident Jean-Pierre Roth, die SNB habe Zeit. Das gilt auch für die Devisenanlagen.

In Anlehnung an den Stabfund wäre es sinnvoll, einen Grossteil des Fremdwährungsbestands in einen separaten SNB-Anlagefonds zu übertragen. Sein Auftrag wäre, im Rahmen gewisser Auflagen die beste Rendite zu erzielen – so lautet auch das Mandat des norwegischen Staatsfonds. Vorgegeben sind dort etwa das Anlageuniversum der erlaubten Wertschriften, Risikolimiten und Richtlinien mit Blick auf Umwelt und soziale Aspekte.

Mehr Aktien und weniger Anleihen

In der Schweiz mit den Devisenanlagen als Schöpfungs-fonds ist, anders als vom SNB Observatory gefordert, ein Staatsfonds nicht angebracht. Separat geführt wurde aber bereits der Stabfund, unabhängig vom SNB-Stammhaus und dessen Bilanz, die das Resultat der Geldpolitik ist. Über Stammhaus und Stabfund stülpte sich eine Konzernbilanz, die das Gesamtergebnis erfasste. Dieser buchhalterische SNB-Konzern wurde mit dem Verkauf des Stabfonds an die UBS 2013 aufgelöst – für die Nationalbank resultierte ein Gewinn.

Auch mit dem SNB-Anlagefonds würde die Nationalbank als Konzern die übergeordnete Kontrolle behalten. Die neue Tochter für die Devisenanlagen bekäme ein eigenes Mandat, definiert vom Parlament.

Doch wenn für die SNB-Devisen eine Rendite von 1 bis 1,5% erwartet wird, wie bringt es dann ein SNB-Anlagefonds auf mehr als 5% wie Norwegen? Ausschlaggebend ist die Vermögensaufteilung. Die SNB hält 25% Aktien und 75% Anleihen. Der norwegische Staatsfonds setzt weniger auf Liquidität und viel mehr auf die lange Frist. Er macht es deshalb umgekehrt und hält 70% Aktien und 28% Anleihen – plus ein wenig Immobilien.

Mit einem grossen Aktienanteil schwankt das Jahresergebnis heftig. Die Ausschüttung an Bund und Kantone lässt sich aber glätten. Besonders gut geeignet dafür wäre ein Ausgleichsfonds, über den Bund und Kantone verfügen (vgl. www.fuw.ch/ausschüttungen).

So würde aus der jetzigen Nationalbank mit zu vielen Aufgaben und vielfältiger Ablenkung ein Dreigespann. Im neuen SNB-Konzern führt erstens das Stammhaus die Geldpolitik und zweitens investiert der Anlagefonds 500 Mrd. Fr. vor allem in ausländische Aktien. Daneben verwaltet drittens der autonome Ausgleichsfonds die Ausschüttungen, die Bund und Kantone für AHV, Schuldenabbau, Klimaschutz oder Steuersenkungen verwenden. Mit dieser Arbeitsteilung ist die Geldpolitik unabhängig und erst noch unbehelligt. Während der Anlagefonds eine norwegische Rendite für die Schweiz erzielt.

Zu optimistisch

Es hätte alles so einfach sein sollen. Ökonomen, Strategen und Notenbanker waren sich einig: Die Zinsen werden noch einmal nach oben gesetzt, danach geht es bereits darum, wann der Zinsschritt nach unten kommt. Das hätte einmal mehr bekräftigt, dass es keine Alternative zu Aktien gibt und dass sowohl die Wirtschaft wie auch der Immobilienmarkt in ruhigen Fahrwasser agieren. Das galt für die USA, Europa und auch für die Schweiz.



JAN SCHWALBE
Chefredaktor
zum Thema
Zinsen

Hätte sein sollen. Noch bis vor wenigen Wochen schien das alles in Stein gemeisselt. Mittlerweile ist jedoch (leider) klar, dass es komplizierter wird. Die Zinsangst ist zurück, und zwar nicht unberechtigt. Interessanterweise sind die Zinsen in der Schweiz zuletzt stärker gestiegen als in den USA oder in Europa. Hierzulande geht man mittlerweile davon aus – das zeigt ein Blick auf die Terminkontrakte –, dass die Leitzinsen von 1% nicht nur auf 1,5%, sondern im Endeffekt auf 2,5% steigen. In Europa sind 4% realistisch, in den USA bis zu 5,5%.

Wie man es auch dreht und wendet:

Das sind keine guten Nachrichten, weder für den Aktienmarkt noch für den Immobilienmarkt. Die Auguren haben sich verkalkuliert. Der einzige Silberstreif? Wer US-Notenbankchef Jerome Powell diese Woche zugehört hat, der weiss, dass man alles tun wird, um die Inflation zu zügeln. Das tut kurzfristig weh, ist langfristig jedoch die richtige Strategie.

Doch wie gesagt, die News sind nicht gut. Die Aktienmärkte stehen vor schwierigen Zeiten. Halten sich die Kurse, bis Klarheit über das «Top» der Zinsen eingetreten ist, darf dies als Erfolg gewertet werden. Kühne Sprünge nach oben sind nicht zu erwarten.

Wahlkampfauftakt in Spanien

Die politische Stimmung in Spanien ist bereits kräftig aufgeheizt. **SINFORIANO DE MENDIETA**

Vom legendären britischen Premier Lloyd George pflegte man zu sagen, dass er eine Aufgabe sah und von sich erwartete, dass er für die Bewältigung derselben gross genug sein werde. Von seinem ebenfalls berühmten Nachfolger, Winston Churchill, sagte man, dass er sich selbst sah und von der Aufgabe erwartete, dass sie für ihn gross genug sei. Beide waren überzeugte Demokraten und nahmen die Wahlperioden äusserst ernst. Lloyd George meinte geistreich, dass Wahlen die Rache des Bürgers seien. Ein Stimmzettel könnte manchmal auch ein Dolch aus Papier sein.

Nun, in Spanien ist bereits Wahlkampf, obwohl die richtungsweisenden Kommunal- und Regionalwahlen erst am 28. Mai stattfinden. Dann werden die Stadt- und Gemeinderäte gewählt und es finden in zwölf der siebzehn autonomen Regionen entscheidende Urnengänge statt. Für die links-linke Regierung von Ministerpräsident Pedro Sánchez steht viel auf dem Spiel, denn neuerdings deuten die meisten Umfragen auf einen knappen Sieg der konservativen Opposition hin. Die unsägliche Koalition aus Sozialisten und Neukommunisten könnte so spätestens bei den im Spätherbst zu erwartenden Parlamentswahlen zu einem Ende kommen, womöglich aber schon früher, je nach Ausgang der Regionalwahlen vom Mai.

Entsprechend ist die politische Stimmung empfindlich aufgeladen. Kein Tag vergeht ohne Zoff in den Reihen der Regierung zwischen sozialistischen und Podemos-Ministern, zuletzt wegen der Re-

form des Sexualstrafgesetzes «Nur Ja ist Ja». Das von der linken Gleichstellungsmi-nisterin Irene Montero eilig durchs Parlament geboxte Gesetz zeichnet sich durch zahlreiche technische Fehler aus, die in 700 Fällen zu Strafmilderung und zur vorzeitigen Freilassung von über siebzig Sexualverbrechern geführt haben. In der Öffentlichkeit wurde diese Serie von Pannen als skandalöse Peinlichkeit empfunden.

«Für die links-linke Regierung Sánchez steht viel auf dem Spiel.»

Die Konservativen des Partido Popular (PP) sprechen von einer gescheiterten Politik der plumpen Einfälle, der Manipulation und der Indoktrination seitens der Regierung von Pedro Sánchez, der mit seinem egozentrischen Gehabe den Sinn für die Realität verloren habe. Sie bezichtigen die Regierung, mit ihrer Politik der aufgeheizten Konfrontation und des mangelnden Konsenses in staatstragenden Geschäften das politische Klima vergiftet zu haben. Ihre revisionistische Manie, sämtliche Stände der Gesellschaft beherrschen zu wollen, habe zu einer Ermattung der Demokratie und zu einer Einschränkung der individuellen Freiheit geführt. Auch das zum internationalen Tag der Frau angekündigte Gesetz zur Gleichstellung von Frauen in der Politik und in den Verwal-

tungsräten der Unternehmen sei reine Wahlkampfaktik und lenke von den wirklichen Problemen des Landes ab.

Tatsächlich habe sich diese Exekutive in den letzten Monaten durch unternehmerfeindliche Parolen charakterisiert, die in Widerspruch stünden zu dem von ihr angestrebten Anlocken von Investitionen aus dem Ausland. Erst in den letzten Wochen hat die Ankündigung des kotierten und weltweit operierenden Bauunternehmens Ferrovial, den Hauptsitz in die Niederlande zu verlegen, eine Welle der Entrüstung im Kabinett ausgelöst. Nicht wenige Analysten interpretieren diesen aussergewöhnlichen Schritt des Konzerns als Protestzeichen gegen die ständigen Tiraden aus dem linken Regierungslager.

Sánchez hat grosse Pläne für 2023. So will er unbedingt die Legislaturperiode ordentlich beenden, denn im zweiten Semester hat Spanien die EU-Präsidentschaft inne; hier will der Premier national und international punkten. Deshalb wird er die Parlamentswahlen nicht vorziehen. Wirtschaftlich steht das Land besser als erwartet da, die Inflation konnte leicht zurückgedrängt werden, und die NextGeneration-Milliarden aus Brüssel versprechen ein gutes Investitionsklima. Doch Sánchez hat viel beigetragen zu einer verabsolutierten Kultur der Inklusion, die das bürgerlich-liberale Freiheitsverständnis auf der Grundlage individueller Selbstverantwortung prinzipiell in Frage stellt. Damit hat er womöglich den Bogen überspannt. Auch für ihn gilt: Wahltag ist Zahntag.

SIX ist kein Chinaparadies

IPO-Boom darf man nicht überbewerten. **ALEXANDER TRENTIN**

Die Schweiz und China haben seit Sommer vergangenen Jahres eine neue Verbindung: Dank eines Stock Connect können chinesische Unternehmen sich über Hinterlegungsscheine (GDR) an der SIX zweitkotieren lassen. Die Gesellschaften haben so über 3 Mrd. Fr. eingesammelt.

Die Schweizer Börse hat es dank dieser Zugänge vergangenes Jahr auf den zweiten Platz der europäischen Rangliste der IPO (Publikumsöffnungen) geschafft. Und es gibt dem Vernehmen nach zwanzig weitere Kandidaten, die sich für diese Option interessieren. Dieser Erfolg ist überraschend. Nur die wenigsten Anleger in der Schweiz werden die Anteilsscheine unbekannter Unternehmen aus der Volksrepublik kaufen wollen. Auch das niedrige Handelsvolumen spricht dafür, dass diese Aktien kaum einen Zweitmarkt benötigen.

Doch schon allein die Schlagzeilen über die IPO-Erfolge wecken Neid. Die «Financial Times» zitiert einen Manager eines ungenannten europäischen Wettbewerbers der SIX: «Die Schweiz hat ein hohes Risiko, zu einem chinesischen Markt zu werden.» Die Zürcher Börse geht gemäss Aussage des anonymen Konkurrenten ein grosses Risiko ein, wenn sie sich in ihrem IPO-Volumen von einem Herkunftsland so sehr abhängig macht.

Dahinter steckt auch der Vorwurf, dass man es in der Schweiz mit der Regulierung nicht ernst meine. So wird an der Londoner Börse der chinesische Rechnungslegungsstandard nicht als ausreichend akzeptiert. In der Schweiz hingegen schon. Auch die Politik nennen Beobachter als Grund: Die USA seien versus

chinesischen Unternehmen zu feindlich gestimmt, da locke die neutrale Schweiz.

Die SIX also als Paradies für chinesische Unternehmen? Womit sich die Börse anfällig macht für ein Chinarisiko? Beides sind Übertreibungen. Man sollte weder Risiken noch Vorteile überbewerten, die für die SIX aus den Zugängen aus China erwachsen. Denn es gibt einen Grund, warum GDR nicht für einen Handelsboom sorgen: Die Emissionen erfüllen einen spezifischen Zweck, der wenig mit dem von normalen IPO gemein hat. Chinesische Unternehmen können sich durch die Hinterlegungsscheine im Ausland finanzieren – und so die Kapitalkontrollen der Volksrepublik umgehen. Sonst ist es aufwendig, etwa Investitionen und Zahlungen im Ausland aus China heraus abzuwickeln. Oft ist die SIX-Kotierung also ein Arbitragegeschäft.

Zielgruppe sind schon in den Unternehmen investierte Anleger, welche via GDR die Aktien günstiger erwerben können. Dementsprechend Summen von einigen hundert Millionen Franken sind denn auch relativ klein. Wer aus China tatsächlich eine internationale Investorengemeinde ansprechen will – und sich nicht auf das New Yorker Parkett wagt –, ist in Hongkong nach wie vor besser aufgehoben als in Zürich.

Die SIX ist damit nur ein Finanzierungskanal. Sicherlich wäre es nicht gut für die Reputation, befände sich unter den Neuzugängen ein schlechter Apfel. Aber da es unter heimischen Anlegern so gut wie keine Nachfrage nach diesen Titeln gibt, bleibt das Risiko begrenzt.