

Vorsichtige Ausschüttungspolitik gerechtfertigt

Die Gewinne der Schweizerischen Nationalbank (SNB) wecken zahlreiche Begehrlichkeiten. Vermehrt kommen Forderungen auf, die SNB solle ihre Ausschüttungen an Bund und Kantone erhöhen. Ein Blick in die Zukunft zeigt aber, dass eine zurückhaltende Ausschüttungspolitik gerechtfertigt ist. Die SNB wird in ihrer Anlagepolitik vor grossen Herausforderungen stehen.

Adriel Jost

Wie andere Anleger konnte auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) in den letzten Jahrzehnten von einem idealen Anlageumfeld profitieren: Fallende Zinsen und robustes Wachstum sorgten dafür, dass alle wichtigen Anlageklassen ohne grossen Aufwand hohe Renditen einführen. Die Zukunft wird für Anlegerinnen und Anleger allerdings deutlich anspruchsvoller ausfallen. Dies gilt ganz besonders auch für die SNB. Ein weiterer Aufbau der Rückstellungen muss damit Priorität haben. Politische Wünsche nach einer erhöhten Ausschüttung sind kritisch zu betrachten.

Anspruchsvolles Anlageumfeld

Anlegerinnen und Anleger müssen ihre Renditeerwartungen für die wichtigen Anlageklassen reduzieren (vgl. WPuls-Perspektive [«Vorbereitungen für eine anhaltende Aktienbaisse»](#) vom Juli 2021 für eine ausführlichere Diskussion von Renditeerwartungen unter unterschiedlichen makroökonomischen Szenarien). Fallende Zinsen führen zu höheren Bewertungen zukünftiger Einnahmen – und damit zu höheren Vermögenspreisen. Dieser Effekt sorgte in den vergangenen Jahrzehnten zu einem Anstieg der Bewertungen von Anleihen, Aktien und Immobilien. Da nur noch wenig Potenzial für weitere Zinssenkungen vorhanden ist, wird dieser preistreibende Effekt zukünftig immer mehr ausbleiben – oder in einem Inflationsszenario mit steigenden Zinsen gar für sinkende Anlagepreise sorgen.

Frankenaufwertungen lassen sich nicht vermeiden

Die SNB ist besonders gefordert, weil sie ihre Devisenanlagen nicht gegenüber Währungsschwankungen absichern darf, um ihre Geldpolitik nicht zu hintergehen. Ihr Portfolio besteht somit zu 100 Prozent aus Anlagen in Fremdwährungen. Währungsschwankungen spiegeln sich somit vollständig in der Rendite wider. Solche Schwankungen wird es aber mehr denn je geben. Der Präsident der Schweizerischen Nationalbank (SNB) Thomas Jordan argumentierte in einem Referat zum Thema „Was ist gutes Geld?“, dass sich «in der Geschichte viele Beispiele [finden], in denen sich das Papiergeld als ausgesprochen schlechtes Geld herausgestellt hat. [...] Gefährlich wird es aber, wenn [die Flexibilität] dafür missbraucht wird, politische oder strukturelle Probleme durch die Emission von Zentralbankgeld zu lösen [...]. Denn mit hohen Staatsdefiziten wächst erfahrungsgemäss auch der politische Druck auf die Zentralbank, und bei einer politisierten Geldpolitik ist die Gefahr gross, dass das Geld über kurz oder lang markant an Wert verliert.»

Von Zentralbanken finanzierte hohe Staatsdefizite, aus denen es kaum einen Ausweg gibt – genau dies ist die Situation in den USA, der Eurozone und anderen wichtigen Währungsräumen. Dieses Spiel kann weit getrieben werden, aber über kurz oder lang erodiert das Vertrauen in die Zentralbanken – wie es historisch immer passiert ist. Hohe Inflation führt dazu,

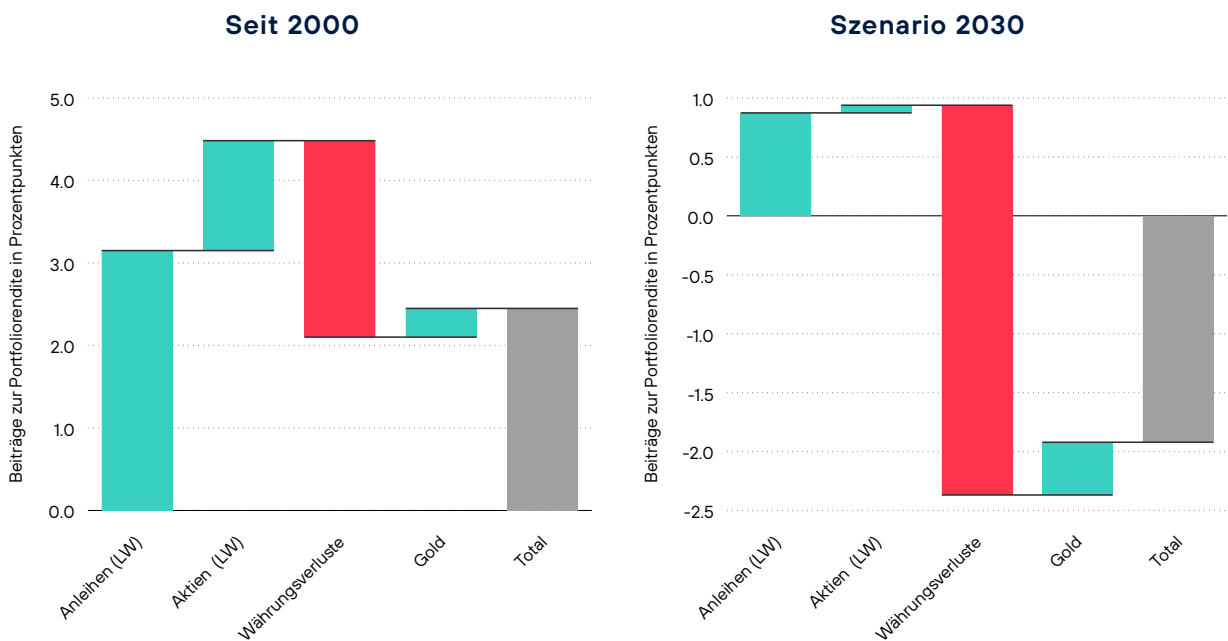
dass das Geld «markant an Wert» verliert. Wenn ausländisches Geld aber über kurz oder lang «markant an Wert» verliert, wird der Franken an Wert gewinnen. In der Hochinflationsphase der 1970er Jahre wertete der Schweizer Franken handelsgewichtet denn auch jährlich um 10 Prozent auf.

Mit einer Aufwertung des Schweizer Franken verlieren aber auch die Devisenanlagen der SNB «markant an Wert». Diese Währungsverluste sind nur zu vermeiden, falls die eigene Währung ebenfalls markant an Kaufkraft verliert – oder in anderen Worten, wenn die SNB ihr Mandat nicht erfüllen würde, weil die Inflation auch in der Schweiz zu hoch ausfällt.

Hohe Eigenkapitalquote wird nützlich sein

Dank des hauseigenen Szenariertools von WPuls können wir die Portfolioentwicklungen anhand von makroökonomischen Szenarien simulieren. Jedes ökonomische Szenario besitzt spezifische Wachstums-, Inflations- und Zinserwartungen, anhand derer wir die Entwicklung der Anlagepreise modellieren. Zusätzlich müssen Annahmen zur Wechselkursentwicklung und damit zur Politik der SNB vorgenommen werden. Eine nicht besonders pessimistische makroökonomische Zukunftseinschätzung und die Annahme einer durchschnittlichen Aufwertung des Frankens um 3.5 Prozent pro Jahr würde bereits dazu führen, dass die SNB-Anlagen

Abb. 1: Rendite-Erwartungen für das SNB-Portfolio



Die Abbildung links zeigt anhand der theoretischen Renditebeiträgen, wie hoch die jährlichen Renditen mit der aktuellen Anlagestrategie (73% Anleihen, 22% Aktien, 5% Gold) seit dem Jahr 2000 ausgefallen wären. Die rechte Abbildung wagt einen Blick in die Zukunft. Das WPuls-Szenariertools berechnet Renditeerwartungen basierend auf Wahrscheinlichkeiten von ökonomischen Szenarien. Um ein realistisches Negativszenario für die nächsten 10 Jahren zu analysieren, rechnen wir mit folgenden Wahrscheinlichkeiten: Szenario «Weiter so» (weitere Zinssenkungen): 15%; Szenario «Japan» (stabile & tiefe Zinsen): 45%; Szenario «Inflation» (Hochinflationsphase mit steigenden Zinsen): 20%; Szenario «Umbruch» (Hochinflationsphase ohne steigende Zinsen, Währungsturbulenzen): 20%. In einer solchen Zukunft können die Renditen in Lokalwährung (LW) die Aufwertung des Frankens nicht kompensieren. Steigende Zinsen sorgen dafür, dass Anleihen- und – sogar noch stärker – Aktienrenditen unter Druck kommen.

Quelle: Refinitiv, WPuls

mit der aktuellen Anlagestrategie jährlich bis zu 2 Prozent an Wert verlieren könnten (vgl. Abbildung 1). In anderen Worten, aufgrund der tieferen Renditeaussichten von Finanzanlagen in lokaler Währung kann die Aufwertung des Frankens nicht mehr wettgemacht werden. Dies würde bei der heutigen Grösse der Bilanz zu Verlusten von etwa 190 Milliarden Franken über die nächsten 10 Jahre führen und einen Grossteil des Eigenkapital der SNB (aktuell bei etwa 220 Milliarden Franken) eliminieren.

Wie kann sich die SNB auf diese Zukunft vorbereiten? Die bisherige vorsichtige Ausschüttungspolitik sollte beibehalten werden. Es kann nicht sein, dass die SNB (zu Recht) hohe Eigenkapitalanforderungen an die Banken stellt, aber gleichzeitig die eigenen Risiken nicht im Griff hat. Die Politik und die SNB tun also gut daran, keine erhöhten Ausschüttungen zu vereinbaren, so attraktiv dies kurzfristig auch scheinen mag.

Die SNB muss kreativ werden

Die SNB wird gleichzeitig aber nicht daran vorbeikommen, auch ihre Anlagepolitik immer wieder zu überdenken. Im Idealfall könnte die SNB in Anlagen investieren, die in Währungen gehandelt werden, welche weniger von Kaufkraftverlusten betroffen sind. In Frage kommen folgende Kandidaten:

- **Schwellenlandwährungen:** Aufgrund der im Vergleich zu Industrieländern tieferen Glaubwürdigkeit mussten sich Schwellenländer mit fiskal- und geldpolitischen Experimenten zurückhalten. Dank der daraus folgenden geringeren Schuldenlast werden ihre Währungen im Vergleich attraktiver und damit auch für die SNB eine Alternative. Während die institutionelle Stabilität nicht in allen Ländern gegeben ist, darf man für einen Korb von Schwellenlandwährungen aber zuversichtlicher sein. Eine Erhöhung des Anteils an Schwellenlandwährungen von aktuell weniger als 7 Prozent könnte damit ratsam sein.
- **Gold:** Gold ist die traditionelle Anlageklasse von Zentralbanken. Es hat als einzige Währung gegenüber dem Franken in den vergangenen Jahrzehnten an Wert gewonnen. Gold hatte auch im Portfolio der SNB eine bedeutende Rolle. Mit dem Anstieg der Bilanz ist der Anteil des Goldes an den Wäh-

rungsreserven der SNB aber massiv gesunken, von etwa 30 Prozent auf 5 Prozent (vgl. Abbildung 2). Für die lange Frist scheint aber für die SNB kein Weg daran vorbeizuführen, ihre Goldbestände wieder zu erhöhen. Dass sie diese zu Beginn des Jahrtausends noch zu deutlich tieferen Preisen verkauft hat, darf die heutige Entscheidung nicht mehr beeinflussen. Dass der Goldpreis sehr volatil ist und damit die jährlichen Gewinnschwankungen im Vergleich zu heute erhöht ausfallen würde, wäre ebenfalls zu akzeptieren.

- **Krypto-Währungen:** Wird die SNB gar so weit gehen, dass sie auch Krypto-Währungen in Betracht zieht? Private Krypto-Währungen wie Bitcoin kommen aus politischen Gründen wohl auch bei sehr turbulenten Umständen nicht in Frage. Falls aber auch staatliche oder überstaatliche Krypto-Währungen – zum Beispiel vom Internationalen Währungsfonds – entstehen sollten, wird die SNB auch auf solche zurückgreifen können.

Gäbe es Möglichkeiten, über eine Anpassung der Anlageklassen die SNB-Devisenreserven besser auf die Zukunft vorzubereiten?

- **Ausländische Immobilien:** Immobilien reagieren weniger sensitiv auf Inflationsszenarien als andere Anlageklassen, auch wenn sie ebenfalls unter steigenden Zinsen zu leiden haben würden. Immobilien weisen aber auch Nachteile auf: Sie sind weltweit bereits hoch bewertet, sie erhöhen den Aufwand für das Portfoliomanagement deutlich – ein Immobilienportfolio im Ausland zu bewirtschaften benötigt ein viel grösseres Team als passive Investitionen in Aktien –, sie würden die bisherigen Anforderungen an die Liquidität aufweichen – also wie rasch eine Anlage verkauft werden kann – und die SNB stünde damit in Gefahr, zu einem (lokal-)politischen Player im Ausland zu werden. Wie andere Anleger wird aber auch die SNB eingestehen müssen, dass die Vermögensanlage in Zukunft anspruchsvoller wird. Die Volatilität wird steigen, ohne dass sich dies in höheren Renditen zeigen wird. Ziel ist es, die weniger schlechte Option zu wählen. Mutige und kreative Schritte sind gefragt, das gilt auch für die SNB. Nur so kann sie ihre Devi-

senanlagen besser schützen. Investitionen in Immobilien würden die Diversifikation des SNB-Portfolios erhöhen.

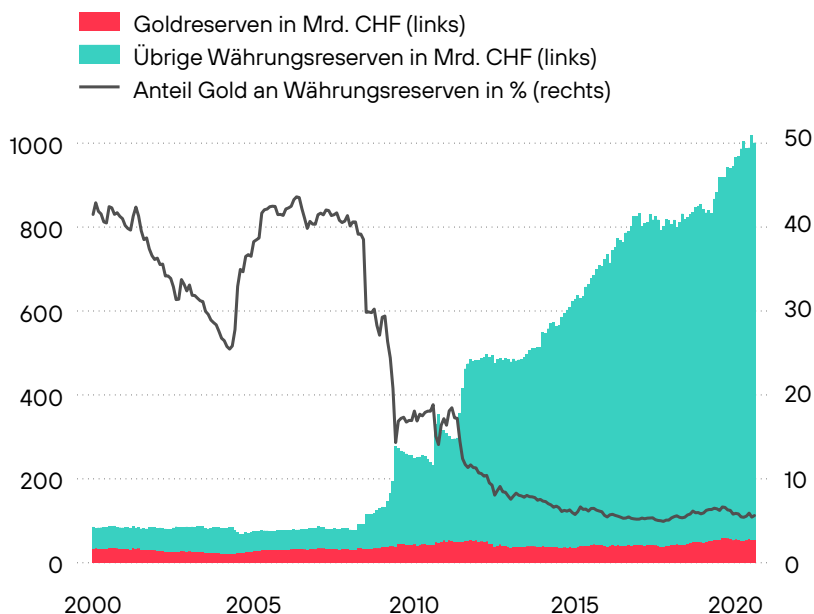
- **Aktien:** Weniger erfolgsversprechend scheint hingegen eine Erhöhung des Aktienanteils in traditionellen Reservewährungen. Mehr Risiken werden mittelfristig nicht zwangsläufig zu höheren Renditen führen. Insbesondere Aktien werden unter hoher Inflation und steigenden Zinsen zu leiden haben, was sich sowohl empirisch als auch theoretisch zeigen lässt. Gleichzeitig wertet sich der Franken üblicherweise dann auf, wenn Aktienmärkte in Turbulenzen sind. Eine Erhöhung der Aktienquote würde damit vorübergehend nicht nur die Renditeerwartungen reduzieren, sondern auch die Volatilität erhöhen.

gleich ertragsreich angelegt werden können wie noch zuletzt. Ausschüttung werden darum zukünftig noch vorsichtiger erfolgen müssen als heute. Forderungen an erhöhte Ausschüttungen müssen eine Absage erteilt werden. Die SNB muss aber auch immer wieder ihre Anlagepolitik überdenken und diese an die veränderte Ausgangslage anpassen. Wunder sind keine zu erwarten. Erhöhte Investitionen in Schwellenlandwährungen, Gold und Immobilien – und in Zukunft gar in eine überstaatliche Kryptowährung – könnten das SNB-Portfolio aber resistenter für zukünftige Entwicklungen machen.

Fazit

Wie andere Anlegerinnen und Anleger wird auch die SNB ihre Anlagepolitik überdenken müssen. Was in den letzten 40 Jahren gut funktioniert hat, wird nicht das Erfolgsrezept der nächsten Jahrzehnte sein. Die SNB muss damit rechnen, dass die Währungsreserven nicht mehr

Abb. 2: Goldanteil an Währungsreserven



Quelle: SNB, WPuls

Traditionell hielt die SNB einen grossen Teil ihrer Währungsreserven in Gold. Die Verkäufe von 1550 der insgesamt 2590 Tonnen Gold in den ersten Jahren nach der Jahrtausendwende sowie die massiven Käufe von ausländischen Devisen seit der Finanzkrise liessen den Goldanteil an den Währungsreserven aber stark schrumpfen. Gold ist die einzige Währung, welche gegenüber dem Franken über die lange Frist an Wert gewonnen hat.

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde durch WPuls AG zusammengestellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von WPuls AG weder reproduziert noch vervielfältigt werden. WPuls AG untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. WPuls AG ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

Impressum

Herausgegeben von: WPuls AG, Zürich
Autoren: Adriel Jost, adriel.jost@wpuls.ch
Konzeption: WPuls AG, Zürich
Gestaltung: HEUSSERBISCHOFF, Zürich.

Redaktionsschluss: 10. September 2021