

# **Überlegungen zur Gewinnausschüttung der Schweizerischen Nationalbank**

**Thomas von Ungern-Sternberg  
Ecole des HEC, Université de Lausanne**

**15. Mai 2002**

## Zusammenfassung

Die SNB verfügt über wesentlich höhere Eigenmittel als die anderen Zentralbanken Europas. Sie hat dieses Ziel erreicht, indem sie jahrzehntelang nur einen sehr geringen Teil ihrer Gewinne ausgeschüttet hat. Ende 2001 haben ihre Reserven die 40 Milliarden Franken Grenze überschritten. Die SNB hat die Absicht, auch in Zukunft an dieser Hamsterpolitik festzuhalten. Sie will ihre Eigenkapitalausstattung um zirka 1 Milliarde Franken pro Jahr erhöhen.

Es gab in der Vergangenheit für die Akkumulationspolitik der SNB praktisch keine gesetzliche Grundlage. Art. 27, Abs. 1 des Nationalbankgesetzes erlaubt ihr nur gerade eine Million Franken in die Reserven zu überweisen. Die SNB umging das herrschende Gesetz, indem sie behauptete, eine Nationalbank müsse ihr Eigenkapital erhöhen, um "volkswirtschaftliche Risiken" abzudecken. Es gelte also nur der Teil ihres Gewinns als "echter Gewinn", der über diese "notwendige" Erhöhung des Eigenkapitals hinausgehe. In Anbetracht der Tatsache, dass kein anderes Land in Europa eine solche Regelung kennt, ist es schon erstaunlich, dass Bund und Kantone diesen Ansatz nie hinterfragt haben. Die von der SNB eingeführte künstliche Unterscheidung zwischen "Gewinnermittlung" und "Gewinnausschüttung" sollte **nicht** in das neue Nationalbankgesetz aufgenommen werden. Die Gewinne der SNB sollten nach ähnlichen Kriterien bestimmt werden wie bei den anderen Nationalbanken Europas, und es sollte im Gesetz festgeschrieben werden, dass der Grossteil der erzielten Gewinne ausgeschüttet wird.

Die SNB hat seit der Mitte der 1970er Jahre eine sehr risikofreudige - und sehr wenig erfolgreiche - Anlagepolitik praktiziert. Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass sie die hohen Verluste, die sie einfuhr, systematisch in der Form niedrigerer Gewinnausschüttungen auf Bund und Kantone abwälzen konnte. Die Gewinnausschüttung muss neu so geregelt werden, dass die SNB in ihrer Anlagepolitik eine gewisse Eigenverantwortung trägt. Eine einfache Möglichkeit, dieses Ziel zu erreichen, besteht darin, im neuen Nationalbankgesetz dem Beispiel der belgischen Nationalbank zu folgen und bei der Berechnung des auszuschüttenden Gewinns nur die Zinserträge, nicht aber eventuelle Kapitalgewinne oder -verluste zu berücksichtigen. Mit einer solchen Regelung würde die SNB zu einer wesentlich überlegteren Anlagepolitik übergehen.

Es wird häufig behauptet, die Kantone seien an einer möglichst konstanten Gewinnausschüttung interessiert. Berücksichtigt man bei der Berechnung des auszuschüttenden Gewinns, wie oben erwähnt, nur die Zinserträge, so kommt man diesem Ziel schon einen guten Schritt näher. Die starken Schwankungen der SNB-Gewinne in der Vergangenheit waren hauptsächlich auf Kapitalgewinne und -verluste zurückzuführen. Um der Glättung der Gewinnausschüttung noch einen Schritt näher zu kommen, ohne der SNB bei ihrer Anlagepolitik falsche Anreize zu setzen, sollte ein "Gewinnfonds" gegründet werden. Die schon heute bei der SNB liegenden 13 Milliarden Franken an "überschüssigen Gewinnen" sollten aus der SNB-Bilanz ausgegliedert und in diesen Fonds überwiesen werden. In diesen Fonds würden auch die jährlich erzielten Gewinne der SNB gelegt. Ein Teil dieses Fonds könnte von der SNB verwaltet werden (nach Kriterien, die von Bund und Kantonen festgelegt werden), der Rest von den Schweizer Geschäftsbanken. Man hätte so eine einfache Möglichkeit festzustellen, wie gut bzw. schlecht die Anlagepolitik der SNB ist.

Bund und Kantone würden sich in regelmässigen Abständen (3 bis 4 Jahre) darüber einigen, wie hoch die Auszahlung der nächsten Jahre sein sollte. Dieses Vorgehen hätte den grossen Vorteil, dass nun bei der Gewinnausschüttung auch die konjunkturelle Situation des Landes berücksichtigt würde. Bei einem konjunkturellen Einbruch würde die Gewinnausschüttung erhöht, um den Druck auf die Staatsfinanzen zu reduzieren. Die SNB hat in der Vergangenheit zwar immer behauptet, sie brauche Reserven, um das Land gegen Krisen zu schützen. Wenn es aber zu einer Krise kam, war sie immer nur darauf bedacht, ihre Reserven möglichst zu schonen!

Die Formel, welche die SNB benutzt, um die Gewinnausschüttung für die nächsten 10 Jahre zu berechnen, hält einer seriösen Analyse nicht stand. Sie beruht auf extrem pessimistischen Annahmen über die Nominalrenditen, welche sie in den nächsten Jahren erzielen kann. Im Juni 2000 erklärte Nationalbankdirektor Gehrig: "längerfristig ist für die Devisenanlagen mit einer Rendite von gut 5% zu rechnen..."<sup>1</sup>. Geht man bei der Berechnung der Gewinnausschüttung von einer Nominalrendite auf die Finanzaktiva von 5% aus, so könnte die Gewinnausschüttung um weitere 650 Millionen Franken erhöht werden.

Ferner geht die SNB davon aus, dass der Wert ihrer Goldreserven<sup>2</sup> in den nächsten 10 Jahren um durchschnittlich 200 Millionen Franken pro Jahr sinken werde. Es ist für sie selbstverständlich, dass dieser Kapitalverlust von Bund und Kantonen getragen werden muss. Dabei hatte sie noch in ihrem Jahresbericht 2000 versprochen, dass die Kapitalgewinne und -verluste auf Gold auf die Gewinnausschüttung keinerlei Einfluss haben werden.

Geht man davon aus, dass man auf Finanzanlagen eine Nominalrendite von 5% erzielen kann, so erkennt man, dass die 1'300 Tonnen Gold, welche die SNB "für währungspolitische Zwecke" behalten will, unserem Land Opportunitätskosten von zirka 1.2 Milliarden Franken im Jahr verursachen.<sup>3</sup> Diesen Kosten steht kein vergleichbarer Nutzen gegenüber. Es müssen schon heute die Weichen gestellt werden, damit auch die übrigen Goldreserven der SNB verkauft werden.

Schon in der Vergangenheit ist die Berichterstattung der SNB, auch im Vergleich mit anderen Nationalbanken, sehr wenig transparent gewesen. In den letzten Jahren hat sich diese Situation eher noch verschlimmert. Im neuen Nationalbankgesetz müssen klare Mindestregeln über die Berichterstattung der Nationalbank festgeschrieben werden. Insbesondere sollte darauf geachtet werden, dass Zinserträge, Kapitalgewinne und Kursgewinne getrennt ausgewiesen werden. Es sollten detaillierte Angaben über die Fristigkeit der SNB-Anlagen in den verschiedenen Währungen veröffentlicht werden. Und schliesslich sollte die SNB wieder Angaben über die Jahresdurchschnittswerte der verschiedenen Posten ihrer Bilanz veröffentlichen und sich nicht auf die Jahresendwerte beschränken. Gerade bei einer Nationalbank sind die Jahresendwerte oft wenig repräsentativ.

---

<sup>1</sup> Schweizerische Nationalbank, Halbjahres-Mediengespräch, Genf 15. Juni 2000, Einleitende Bemerkungen von Bruno Gehrig, Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank.

<sup>2</sup> Aktueller Marktwert zirka 20 Milliarden Franken.

<sup>3</sup> 200 Millionen Franken an Kapitalverlusten und 1 Milliarde Franken an entgangenen Zinserträgen.

## 0. Einleitung

Im Jahre 1920 hatte die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihre Gewinnausschüttung von 5 auf 10 Millionen Franken verdoppelt. Es stand damals eine Änderung des Nationalbankgesetzes an, und die SNB wollte erreichen, dass ihr die Möglichkeit geboten würde, erheblich mehr in ihre Reserven zu überweisen. Der Versuch der SNB, den Gesetzgeber freundlich zu stimmen, ist damals gescheitert. Die Einweisung in den Reservefonds blieb auf maximal 500'000 Franken beschränkt. Die SNB reagierte, indem sie die Gewinnausschüttung innert zwei Jahren wieder auf ihr gesetzliches Minimum zurückführte und trotz massiven Steigerungen in ihren effektiven Gewinnen auch bis Anfang der 1990er Jahre dort belies.

Im März 2002 haben SNB und Finanzdepartement eine Erhöhung der Gewinnausschüttung von 1.5 auf 2.5 Milliarden Franken pro Jahr angekündigt. In diesem Jahr steht auch wieder eine Änderung des Nationalbankgesetzes an, von der die SNB sich erhebliche zusätzliche Handlungsspielräume erhofft. Genau wie vor 80 Jahren dürfen Gesetzgeber und Kantone sich auch diesmal nicht von der erhöhten Gewinnausschüttung blenden lassen und den Forderungen der SNB nicht unkritisch zustimmen.

Sie sollten aber auch aus den früheren Erfahrungen lernen und im neuen Gesetz klar festschreiben, wie die Gewinne der SNB zu berechnen sind und nach welchem Schlüssel sie ausgeschüttet werden sollen. Die SNB hat es jahrzehntelang verstanden, sich hinter vermeintlichen Lücken im gültigen Gesetz zu verstecken und immer höhere Reserven aufzubauen. Die anstehende Gesetzesänderung muss dazu verwendet werden, auch die letzten Zweideutigkeiten aus dem Gesetz zu entfernen und dafür zu sorgen, dass die Nationalbank sich bei der Gewinnausschüttung an ähnliche Massstäbe hält wie die anderen Zentralbanken Europas.

Wir haben uns schon an anderer Stelle mit dem Gesetzesvorschlag, der in das Vernehmlassungsverfahren geschickt wurde, kritisch auseinandergesetzt<sup>4</sup>. In dieser Arbeit wollen wir uns nur mit der Frage der Gewinnausschüttung beschäftigen.

Damit die Diskussion zu diesem Thema einigermaßen strukturiert verlaufen kann, muss als Erstes terminologische Klarheit geschaffen werden. Es ist der SNB gelungen, in der öffentlichen Diskussion zwei vollkommen unterschiedliche Begriffe des Wortes "Reserven" durcheinander zumischen.

Zum Einen gibt es die **Devisenreserven** der SNB, die sich auf der **Aktivseite** der Bilanz befinden und sich am 31. Dezember 2001 auf zirka 54 Milliarden Franken beliefen. Diese "Devisenreserven" werden wir im Weiteren als "Devisenguthaben" bezeichnen.

Zum Anderen gibt es die eigentlichen **Reserven** der Nationalbank, die sich auf der **Passivseite** der Bilanz befinden. Es handelt sich dabei hauptsächlich um nichtausgeschüttete Gewinne. Sie beliefen sich am 31. Dezember 2001 auf gut 40 Milliarden Franken. Dazu kommen noch einmal ca. 26 Milliarden Franken an Aufwertungsgewinnen auf Gold, die daraus resultieren, dass seit einigen Jahren die Goldreserven zum Marktwert in der Bilanz geführt werden und nicht mehr zum historischen Preis von knapp 4'600 Fr. pro Kilo, der noch

---

<sup>4</sup> "Der Bericht der Expertengruppe: 'Reform der Währungsordnung' - Eine kritische Würdigung", Thomas von Ungern-Sternberg und Mario Jametti, DEEP, Cahier N°01.06. Auch erhältlich unter: [www.hec.unil.ch/Deep/publications/cahiers.htm](http://www.hec.unil.ch/Deep/publications/cahiers.htm)

aus den Zeiten von Bretton Woods stammt. Diese "Reserven" werden wir im Weiteren als "Eigenkapital" bezeichnen.

Der Grund für diese terminologische Trennung ist einfach: Die SNB behauptet seit Jahrzehnten, es sei für sie notwendig, jedes Jahr ihre Devisenguthaben zu erhöhen. Sie zieht daraus den (automatischen) Schluss, sie müsse auch regelmässig ihr Eigenkapital ausbauen. Sogar falls es richtig sein sollte, dass die SNB ihre Devisenguthaben erhöhen sollte, so folgt daraus keineswegs, dass auch ihr Eigenkapital immer weiter ansteigen muss. Genau wie bei den Zentralbanken anderer europäischer Länder ist die Erhöhung auf der Aktivseite der Bilanz (die Devisenguthaben) durchaus auch anders finanzierbar als durch eine Erhöhung der Eigenmittel. Insbesondere kann die SNB auf Fremdfinanzierung zurückgreifen.

Es ist dies unter Nationalbanken ein absolut übliches Vorgehen. So haben z.B. die meisten europäischen Zentralbanken in den 1990er Jahren ihre Devisenguthaben stark erhöht, indem sie sich vom europäischen Währungsinstitut in grossem Ausmass Ecu geliehen haben unter Hinterlegung eines Teiles (20%) ihrer Goldreserven. Bei der holländischen Nationalbank z.B. waren es im Jahre 1995 zirka 3 Milliarden Gulden.

Die SNB ist die einzige Nationalbank auf der Welt, die davon ausgeht, dass sie regelmässig ihr Eigenkapital erhöhen muss, damit ihre Devisenguthaben wachsen können, und davon anscheinend auch einen Teil der Politiker überzeugt hat.

Es sollte bei der Revision des Nationalbankgesetzes für die SNB ein regulatorischer Rahmen geschaffen werden, der den Gepflogenheiten der anderen Europäischen Länder entspricht. Für diese Zwecke:

- a) sollten zirka 13 Milliarden Franken aus der SNB-Bilanz ausgegliedert und in einen Fonds eingewiesen werden, aus dem die Gewinnausschüttung an die Kantone finanziert wird;
- b) sollte die Erhöhung der Eigenmittel der SNB auf 100 Millionen Franken pro Jahr beschränkt werden. Der Rest ihrer Gewinne sollte vollumfänglich in den oben erwähnten Reservefonds einbezahlt werden;
- c) sollten bei der Berechnung des auszuschüttenden Gewinns nur noch die Zinserträge, nicht aber eventuelle Kapitalgewinne oder -verluste berücksichtigt werden;
- d) sollten Regeln für die Rechenschaftspflicht der SNB festgeschrieben werden, damit ihre Anlagepolitik in Zukunft wesentlich transparenter wird;
- e) sollten schon jetzt die Weichen gestellt werden, damit die SNB in der Zukunft nicht auf 1'300 Tonnen überflüssigen, sterilen Goldreserven sitzen bleibt.

Der Rest dieser Arbeit ist wie folgt aufgebaut: Im Abschnitt 1 vergleichen wir die Eigenkapitalausstattung der SNB mit anderen Zentralbanken. Abschnitt 2 beschäftigt sich mit dem Vorschlag, die Gewinnausschüttung für die nächsten 10 Jahre auf 2.5 Milliarden Franken zu beschränken. Abschnitt 3 untersucht, warum die Anlagepolitik der SNB in der Vergangenheit so wenig hinterfragt wurde. Abschnitt 4 vergleicht die Regeln der Gewinnausschüttung der SNB mit den Gepflogenheiten in anderen europäischen Ländern. Abschnitt 5 fasst die Hauptergebnisse unserer Studie zusammen.

## 1. Gewinnausschüttung und Reserven der Schweizerischen Nationalbank

Die SNB hat jahrzehntlang praktisch keine Gewinne ausgeschüttet und ihre Gewinnausschüttung ist relativ zu ihren Erträgen auch heute noch sehr bescheiden. Wenn man diese Tatsache empirisch belegen will, stösst man auf ein Problem: Seit Mitte der 1990er Jahre wussten die Zentralbanken der anderen kleinen, europäischen Länder (Belgien, Holland, Österreich, Schweden), dass sie Ende der neunziger Jahre ihre nationalen Währungen zugunsten des Euro aufgeben würden. Dies hat den Anreiz, das Eigenkapital auszubauen, natürlich beeinträchtigt. Sie sind dazu übergegangen, ihre akkumulierten Reserven an den Staat auszuschütten. Aussagefähige Vergleiche sind daher nur für den Zeitraum vor 1996 möglich. Man stellt leicht fest, dass die SNB auch schon damals die mit Abstand höchsten Eigenmittel akkumuliert und die mit Abstand niedrigsten Gewinne ausgeschüttet hatte.

**Tabelle 1**

Land	Durchschnittliche Ausschüttung (1984-1995) in Mio. Fr.
Schweiz	250
Österreich	820
Belgien	900
Holland	1'400
Schweden	1'500

**Tabelle 2**

Land	Anstieg des Eigenkapitals (1984-1994) in Milliarden Fr.
Schweiz	9.0
Österreich	3.0
Belgien	0.9
Holland	0.8
Schweden <sup>5</sup>	0

---

<sup>5</sup> In Kronen bewertet sind die Reserven von 36 Milliarden Kr. auf 56 Milliarden Kr. gestiegen. Da aber die Krone von 0.26 Fr./Kr. auf 0.16 Fr./Kr. abgewertet wurde, ist der Frankenwert der Reserven nahezu konstant geblieben.

**Tabelle 3**

Land	Kumulierte Rückstellungen in Milliarden Fr. 1995
Schweiz	31
Österreich <sup>6</sup>	8
Belgien	3.5
Holland	2
Schweden <sup>7</sup>	14

Seit 1995 hat die SNB ihre Rückstellungen noch einmal um 10 Milliarden Franken auf gegenwärtig zirka 41 Milliarden Franken erhöht.

Der gesunde Menschenverstand sagt einem, dass eine Bank, wenn sie einmal genug Eigenmittel hat, ihre gesamten Gewinne ausschütten kann. Sie ist ja schon reich. Die Argumentation der SNB läuft genau auf das Gegenteil hinaus. Sie behauptet, ihr Eigenkapital habe Anfang der neunziger Jahre ein "angemessenes" Niveau (18 Milliarden Franken) erreicht. Es sei wünschenswert, dass ihr Eigenkapital in Zukunft im Gleichschritt mit dem nominalen Bruttosozialprodukt wachse<sup>8</sup>. Gerade weil ihr Eigenkapital schon im Jahre 1990 so hoch war, muss es also auch in Zukunft um einen hohen Betrag (zirka eine Milliarde Franken pro Jahr) wachsen. Dies ist die Logik, welche der vorgeschlagenen Erhöhung der Gewinnausschüttung für die nächsten zehn Jahre zu Grunde liegt.

Die Schweiz ist das einzige Land in Europa, in dem davon ausgegangen wird, das Eigenkapital der Nationalbank müsse im Gleichschritt mit dem Bruttosozialprodukt wachsen. Als Ausgangslage für diese Berechnungen wird darüber hinaus ein "angemessenes" Niveau verwendet, welches die Eigenkapitalausstattung der Nationalbanken anderer kleiner, europäischer Länder um ein Vielfaches übersteigt. Das Zusammenspiel dieser beiden Faktoren führt zu einem Anstieg in der angestrebten Eigenkapitalausstattung der SNB von zirka einer Milliarde Franken pro Jahr. Dies ist etwa zehn Mal so viel wie der Betrag, den zum Beispiel die belgische und die holländische Nationalbanken jährlich in die Reserven überweisen durften. In Anbetracht dieser Grössenordnungen sollte der schweizerische Gesetzgeber sich ernsthafte Gedanken machen, ob der Ansatz der SNB wirklich ökonomisch sinnvoll ist.

## **2. Der Beschluss, die Gewinnausschüttung für die nächsten 10 Jahre auf 2.5 Milliarden Fr. zu beschränken**

Gemäss den obigen Überlegungen hätten die Eigenmittel der SNB Ende 2001 28 Milliarden Franken betragen sollen. Da ihre effektiven Eigenmittel aber auf 41 Milliarden Franken gestiegen sind, verfügt sie über 13 Milliarden Franken "überschüssige" Eigenmittel. Im

---

<sup>6</sup> Inklusive die realisierten Gewinne auf Goldverkäufen.

<sup>7</sup> Der Anstieg in den kumulierten Rückstellungen in Schweden ist zum grössten Teil auf die oben erwähnte Abwertung der Schwedischen Krone zurückzuführen. Durch die Abwertung haben die Devisenreserven der Schwedischen Nationalbank zu einem bedeutenden Kursgewinn (in Kronen) geführt.

<sup>8</sup> Vergleiche Jahresbericht der SNB 1991, S.64-67.

Rahmen der Neuregelung der Gewinnausschüttung sollen diese nun, über zehn Jahre verteilt, ausgeschüttet werden. Gleichzeitig will die Nationalbank am Prinzip festhalten, dass sie ihre Eigenmittel um 1 Milliarde Franken erhöhen darf. Im Jahre 2011 sollen sie also zirka 38 Milliarden Franken betragen.

Um zu berechnen, wie viel die SNB effektiv ausschütten kann, braucht man Annahmen darüber, wie hoch in den nächsten zehn Jahren ihre jährlich erzielten Erträge sein werden. Die SNB geht davon aus, dass sie auf ihre Schweizer-Franken-Aktiva eine Rendite von 3.1% erzielen wird. Auf ihre Fremdwährungsaktiva will sie eine Nominalrendite von 5.4% erzielen. Da sie davon ausgeht, dass sie einen jährlichen Abwertungsverlust von 1% in Kauf nehmen muss, sinkt diese Rendite in Franken auf 4.4%. Für den Goldbestand geht sie davon aus, dass der Dollarpreis konstant bleiben wird, der Frankenpreis aber um 1% sinken wird (wegen der schon oben erwähnten einprozentigen Abwertung des Dollars).

Es wird angenommen, dass die SNB zirka 65 Milliarden Franken an Finanzaktiva (45 Milliarden an Devisenguthaben und 20 Milliarden an Frankenguthaben) und knapp 20 Milliarden Franken an Gold halten wird. So ergibt sich eine Rendite von 2.42 Milliarden Franken pro Jahr.

Tabellarisch dargestellt sieht die "Berechnung" der SNB wie folgt aus:

**Tabelle 4**

Überschüssige Reserven: 13 Milliarden auf 10 Jahre verteilt	1'300 Millionen
Erträge auf Devisenguthaben: (5.4%-1%) von 45 Milliarden	1'980 Millionen
Erträge auf Frankenguthaben: 3.1% von 20 Milliarden	620 Millionen
Verluste auf Gold: 1% von 20 Milliarden	- 200 Millionen
Aufwand der SNB	-250 Millionen
Angestrebte Erhöhung des Eigenkapitals	- 1'000 Millionen
<b>Ergebnis = Ausschüttung</b>	<b>2'450 Millionen</b>

Diese "Berechnung" ist aus einer Reihe von Gründen bemerkenswert. Erstens scheint eine **nominale** Durchschnittsrendite auf Finanzaktiva (Devisen plus Franken) von zirka 4% pro Jahr eine ausgesprochen konservative Annahme. Die Arbeitsgruppe Bremi (zu der auch der jetzige Nationalbankpräsident Jean-Pierre Roth gehörte) ging im Jahr 1997 noch davon aus, dass die geplante Solidaritätsstiftung einen Durchschnittsertrag von **5% real** erzielen könnte. Nationalbankdirektor Bruno Gehrig ging am 15. Juni 2000 noch davon aus, man könne "längerfristig für die Devisenanlagen mit einer Rendite von 5% rechnen"<sup>9</sup>. Geht man für die Finanzaktiva der SNB längerfristig von einem eher bescheidenen Zinsertrag von **5% nominal** aus, so könnte die Gewinnausschüttung um weitere 650 Mio. Franken pro Jahr erhöht werden.

<sup>9</sup> Schweizerische Nationalbank, Halbjahres-Mediengespräch, Genf 15. Juni 2000, Einleitende Bemerkungen von Bruno Gehrig, Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank.



Man könnte natürlich behaupten, es sei für unser Land sinnvoll, bei der Gewinnausschüttung von möglichst konservativen Annahmen auszugehen. Immerhin war es in den letzten Jahrzehnten aber regelmässig so, dass die Kantone auf ihre Schulden wesentlich höhere Zinsen zahlten, als die Nationalbank auf ihre Finanzanlagen erzielte. Der Konservatismus bedeutet für unser Land und insbesondere für die Kantone also eine Mehrbelastung von mehreren Millionen Franken pro Jahr.

Zweitens bedeutet der Ansatz, die Gewinnausschüttung um zirka 200 Mio. Franken im Jahr zu senken, um erwartete Verluste auf dem Goldbestand zu kompensieren, eine direkte Abwendung von früheren Prinzipien. Im Geschäftsbericht der SNB über das Jahr 2000 konnte man noch lesen: "Mit dieser neu geschaffenen Rückstellung werden die Markt- und Liquiditätsrisiken auf dem monetären, d.h. im Bestand der Nationalbank verbleibenden Gold (rund 1290 Tonnen) berücksichtigt. Marktwertschwankungen auf dem monetären Gold werden dieser Rückstellungsposition zugeordnet. **Sie wird jedoch nicht in die Berechnung des verbleibenden Überschusses an Rückstellungen gemäss Gewinnausschüttungsvereinbarung mit dem Bund (vgl. Seite 101f) einbezogen**"<sup>10</sup>. Während die SNB also im Geschäftsbericht 2000 noch offiziell erklärte, dass Wertschwankungen beim Gold auf die Gewinnausschüttung keinen Einfluss haben würden, wird nun davon ausgegangen, dass die Gewinnausschüttung um 200 Mio. Franken pro Jahr reduziert wird, um den erwarteten Kursverfall des Goldes zu kompensieren.

Drittens sollten die Annahmen der SNB über die Entwicklung des Goldpreises nachdenklich stimmen. Sie geht davon aus, dass die knapp 1'300 Tonnen Gold, welche sie für "währungspolitische" Zwecke halten will, jährlich 200 Mio. Franken pro Jahr an Wert verlieren. Würde man einen dem Wert des Goldes entsprechenden Betrag in Finanzaktiva anlegen, so würde man bei einer Nominalrendite von 5% immerhin 1 Milliarde Franken pro Jahr verdienen. **Die Opportunitätskosten der Goldhaltung belaufen sich also auf zirka 1.2 Milliarde Franken pro Jahr.** Unter diesen Umständen sollte man sich schon gut überlegen, ob es sich für unser Land wirklich lohnt, 1'300 Tonnen Gold zu halten, nur weil ein inzwischen pensionierter Nationalbankdirektor einmal die unbegründete (und unbegründbare) Behauptung in den Raum gestellt hat, man brauche dieses Gold für "währungspolitische" Zwecke. Unser Land könnte mit 1.2 Milliarde Franken pro Jahr wesentlich sinnvollere Projekte angehen. Es sollten im Rahmen der Gesetzesrevision die Weichen gestellt werden, dass auch ein grosser Teil der übrigen Goldbestände möglichst bald verkauft werden kann.

## **2.1 Die Wahl des Zeitpunktes, um die Gewinnausschüttung neu zu regeln**

SNB und EFD waren sich bewusst, dass es im Rahmen der Diskussionen um das neue Nationalbankgesetz auch eine Grundsatzdiskussion zur Gewinnausschüttung geben wird. Es war klar, dass der Wunsch der SNB, ihr Eigenkapital jährlich um zirka 1 Milliarde Franken zu erhöhen, insbesondere von Seiten der Kantone auf erheblichen Widerstand stossen würde. Eine Möglichkeit, diese Opposition stark zu schwächen, bestand darin, die Vertreter der Kantonsinteressen vor ein *Fait Accompli* zu stellen. Wenn der Ständerat und die kantonalen Finanzdirektoren erst einmal davon ausgehen, dass sie an der Gewinnausschüttung der nächsten zehn Jahre sowieso nichts ändern können, werden sie die Frage der gesetzlichen Regelung der Gewinnausschüttung nicht mit der gleichen Konsequenz verfolgen, wie wenn sie davon ausgehen, dass ihr Engagement kurzfristig durch einen erheblichen zusätzlichen Beitrag an die Kantonsfinanzen belohnt wird.

---

<sup>10</sup> SNB Jahresbericht 2000, S.100. Hervorhebung des Verfassers.

Alle bisherigen Abkommen zwischen dem EFD und der SNB über die Gewinnausschüttung galten nur für fünf Jahre. Es ist wahrscheinlich kein Zufall, dass das neue Abkommen die Gewinnausschüttung gleich über zehn Jahre festschreiben will. Der Gesetzgeber muss sich darüber im Klaren sein, dass dieses Abkommen ihn in keiner Weise bindet. Sollte er sich für eine Neuregelung der Gewinnausschüttung entscheiden, so wird diese sofort gültig sein und nicht erst in zehn Jahren.

### **3. Die Anlagepolitik der SNB**

Betrachtet man die Erträge der SNB in den letzten 20 bis 30 Jahren, so fällt auf, dass diese in ihren anlagepolitischen Entscheidungen eine eher unglückliche Hand hatte. Dazu einige Beispiele:

- Bis Ende der neunziger Jahre hielt sie stur an ihren 2'600 Tonnen Goldreserven fest, obwohl die Zentralbanken anderer kleiner Länder schon wesentlich früher damit begonnen hatten, Gold zu verkaufen – zu einem Zeitpunkt, als der Goldpreis noch hoch war.
- Von Anfang der 1970er bis Mitte der 1990er Jahre hielt sie praktisch ihre ganzen Devisenguthaben in der Form von Dollar. Der Dollar büsste in dieser Zeit gegenüber dem Franken ungefähr die Hälfte seines Wertes ein.
- Der Entscheid Ende der 1990er Jahre, das Währungsportfolio stärker zu differenzieren, war sicher prinzipiell richtig. Nur unternahm die SNB diesen Schritt leider in einer Zeit, als der Euro relativ zum Dollar zirka 20% seines Wertes einbüsste. Auch dies hat unser Land mehrere Milliarden Franken gekostet.
- In den letzten Jahren wurde der SNB vom Gesetz her die Möglichkeit gegeben, auch in längerfristige Staatsanleihen zu investieren. Der Entscheid, von diesen Möglichkeiten Gebrauch zu machen, kam zirka ein Jahr vor einer ausgesprochenen Hochzinsphase. Dieses schlechte Timing hat unser Land im Jahr 1999 zirka 2.5 Milliarden Franken gekostet.

Es ist natürlich immer leicht, im Nachhinein an einer Anlagepolitik Kritik zu üben. Die SNB hat aber fast systematisch mit ihren Entscheiden eine sehr unglückliche Hand gehabt. Es ist erstaunlich, dass ihr sehr bescheidener Leistungsausweis in diesem Bereich jahrzehntelang sowohl in der Öffentlichkeit als auch in der Politik kaum kritisiert wurde. Es ist fast, als ob man davon ausginge, dass die schlechte Rendite der SNB-Anlagen auf die reale Wirtschaft unseres Landes keinerlei Einfluss habe. Dies ist natürlich falsch. Wenn die SNB auf ihre Anlagen einen um 1% zu niedrigen Ertrag erwirtschaftet, so hat dies genau die gleichen ökonomischen Auswirkungen, wie wenn Bund und Kantone 1% mehr Zinsen auf ihrer Schuld bezahlen.

Gehen wir nun der Frage nach, wie es dazu kommen konnte, dass die SNB eine so wenig seriöse Anlagepolitik betreiben konnte und diese in der Öffentlichkeit so wenig hinterfragt wurde. Es gibt dafür eine Reihe von Gründen.

#### **3.1 Mangelnde Eigenverantwortung der SNB**

Erstens hat die SNB sich daran gewöhnt, dass sie ihre Kapitalverluste immer vollumfänglich durch eine niedrigere Gewinnausschüttung an Bund und Kantone kompensieren kann. Besonders klar erkennt man diesen Ansatz in dem in Abschnitt 2 beschriebenen Vorschlag

von EFD und SNB für die neue Gewinnausschüttung über die nächsten zehn Jahre: Jahrzehntlang hat die SNB ihre 2'600 Tonnen Gold mit einem Goldpreis von knapp 4'600 Fr. pro Kilo verbucht. Der Buchwert des Goldes lag also immer bei 12 Milliarden Franken. Die SNB dachte gar nicht daran, ihre Gewinnausschüttung zu erhöhen, nur weil der effektive Marktwert des Goldes mit zirka 40 Milliarden Franken mehr als dreimal so hoch wie der Buchwert lag.

Neu werden die Goldbestände zum effektiven Marktpreis bewertet. Der Marktwert der 1'300 Tonnen Gold, welche in der Bilanz der SNB verbleiben sollen, liegt somit bei knapp 20 Milliarden Franken. Relativ zu der oben beschriebenen Ausgangsposition hat sie auf ihre Goldreserven also einen "Buchgewinn" von knapp 8 Milliarden Franken erzielt. Die SNB denkt nicht daran, ihre Gewinnausschüttung zu erhöhen, damit Bund und Kantone an diesen 8 Milliarden Franken teilhaben können.

Die SNB geht aber davon aus, dass der Marktwert ihrer 1'300 Tonnen Gold in den nächsten zehn Jahren um 200 Mio. Franken pro Jahr sinken wird. Es ist für sie selbstverständlich, dass dieser Wertverlust durch eine niedrigere Gewinnausschüttung ausgeglichen wird!

Wie will man von der Nationalbank erwarten, dass sie eine verantwortungsbewusste Anlagepolitik betreibt, wenn man ihr die Möglichkeit gibt, alle negativen Konsequenzen ihres Handelns auf Bund und Kantone abzuwälzen?

### **3.2 Probleme der Transparenz**

Zweitens betreibt die SNB bewusst eine Kommunikationspolitik, die potenziellen Kritikern das Leben sehr erschwert. Ihre Jahresberichte sind so wenig transparent, dass man die Konsequenzen ihrer anlagepolitischen Entscheide nie genau beziffern kann. Es fehlen dafür insbesondere folgende Informationen:

- Die Angaben über die Devisenbestände betreffen seit 1995 nur noch die Situation am letzten Tag des Jahres. Gerade im Fall der Nationalbank gibt es häufig starke Abweichungen zwischen den Jahresendzahlen und den Jahresdurchschnittszahlen<sup>11</sup>. Dies hat zwei Konsequenzen. Erstens gibt der Geschäftsbericht nur wenig Information über die effektive Devisenhaltung der Nationalbank her, und zweitens besteht keine Möglichkeit, die effektiv erzielte Rendite zu berechnen.
- Die SNB hat seit einigen Jahren die Möglichkeit, auch längerfristige ausländische Wertpapiere zu halten. Ihr Jahresbericht gibt praktisch keinerlei Anhaltspunkte über die Fristigkeit ihrer Anlagen in den verschiedenen Währungen.
- Im Jahresbericht werden der Kapitalerfolg und die Zinserträge nur gemeinsam ausgewiesen. Es ist daher unmöglich, den effektiv erzielten Zinssatz zu trennen von den

---

<sup>11</sup> So gingen EFD und SNB bei der Berechnung der Gewinnausschüttung für die nächsten zehn Jahre davon aus, dass die SNB im Durchschnitt 66 Milliarden Franken an Finanzaktiva halten würde (45 Mia. Franken an Devisenanlagen und 21 Mia. Franken an Inlandaktiva). Am 31.12.2000 hielt die SNB 83 Milliarden Franken an Finanzaktiva (53 Mia. Franken an Devisenanlagen und 30 Mia. Franken an Inlandaktiva). Am 31.12.2001 hielt die SNB 86 Milliarden Franken an Finanzaktiva (54 Mia. Franken an Devisenanlagen und 32 Mia. Franken an Inlandaktiva). Es ist leider nicht möglich festzustellen, inwieweit bei der "Berechnung" der Gewinnausschüttung mit "konservativen" Zahlen gearbeitet wurde bzw. inwieweit diese beachtlichen Unterschiede auf Abweichungen zwischen den Jahresdurchschnitts- und den Jahresendzahlen zurückzuführen sind.

Kapitalverlusten, die sich aus Zinssteigerungen ergeben. So stellt man zum Beispiel fest, dass die "Erträge aus Devisenanlagen" zwischen 1998 und 1999 von 3'100 Mio. auf 400 Mio. Franken gesunken sind. Ein Grossteil dieser Differenz muss auf Kapitalverluste zurückzuführen sein. Es besteht jedoch keine Möglichkeit, dies genauer zu beziffern.

In Anbetracht der Tatsache, dass die SNB für zirka 65 Milliarden Franken Finanzaktiva für die Schweiz verwaltet, könnten Politiker und Öffentlichkeit eine wesentlich detailliertere Berichterstattung erwarten. Wenn nicht im Geschäftsbericht, dann auf einer für diese Zwecke errichteten Website!

### **3.3 Inhärente Risiken einer Nationalbank**

Die SNB behauptet bei jeder Gelegenheit, dass es in der Natur ihrer Tätigkeit liege, hohe Risiken auf sich zu nehmen, und dass ihre Ertragslage somit stark schwanken müsse. Zum Beispiel schrieb die Arbeitsgruppe für ein neues Nationalbankgesetz im Jahre 1996: "So ist klar, dass eine Notenbank auftragsgemäss hohe Währungsrisiken auf sich zu nehmen hat, weil sie jederzeit in der Lage sein muss, am Devisenmarkt zu intervenieren"<sup>12</sup>.

In den Geschäftsberichten der SNB der letzten Jahre liest man immer wieder: "Als Verwalterin der schweizerischen Währungsreserven trägt die Nationalbank - auch bei sorgfältiger Bewirtschaftung der Aktiven - beträchtliche Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken"<sup>13</sup>.

Wir haben schon in verschiedenen Publikationen darauf hingewiesen, dass diese Behauptungen falsch sind<sup>14</sup>. Die SNB könnte sich ohne weiteres auf den Termin- oder Optionsmärkten gegen Währungsrisiken absichern. Eine einfache Möglichkeit bestünde darin, zum Beispiel Dollar (oder Euro) zu halten und diese durch eine Kombination von Put- und Call-Optionen (solche Kombinationen von Put- und Call-Optionen nennt man Collar) abzusichern. Eine solche Risikoabsicherung lässt sich bei den hohen Beträgen, um die es hier geht, ausgesprochen kostengünstig realisieren. Wenn die SNB hohe Währungsrisiken eingeht, dann ist dies nicht etwa das Ergebnis ihrer geldpolitischen Aufgabe, sondern die Konsequenz ihrer unüberlegten Anlagepolitik.

Damit sich hier etwas ändert, muss dafür gesorgt werden, dass die SNB die Kosten ihrer risikofreudigen Anlagepolitik selber trägt. Eine einfache Möglichkeit, dieses Ziel zu erreichen, besteht darin, dem Beispiel der Belgischen Nationalbank zu folgen und bei der Berechnung des auszuschüttenden Gewinns nur die Zinserträge, nicht aber die Kapitalgewinne und -verluste zu berücksichtigen. Die Risikobereitschaft der SNB würde schlagartig abnehmen, wenn sie ihre Kapitalverluste in Milliardenhöhe nicht mehr auf Bund und Kantone abwälzen könnte, sondern aus ihrem Eigenkapital decken müsste.

### **3.4 Glättung der Gewinnausschüttung**

Der wichtigste Faktor, warum die Anlagepolitik der SNB insbesondere von den Kantonen so unkritisch hingenommen wird, ist die Tatsache, dass die Gewinnausschüttung mit den tatsächlich erzielten Erträgen nur sehr wenig zu tun hat. So wurden zum Beispiel in den

---

<sup>12</sup> "Anlagepolitik und Gewinnausschüttung der Schweizerischen Nationalbank" (1996) S.28.

<sup>13</sup> Z.B. Jahresbericht der SNB, 2001, S.82.

<sup>14</sup> Vgl. "Reformbedürftige Nationalbank - Neue Impulse für ein alte Institution", Thomas von Ungern-Sternberg, 1998, Verlag Rüegger.

Jahren 1998 bis 2000 jeweils 1,5 Milliarden Franken ausgeschüttet, obwohl der Netto-Ertrag zwischen 300 Mio. Franken und 3,3 Milliarden Franken schwankte.

Dies ist auch der Grund, warum die SNB so unbedingt an einer Verstetigung ihrer Gewinnausschüttung festhalten will. Wäre sie verpflichtet, jedes Jahr den effektiv erzielten Gewinn an Bund und Kantone auszuschütten, dann würde ihre Anlagepolitik sowohl von der Politik als auch von der Öffentlichkeit wesentlich kritischer hinterfragt. Bei der Neuregelung der Gewinnausschüttung muss dafür gesorgt werden, dass ein direkter Zusammenhang besteht zwischen dem ausgeschütteten Gewinn und dem tatsächlich erzielten Ergebnis. Es wäre dies eine im internationalen Vergleich vollkommen normale Regelung. Nur gerade Schweden kennt eine Glättung der Gewinnausschüttung, wie die SNB sie in den letzten Jahren praktiziert hat.

Es wird häufig argumentiert, dass auch die Kantone an einer möglichst vorhersehbaren Gewinnausschüttung interessiert sind. Dies mag stimmen, ist aber kein genügender Grund, um an der bisherigen Regel festzuhalten. Es gibt auch einfache alternative Lösungen, die den Wünschen der Kantone gerecht werden. Eine davon soll hier kurz skizziert werden.

### **3.5 Schaffung eines Gewinnausschüttungsfonds**

Die SNB selber geht davon aus, dass ihre Reserven zurzeit um 13 Milliarden Franken zu hoch sind. Dieser Betrag sollte in einen "Gewinnausschüttungsfonds" überwiesen werden. In diesen Fonds werden dann auch die jährlichen Zinserträge der Nationalbank einbezahlt. Die Guthaben dieses Fonds würden zur Bewirtschaftung zum Teil der Nationalbank, zum Teil aber auch den Schweizer Geschäftsbanken anvertraut. Die Anlagekriterien würden die gemeinsam vom Eidgenössischen Finanzdepartement und der kantonalen Finanzdirektorenkonferenz bestimmt. Durch diese Aufteilung der Anlageverantwortung erhält man eine einfache Möglichkeit zu beurteilen, wie gut bzw. schlecht die anlagepolitischen Entscheide der SNB sind. Alle paar Jahre sollte derjenigen Institution, deren Anlagepolitik besonders erfolgreich war, ein höherer Anteil des Fondsvermögens anvertraut werden.

Bund und Kantone sollten periodisch beurteilen, wie sich das verfügbare Kapital entwickelt hat, und entscheiden, wie hoch für die nächsten paar Jahre die Ausschüttung sein sollte. Die Kantone könnten so selbst entscheiden, wie stark sie an einer geglätteten Ausschüttung interessiert sind. Gleichzeitig bestände so die Möglichkeit, dass Bund und Kantone in Zeiten schwacher Steuereinnahmen (Konjunkturschwächen) die Ausschüttung aus dem Fonds erhöhen, um ihre Ertragslage zu stabilisieren. Der Gewinnausschüttungsfonds würde somit einen gewissen Beitrag zur Stabilisierung der öffentlichen Finanzhaushalte leisten. Die SNB behauptet zwar immer wieder, sie müsse Reserven aufbauen, um unser Land gegen Krisen zu stärken. Wenn es aber in der Vergangenheit zu einer tatsächlichen Krise gekommen war, ist sie immer nur auf eins bedacht gewesen: ihre Eigenkapitalausstattung noch weiter zu erhöhen.

#### **4. Die Regelung der Gewinnausschüttung bei den europäischen Nationalbanken**

Die Modalitäten der Gewinnausschüttung der Nationalbanken sind von Land zu Land verschieden. Die Grundphilosophie ist jedoch (ausser in der Schweiz) überall die Gleiche. Die Nationalbank erzielt einen gewissen Gewinn. Es gibt eine gesetzliche Bestimmung, welcher Anteil in ihre Reserven (ihr Eigenkapital) überführt wird, der Rest wird ausgeschüttet. Beispielsweise seien hier die Regelungen in einigen europäischen Ländern aufgeführt:

##### **Österreich**

Die Österreichische Nationalbank zahlte auf ihren Jahresgewinn erst einmal 34% Körperschaftsteuer. Von dem verbleibenden Betrag wurden noch einmal 60% an den Staat überwiesen. Die Österreichische Nationalbank überwies also ziemlich genau **75%** ihrer Gewinne an den Staat. Die Gewinnausschüttung wurde nicht geglättet. Der durchschnittliche Anstieg der Reserven in den Jahren 1984-1994 betrug 300 Mio. Franken pro Jahr.

##### **Belgien**

Der belgische Gewinnausschüttungsschlüssel war im Detail eher kompliziert. Die Grundregel war, dass der Staat direkt den Löwenanteil der Zinserträge der Nationalbank bekam. Rechnete man noch die Steuern dazu, so kommt man zu dem Ergebnis, dass dem Staat jedes Jahr **85%** der Gewinne ausgeschüttet wurden. Die Gewinnausschüttung wurde nicht geglättet. Eventuelle Kursverluste auf Devisenguthaben wurden von der Nationalbank selber getragen. Der durchschnittliche Anstieg der Reserven in den Jahren 1984-1994 betrug 90 Mio. Franken pro Jahr.

##### **Holland**

Die Holländische Nationalbank überwies jedes Jahr ca. 110 Mio. Gulden (80 Mio. Franken) in die Reserven. Der Rest der Gewinne wurde ausgeschüttet. Sie schüttete regelmässig **über 90%** ihrer Gewinne aus. Die Gewinnausschüttung wurde nicht geglättet. Der durchschnittliche Anstieg der Reserven in den Jahren 1984-1994 betrug also 80 Mio. Franken pro Jahr.

##### **Schweden**

Die Schwedische Nationalbank schüttete 80% ihrer Gewinne aus. Sie glättete ihre Ausschüttung über die Zeit (fünf Jahre), wie die SNB das auch gern möchte. Der durchschnittliche Anstieg der Reserven in den Jahren 1984-1994 betrug 2 Milliarden Kronen (= 320 Mio. Franken) pro Jahr.

##### **Deutschland**

Die deutsche Bundesbank durfte jedes Jahr 600 Mio. D-Mark in die gesetzliche Rücklage überweisen. Für diese gab es darüber hinaus eine Höchstgrenze, die fünf Prozent des Banknotenumlaufes entsprach. Im Jahre 1996 hatte die gesetzliche Rücklage mit 13 Milliarden DM (11 Milliarden Franken) ihre Obergrenze erreicht.

## Die Schweiz

Mit ihrer Eigenkapitalausstattung von 30 Milliarden Franken im Jahre 1996 hielt die Nationalbank der Schweiz mit ihren 7 Millionen Einwohnern knapp dreimal so hohe Eigenmittel wie die Nationalbank von Deutschland (über 80 Mio. Einwohner). Es lohnt sich, der Frage nachzugehen, wie es zu Unterschieden in dieser Grössenordnung kommen konnte:

Betrachtet man die relevanten Gesetzestexte, so stellt man fest, dass die gesetzlichen Regelungen in der Schweiz eher noch restriktiver sind als die in den anderen Ländern. Gemäss Art. 27 Abs. 1 des geltenden Nationalbankgesetzes darf die SNB nur gerade bescheidene eine Million Franken pro Jahr in den Reservefonds überweisen. Dies schien ihr immer zu wenig. Sie ist daher unter Missachtung aller herkömmlichen Buchhaltungsregeln Mitte der 1970er Jahre dazu übergegangen, praktisch ihre gesamten effektiven Gewinne in den Posten "Rückstellungen für Währungsrisiken" zu überweisen. Mitte der 1990er Jahre hatte sie dieses Spiel soweit getrieben, dass der Buchwert ihrer Devisenbestände praktisch auf null gesunken war. Als diese sehr eigenwilligen buchhalterischen Methoden immer stärker kritisiert wurden, ging sie im Jahre 1995 dazu über, den Posten in "Rückstellungen für Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken" umzutaufen.

Gleichzeitig führte sie mit der passiven Unterstützung des EFD "offiziell" die weltweit einzigartige Unterscheidung zwischen "Gewinnermittlung" und "Gewinnausschüttung" ein. Bei der "Gewinnermittlung" setzt sie sich über alle weltweit geltenden buchhalterischen Prinzipien hinweg. Als Gewinn betrachtet sie nur denjenigen Teil des Gewinns, den sie nicht in ihr Eigenkapital abführen will. Sie begründet dies mit der Behauptung: "Die Gewinnermittlung trägt den Besonderheiten der Nationalbank Rechnung. Die Nationalbank muss in der Lage sein, ihre verfassungsmässige Aufgabe ohne Ertragszwang zu erfüllen. Sie schüttet daher nicht den ganzen Ertragsüberschuss aus, sondern bildet die notwendigen Rückstellungen nicht nur für die üblichen betriebswirtschaftlichen, sondern auch für volkswirtschaftliche Risiken."<sup>15</sup>

In Anbetracht der Tatsache, dass kein einziges anderes Land in Europa es für nötig hält, seine Nationalbank Eigenkapital in Milliardenhöhe akkumulieren zu lassen, um so genannte "volkswirtschaftliche Risiken" abzudecken, lohnt es sich, darüber nachzudenken, ob der obigen Aussage irgendeine seriöse Analyse zu Grunde liegt. Es gibt gute a-priori-Gründe, davon auszugehen, dass die Antwort "Nein" lautet. Sonst hätten nämlich die Zentralbanken der anderen kleinen europäischen Länder schon längst bei ihren Regierungen vorgeschlagen, damit auch sie über wesentlich höhere Eigenmittel verfügen können.

Man kann das Problem der Eigenmittel der Nationalbanken auf zwei Arten angehen. Entweder man behauptet, es sei für ein Land wichtig, eine Nationalbank zu haben, die über hohe Eigenmittel verfügt. Oder man behauptet, es sei für ein Land wichtig, eine Nationalbank zu haben, die über hohe Devisenguthaben verfügt.

Es ist nicht ganz klar, mit welcher dieser beiden Interpretationen die SNB ihren unbändigen Akkumulationsdrang rechtfertigen will. Einerseits will sie, dass ihre "Rückstellungen mindestens im Gleichschritt mit dem Bruttosozialprodukt wachsen"<sup>16</sup>. Andererseits benützt sie "die Rückstellungen in erster Linie dazu, um Devisenreserven aufzubauen"<sup>17</sup>.

---

<sup>15</sup> Geschäftsbericht der SNB 2000, Ziffer 49, S.101.

<sup>16</sup> Jahresbericht SNB, 2000, S. 80.

<sup>17</sup> Jahresbericht SNB, 2000, S. 101.

Keine der beiden Ansätze ist stichhaltig.

#### 4.1 Das Argument des Eigenkapitals

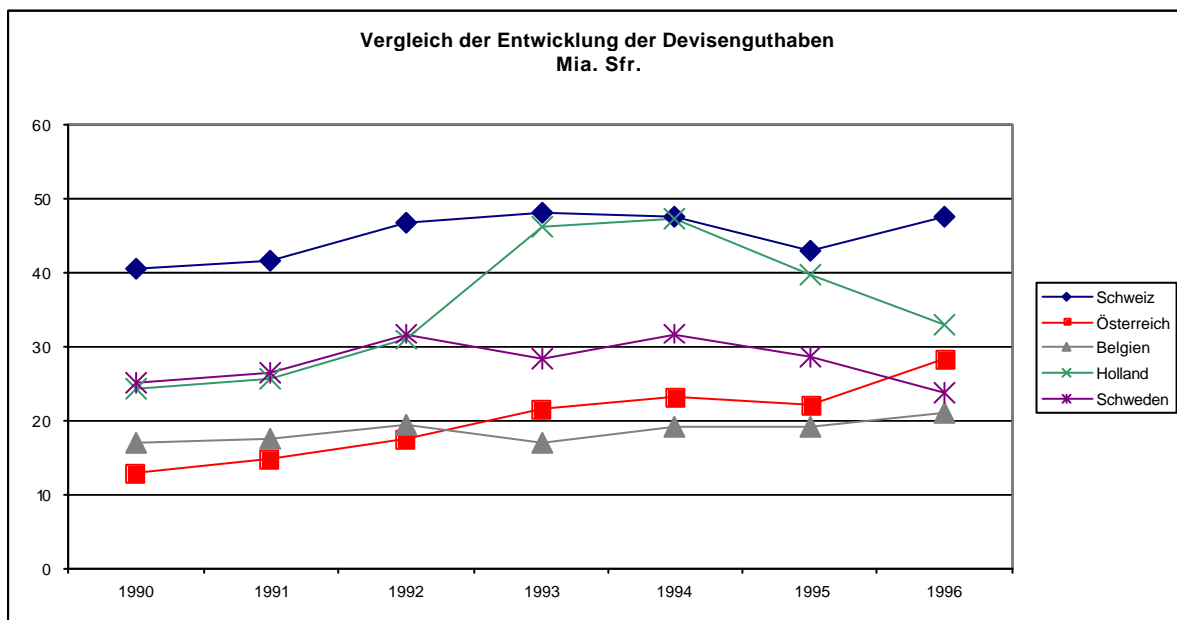
In allen internationalen volkswirtschaftlichen Vergleichen wird immer nur die Höhe der Staatsverschuldung der Länder berücksichtigt. Die Höhe der Eigenmittel der Nationalbank wird nie auch nur mit einem Wort erwähnt. Wenn man also will, dass die Schweiz bei internationalen Vergleichen möglichst gut dasteht, so sollte man dafür sorgen, dass die SNB ihr überschüssiges Eigenkapital möglichst rasch an den Staat ausschüttet. Das ohnehin schon viel zu hohe Eigenkapital noch weiter auszubauen ist kontraproduktiv.

Es gibt auch keinerlei Anhaltspunkte dafür, dass eine hohe Eigenkapitalausstattung der Nationalbank für die Stabilität der Währung von Vorteil sein könnte. Der holländische Gulden galt immer als eine der stabilsten Währungen in Europa, obwohl die holländische Nationalbank, wie schon erwähnt, nur gerade 80 Mio. Franken pro Jahr in die Reserven überwies.

#### 4.2 Das Argument der Devisenguthaben

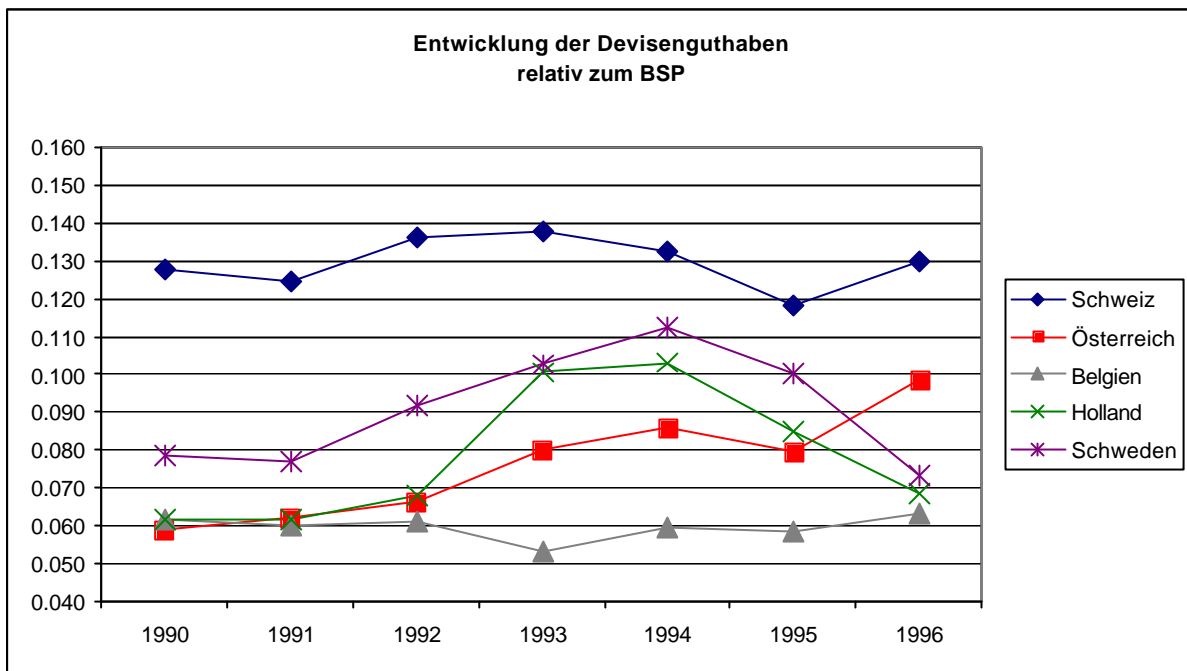
Vergleicht man die Devisenguthaben der SNB mit denjenigen der Zentralbanken anderer kleiner europäischer Länder, so stellt man fest, dass die SNB wesentlich höhere Devisenguthaben hält.

Abbildung 1





**Abbildung 2**



Quelle: International Financial Statistics, IMF, 2002.

In Tabelle 5 sieht man, dass die SNB relativ zu ihrem Bruttonationalprodukt zirka 33% höhere Devisenguthaben hält als die Zentralbanken der anderen Länder.

**Tabelle 5**

Land	Durchschnittliche Devisenguthaben (Mia. SFr. 1990-1996)	BSP Index (Durchschnitt 1990-1996 CH=100)	Durchschnittliche Devisenguthaben relativ zum BSP (1990-1996)
Schweiz	45.0	100	0.13
Österreich	20.0	75	0.08
Belgien	18.5	89	0.06
Holland	35.3	129	0.08
Schweden	27.9	90	0.09

Schon Mitte der neunziger Jahre hätte die SNB ihre Devisenguthaben also um zirka 15 Milliarden Franken abbauen können und hätte, was ihre Devisenguthaben angeht, in den internationalen Vergleichen immer noch eine Spitzenposition eingenommen.

Die SNB betont gerne, dass eine kleine, offene Volkswirtschaft (mit einem hohen Anteil an Importen und Exporten) wesentlich höhere Devisenreserven braucht als grössere Länder. An diesem Argument mag etwas dran sein – vorausgesetzt, dass das Land regelmässig Leistungsbilanzdefizite ausweist und die Importindustrie auf Devisenengpässe stossen könnte.

Die Schweiz fährt aber regelmässig hohe Leistungsbilanzüberschüsse ein (in den 1990er Jahren zirka 8% des Bruttonationalproduktes). Der private Sektor der Schweiz verfügt also über

Auslandsvermögen von mehreren 100 Milliarden Franken. Unter diesen Umständen zu behaupten, die Nationalbank benötige hohe Devisenreserven, um "die Resistenz der schweizerischen Volkswirtschaft gegen internationale Krisen"<sup>18</sup> zu stärken, ist nicht überzeugend.

Viel Anklang bei den Politikern findet das Argument, hohe Devisenreserven seien ein potentes Mittel, das es der Nationalbank erlauben würde, den Franken zu stärken. So schreibt die Nationalbank denn auch, die Devisenreserven erlaubten es ihr, "im Falle einer Frankenschwäche am Markt zu intervenieren"<sup>19</sup>.

Es gibt inzwischen sowohl auf theoretischer wie auch auf empirischer Ebene eine breite ökonomische Literatur, die zeigt, dass Devisenmarktinterventionen ein besonders wenig wirksames Mittel sind, die Wechselkurse zu stützen<sup>20</sup>. Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass die Mittel, über die eine Nationalbank verfügt, immer vergleichsweise klein sind, wenn man sie zu den enorm hohen Strömen auf den heutzutage sehr mobilen internationalen Finanzmärkten in Beziehung setzt. Es ist illusorisch, davon auszugehen, dass man längerfristig eine Frankenschwäche durch Devisenverkäufe stützen könnte. Devisenmarktinterventionen sind nur gerade dann tauglich, wenn es darum geht, kurzfristige Wechselkursschwankungen auszugleichen. Es scheint kaum sinnvoll, für ein volkswirtschaftlich so wenig wichtiges Ziel so bedeutende Mittel einzusetzen.

Schliesslich wird auf informaler Ebene immer wieder argumentiert, die SNB brauche hohe Devisenreserven, um den Finanzplatz Schweiz zu stärken. Anders ausgedrückt: Die SNB hält knapp 45 Milliarden Franken an Devisenreserven, um den Schweizer Grossbanken unter die Arme zu greifen, falls diese in einen Devisenengpass geraten würden.

Auch dieses Argument ist falsch. Sollte tatsächlich eine der Schweizer Grossbanken in Zahlungsschwierigkeiten geraten, so reicht es, wenn die SNB ihr Franken zur Verfügung stellen kann. Diese kann die Grossbank dann auf den Finanzmärkten in jede beliebige Währung umtauschen und sich so die notwendigen Devisen besorgen. Praktisch läuft das oben erwähnte Argument also darauf hinaus, dass die SNB sich für einen Zustand rüstet, in dem erstens eine Schweizer Grossbank in Zahlungsschwierigkeiten gerät und zweitens die Schweiz selber in so starken wirtschaftlichen Schwierigkeiten steckt, dass der Franken nicht mehr konvertibel ist. Dieses Szenario scheint so wenig plausibel, dass es sich keinesfalls lohnt, für diese Zwecke über eine Milliarde Franken pro Jahr bei der Nationalbank auf die hohe Kante zu legen.

Diese Analyse wird im Übrigen auch von den Grossbanken selber geteilt. So vertrat Dr. Buomberger (Chefökonom der UBS) schon im Jahre 1997 den Standpunkt, die SNB könne auch mit halb so hohen Devisenreserven (zirka 30 Milliarden Franken) ihre Rolle als unabhängige Nationalbank tadellos ausführen<sup>21</sup>.

Im Übrigen sei angemerkt, dass es ordnungspolitisch unhaltbar ist, die verfassungsmässig zugesicherte Gewinnausschüttung an Bund und Kantone zu schmälern, um Devisenpolster aufzubauen, welche den Grossbanken zu Gute kommen sollen. Sollte die Nationalbank

---

<sup>18</sup> Jahresbericht SNB, 2000, S. 101.

<sup>19</sup> Jahresbericht SNB, 2000, S. 101.

<sup>20</sup> Eine wesentlich effektivere Art, die Wechselkurse zu stabilisieren, besteht darin, die Geldmenge zu senken und damit das inländische Zinsniveau zu erhöhen. Für eine effektive Geldmengensteuerung sind aber kaum nennenswerte Fremdwährungsaktiva notwendig.

<sup>21</sup> NZZ 02-03.08.1997.

tatsächlich der Überzeugung sein, es wäre für den Finanzplatz Schweiz wichtig, dass sie enorm hohe Devisenguthaben halte, dann sollten ihr gemäss Verursacherprinzip die Banken und nicht etwa Bund und Kantone die notwendigen Mittel zur Verfügung stellen.

Schliesslich haben wir schon in der Einleitung darauf hingewiesen, dass, aus der Behauptung, die Nationalbank brauche hohe *Devisenguthaben*, keineswegs folgt, sie müsse auch über hohe *Eigenmittel* verfügen. Wenn es den Zentralbanken der anderen kleinen europäischen Länder jahrzehntelang gelungen ist, mit wesentlich geringeren Eigenmitteln genügend hohe Devisenguthaben zu halten, so sollte dies auch für die SNB möglich sein. Die anderen Nationalbanken waren in einem System fixer Wechselkurse eingebunden und dementsprechend verpflichtet, auf den Devisenmärkten zu intervenieren. Der Franken fluktuiert frei. Die SNB unterliegt keinerlei Verpflichtung, auf den Devisenmärkten zu intervenieren und hat dies in den letzten Jahrzehnten auch kaum getan.

### **4.3 Fazit**

Mit dem neuen Nationalbankgesetz sollte dafür gesorgt werden, dass auch unser Land wieder zu einem Zustand der Normalität zurückkehrt. Die künstliche Trennung zwischen "Gewinnermittlung" und "Gewinnausschüttung" sollte verschwinden. Die Nationalbank sollte in Zukunft ihre Gewinne nach denselben herkömmlichen Massstäben berechnen, wie die anderen Zentralbanken Europas dies schon jahrzehntelang getan haben. Es sollte per Gesetz die Höhe des Betrags festgelegt werden, welchen die Nationalbank in ihr Eigenkapital überweisen darf. Der Rest muss ausgeschüttet werden.

## **5. Schlussbemerkungen**

Die SNB verfügt über wesentlich höhere Eigenmittel als die anderen Zentralbanken Europas. Sie hat dieses Ziel erreicht, indem sie jahrzehntelang nur einen sehr geringen Teil ihrer Gewinne ausgeschüttet hat. Sie hat die Absicht, auch in Zukunft an dieser Politik festzuhalten. Sie will ihre Eigenkapitalausstattung um zirka 1 Milliarde Franken pro Jahr erhöhen.

Es gab in der Vergangenheit für diese Politik der SNB praktisch keine gesetzliche Grundlage. Die SNB umging die herrschenden Gesetze, indem sie behauptete, eine Nationalbank müsse ihr Eigenkapital erhöhen, um "volkswirtschaftliche Risiken" abzudecken. Es gelte also nur der Teil ihrer Gewinne als echter Gewinn, der über die Erhöhung des Eigenkapitals hinausgehe. Obwohl kein anderes Land in Europa eine solche Regelung kennt, haben Bund und Kantone dieses Vorgehen nie hinterfragt. Die Revision des Nationalbankgesetzes sollte zum Anlass genommen werden, um bei der Ausschüttung der Nationalbankgewinne ähnliche Massstäbe einzuführen, wie sie in den anderen europäischen Ländern angewandt werden.

Die SNB hat seit der Mitte der 1970er Jahre eine sehr risikofreudige - und sehr wenig erfolgreiche - Anlagepolitik praktiziert. Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass sie die hohen Verluste, die sie einfuhr, systematisch in der Form niedrigerer Gewinnausschüttungen auf Bund und Kantone abwälzen konnte. Die Gewinnausschüttung muss neu so geregelt werden, dass die SNB in ihrer Anlagepolitik eine gewisse Eigenverantwortung trägt. Eine einfache Möglichkeit, dieses Ziel zu erreichen, besteht darin, bei der Berechnung des auszuschüttenden Gewinns nur die Zinserträge, nicht aber eventuelle Kapitalgewinne oder -verluste zu berücksichtigen. Mit einer solchen Regelung würde die SNB zu einer wesentlich überlegteren Anlagepolitik übergehen.

Es wird häufig behauptet, die Kantone seien an einer möglichst konstanten Gewinnausschüttung interessiert. Um dieses Ziel zu erreichen, sollte man die 13 Milliarden Franken an überschüssigen Gewinnen nehmen, die schon heute bei der SNB liegen, und in einen Fonds überweisen. In diesen Fonds würden auch die jährlich erzielten Gewinne der SNB überwiesen. Bund und Kantone würden sich dann in regelmässigen Abständen darüber einigen, wie hoch die Auszahlung der nächsten Jahre sein sollte. Dieses Vorgehen hätte den grossen Vorteil, dass nun auch die konjunkturelle Situation des Landes bei der Gewinnausschüttung berücksichtigt würde. Die SNB hat in der Vergangenheit zwar immer behauptet, sie brauche Reserven, um das Land gegen Krisen zu schützen. Wenn es aber zu einer Krise kam, war sie immer nur darauf bedacht, ihre Reserven möglichst zu schonen!

Die Formel, welche die SNB benutzt, um die Gewinnausschüttung für die nächsten 10 Jahre zu berechnen, hält einer seriösen Analyse nicht stand. Sie beruht auf extrem pessimistischen Annahmen über die Nominalrenditen, welche sie in den nächsten Jahren erzielen kann. Ferner geht die SNB davon aus, dass der Wert ihrer Goldreserven in den nächsten 10 Jahren um durchschnittlich 200 Millionen Franken pro Jahr sinken werde. Es ist für sie selbstverständlich, dass dieser Kapitalverlust von Bund und Kantonen getragen werden muss. Dabei hatte sie noch in ihrem Jahresbericht 2000 versprochen, dass die Kapitalgewinne und -verluste auf Gold auf die Gewinnausschüttung keinerlei Einfluss haben werden.

Geht man davon aus, dass man auf Finanzanlagen eine Nominalrendite von auch nur 5% erzielen kann, so erkennt man, dass die 1'300 Tonnen Gold, welche die SNB behalten will, unserem Land Opportunitätskosten von 1.2 Milliarden Franken im Jahr verursachen. Diesen Kosten steht kein vergleichbarer Nutzen gegenüber. Es müssen schon heute die Weichen gestellt werden, damit auch die übrigen Goldreserven der SNB verkauft werden.

[28.5.2002]