

Erst die Strategie, dann der Staatsfonds

Eine Analyse der zehn grössten Staatsfonds zeigt: Eine einheitliche Anlagestrategie – wie sie etwa bei den Pensionskassen erkennbar ist – gibt es nicht. Für die Schweiz gilt: Ein Staatsfonds ist nur mit einer klaren Zielsetzung sinnvoll. *Andreas Reichlin, Diego Liechti*

Abstract Staatsfonds verwalten Vermögen im Wert von über 7 Billionen Franken. Sie gehören damit zu den grössten Investoren weltweit. Über ihre Anlagen ist allerdings nur wenig bekannt. Staatsfonds verfolgen unterschiedliche Ziele, und entsprechend fallen auch ihre Anlagestrategien unterschiedlich aus. Weiter im Beitrag werden die Vor- und Nachteile eines Schweizer Staatsfonds diskutiert. Dabei zeigt sich, dass mit einem Staatsfonds die unterschiedlichsten Interessen verfolgt werden können. Nicht selten stehen diese in Konkurrenz zueinander. Ein Konsens auf breiter Basis ist deshalb unwahrscheinlich. Damit fehlt allerdings eine wichtige Grundlage, welche für einen Schweizer Staatsfonds sprechen würde.

Aktuell wird in der Schweiz lebhaft über die Einrichtung eines Staatsfonds debattiert. Die Befürworter sehen darin die Möglichkeit, die heimische Industrie zu fördern oder systematisch den Franken zu schwächen, während die Kritiker die Unabhängigkeit der Schweizerischen Nationalbank gefährdet sehen (siehe *Kasten*). Um die Argumente für oder gegen einen solchen Fonds besser einordnen zu können, lohnt sich der Blick ins Ausland: Welche Staaten verfügen über einen Staatsfonds? Welche Ziele verfolgen sie, und wie legen sie ihr Vermögen an?

Gemäss dem Internationalen Währungsfonds (IWF) sind Staatsfonds Investmentfonds in Staatshand, die einem volkswirtschaftlichen Zweck dienen. Die Finanzierung erfolgt oft durch Devisenreserven, welche langfristig zum Wohle zukünftiger Generationen angelegt werden. Bei den meisten Staatsfonds, dazu gehört auch der oft erwähnte norwegische Fonds, stammt das Geld aus Öl- oder Gasexporten. Aber auch rohstoffarme Länder wie Singapur verfügen über einen Staatsfonds zur Verwaltung der Devisenreserven.

Je nach Quelle gibt es zwischen 40 und 70 Staatsfonds. Ihr Vermögen wird auf rund 7 Billionen Franken geschätzt und übertrifft somit beispielsweise die von Hedgefonds und Private-Equity-Fonds verwalteten Gelder in der Höhe von rund 6,5 Billionen Franken.¹ Allein die zehn grössten Staatsfonds verwalten rund drei Viertel des Vermögens aller Staatsfonds (siehe *Tabelle*). Mit Ausnahme von Norwegen sind sie alle

Argumente für und gegen einen Schweizer Staatsfonds



- Unterstützung der heimischen Industrie in Krisenzeiten;
- Bekämpfung einer Aufwertung des Franken bei Vorliegen eines systematischen Leistungsbilanzüberschusses durch systematische Vermögensanlagen im Ausland;
- politische Einflussnahme durch Direktinvestitionen in Europa (wenn die Hälfte der aktuellen Devisenreserven der SNB über einen Staatsfonds investiert wird, gehört dieser zu den Top 10).



- Die Devisenreserven basieren nicht auf realen Werten, wie beispielsweise dem Verkauf von Ressourcen, sondern auf dem «Drucken von Geld». Den Anlagen steht eine Verpflichtung in Form der Geldmenge gegenüber.
- Makroökonomien befürchten, dass bei einer Investition der Devisenanlagen die Flexibilität verloren geht, diese bei Bedarf abzubauen. Dies erhöht das Inflationsrisiko.
- Die Ausgliederung der Devisenreserven aus der Bilanz der SNB ist aus rechtlicher Sicht heikel.
- Bedeutende Beteiligungen an ausländischen Unternehmen können zu politischen Konflikten mit den jeweiligen Regierungen führen, beispielsweise bei Beteiligungen an Unternehmen im nationalen Interesse.
- Staatliche Investitionen erinnern an eine Planwirtschaft, und es besteht die Gefahr der Politisierung: In welche Sektoren soll investiert werden? Sollen die Investitionen im In- oder im Ausland erfolgen? Welches Wechselkursziel soll verfolgt werden?

im asiatisch-arabischen Raum beheimatet. Das Kapital stammt bei der Hälfte aus Ölverkäufen. Weitere Finanzierungsquellen sind Verkäufe von anderen Rohstoffen wie beispielsweise Gas oder Kohle, Einnahmen aus der Verpachtung von Ländereien zur Rohstoffförderung, der Verkauf von Staatsunternehmen oder -eigentum sowie allgemein Handelsbilanzüberschüsse.

Stabilität und Sparen als Hauptmotive

Die Zielsetzungen der Fonds sind unterschiedlich. Oft handelt es sich um *Stabilitätsfonds*, welche finanzielle Mittel bereitstellen sollen, wenn das Land in Zukunft weniger Ertrag aus Rohstoffverkäufen erzielen kann – respektive wenn die Rohstoffquellen versiegen. Etwas weniger verbreitet sind *Sparfonds* für zukünftige Generationen, um starke Aufwertungen der heimischen Währung aufgrund von Rohstoffverkäufen zu vermeiden. Diese sogenannte Holländische Krankheit tritt auf, wenn ein Land Rohstoffe in grossem Umfang exportiert, was zu grossen Aussenhandelsüberschüssen führt. Dadurch wird die Währung dieses Landes aufgewertet, der Export von Gütern anderer Industrien erschwert, was schlussendlich zu hoher Arbeitslosigkeit führen kann. Dies geschah unter anderem in den Niederlanden in den Sechzigerjahren, als Erdgasvorkommen gefunden und exportiert wurden – daher der Name.

Weitere Zielsetzungen sind, höhere Renditen auf den Devisenreserven zu erzielen, sozioökonomische Projekte oder ausgewählte Industrien zu fördern und Pensionsverpflichtungen sicherzustellen. Der norwegische Staatsfonds setzt sich beispielsweise aus einem globalen und einem nationalen Fonds zusammen. Während der globale Fonds primär versucht, eine marktkonforme Rendite zu erzielen, verfolgt der nationale Fonds mit der Förderung der heimischen Industrie ein politisches Ziel. Die Überlegung dahinter ist: Die norwegische Industrie soll die

¹ Gemäss dem Sovereign Wealth Fund Institute SWFI, Assets der weltweit 70 grössten Staatsfonds, Dezember 2014 und Preqin (2015).



Erdöl- und Gasexporte sind die wichtigste Einnahmequelle des norwegischen Staatsfonds. Bohrinsel vor der Stadt Sandnes.

rückläufigen Einnahmen aus den versiegenden Erdölquellen dereinst wettmachen können.

Keine einheitlichen Anlagestrategien erkennbar

Da die meisten Staatsfonds, insbesondere jene aus dem asiatisch-arabischen

Raum, nur wenige Informationen über ihre Vermögensanlagen offenlegen, erschwert dies einerseits jegliche Analyse und ist andererseits Nährboden für eine lauter werdende Kritik. Zusätzlich zu den Geschäftsberichten der Fonds sind deshalb auch Erkenntnisse aus akademischen Studien aufschlussreich.

Der in Peking lehrende US-Professor Christopher Balding riet im Rahmen einer Untersuchung im Jahr 2008: Staats-

fonds als Hüter des Staatsvermögens sollten eine eher konservative Anlagestrategie verfolgen und entsprechend primär in liquide Anlagen wie Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und grosskapitalisierte Aktien investieren. Drei Jahre später zeigte eine Untersuchung jedoch: Im Vergleich zu Pensionskassen investieren Staatsfonds vermehrt in illiquide Anlagen wie Private Equity.² Zusätzlich fließt

² Dyck und Morse (2011).

Die zehn grössten Staatsfonds (Juni 2015)

Land	Staatsfonds	Vermögen in Mrd. Fr.	Gründungsjahr	Quelle des Vermögens
Norwegen	Government Pension Fund Global	824	1990	Öl
Vereinigte Arabische Emirate	Abu Dhabi Investment Authority	722	1976	Öl
China	China Investment Corporation	610	2007	Andere
Saudi-Arabien	Sama Foreign Holdings	707	k. A.	Öl
Kuwait	Kuwait Investment Authority	512	1953	Öl
China	Safe Investment Company	511	1997	Andere
China (Hongkong)	Hong Kong Monetary Authority	374	1993	Andere
Singapur	Government of Singapore Investment	321	1981	Andere
Katar	Qatar Investment Authority	239	2005	Öl und Gas
China	National Social Security Fund	220	2000	Andere



SHUTTERSTOCK

ein Grossteil des Vermögens in inländische Kapitalanlagen und speziell in Firmen aus der Finanzbranche.³ Letzteres stützt die These, dass Staatsfonds auch wirtschaftspolitische Ziele verfolgen, da Investitionen in einheimische Unternehmen meist in Krisenzeiten getätigt werden. Die Staatsfonds agieren somit als «Lender of

Last Resort».⁴ Mit dem Ziel des Wissenstransfers werden von Staatsfonds aus Schwellenländern spezifisch Investitionen in Finanzunternehmen getätigt.

Analysiert man die vorhandenen Geschäftsberichte der zehn grössten Staatsfonds, so ist keine «typische» Anlagestrategie zu erkennen. Die Aktienquote des Fonds von Hongkong beträgt gerade mal 18 Prozent, während der norwegische Staatsfonds 60 Prozent in Aktien investiert. Die Quote der alternativen Anlagen (inklusive Immobilien) wiederum variiert zwischen 5 Prozent (Norwegen) und 38 Prozent (China Investment Corporation).

Auch innerhalb der verschiedenen Anlagekategorien bestehen zum Teil erhebliche Unterschiede. Während der norwegische Fonds einen Grossteil in Staatsanleihen und börsennotierte Aktien entwickelter Länder und nur 5 Prozent in Immobilien investiert⁵, legen andere Staatsfonds ihr Vermögen nur wenig in Staatsanleihen und dafür vermehrt in alternative und illiquide Anlage wie Private Equity, Infrastruktur oder Hedgefonds an.

Konsens in der Schweiz unwahrscheinlich

Zusammenfassend zeigt die Analyse, dass für Staatsfonds keine «typische» Anlagestrategie besteht, wie beispielsweise bei Schweizer Pensionskassen. Im Gegensatz zu Pensionskassen sind al-

erdings auch die Zielsetzungen und die Risikofähigkeit der Staatsfonds sehr unterschiedlich.

Staatsfonds verwalten weltweit ein bedeutendes Vermögen. Detaillierte Angaben fehlen aber oft, sodass der Ruf nach mehr Transparenz berechtigt ist. Auf die Schweiz übertragen, zeigt uns die Diskussion und Analyse, dass mit einem Staatsfonds die unterschiedlichsten Interessen und Ziele verfolgt werden können. Nicht selten stehen diese in Konkurrenz zueinander. Ein Konsens auf breiter Basis ist deshalb unwahrscheinlich. Damit fehlt die Grundlage für einen Schweizer Staatsfonds.



Andreas Reichlin
Dr. oec. publ., Partner des Vermögensberatungsunternehmens PPCmetrics, Zürich; Lehrbeauftragter der Universität Zürich und Dozent an der Fachhochschule Nordwestschweiz



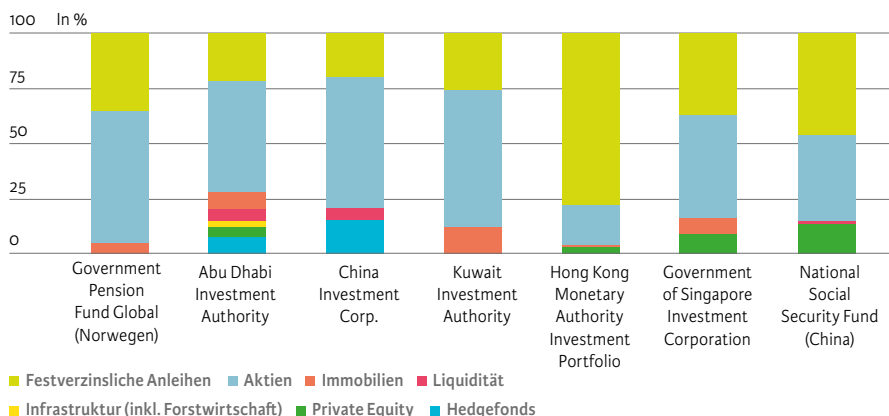
Diego Liechti
Dr. rer. oec., Senior Investment Consultant, Vermögensberatungsunternehmen PPCmetrics, Zürich; Lehrbeauftragter der Universität Bern und Dozent an der Hochschule Luzern

3 vgl. Balding (2008), Chhaochharia und Laeven (2009), Bernstein, Lerner und Schoar (2013).

4 Raymond (2010).

5 Die Immobilienquote beträgt momentan 1 Prozent und wird schrittweise auf 5 Prozent ausgebaut.

Portfolios ausgewählter Staatsfonds



GESCHAFTSBERICHTE DER STAATSFONDS / DIE VOLKSWIRTSCHAFT

Aufgeführt sind die Anlagestrategien der zehn grössten Staatsfonds (siehe Tabelle). Folgende drei Fonds machen dazu keine Angaben in ihren Geschäftsberichten: Sama, AFE, Qatar Investment Authority. Bei der Kuwait Investment Authority, bei der Hong Kong Monetary Authority und beim National Social Security Funds sind die Angaben nur rudimentär.

Literatur

Aizenmann, J., Glick, R., (2009). Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts About Their Determinants and Governance. *International Finance* 12, 351–386.
 Ang, A., (2010). The Four Benchmarks of Sovereign Wealth Funds. Working Paper. Balding, C., (2008). A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds. University of California, Irvine Working Paper.
 Bernstein, S., Jerner, J., Schoar, A., (2013). The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds. *Journal of Economic Perspectives* 27, S. 219–238.
 Chhaochharia, V., Laeven, L., (2009). The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds. Working Paper.
 Dyck, A., Morse, A., (2011). Sovereign Wealth Fund Portfolios. Chicago Booth Working Paper No. 11–15.
 Raymond, H., (2010). Sovereign Wealth Funds as Domestic Investors of Last Resort During Crisis. *International Economics* 123, S. 121–159.