

**GEWINN UND RESERVENBILDUNG ALS ZIELE DER
SCHWEIZERISCHEN NATIONALBANK**

Prof. Dr. Niklaus Blattner
Mitglied des Direktoriums
der Schweizerischen Nationalbank

Gesprächskreis Wirtschaft und Gesellschaft

Basel, 4. Dezember 2002

Vorbemerkung

Die Gewinne und Reserven der Schweizerischen Nationalbank (SNB) sind in den letzten Wochen und Monaten stärker ins Zentrum der öffentlichen Aufmerksamkeit gerückt. Hintergrund bilden einerseits die gute wirtschaftliche Verfassung der Nationalbank und andererseits die finanziellen Engpässe auf der Ebene von Bund und Kantonen. Der Umfang und die Modalitäten der Beteiligung des Staates am «Reichtum» der Notenbank sind daher einmal mehr zu einem Thema geworden.

Die Nationalbank entzieht sich dieser Diskussion umso weniger, als zur Zeit die Totalrevision des Nationalbankgesetzes (NBG) ansteht. Die aufgeworfenen Fragen sind zentral. Sie berühren neben der finanzpolitischen Opportunität den Kern des Auftrags der Nationalbank. Dieser besteht in der Führung einer Geld- und Währungspolitik, die im Gesamtinteresse des Landes liegt. Die Erwirtschaftung von Gewinnen zählt zu den durchaus willkommenen Begleiterscheinungen der Tätigkeit einer Zentralbank, allerdings nur insofern, als dadurch ihr eigentlicher Auftrag nicht gefährdet wird.

Ausgangspunkt

Im März kündigten die Nationalbank und das Eidg. Finanzdepartement (EFD) gemeinsam an, dass die jährliche Gewinnausschüttung der SNB an Bund und Kantone ab 2003 von 1,5 Mrd. auf 2,5 Mrd. Franken angehoben wird. Im September scheiterte die Goldinitiative der SVP ebenso wie der Gegenvorschlag des Parlaments in der Volksabstimmung, womit offen bleibt, was mit dem Erlös aus dem Verkauf der 1'300 t Gold, welche die SNB nicht mehr für geld- und währungspolitische Zwecke benötigt, geschehen wird. Und im Juni unterbreitete der Bundesrat den Eidg. Räten den Entwurf zur Totalrevision des NBG. Dieser Entwurf enthält neben vielem anderem auch neue Bestimmungen zur Gewinnermittlung.

Im geltenden NBG ist für die Verteilung des Nationalbankgewinns eine mehrstufige Regelung vorgesehen. Nach der Speisung des Reservefonds (heute 1 Mio. Franken pro Jahr) wird den Aktionären eine Dividende von höchstens 6% des einbezahlten Grundkapitals (von 25 Mio. Franken) ausgerichtet. Vom verbleibenden Überschuss erhalten die Kantone eine Entschädigung von 80 Rappen pro Kopf der Bevölkerung. Der Rest geht zu einem Drittel an den Bund und zu zwei Dritteln an die Kantone. Diese letzte Bestimmung ist auch auf Verfassungsebene verankert.

Im Unterschied zur Gewinnverteilung, wo die Bestimmungen sehr detailliert sind, schweigt sich das NBG darüber aus, wie der Gewinn zu ermitteln ist. Dies erklärt sich aus der Geschichte der SNB. Solange die SNB in einem System fester Wechselkurse agierte, bestanden die Aktiven der Nationalbank hauptsächlich aus Gold. Die Möglichkeiten, einen Gewinn zu erzielen, waren sehr gering. Zwar konnte bei einer Abwertung des Frankens gegenüber dem Gold – mitunter beträchtlicher – Abwertungsgewinn resultieren, doch entschied über dessen Verwendung nach dem früheren Münzgesetz die Bundesversammlung. Es gab also kaum Anlass, Bestimmungen zur Gewinnermittlung ins NBG aufzunehmen.

Die Situation änderte sich mit dem Zusammenbruch des Festkurssystems von Bretton Woods Anfang der siebziger Jahre. Zum einen war damit ein Anstieg der Volatilität der Wechselkurse verbunden, so dass die Gewinn- und Verlustrisiken der SNB deutlich zunahmen. Zum anderen war nun der Goldbestand faktisch immobilisiert, da die alte Goldparität vorerst weiterbestand und Transaktionen zu diesem weit von den Marktgegebenheiten entfernten Preis nicht mehr in Frage kommen konnten. Um sich gegen das Gewinn- und Verlustrisiko zu schützen und um Devisenreserven aufzubauen, die im Falle von Devisenmarktinterventionen eingesetzt werden können, verwendete die SNB ihre Erträge in den folgenden Jahren soweit wie möglich dazu, Rückstellungen zu bilden.

Je mehr die Rückstellungen und die Währungsreserven stiegen, umso dringlicher stellte sich mit der Zeit die Frage, welcher Anteil der Nationalbankerträge weiterhin für Rückstellungen verwendet und welcher Anteil an Bund und Kantone ausgeschüttet werden solle. Daraus ergab sich Anfang der 1990er Jahre eine Gewinnausschüttungsvereinbarung zwischen SNB und EFD. Diese Vereinbarung, die in der Zwischenzeit mehrmals angepasst und verfeinert worden ist, bildet seit gut 10 Jahren die Grundlage für die Praxis der Gewinnausschüttung der SNB.

Meine weiteren Ausführungen gliedern sich in drei Teile. Ich gehe zunächst kurz der Frage nach, wie hoch die Währungsreserven der SNB sein sollen. Dann zeige ich anhand der Gewinnausschüttungsvereinbarung, wie sich die Ausschüttung der SNB-Gewinne seit Anfang der 1990er Jahre entwickelt hat. Ich schliesse mit einigen Ausführungen zur Art und Weise, wie die SNB ihre Währungsreserven anlegt.

Wie gross sollen die Währungsreserven der SNB sein?

Währungsreserven können von einer Zentralbank für Interventionen am Devisenmarkt eingesetzt werden. Sie können dazu dienen, einen gegen die Währung des Landes gerichteten spekulativen Angriff abzuwehren. Es geht darum, inflationär wirkende Abwertungen zu bekämpfen. Darüber hinaus können Währungsreserven aber auch dazu beitragen, dass es gar nicht zu einem solchen Angriff kommt, indem sie die Spekulation abschrecken und das Vertrauen in die Währung stärken. Für einen gewissen Mindestumfang von Währungsreserven spricht im weiteren die Tatsache, dass die Währungsreserven einer Zentralbank ein Teil des Volksvermögens sind, den es zu wahren lohnt. Währungsreserven tragen dazu bei, dass ein Land als wirtschaftlich solid gilt. Sie können wertvolle Dienste leisten, wenn eine Notsituation eintreten sollte. Von unmittelbarer geldpolitischer Relevanz ist schliesslich die Notwendigkeit, als Teil der Währungsreserven ein ausreichend grosses Portefeuille repofähiger Wertschriften oder anderer offenmarktfähiger Titel zu halten. Sie können allenfalls eingesetzt werden, um Liquidität abzuschöpfen, was zwecks Aufrechterhaltung der Preisstabilität nötig werden kann.

Die Antwort auf die Frage nach der optimalen Höhe der Währungsreserven eines Landes richtet sich aber nicht bloss nach ihren Vorteilen, sondern selbstverständlich auch nach deren Opportunitätskosten, d.h. nach den Vorteilen, welche einer Volkswirtschaft aus einer anderweitigen Verwendung dieser Mittel erwachsen würden.

Währungsreserven dienen also dazu, eine Zentralbank bzw. eine Volkswirtschaft gegen zum Teil unwägbare Risiken abzusichern. Angesichts dieser Unsicherheit überrascht es nicht, dass die Frage nach dem optimalen Umfang der Währungsreserven nicht wissenschaftlich exakt beantwortet werden kann. Um dennoch einen Anhaltspunkt zu gewinnen, greift man häufig zu internationalen Vergleichen. Dabei zeigt sich, dass die Schweiz im Vergleich zu anderen europäischen Ländern ähnlicher Grösse hohe Währungsreserven hält. Daraus zu schliessen, dass die schweizerischen Währungsreserven zu hoch sind, wäre jedoch falsch. Zum einen haben sich viele europäische Länder seit Jahren am Projekt der Europäischen Währungsunion orientiert, so dass die Voraussetzungen schon lange völlig andere sind als für die Schweiz. Ausserdem hatten die Währungen dieser Länder nie die internationale Bedeutung des Schweizer Frankens. In dieser Beziehung ist ein Land wie Singapur – eine kleine offene Volkswirtschaft mit einem verhältnismässig grossen Finanzplatz – viel eher mit der

Schweiz vergleichbar. Singapur hält aber im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt rund fünf Mal mehr Währungsreserven als die Schweiz.

Weniger umstritten als die Frage nach dem optimalen Niveau der Währungsreserven ist die Frage, wie sich die Währungsreserven über die Zeit entwickeln sollten. Es ist einleuchtend, dass die Währungsreserven mit der Wirtschaftskraft eines Landes wachsen. Damit bietet sich eine Formel an, die verlangt, dass die Währungsreserven im Gleichschritt mit dem nominellen BIP-Wachstum steigen. Eine solche Formel bildet den Kern der Gewinnausschüttungsvereinbarungen zwischen der SNB und dem EFD.

Im Entwurf zum neuen NBG sind es vor allem zwei Bestimmungen, die eine optimale Entwicklung der Währungsreserven sicherstellen sollen. Erstens muss die Höhe der Währungsreserven vom Bankrat der Nationalbank genehmigt werden und zweitens wird die SNB dazu verpflichtet, sich beim Aufbau der Währungsreserven «an der Entwicklung der schweizerischen Volkswirtschaft» zu orientieren. Unter dem revidierten Gesetz hat somit der Bankrat darauf zu achten, dass die Nationalbank nicht mehr Rückstellungen bildet, als zum Aufbau ausreichender Währungsreserven erforderlich sind. Eine explizite verfassungsmässige Grundlage für den Aufbau von Währungsreserven liegt im übrigen seit der Inkraftsetzung der neuen Bundesverfassung im Januar 2000 vor. Art. 99 Abs. 3 BV verpflichtet die SNB dazu «aus ihren Erträgen ausreichende Währungsreserven» zu bilden.

Wie sieht das Konzept der Gewinnausschüttung aus?

Seit Anfang der neunziger Jahre wird die Praxis der Gewinnausschüttung an Bund und Kantone durch Vereinbarungen zwischen dem EFD und der Nationalbank geregelt. Die erste solche Vereinbarung wurde im Jahre 1991 abgeschlossen. Darin sind zwei Grundgedanken enthalten, die auch später massgebend blieben.

Erstens soll der Zuwachs der Reserven – wie bereits erwähnt – im Gleichschritt mit dem nominellen Wirtschaftswachstum der Schweiz erfolgen. Gemessen wird dieser Zuwachs auf der Passivseite der SNB-Bilanz am angestrebten Zuwachs der Rückstellungen. Ertragsüberschüsse, die über die angestrebte Erhöhung der Rückstellungen hinausgehen, stehen für die Ausschüttung an Bund und Kantone zur Verfügung.

Zweitens soll die Gewinnausschüttung möglichst regelmässig erfolgen. Da die Nationalbankgewinne aufgrund von Zins- und Wechselkursschwankungen von Jahr zu

Jahr stark schwanken können, wurde deshalb zusätzlich ein Glättungsverfahren vereinbart, um Bund und Kantone die Finanzplanung zu erleichtern.

In der Vereinbarung von 1991 wurde die jährliche Gewinnausschüttung auf maximal 600 Mio. limitiert. In der Folge wurde für die Geschäftsjahre 1991-1997 ein durchschnittlicher jährlicher Gewinn von 600 Mio. Franken ausgeschüttet.

Im Jahre 1998 wurde die Gewinnausschüttungsvereinbarung aus zwei Gründen angepasst. Erstens lagen die effektiven Rückstellungen der Nationalbank Ende 1997 deutlich über dem angestrebten Bestand. Zweitens trat am 1. November 1997 eine Teilrevision des NBG in Kraft, mit der die Nationalbank erweiterte Anlagemöglichkeiten erhielt. So wurden u.a. die Laufzeitbegrenzung für Devisenanlagen aufgehoben und das Gold-Lending-Geschäft gestattet. Damit erhielt die Nationalbank die Möglichkeit, ihre Währungsreserven flexibler und ertragreicher anzulegen. Aufgrund der neuen Vereinbarung von 1998 wurden in den folgenden Jahren jeweils 1,5 Mrd. Franken ausbezahlt.

Trotz der höheren Gewinnausschüttungen lagen die Rückstellungen Ende 2001 jedoch bereits wieder um gut 13 Mrd. Franken über dem angestrebten Bestand. EFD und SNB vereinbarten deshalb im März 2002, diesen Überschuss über die nächsten 10 Jahren abzubauen, indem jährlich 2,5 Mrd. Franken ausbezahlt werden sollen. Auch in der neuen Vereinbarung gewährleistet eine Untergrenze für die Rückstellungen, dass der Bestand an Währungsreserven bei unerwarteten Ertragseinbrüchen nicht unter das für die Geld- und Währungspolitik notwendige Minimum fallen kann. Gleichzeitig wurde neu eine Obergrenze vereinbart, die dafür sorgen wird, dass bei höher als erwarteten Erträgen der Abbau der überhöhten Rückstellungen nicht unnötig verzögert wird. Ausserdem soll der vereinbarte Ausschüttungsbetrag nach 5 Jahren überprüft werden. Damit wird der Tatsache Rechnung getragen, dass Ertragsschätzungen über einen Zeitraum von 10 Jahren mit grossen Unsicherheiten verbunden sind.

Die Gewinnausschüttungsvereinbarung von 2002 unterscheidet sich von den früheren Vereinbarungen auch darin, dass die Währungsreserven das Gold einschliessen. Das Gold war in den früheren Vereinbarungen nicht berücksichtigt worden, da es de facto immobilisiert war. Seit der Aufhebung der Goldbindung des Frankens und der Bewertung des Goldes zu Marktpreisen im Mai 2000 ist das Gold nun vergleichbaren Markt- und Liquiditätsrisiken ausgesetzt wie die Devisen. Es ist deshalb vernünftig, Gold und Devisen auch in der Frage der Rückstellungen gleich zu behandeln. In den Berechnungen für den angestrebten Bestand an Rückstellungen wird von einem Anfangsbestand von 1'290 t

Gold ausgegangen. Dies entspricht dem Goldbestand nach der beabsichtigten Ausgliederung der für die Geld- und Währungspolitik nicht mehr benötigten 1'300 t.

Der Entwurf zum neuen NBG sieht vor, dass die Praxis, wonach die Gewinnausschüttung in einer Vereinbarung zwischen EFD und SNB geregelt wird, eine explizite gesetzliche Basis erhält. Es wird festgehalten, dass «das (Finanz-)Departement und die SNB (...) für einen bestimmten Zeitraum die Höhe der jährlichen Gewinnausschüttungen (vereinbaren) mit dem Ziel, diese mittelfristig zu verstetigen.» Die vorgesehene Regelung der Gewinnverteilung unterscheidet sich nur geringfügig von der alten Regelung: Vom Bilanzgewinn wird eine Dividende von höchstens 6% des Aktienkapitals ausgerichtet, der Rest fällt an Bund (1/3) und Kantone (2/3). Die Speisung des Reservefonds (mit einem Betrag, der 2% des Grundkapitals nicht übersteigen darf) fällt somit ebenso weg wie die Regelung, dass die Kantone vor der Verteilung des Restgewinns zwischen Bund und Kantonen mit 80 Rappen je Kopf der Bevölkerung zu entschädigen sind. Beide Bestimmungen waren mit sehr geringen Summen verbunden und sind heute veraltet.

Wie bewirtschaftet die SNB ihre Aktiven?

Die Zusammensetzung der SNB-Aktiven lässt sich nicht allein nach Rendite-Risiko-Grundsätzen festlegen. Aus geldpolitischer Sicht ist es angebracht, dass die Anlagen liquide sind, d.h. ohne grossen Zeit- und Wertverlust verkauft werden können. Weiter ist wichtig, dass die zur geldpolitischen Steuerung dienenden Repos im Hinblick auf eine starke Marktpräsenz der SNB und aus operationellen Gründen auf einem gewissen Niveau gehalten werden. Die Währungsreserven wiederum sollen aufgrund der mit dem EFD getroffenen Gewinnausschüttungsvereinbarung parallel zu den Rückstellungen wachsen, wobei sich die jährliche Zunahme der angestrebten Rückstellungen am nominellen Wirtschaftswachstum orientiert.

Das Notenbankinstrumentarium, d.h. der gesetzlich geregelte Geschäftskreis der SNB, kann ebenfalls wie eine Anlagerestriktion wirken. In den letzten Jahren hat sich in diesem Bereich allerdings bereits viel verändert. Seit 1997 ist die SNB bei ihren Devisenanlagen nicht mehr an eine maximale Laufzeit von 12 Monaten gebunden. Ausserdem erhielt sie die Möglichkeit, Derivate einzusetzen, was vor allem für die Steuerung der Marktrisiken (Duration des Portfolios) nützlich ist. Neu war schliesslich auch die Möglichkeit, Goldleihgeschäfte zu tätigen, womit die Goldbestände innerhalb der mit dem Zentralbank-Abkommen über die Goldverkäufe von 1999 gesetzten Limiten aktiv bewirtschaftet werden können. Der Entwurf zur Totalrevision des NBG geht noch einen Schritt weiter und setzt in

bezug auf die Finanzmarktgeschäfte, welche die SNB zur Erfüllung ihrer geld- und währungspolitischen Aufgaben abschliessen kann, keine Restriktionen mehr. Die SNB könnte also beispielsweise auch Obligationen von Industriefirmen oder Aktien erwerben.

Damit ist der Rahmen abgesteckt, in dem die SNB ihre Aktiven bewirtschaften kann. Für die Nationalbank stellt sich zunächst einmal die Frage, ob die Aktiven aktiv oder passiv verwaltet werden sollen. Zwar gibt ein aktives Management die Möglichkeit, gegenüber dem strategischen Benchmark eine Überschussrendite zu erzielen. Allerdings zeigt die Erfahrung, wie schwierig es ist, den Benchmark systematisch zu schlagen. Zudem ist ein aktives Management immer dann problematisch, wenn ein Interessenkonflikt zwischen den Anlagezielen und dem geldpolitischen Auftrag der Notenbank besteht. Aktives Management drängt sich vor allem auf der strategischen Ebene auf: Das Zielportfolio muss auf die notenbankspezifischen Bedürfnisse ausgerichtet werden und ist jährlich zu überprüfen. Auf der Ebene Anlagetaktik und beim internen Portfoliomanagement ist die Bewirtschaftung hingegen tendenziell passiv.

Weiter stellt sich die Frage, ob die Aktiven intern verwaltet werden sollen oder ob ein externer Auftrag vergeben werden soll. Argumente für eine Vergabe externer Mandate sind neben Kostenüberlegungen auch ein möglicher Vergleichsmaßstab für die internen Stellen. Externes Management drängt sich vor allem in Anlagesegmenten wie hypothekarisch gesicherten Wertschriften in den USA und internationalen Obligationenportfolios auf. Auch bei Aktien und Industrieobligationen dürfte sich für uns ein externes Management als zweckmässig erweisen. Ende 2001 bewirtschafteten externe Vermögensverwaltungsfirmen rund 8% der SNB-Devisenreserven.

Wie sieht die Zusammensetzung der Nationalbankaktiven aus? Ende September 2002 entfielen bei einer Bilanzsumme von 122 Mrd. Franken fast die Hälfte der Aktiven auf Devisen (inkl. Reserveposition beim IWF, Währungshilfekredite und Sonderziehungsrechte), rund ein Viertel auf Gold (inkl. Forderungen aus Goldgeschäften) und knapp ein Viertel auf Frankenanlagen (Forderungen aus Repo-Geschäften, Wertschriften). In diesen Angaben sind die freien Aktiven (d.h. die Anlage der Erlöse aus dem Goldverkauf und das weitere zum Verkauf vorgesehene Gold) eingeschlossen.

Die Devisenreserven ohne freie Aktiven hatten Ende 2001 einen Marktwert von 43 Mrd. Franken. Davon waren 41% in Dollar und 46% in Euro angelegt; die restlichen 13% entfielen auf andere Währungen (britische Pfund, dänische Kronen, kanadische Dollar und japanische Yen). Zwar könnte die Volatilität der Erträge mit einer Senkung des Dollarzugunsten des Euroanteils wohl reduziert werden, doch müssen wir berücksichtigen, dass

eine Krise in Europa in der Regel auch die Schweiz stark treffen dürfte. Aus diesem Grunde ist ein hoher Dollaranteil für die Schweiz sinnvoll.

Bei einer Gliederung der Devisenreserven nach Schuldern fällt auf, dass die Staatspapiere mit rund drei Vierteln den Löwenanteil ausmachen. Der Rest entfällt auf Wertpapiere mit indirekter Staatsgarantie, auf Wertpapiere von internationalen Entwicklungsbanken und auf Anlagen bei Geschäftsbanken.

Die auf den verschiedenen Anlagen erzielten Renditen waren auch im Jahre 2001 zufriedenstellend. Die Devisenanlagen der SNB (ohne freie Aktiven) rentierten mit 5,2%, die Frankenobligationen mit 4,3% und die Goldleihe mit 1,6%.

Schlussbemerkung

Die SNB hat in den Worten des Entwurfs zur Totalrevision des NBG die Aufgabe, die Währungsreserven zu «verwalten». Dies bedeutet, dass sie die Währungsreserven ertragsorientiert und risikobewusst bewirtschaften soll. Die Formulierung macht aber auch einmal mehr deutlich, dass die Gewinnerzielung nicht zu den Hauptaufgaben der SNB zählt. Die prioritäre Aufgabe der SNB ist nach wie vor, eine stabilitätsorientierte Geld- und Währungspolitik zu führen. Die Anlagepolitik darf die Geld- und Währungspolitik nicht beeinträchtigen.