

Brunetti, Aymo; Foellmi, Reto

Article

Wenn eine geldpolitische Nebensache zur politischen Hauptsache wird: Das riesige Vermögen der Schweizerischen Nationalbank

Aussenwirtschaft

Provided in Cooperation with:

University of St.Gallen, School of Economics and Political Science, Swiss Institute for International Economics and Applied Economics Research

Suggested Citation: Brunetti, Aymo; Foellmi, Reto (2021) : Wenn eine geldpolitische Nebensache zur politischen Hauptsache wird: Das riesige Vermögen der Schweizerischen Nationalbank, Aussenwirtschaft, ISSN 0004-8216, Universität St.Gallen, Schweizerisches Institut für Aussenwirtschaft und Angewandte Wirtschaftsforschung (SIAW-HSG), St.Gallen, Vol. 71, Iss. 1, pp. 1-34

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/290112>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Wenn eine geldpolitische Nebensache zur politischen Hauptsache wird: Das riesige Vermögen der Schweizerischen Nationalbank

Aymo Brunetti und Reto Föllmi¹
Universität Bern und Universität St. Gallen

Die aussergewöhnliche Geldpolitik des vergangenen Jahrzehnts hat der Schweizerischen Nationalbank (SNB) ein grösseres politisches Problem eingebracht. Im Bemühen, den Schweizer Franken vor schädlichen Aufwertungsschüben zu bewahren, hat sie ihre Devisenbestände in kürzester Zeit mehr als verzehnfacht. Das hat ihr Vermögen derart massiv erhöht, dass es in zunehmendem Masse zum Objekt politischer Begehrlichkeiten wird; die jüngste Flut parlamentarischer Vorstösse belegt dies. Obwohl es sich dabei um einen reinen Nebeneffekt geldpolitisch motivierter Operationen handelt, steht dieses gigantische Vermögen zunehmend im Zentrum der öffentlichen Aufmerksamkeit. Das Papier analysiert den Aufbau des SNB-Vermögens und ordnet die politischen Forderungen in diesem Zusammenhang ein. Mithilfe einer stilisierten Bilanz der SNB analysieren wir die verschiedenen Möglichkeiten, das Vermögen und seine Erträge zu behandeln. Daraus leiten wir Empfehlungen ab, wie die SNB materiell und kommunikativ mit dieser Herausforderung umgehen könnte.

Key words: monetary policy, SNB, foreign currency reserves
JEL codes: E52, E58, F31

1 Einleitung

Zentralbanken und ihre Finanzmittel waren schon immer das Objekt finanzpolitischer Begierden: Riesige Beträge, die scheinbar nutzlos in den Bilanzen schlummern, grosse, wiederkehrende Gewinne und eine Institution, die nicht Konkurs gehen kann. Für Politikerinnen und Politiker, die sich in mühsamen politischen Aushandlungen um immer zu knapp scheinende Finanzmittel für staatliche Ausgaben balgen müssen, ist das verständlicherweise eine grosse Verlockung. Entsprechend waren schon in der Vergangenheit öfter Forderungen zu hören, die Gewinne und/oder Mittel der SNB direkt für die Finanzierung von Staatsausgaben im weitesten Sinne beizuziehen – also indirekt die Notenpresse für den Fiskus anzuwerfen.

Mit der deutlich angewachsenen SNB-Bilanz seit der Finanzkrise – inzwischen ist das Vermögen grösser als das Jahres-BIP der Schweiz – und insbesondere seit dem massiven Finanzbedarf im Zusammenhang mit der Bewältigung des Corona-Schocks, haben solche Forderungen stark an Intensität gewonnen.

¹ Wir danken Marius Brühlhart, David Burgherr, Sara Fontanet, Björn Hartmann, Daniel Kaufmann, Sarah Lein, Dirk Niepelt, Meret Staub und Daniel Steffen für hilfreiche Kommentare und Unterstützung.

Quer durch die politischen Parteien kommt die Forderung, in grösserem Ausmass auf SNB-Mittel zurückzugreifen. Auffallend ist dabei, dass die genauen Mechanismen, wie der Transfer von Mitteln aus der SNB ablaufen soll, nur wenig besprochen werden. Zudem thematisiert diese Diskussion die geld- und wirtschaftspolitischen Konsequenzen solcher Ideen oft gar nicht oder noch schlimmer missverständlich. Ausserdem hat das in kurzer Zeit um den Faktor 10 angestiegene Nationalbankvermögen das politische Interesse an der Anlagepolitik, also an der Frage, in welchen Vermögenskategorien die SNB investiert, sprunghaft gesteigert.

Die jüngste Flut an parlamentarischen Vorstössen, die sich mit all diesen Themen befassen, zeigt, dass die SNB in bisher ungekanntem Ausmass im politischen Schaufenster angekommen ist. Die Parlamentarier und Parlamentarierinnen interessieren sich dabei insbesondere für die Themen Ausschüttungen, Anlagepolitik und Negativzinsen. Bei den ersten beiden Themenblöcken geht es explizit um die Behandlung des Vermögens der SNB. Im Anhang findet sich eine Zusammenstellung der jüngeren politischen Vorstösse bei denen die SNB thematisiert wird. Auffallend ist, der starke Anstieg des parlamentarischen Interesses in jüngerer Vergangenheit. Von den 72 angeführten Vorstössen seit Anfang 2014 wurden 24 alleine im Jahre 2020 eingereicht; an zweiter Stelle liegen hier abgeschlagen die Jahre 2015 und 2018 mit je 9 Vorstössen.

Wir wollen vor diesem Hintergrund zwei Beiträge leisten. Erstens geht es uns darum, die zugrundeliegenden Mechanismen, wie Geldmittel aus der SNB transferiert werden können, etwas genauer zu erläutern. Welche Konsequenzen haben verschiedene Varianten von Mitteltransfers, also Ausschüttungen im weitesten Sinne, auf die finanzielle Situation der SNB einerseits und auf ihren geldpolitischen Spielraum andererseits? Dies soll mithilfe der Analyse der Konsequenzen dieser Transfers auf die stilisierte SNB-Bilanz dargestellt werden, um mit einem einfachen «didaktischen» Ansatz Klarheit über die Mechanismen zu schaffen, die in der wirtschaftspolitischen Diskussion oft zu wenig explizit gemacht werden. Zweitens wollen wir auf dieser Basis eine wirtschaftspolitische und politökonomische Beurteilung vornehmen. Dabei geht es vor allem um die Fragen, inwieweit bei Transfers die Unabhängigkeit der SNB und ihr geldpolitischer Handlungsspielraum beeinträchtigt werden. Neben den Transfers analysieren wir auch die politischen Forderungen an die SNB in Sachen Anlagepolitik.

Es wird schon länger diskutiert, wie Notenbankgewinne aufgrund der Geldschöpfung (sogenannte Seigniorage) entstehen können; siehe etwa die klassischen Referenzen Cagan (1956) oder Neumann (1992). In der Schweiz ist mit der starken Zunahme der Währungsreserven der SNB neues Interesse

an dieser Frage entbrannt. Föllmi und Schnell (2016) argumentieren, dass sehr hohe Währungsreserven den Nutzen der Geldpolitik für eine stabile Konjunktur beeinträchtigen, was eine unendliche Bekämpfung einer Aufwertung unglaublich erscheinen lässt. Niepelt (2020) legt dar, dass Gewinnausschüttungen das Nettovermögen des Staates eigentlich gar nicht tangieren, weil Fiskus und Zentralbank beide letztlich zur öffentlichen Hand gehören. Kaufmann (2021) analysiert die Volatilität der SNB-Gewinnausschüttungen unter der jetzigen Ausschüttungsregel. Unsere Arbeit möchte das Gewinnpotential der Zentralbank insgesamt beleuchten und insbesondere auf die oft vernachlässigten politökonomischen Auswirkungen der Gewinnausschüttungen eingehen.

Wir kommen zur Schlussfolgerung, dass eine ernsthafte Gefahr besteht, dass zusätzliche politische Eingriffe die Unabhängigkeit der SNB und damit die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik gefährden könnten. Dieser Gefahr einer Politisierung der SNB und der daraus entstehenden Kosten und Gefahren sollten sich die politischen Entscheidungsträger bewusst sein. Bei allen Vorschlägen, die über eine nicht-gebundene Gewinnausschüttung in die Bundeskasse hinausgehen, bestehen nämlich substantielle Gefahren für die klare Trennung zwischen Geld- und Fiskalpolitik; wenn man nicht aufpasst, wird dadurch einer der Eckpfeiler der erfolgreichen Wirtschaftspolitik der Schweiz ausgehöhlt. Unsere Empfehlung deshalb: Will man Mittel ausschütten dann sollte das ausschliesslich über die regulären Gewinne gehen und die Ausschüttungen sollten nicht mit der Finanzierung konkreter Staatsaufgaben verknüpft werden. Entweder sollten diese Mittel wie bisher in die allgemeine Bundeskasse fliessen oder in eine breite Senkung unspezifischer Steuern (alternativ: pro Kopf-Auszahlung an die Bevölkerung). Angesichts der infolge der jüngst massiv ausgedehnten Bilanz gestiegenen Anlageerträge sollte man sich einer zusätzlichen Ausschüttung aus den regulären Gewinnen in unserer Einschätzung nicht grundsätzlich widersetzen aber es sollte proaktiv eine Regelung angestrebt werden, bei der die SNB ihre politische Unabhängigkeit wahrt und der wirtschaftspolitische Flurschaden von hohen Ausschüttungen begrenzt bleibt. Zudem kommen wir vor diesem Hintergrund zum Schluss, dass die SNB ihre Anlagepolitik noch verstärkt erklären sollte.

Der Rest des Papiers ist wie folgt aufgebaut. Teil 2 erläutert die Kernaufgaben der SNB, diskutiert wie und mit welchen institutionellen Grundlagen sie diese erfüllt und zeigt, dass in Erfüllung dieser Aufgaben im vergangenen Jahrzehnt ein gewaltiges Vermögen in Form von Devisenanlagen aufgebaut wurde. Teil 3 verwendet das Konzept der stilisierten SNB-Bilanz, um den Aufbau des Vermögens, die Verwendung des Vermögens sowie die Entstehung und Verwendung von Gewinnen zu analysieren. Teil 4 diskutiert auf dieser Basis

die wirtschafts- und geldpolitischen Risiken, die aus dem gewaltigen Vermögen entstehen und schlägt vor, wie mit diesen Risiken in Zukunft materiell und kommunikativ umgegangen werden könnte. Als Schlussfolgerungen formulieren wir in Teil 5 auf Basis dieser Analysen wirtschaftspolitische Empfehlungen.

2 Kernaufgaben der SNB und der jüngst gewaltige Vermögensaufbau

2.1 Mandat, Ziele und Unabhängigkeit der SNB

Welche Aufgabe hat die SNB? Die Bundesverfassung bestimmt, dass sie die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes führen soll. Das Nationalbankgesetz führt das SNB-Mandat genauer aus. Sie muss primär die Preisstabilität sichern, dabei aber die konjunkturelle Entwicklung im Blick behalten.

Wie jede wirtschaftspolitische Institution sollte die SNB so handeln, dass sie die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt im Blick hat und damit für die Schweiz den grösstmöglichen Nutzen stiftet. Der Nutzen einer erfolgreichen Geldpolitik besteht in zweierlei Hinsicht: Erstens wird ein stabiles Inflationsumfeld geschaffen; für langfristige Investitions- und Sparentscheidungen ist dies zentral und es vermeidet unbeabsichtigte Umverteilungswirkungen, weil etwa Sparer von Inflationsschwankungen besonders negativ betroffen wären. Zweitens kann die Geldpolitik konjunkturelle Schwankungen abfedern und damit Beschäftigung und Einkommen möglichst stabil halten.

Warum steht nun die Preisstabilität an erster Stelle? Hohe Inflation ist stets mit Inflationsschwankungen verbunden. Diese Unsicherheit hat wie eben beschrieben auch negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Wird die Inflation auf tiefem Niveau stabilisiert, werden auch Konjunktur und Beschäftigung am wenigsten gestört. Die Volkswirtschaftslehre hat diesen Umstand mit «Divine Coincidence» beschrieben.² Wenn die Zentralbank Preisstabilität mittelfristig gewährleistet, hilft sie der realen Wirtschaft bestmöglich.

Seit den 1980er-Jahren ist die Inflation deutlich zurückgegangen. Die Erfahrung dieser letzten 40 Jahre zeigt, dass eine verlässliche Geldpolitik nur mit einer möglichst unabhängigen Notenbank geführt werden kann. Auch eine unabhängige Notenbank wird die Anliegen der verschiedenen Interessengruppen in den geldpolitischen Entscheid einfließen lassen, direkte Forderungen über den

² Siehe Blanchard und Galí (2007).

politischen Prozess wären aber mit einem Verlust der Glaubwürdigkeit verbunden. Würde der Bundesrat direkt oder indirekt die Geldpolitik führen, würden sich Änderungen der politischen Stimmungslage möglicherweise rasch auf Zinsen und Wechselkurs auswirken, oder schlimmer noch, im Zweifelsfall könnte sich der Fiskus direkt aus der Notenbankschatulle bedienen. Die Nationalbank müsste dann in ihrer Geldpolitik simultan auf verschiedene kurzfristige Interessen und direkte Forderungen von Anspruchsgruppen Rücksicht nehmen: Exportfirmen, Gewerkschaften, Einzelhaushalte oder die öffentliche Hand selbst. Das würde die SNB aber überfordern. Die sogenannte Tinbergen-Regel besagt, dass die Anzahl der wirtschaftspolitischen Ziele der Anzahl Instrumente entsprechen muss. Die SNB kann den kurzfristigen Zins (oder wie in der gegenwärtigen Nullzinsphase direkt die Geldmenge) steuern, um unter Berücksichtigung der Konjunktur die Inflation zu beeinflussen; sie kann aber nicht gleichzeitig Einkommensverteilung, Arbeitslosenzahlen und die Entwicklung von Einzelbranchen steuern und dabei auch noch möglichst hohe Gewinne erzielen. Eine abhängige Nationalbank wird also ein stärkeres Augenmerk auf für Politiker attraktive Ziele wie Arbeitslosenzahlen richten und damit die Preisstabilität gezwungenermaßen vernachlässigen müssen. Langfristig wird das aber Konjunktur und Beschäftigung nachhaltig schaden, wie die Beispiele von Notenbanken zeigen, die gleichzeitig mit hoher Inflation und Wirtschaftsschwankungen kämpfen müssen.

Eine unabhängige Notenbank kann ein geldpolitisches Ziel zudem viel besser durchsetzen, weil nicht dem klassischen Problem der Zeitinkonsistenz unterliegt.³ Ex ante ist es z.B. sinnvoll, in der Hochkonjunktur die Zinsen erhöhen zu wollen, denn ein zu starker Boom birgt die Gefahr einer Überhitzung. Wenn wir uns aber im Boom befinden, ist es für eine abhängige Notenbank viel schwieriger, eine Zinserhöhung tatsächlich politisch durchzusetzen: Die Hypothekarschuldner treffen höhere Zinsen direkt und die Exportindustrie wird die damit verbundene Aufwertung der Währung spüren. Ex post wird eine abhängige Notenbank darum möglicherweise von der an sich optimalen Politik abweichen. Das werden die Marktteilnehmer antizipieren. Das bedeutet aber, dass sie bereits ex ante die optimale Politik nicht verfolgen kann, weil diese eben – gegeben die Umstände – nicht glaubwürdig ist. Diese breit gültigen Erkenntnisse führten dazu, dass die Zentralbanken der Industrieländer seit den 1980er Jahren bewusst institutionell immer unabhängiger von der Regierung gemacht wurden. Das tiefere Niveau und die gesunkene Volatilität der Inflation sind sicher mit darauf zurückzuführen. Umgekehrt zeigen die Probleme von Schwellenländern wie Argentinien oder der Türkei, wie schwierig es sein kann, einen glaubwürdigen «Track Record» der Notenbank aufzubauen. Das gleiche galt für viele Vorläuferwährungen des Euro.

3 Erstmals so beschrieben von Kydland und Prescott (1977).

2.2 Der jüngst explosionsartige Anstieg des SNB-Vermögens

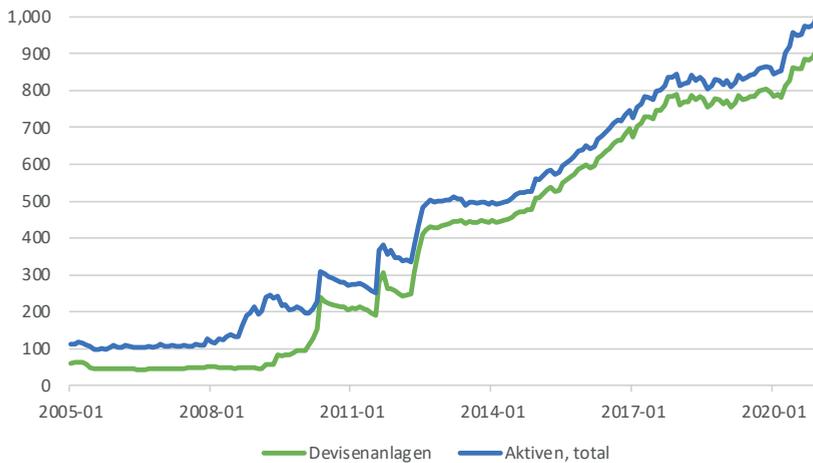
Seit dem Ende des Bretton Woods Systems 1973 und besonders seit der Grossen Finanzkrise 2007/2008 tendiert der Schweizer Franken ständig zur Aufwertung. Einerseits weist die Schweiz eine äusserst produktive Exportwirtschaft auf, die Exportpreise stiegen stärker als die Importpreise, was eine Währung auch real erstarke lässt. Andererseits führt die SNB eine erfolgreiche Geldpolitik mit tiefer Inflation. Der starke Franken ist eigentlich ein Sinnbild einer generell soliden Wirtschaftspolitik und diese Erwartungen sind in den Finanzmärkten so nachhaltig verankert, dass der Franken als «sicherer Hafen» gerade in Krisenzeiten gilt. Eine schockartige Aufwertung von diesem hohen Niveau aus würde aber der Exportindustrie und damit der Konjunktur möglicherweise grossen Schaden zufügen. Ausserdem würde ein noch stärkerer Franken über sinkende Importpreise eine negative Teuerungsrate bewirken, was auch nicht mit Preisstabilität vereinbar wäre. Weil zinsseitig kaum mehr Spielraum bestand, war die SNB zur Verfolgung der Stabilitätsziele in den letzten Jahren gezwungen, massiv Fremdwährungen zu kaufen, um eine zu rasante Aufwertung des Schweizer Frankens zu verhindern. Da sie neues Geld aus dem Nichts schaffen kann, ist das für die SNB grundsätzlich unbegrenzt möglich. Sie hat das «Notenmonopol» und kann damit die Geldmenge durch Kauf von Wertschriften erhöhen und ihre Bilanz verlängert sich, wie wir im nächsten Abschnitt zeigen. Umgekehrt führt ein Verkauf von Wertschriften zu einer Verkürzung der Bilanz: Das eingenommene Geld geht vom Privatsektor zurück zur SNB, was die Notenbankgeldmenge auf der Passivseite reduziert.

Mit den Käufen von ausländischen Währungen, um die Aufwärtsbewegung des Frankens abzuschwächen, häufte die Nationalbank in den letzten Jahren immer mehr Vermögen, auch Währungsreserven genannt, an und zwar in Form von ausländischen Anleihen oder Aktien. In «normalen» Zeiten spielt dieses Vermögen nur eine untergeordnete Rolle. Die damit verbundenen Erträge und allfälligen Wertschwankungen sind moderat und fallen für den Staatshaushalt kaum ins Gewicht. Abbildung 1 zeigt aber, wie massiv die SNB-Bilanz in den letzten Jahren gewachsen ist. Vor der Grossen Finanzkrise 2007/2008 betrug die Währungsreserven lediglich etwa CHF 50 Milliarden, im Sommer 2011, als der Mindestkurs von 1.20 zum Euro eingeführt wurde, erreichten sie CHF 200 Milliarden. Nach der Aufhebung der Untergrenze anfangs 2015 betrug die ausländischen Devisenanlagen bereits über CHF 550 Milliarden. Obwohl die Jahre 2016 bis 2019 wirtschaftlich etwas ruhiger waren und die Rolle des Schweizer Frankens als «safe haven» damit etwas weniger spielte, stiegen die Währungsreserven tendenziell weiter. Mit den diversen Lockdowns in Europa und der vorübergehenden Talfahrt an den Börsen im Jahr 2020 nahm deren Wachstum auch in der Schweiz wieder Fahrt auf und erreichte bald die

900-Milliarden-Grenze. Die Währungsreserven machen mittlerweile über 90% der gesamten SNB-Aktiven aus. Wenn diese Entwicklung weitergeht, ist das Erreichen der symbolträchtigen Billion Franken in Devisenanlagen nur eine Frage der Zeit. Diese Entwicklung erhöhte natürlich das Interesse daran, wie und wie nachhaltig aus diesem Vermögen Erträge generiert werden und welche wirtschaftspolitischen Konsequenzen dies hat.

Abbildung 1: Bilanzpositionen der SNB 2005–2020

Devisenanlagen und totale Aktiven (in Milliarden, CHF)



Quelle: Schweizerische Nationalbank (data.snb.ch)

3 Die grundlegende Mechanik des SNB-Vermögens und seiner Verwendung

In der politischen Diskussion um die verschiedenen Formen der SNB-Ausschüttungen, scheinen die zugrundeliegenden Mechanismen oft nicht ganz klar zu sein. Was ist also dieses Vermögen, wie entsteht es und wie können daraus Mittel ausgeschüttet werden? Um diese Fragen für verschiedene Fälle konzeptionell einzuordnen, arbeiten wir mit dem Konzept einer stilisierten Bilanz der SNB.

3.1 Wie entstehen Gewinne der SNB?

Abbildung 2 zeigt eine auf das absolute Minimum vereinfachte Bilanz der SNB.⁴ Auf der Aktivseite finden sich die Anlagen der SNB. Sie bestehen zur Hauptsache aus Devisen, also ausländischen Wertpapieren. Die Passivseite setzt sich stark vereinfacht zusammen aus der Notenbankgeldmenge $M0$ (die für die SNB Fremdkapital darstellt) und dem Eigenkapital.⁵

Abbildung 2: Stilisierte Bilanz der SNB



Vereinfacht ausgedrückt «macht» die SNB Geldpolitik indem sie die Bilanz verlängert (expansive Politik) oder verkürzt (restriktive Politik). Will sie etwa die Liquidität im Umlauf erhöhen – also eine expansive Geldpolitik betreiben – so kauft sie einen Vermögenswert und zahlt mit neu geschaffenem Geld. In der Bilanz führt das zu einer Erhöhung der Notenbankgeldmenge (NBGM) auf der Passivseite und einer gleich starken Erhöhung des Bestandes an Vermögenswerten auf der Aktivseite. Verkauft sie umgekehrt einen Vermögenswert, so reduziert

4 Eine Bilanz stellt in einem T-Diagramm dar, was jemandem gehört («Aktiven», die auf der linken Seite stehen) und wie das finanziert wird («Passiven», die auf der rechten Seite stehen). Da alle Vermögenswerte finanziert sein müssen, steht per bei einem solventen Unternehmen Definition auf beiden Seiten der Bilanz der gleiche Betrag.

5 Für die weitere Analyse benötigen wir nur diese grobe Unterteilung; eine etwas detailliertere Aufteilung der Aktiven und Passiven der SNB findet sich in Box 1.

sich das Geld im Umlauf (die NBGM wird kleiner) und gleichzeitig reduziert sich der Bestand an Vermögenswerten um den gleichen Betrag⁶.

Obwohl das gar nicht ihr primäres Ziel ist, macht die SNB mit dieser sehr speziellen Bilanz in der Regel substantielle Gewinne. Anders als Banken, die mit dem Trading (Eigenhandel) de facto ein sehr ähnliches Geschäft betreiben (wenn aber natürlich auch mit einem ganz anderen Ziel), muss die SNB für die Finanzierung ihrer Wertpapierkäufe keinen Zins zahlen; sie kann sich diese Finanzmittel, zusätzliches Notenbankgeld also, aus dem Nichts schaffen. Im Wesentlichen stellt sie damit einen Schuldschein oder eben eine (meist elektronische) Banknote aus, die als gesetzliches Zahlungsmittel verwendet wird. Zusammengefasst erzielt die SNB einen Gewinn aus diesem Zinsdifferenzgeschäft, indem sie sich mit Geld, das sie umsonst «herstellen» kann (dem Notenbankgeld NBGM), Wertpapiere kauft, auf denen sie Renditen erzielt. Kurzfristig kann die Nationalbank aber natürlich auch Verluste erleiden. Der Gewinn hängt nicht nur von den Auszahlungen der Schuldner (Zinsen, Dividenden) ab, sondern auch von der Veränderung des Marktwerts der Wertpapiere. Da die Nationalbank – wie oben gezeigt – die meisten Wertpapiere in Fremdwährungen als Währungsreserven hält, entsteht ein Verlust in Franken, wenn sich dieser aufwertet, wie z.B. nach der Aufhebung der Euro-Untergrenze im Januar 2015. Haben wir alternativ einen starken Einbruch der Vermögenspreise – etwa in einer Finanzkrise – dann kann die SNB ebenfalls einen Verlust machen; die Einnahmen aus den Zinserträgen und Dividenden reichen dann nicht aus, um für den Preiseinbruch der Vermögenswerte zu kompensieren. Im Moment sind die Risiken zu einem weiten Teil währungsbedingt, die Währungsschwankungen kann die SNB allerdings zumindest in der kurzen Frist mitbeeinflussen. Mittel- und langfristig entsteht aber ein Gewinn auf den Aktiven, weil den Risiken auf den Wertpapieren auch entsprechende Erträge gegenüberstehen. Je länger die Bilanz, desto höher ist das Gewinnpotential.⁷

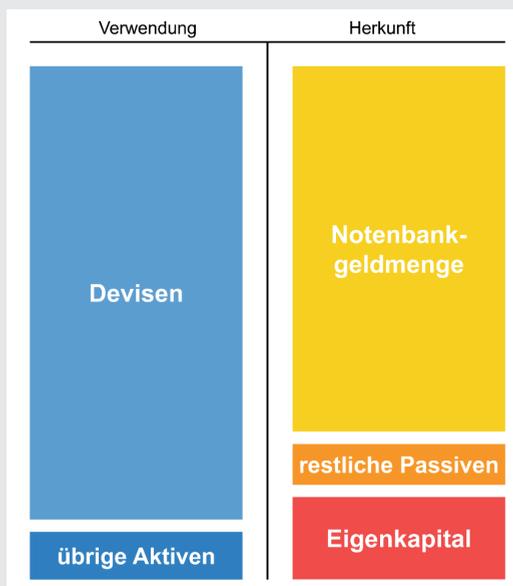
6 Eine restriktive Geldpolitik ist auch durch die Herausgabe von «SNB Bills», also verzinsten Schuldverschreibungen der SNB, möglich. Diese entziehen dem Markt Liquidität (Notenbankgeld), ohne die Länge der SNB-Bilanz formell zu verkürzen; auf der Passivseite ersetzen die SNB-Bills das weggefallene Notenbankgeld. Auch wenn die SNB nicht direkt Devisen verkaufen müsste, um die Liquidität im Umlauf zu reduzieren, würde sich der Franken indirekt über die mit geringerer Liquidität einhergehenden höheren Zinsen aufwerten.

7 Wie Drazen (1985) ausführt, entsteht Seigniorage grundsätzlich aus zwei Quellen: Erstens, über die Einnahmen aus der Erhöhung der nominellen Geldmenge und zweitens über die Erträge auf den Anlagen der Notenbank. Wir fokussieren in unseren Ausführungen auf die zweite Quelle. Baltensperger und Jordan (1998) argumentieren darüber hinaus, dass Notenbankgewinne u.a. wegen den Wertschwankungen nicht gleich der klassischen Seigniorage sein müssen.

Box 1: Mehr Details zur SNB-Bilanz

Für die Analysen in diesem Papier verwenden wir eine stilisierte Bilanz der SNB, die so stark vereinfacht wie es möglich ist, um die essentiellen Effekte zu verstehen. In dieser Box wollen wir etwas mehr Details geben und die Grössenordnungen zeigen.

Abb. 2b: Etwas detailliertere SNB-Bilanz



Die Zusammensetzung der Aktiven der SNB widerspiegelt die Prioritäten ihrer Geldpolitik. In den letzten Jahren massiver Ausweitung der Bilanz war immer klar ein Ziel im Vordergrund: eine übermässige Aufwertung des Frankens zu verhindern. Die dafür notwendigen Devisenkäufe führten dazu, dass die Vermögensanlagen der SNB heute beinahe ausschliesslich aus Devisenanlagen bestehen. Wie in Abbildung 2b gezeigt, machen sie mehr als 90% der Aktiven aus, die Grösse der Flächen entspricht stilisiert den tatsächlichen Grössenordnungen Stand Ende 2020. Der Rest («übrige Aktiven») besteht zum Löwenanteil aus Gold und einigen Restposten wie Wertschriften in Franken oder Forderungen aus Repogeschäften in Franken. Auf der Passivseite setzt sich die Notenbankgeldmenge aus dem Notenumlauf und den Giroeinlagen inländischer Banken zusammen; insgesamt macht das beinahe 70 % der Passiven aus. Die NBGM und die restlichen Passiven – also

das Fremdkapital – der SNB beläuft sich auf etwas über 80%.⁸ Die restlichen knapp 20% der Passiven sind das Eigenkapital der SNB. Dieses besteht vor allem aus den Ausschüttungsreserven (als Basis der Gewinnausschüttungen an Bund und Kantone) und den Rückstellungen für Währungsreserven (als Sicherheitspolster, um Wechselkursschwankungen aufzufangen). Das Aktienkapital ist mit 25 Mio. CHF (0.003 % der Passiven!) verschwindend klein.

3.2 Gewinnverwendung und ausserordentliche Ausschüttungen

Die aus den beschriebenen Gründen entstehenden Gewinne kann die SNB grundsätzlich auf zwei Arten verwenden. Entweder sie behält sie ein oder sie schüttet sie aus. Welche Auswirkungen haben diese Varianten auf die Bilanz?

Behält sie den Gewinn, thesauriert sie ihn also, so verlängert sich – wie in Abbildung 3 dargestellt – ihre Bilanz. Auf der Aktivseite der SNB steigt der Bestand an Vermögenswerten um den Gewinn an. Und auf der Passivseite erhöht sich ihr Eigenkapital um den gleichen Betrag. Damit verbessert sich also die Kapitalausstattung der SNB. Die Geldpolitik bleibt unverändert, da sich an der geldpolitisch relevanten Notenbankgeldmenge durch diese Transaktion gar nichts ändert.

Schüttet die SNB den Gewinn hingegen aus, so bleibt ihre Bilanz unberührt. Der Bestand an Vermögenswerten auf der Aktivseite ändert sich dann ebenso wenig wie das Eigenkapital oder die NBGM auf der Passivseite.

In der Regel wählt die SNB eine Mischung der beiden Verwendungsformen. Ein Teil der Gewinne wird an Bund und Kantone ausgeschüttet,⁹ den Rest behält sie und wird dem Eigenkapital unter der Position der Ausschüttungsreserven gutgeschrieben. Damit verlängert sich ihre Bilanz und verbessert sich ihre Kapitalausstattung.

⁸ Die restlichen Passiven sind Verbindlichkeiten der SNB, die nicht zur NBGM gezählt werden, vor allem Verbindlichkeiten gegenüber dem Bund und Girokonten ausländischer Finanzinstitute.

⁹ https://www.efv.admin.ch/efv/de/home/themen/waehrung_gewinnaussch_int/gewinnausschuetzung_snb.html

Abbildung 3: Bilanzeffekte einer Einbehaltung des SNB-Gewinns

Gewinnausschüttungen der SNB an Bund und Kantone sind üblich; einzig über die Höhe wird kontrovers debattiert, das heisst über den Prozentsatz des Gewinns, der ausbezahlt (und damit nicht dem Eigenkapital der SNB zugeschrieben) wird.¹⁰ Ganz etwas anderes wären hingegen ausserordentliche Ausschüttungen der SNB.¹¹ Dann würde nicht der jährliche Zuwachs ausbezahlt, sondern das ganze an die Substanz der Vermögenswerte. Abbildung 4 demonstriert dies.

In einem solchen Fall würde die SNB einen Teil der Vermögenswerte auf der Aktivseite veräussern und den Ertrag an die Behörden auszahlen. Damit würde sich das Eigenkapital der SNB um den ausbezahlten Betrag reduzieren. Diese Operation hätte keinen Effekt auf die Notenbankgeldmenge, würde aber die Kapitalisierung der SNB verschlechtern.¹² Wenn die SNB allerdings für eine massive Ausschüttung ausländische Vermögenswerte in substantieller Weise veräussern müsste, würde dies zudem zu einer Aufwertung des Frankens führen und damit die Geldpolitik konterkarieren.

¹⁰ Mit höheren Gewinnen steigt also die absolute Höhe der SNB-Ausschüttungen auch bei gleichbleibendem Prozentsatz an.

¹¹ Den Begriff «ausserordentliche Ausschüttung» verwenden wir für eine Ausschüttung, die nicht aus den Gewinnen des laufenden Jahres kommt.

¹² Der Bilanzeffekt ist übrigens der Gleiche, wie wenn die SNB einen Verlust auf den Vermögenswerten verbuchen müsste.

Abb. 4: Bilanzeffekte einer ausserordentlichen Ausschüttung

Eine ähnliche Wirkung haben Postulate, beispielsweise der AHV oder den Pensionskassen die Negativzinsen zu erlassen. Dies kommt einer zweckgebundenen zusätzlichen Ausschüttung gleich. Je nach Ausmass können derartige Sonderausschüttungen aus dem Gewinn (Abb. 3) oder müssen aus der Substanz (Abb. 4) finanziert werden.

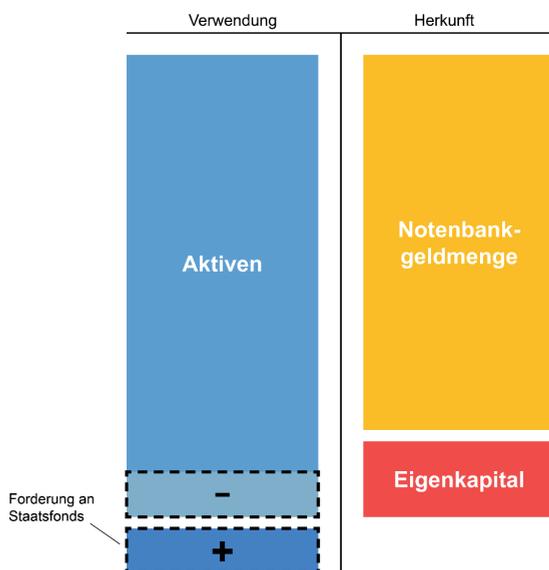
3.3 Auslagerung von Vermögenswerten an einen Staatsfonds

Schliesslich wird oft die Idee diskutiert, einen Teil der «nicht benötigten» Vermögenswerte der SNB in einen Staatsfonds auszugliedern. Die Mittel dieses Fonds könnten dann – mit unterschiedlichen politischen Zielsetzungen – angelegt oder für die Finanzierung konkreter Investitionen z.B. in Infrastruktur verwendet werden. Wie würde sich eine solche Operation auf die Bilanz der SNB auswirken? Es sind zwei Fälle zu unterscheiden: (i) Die SNB bleibt Besitzerin des Staatsfonds oder hat eine Forderung an den Staatsfonds in dessen Höhe und (ii) die SNB hat keine Ansprüche an den Staatsfonds mehr. Fall 1 ist in Abbildung 5 schematisch dargestellt.¹³

¹³ Wir nehmen hier vereinfachend an, dass das Eigenkapital des Staatsfonds aus den Bundesfinanzen stammt. Denkbar wäre auch, dass das die SNB übernimmt, womit ihr Eigenkapital entsprechend schrumpfen würde.

Falls die SNB Besitzerin des Staatsfonds bliebe, würde diese Aktion die Passiven der SNB nicht berühren, aber zu einer anderen Zusammensetzung der Aktiven führen. Ein Teil der Vermögensanlagen würde in den Staatsfonds transferiert und die SNB erhielte dafür einen Schuldschein, also eine Forderung an den Staatsfonds in identischer Höhe. Ändern würde sich aus ökonomischer Sicht die geldpolitische Manövrierfähigkeit der SNB. Anstatt leicht auf liquiden Märkten veräusserbare, diversifizierte Wertpapiere erhielte sie eine nur schwer handelbare Forderung an einen einzelnen Schuldner. Müsste sie etwa eine stark restriktive Geldpolitik verfolgen, wäre sie wegen der ausgelagerten Vermögenswerte nur eingeschränkt handlungsfähig bzw. müsste den Weg über verzinliche SNB-Bills gehen; Vermögenswerte in der Bilanz kann sie jederzeit verkaufen, Forderungen an einen Staatsfonds aber nicht oder nur eingeschränkt.

Abb. 5: Bilanzeffekte der Schaffung eines Staatsfonds aus SNB-Mitteln



Ökonomisch äquivalent wäre eine Kreditvergabe der SNB an einen Staatsfonds (oder an irgendeine andere Stelle); auch hier fände ein entsprechender Aktivtausch statt. Anstatt dass die SNB direkt das Wertpapier transferiert, würde sie in diesem Fall dieses zuerst verkaufen und dann aus den Erträgen einen Kredit vergeben,

für den sie eine weniger gut handelbare Kreditforderung erhielt.¹⁴ Die Effekte auf die Bilanz wären äquivalent zu den in Abbildung 5 dargestellten.

Bleibt der zweite Fall, wenn die SNB alle Ansprüche an den Staatsfonds verliert, also eine «Vollauslagerung» eines Teils der Währungsreserven an den Staatsfonds vorgenommen wird. Aus der Diskussion oben ist die Konsequenz offensichtlich. Dies käme einer ausserordentlichen Ausschüttung wie in Abb. 4 gleich. Die Auslagerung der Vermögenswerte an den Staatsfonds ginge in diesem Falle zu Lasten des Eigenkapitals der SNB.

3.4 Wie gross sind die Ausschüttungen an Bund und Kantone?

Relevant ist natürlich, in welcher Grössenordnung sich die oben angesprochenen Ausschüttungen bewegen; erst wenn die Gewinne eine gewisse Höhe erreichen, werden sie zu einem echten politischen Thema. Sehr hohe Gewinnausschüttungen der SNB sind in ihrer über 100-jährigen Geschichte ein relativ neues Phänomen. Von 1933 bis 1991 wurden neben der minimalen Dividende an die Aktionäre nur ein symbolischer Betrag von 80 Rappen pro Kopf der Bevölkerung an die Kantone ausgerichtet.¹⁵ Vor 1973, also bis zum Ende des fixen Wechselkurssystems von Bretton Woods, bestanden die Aktiven hauptsächlich aus Gold, das ausser Wertänderungen keine Erträge abwirft.

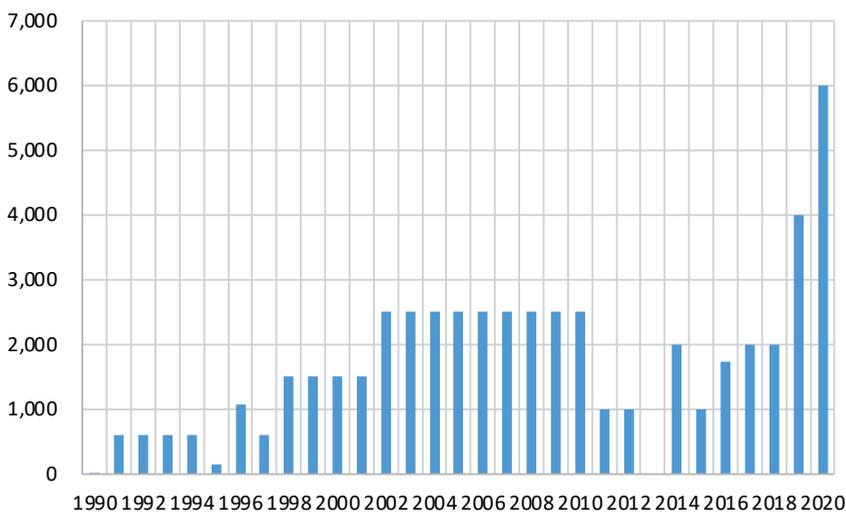
Die höheren Währungsreserven im System flexibler Wechselkurse änderten das grundsätzliche Ertragspotential der SNB. Ab 1991 werden regelmässig Gewinnausschüttungen an Bund und Kantone ausgerichtet. Bis 1997 beliefen sich diese auf CHF 600 Mio. pro Jahr. Ab 1998 überstiegen sie die Milliardengrenze. In den Jahren 1995 und 2013 lag ein zu geringer Bilanzgewinn vor, weshalb die Ausschüttung reduziert oder auf sie verzichtet wurde; im Folgejahr wurde sie aber nachgeholt. Eine grössere Sonderausschüttung der Vergangenheit war der Verkauf von 1'300 Tonnen Gold, das bisher durch die SNB gehalten, aber für die Geldpolitik nicht mehr benötigt wurde. Ausserdem war der gesamte Goldbestand zum historischen Preis des Jahres 1971 von CHF 4'595 pro kg bilanziert. Diese stillen Reserven führten in den 90er Jahren zu einer breiten Diskussion, was mit dem Aufwertungsgewinn und dem «nicht mehr benötigten» Gold passieren sollte. Die aufgeworfene Idee einer Solidaritätsstiftung scheiterte aber in der Volksabstimmung vom Herbst 2002. In der Folge wurden in den

14 Die Einlagen in den Staatsfonds müssten natürlich ebenfalls in Fremdwährung erfolgen, ansonsten würde mit dem Verkauf der Devisen die eingeschlagene Währungspolitik der SNB direkt beeinflusst.

15 Ausgenommen sind die Sonderausschüttungen von insgesamt beträchtlichen CHF 575 Mio. in der Phase des 2. Weltkrieges, die aus Aufwertungen der Goldreserven getätigt wurden. In diesem Rahmen wurden im Jahre 1940 eine Ausschüttung für Kriegskosten sowie im Jahre 1946 eine Zahlung im Rahmen des Washingtoner Abkommens geleistet, siehe Bordo und James (2007), S. 76.

Ausschüttungsjahren 2003 und 2004 die Verkaufserträge mittels zweier Tranchen von CHF 0.4 Mrd. und CHF 21.513 Mrd. an Bund und Kantone ausbezahlt. Wegen der hohen Reserven schüttet die SNB auf Basis einer Zusatzvereinbarung mit dem EFD in den Jahren 2019 und 2020 maximal CHF 4 Mrd. aus. Ende Januar 2021 wurde dieses Maximum ab dem Jahr 2020 auf CHF 6 Mrd. erhöht.

Abb. 6: Gewinnausschüttung der SNB 1990-2020 (in Millionen, CHF)



Hinweis: In den Jahren 2003 und 2004 erfolgte ausserdem eine Sonderausschüttung von 0.4 Mrd. bzw. 21.513 Mrd. aus den Erträgen der Goldreserven. Die totale Ausschüttung für das Jahr 2004 betrug demnach 24.013 Mrd. Die Ausschüttungen erfolgen immer im Folgejahr.

Quelle: Jahresberichte SNB.

4 Wirtschaftspolitische Risiken von hohen Währungsreserven

Die wirtschaftspolitischen Risiken von hohen Währungsreserven liegen auf zwei Ebenen. Einerseits hat die Anlage der Reserven wirtschaftspolitische Konsequenzen. Andererseits wecken die Erträge auf den hohen Währungsreserven politische Begehrlichkeiten.

4.1 Anlage der Währungsreserven – Klumpenrisiko für die ganze Volkswirtschaft?

Die Währungsreserven sind aus durchaus guten Gründen entstanden, um eine zu abrupte Aufwertung des Frankens zu verhindern oder zumindest abzuschwächen. Der Aufwertungsdruck hat viele Ursachen: die Rolle des Frankens als sicherer Hafen, das fehlende Vertrauen in die europäische Währung gerade in der Euro-Krise und nicht zuletzt der andauernde Erfolg der Schweizer Exporteure auf den Weltmärkten. Verbunden mit den Erträgen aus Überschüssen der Vorjahre, hat die Schweiz darum seit vielen Jahren ausserordentlich hohe Überschüsse der Leistungsbilanz.

Über mehrere Jahre lag die Zunahme der Währungsreserven in derselben Grössenordnung wie der Überschuss der Leistungsbilanz, der in den letzten Jahren zwischen 60 und 80 Milliarden pro Jahr schwankte. Um die Aufwertung des Frankens abzuschwächen, hat die SNB also netto den ganzen Leistungsbilanzüberschuss im Ausland angelegt. Die SNB schlüpfte damit, damals sicher notgedrungen, in die Rolle der Anleger. Denn zu diesem Euro- oder Dollarkurs wollten und konnten Privatanleger oder Pensionskassen die Währungsrisiken nicht tragen und legten ihre Ersparnisse vorwiegend im Inland an, wo sie stattdessen z.B. Schweizer Immobilien kauften.

Die Herausforderung aus dieser Entwicklung liegt nun darin, dass eine kleine Gruppe von durchaus qualifizierten Angestellten der SNB Anlageentscheide von immensem Ausmass treffen muss. Das kleine Anlagekomitee muss dies quasi repräsentativ als Treuhänder für die Gesamtbevölkerung tun. Dies wirft mindestens zwei Probleme auf: Erstens muss das Komitee über die Risikopräferenz einer ganzen Volkswirtschaft mitentscheiden und zweitens werden die weitreichenden Entscheide eines solchen Komitees in der politischen Debatte hart diskutiert.

Problem 1: Portfoliostruktur und Risikoprofil der Währungsreserven

In einer Marktwirtschaft treffen im Normalfall viele Einzelanleger – Privatpersonen, Unternehmen, Pensionskassen, aber auch Stiftungen – solche Entscheide. Einzelanleger entscheiden sich, wieviel Risiko sie nehmen wollen und beispielsweise wieviel Aktien sie kaufen wollen. Die SNB legt ebenfalls in ihrer Anlagepolitik fest, welchen Anteil der Bilanz sie beispielsweise in Staatsanleihen, Firmenanleihen oder Aktien investieren will. Solange die Bilanz im Vergleich zu den ganzen Vermögenswerten der Volkswirtschaft relativ klein ist, stellt dies kein weiteres Problem dar. Im jetzigen Zeitpunkt aber beeinflusst die SNB das Anlageportfolio der ganzen Volkswirtschaft wesentlich mit. Nimmt

die SNB weniger Risiken als die Schweizer Durchschnittsanlegerin sind weniger Einkünfte (aber auch weniger Schwankungen) und damit Ausschüttungen an Bund und Kantone zu erwarten, als diese Anlegerin sonst erzielen würde. Vice versa natürlich für den Fall, dass die SNB mehr Risiken eingeht.

Um die Verzerrungen in den nationalen Vermögen möglichst klein zu halten, sollte die SNB in ihrem Anlageportfolio der Struktur der gesamten Haushaltsvermögen folgen. Die SNB sollte also gleich viel in Aktien investieren wie der Durchschnitt der Volkswirtschaft. Die einzige Ausnahme von dieser Anlageneutralität würden wir bei der Liquidität sehen. Falls die resultierende Liquidität für die Erfüllung der Geldpolitik zu niedrig ist, soll die SNB entsprechend einen grösseren Teil des Vermögens in dieser Form halten können. Eine Abweichung vom Prinzip der Anlageneutralität würde implizieren, dass die SNB mit genügend grossem Volumen die Marktrisikoprämien und damit die Anreize für Unternehmertum und Innovation beeinflusst. Die Geldpolitik führender Industrieländer macht dies zu einem gewissen Grad, indem sie mit Quantitative Easing ganz bewusst die Zinsen von langfristigen Anlagen senken wollen, um die Wirtschaft anzukurbeln. Will man dies jedoch verstetigen und darüber hinaus die Preisaufschläge von riskanten Anlagen gezielt beeinflussen¹⁶, handelt man sich aber neue Risiken ein.

Denn gerade auch in der Corona-Krise basierten die Preise von Aktien oder Immobilien darauf, dass ein Käufer mit der tiefen Rendite zufrieden ist, weil er anderswo mit der Anlage auch nicht mehr verdient. Der Hebel von tieferen Zinsen ist gewaltig: Sinkt bei gleichen Mieten der geforderte Kapitalisierungssatz z.B. von 4% auf 3%, nimmt der Wert eines Mehrfamilienhauses um einen Drittel zu. Und je tiefer die geforderte Verzinsung sinkt, desto stärker nimmt die Wertsteigerung zu. Das Hauptproblem ist also die Unsicherheit darüber, was denn eigentlich die «faire» Verzinsung für eine langfristige Investition dieser Art ist. Zentralbanken tragen hier mit den gesunkenen Risikoprämien zumindest Mitverantwortung dafür, dass ihre Geldpolitik zu einer Quelle der Unsicherheit geworden ist. Dieses Problem ist kaum lösbar, solange die Reserven so hoch sind. Wichtig ist sicher, dass man sich dieses Problems bewusst ist und es bei einer möglichen Ausweitung der Währungsreserven in die Kalkulation miteinbezieht.

Problem 2: Auswahl der Einzelanlagen in den Währungsreserven

Auch wenn der Aktienanteil im obigen Sinne richtig gewählt wird, tritt ein zweites Problem auf: In welche Anlagen soll die SNB im Detail investieren? Einzelanlegern steht es frei, bewusst z.B. in Gesundheitsprojekte oder Technologien mit weniger CO₂-Verbrauch zu investieren. Die besten Lösungen setzen sich im freien

¹⁶ Die EZB tat dies in jüngerer Vergangenheit, indem sie bewusst grosse Mengen von Staatsanleihen von Ländern kaufte, deren Marktzinsen besonders hoch waren. Siehe z.B. ECB (2017).

Wettstreit der Ideen im Markt durch. Das SNB-Anlagekomitee hingegen ist genau identifizierbar und gerät darum unter politischen Druck, gewisse Branchen zu meiden oder bei der Anlageauswahl spezifische Ziele zu berücksichtigen. Je nach politischen Präferenzen kann es sich dabei um Green Finance, Diversity, Nachhaltigkeit oder aber auch strategische Industriepolitik handeln.

Wenn wir also ehrlich sind, haben wir gewissermassen bereits einen Staatsfonds, der aber von der SNB selber verwaltet wird. Bis jetzt erlegt sie sich dabei Zurückhaltung auf und investiert wie ein Indexfonds in den Gesamtmarkt. So hat die SNB denn auch namhafte Beteiligungen z.B. in Microsoft und Apple erworben, weil diese Firmen eben eine grosse Marktkapitalisierung aufweisen. Als Einzelpersonen können wir bewusst Einzelbranchen bevorzugen. Die SNB darf dies nicht, sonst wird ihr Entscheid für die ganze Volkswirtschaft zum Klumpenrisiko, weil sie kollektiv aufs falsche Pferd setzen könnte. Ganz zu schweigen vom politischen Druck der Staaten, der entstehen würde, wenn sie im Ausland in «strategischen» Industrien anlegt.

Die im Anhang aufgeführte Liste mit politischen Vorstössen zeigt die Problematik, etwa in Form der Forderung, die Klimaverträglichkeit der SNB-Anlagen zu überprüfen. Und als Beispiel für strategische Industriepolitik kursierten auch schon Ideen, ausländische Häfen zu erwerben.

Lösungsvorschläge für die aufgeworfenen Probleme

Die offene Frage ist natürlich, wie wir mit dieser Situation umgehen können. Es ist leicht gesagt, die Notenbankbilanzen müssten wieder kleiner werden. Die SNB kann ihre Politik jedoch nicht völlig unabhängig von der EZB und dem Fed betreiben, wo der Trend, wie erwähnt, in die andere Richtung geht.

Erstens sind die hohen Währungsreserven dem anhaltenden Aufwertungsdruck geschuldet. Es braucht also mehr Vertrauen, auch im Ausland zu investieren. Institutionelle Beschränkungen für Pensionskassen, einen hohen Anteil im Inland zu investieren, sollten fallen. Oftmals wird der existierende Spielraum aber ohnehin gar nicht ausgenutzt. Ein gewisser Anteil an internationalen Anlagen wären für die Anlagerendite und auch die Risikodiversifikation langfristig besser.

Zweitens muss die SNB dem politischen Druck widerstehen, in der Anlage der Währungsreserven zu fest von einer marktneutralen Strategie (also deckungsgleich zum Gesamtmarkt zu investieren) abzuweichen. Tut sie dies, würde sie mit ihrer Geldpolitik beginnen, wirtschaftspolitische Entscheide zu treffen, die eigentlich gewählten Volksvertretern vorbehalten sind. Die SNB hat bereits

gewisse Ausnahmeregelungen zur Anlage,¹⁷ diese sind aber konzeptionell nicht ganz stringent, weil sie eben von der Marktneutralität abweichen und die Frage aufwerfen, wo dann die Grenze gezogen wird. Argumentiert wird vage mit einem gesellschaftlichen Konsens.¹⁸ Entwicklungs- oder klimapolitische Ziele müssen im normalen demokratischen Prozess diskutiert und wie jede Staatsaufgabe im Sinne der Kostenwahrheit über den normalen Staatshaushalt finanziert werden. Es ist nicht nur so, dass die SNB keine demokratische Legimitation hat, hier aktiv tätig zu werden; es ist auch aus Sicht einer effizienten Wirtschafts- und Finanzpolitik nicht wünschbar. Wenn Massnahmen zur Erreichung gewisser politischer Ziele scheinbar nichts kosten (weil sie von der SNB und nicht über Steuern finanziert werden), führt das zu problematischen und kostspieligen Verzerrungen von Ausgabeentscheiden der Politik.

Weil – wie unser Titel anspricht – die Nebensache Währungsreserven zur politischen Hauptsache geworden ist, genügt drittens die Standardkommunikation der SNB nicht mehr. Sie muss der Öffentlichkeit mehr erklären, wie sie zur Höhe ihrer Währungsreserven steht und warum sie diese Gelder marktneutral anlegt. Das gehört wie oben beschrieben zum Mandat der SNB, die Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen. Ihre Anlagen dürfen nicht Marktpreise verzerren oder politische Entscheide vorwegnehmen. Es fehlen nachvollziehbare ökonomische Argumente, dass die Schweiz mit einer aktiven Anlagepolitik eine angebliche strategische, ethische oder ökologische Überrendite erzielen könne. Dieser falschen Erwartungshaltung ist auch in der politischen Arena mit Nachdruck entgegenzutreten.

4.2 Gewinnausschüttung möglichst weit von der Tagespolitik entfernt halten

Wie wir in Abschnitt 3.4 gesehen haben, sind die Gewinnausschüttungen gestiegen und mit den hohen Währungsreserven sind noch höhere Ausschüttungen mittelfristig möglich. Das ist zwar positiv für die Staatsfinanzen, stellt aber eine Herausforderung für die Geldpolitik dar. Besonders gefährlich wird es dann, wenn sich hohe Ausschüttungen so verstetigen, dass eine fixe Ausschüttungserwartung im schlimmsten Fall noch für eine konkrete Aufgabe entsteht. Denn wenn die SNB am Devisenmarkt interveniert, kann sie nicht gleichzeitig auch noch die Erträge beispielsweise für die AHV im Blick haben.

17 Seit 2013 werden Anlagen von Firmen ausgeschlossen, die u.a. «Umweltschäden» verursachen. Seit Dezember 2020 wird auch die Kohlebranche ausgeschlossen. Siehe SNB (2020).

18 Die EZB begründet eine Präferenz für Anlagen in Klimaprojekte mit den ökonomischen Risiken des Klimawandels. Das ist ökonomisch stringenter, weil es zumindest im Grundsatz empirisch überprüfbar ist. Die EZB-Präsidentin Christine Lagarde schlägt kontroverserweise bereits vor, vom Prinzip der Marktneutralität abzuweichen; siehe ECB (2021).

Eine zu hohe Ausschüttungserwartung engt damit den Spielraum der SNB ein. Angenommen, sie will die Währungsreserven aus geldpolitischen Gründen in Zukunft zurückfahren, reduzieren sich auch die Erträge daraus. Eine verstetigte Ausschüttung an ein Sozialwerk sendet damit ein fatales geldpolitisches Signal, dürften doch dann die Währungsreserven womöglich gar nicht zu weit fallen, weil sonst die Ausschüttungen in Gefahr wären. Noch problematischer wäre, wenn die SNB am Schluss systematisch zur Finanzierung von Staatsschulden herangezogen würde, dann nähme die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik grossen Schaden. Es stellen sich also zwei Fragen. Erstens, wieviel soll die SNB auszahlen und zweitens in welcher Art soll die Ausschüttung erfolgen?

Wenden wir uns zunächst der ersten Frage nach der Ausschüttungshöhe zu. Die SNB ist keine Geschäftsbank und kann nicht Konkurs gehen, wie sie selber mehrfach betont hat. Allerdings würde ein negatives Eigenkapital implizieren, dass die NBGM nur ungenügend durch Aktiven gedeckt wäre, was der Glaubwürdigkeit der Währung sicher abträglich wäre. Ohnehin ist die SNB Teil der öffentlichen Hand, weil ihre Gewinne immer Bund und Kantonen zu Gute kommen. Eine sehr hohe Ausschüttung heute führt damit zu tieferem Ausschüttungspotential morgen und geht folglich auf Kosten der kommenden Generationen. Es macht damit stabilitätspolitisch und von der Generationengerechtigkeit her Sinn, dass die Ausschüttungshöhe moderat bleibt, so dass die SNB im Verhältnis zur Bilanzgrösse genügend Eigenkapital aufweisen kann. Vom Generationsausgleich abgesehen gibt es kein ökonomisches Optimum für die genaue Höhe. Wir schlagen vor, einen nicht allzu hohen Fixbetrag (z.B. CHF 4 Mrd.) und einen ex ante festgelegten Prozentsatz des ggf. darüberhinausgehenden SNB-Gewinnes auszuzahlen. Dies gibt Bund und Kantonen eine gewisse Planungssicherheit, und macht nicht abhängig von sehr hohen Ausschüttungen, da diese variabel abhängig von den SNB-Gewinnen erfolgen.

Wie soll aber die SNB mehr auszahlen, um uns der zweiten Frage zu widmen, ohne breiten wirtschaftspolitischen Flurschaden anzurichten und ohne auf Dauer von der Politik an ein überhöhtes Ausschüttungsniveau gebunden zu werden, das geldpolitisch auf lange Frist nicht haltbar wäre? Das Problem der hohen Ausschüttungen fusst wie oben dargelegt darauf, dass gut organisierte Interessengruppen ihre Einzelforderungen leicht als gratis darstellen können. Abzulehnen sind auch einmalige Sonderausschüttungen z. B. wegen der Covid-19-Krise. Die Einmaligkeit geht im politischen Prozess rasch vergessen und kommende Sonderzahlungen z.B. wegen einer starken Wirtschaftskrise oder einer Krise der Sozialwerke wären vorprogrammiert. Damit würde die Glaubwürdigkeit von regelbasierten Ausschüttungen untergraben.

Die Ausschüttung muss daher an eine möglichst breite Gruppe gehen, die im politischen Prozess nicht instrumentalisierbar ist. Eine Möglichkeit ist, bei der heutigen Regelung zu bleiben, die Mittel ohne jede Zweckbindung in die allgemeine Bundeskasse und an die Kantone fliessen zu lassen.¹⁹ Falls dies wegen politischem Druck immer schwieriger würde, wäre eine möglicherweise noch weniger manipulierbare Version denkbar, indem man direkt an die Steuerzahler ausschüttet. Die Währungsreserven sind ja aufgrund der Bemühungen entstanden, den Franken nicht zu stark aufwerten zu lassen. Netto hat also die SNB - statt Privatunternehmen oder Einzelpersonen - einen wesentlichen Teil des Schweizer Leistungsbilanzüberschusses im Ausland investiert. Die SNB ist ein Teil der öffentlichen Hand. Das Ausschüttungspotential der SNB reduziert die Steuerlast, weil Staatsausgaben auch teilweise über SNB-Ausschüttungen finanziert werden. Eine Ausschüttung direkt an die steuerzahlenden Haushalte und Firmen wäre darum verteilungsneutral; das ist die breiteste mögliche Gruppe und man verhindert so, dass Partikularinteressen bedient werden. Ein Mehrausschüttung könnte folgendermassen ausgestaltet werden: Auf den Mehrwertsteuern oder einfacher auf den Einkommens- und Gewinnsteuern wird ex post aufgrund der Ausschüttung ein Steuerrabatt gewährt, der aus Konjunkturgründen über mehrere Jahre verteilt sein sollte. Dank dem Steuerrabatt würden die Erträge aus dem SNB-Vermögen so teilweise direkt in die Privatwirtschaft zurückfliessen. Alternativ oder in Kombination ist auch eine Prokopfausschüttung an alle Einwohner denkbar, womit die Auszahlungen möglichst weit von konkreten (wirtschafts-) politischen Anliegen zu liegen kämen. Diese wäre im Vergleich zur jetzigen Ausschüttung an Bund und Kantone egalitärer, was den Spielraum für Senkungen der Steuerprogression und damit Abbau von Verzerrungen ermöglichen würde. Das Wirtschaftswachstum dank der verminderten Steuerlast oder -progression dürfte eine Rückführung der angewachsenen Staatsschuld erleichtern, allerdings ohne toxische Nebenwirkungen für eine verlässliche Wirtschaftspolitik und ohne die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik in Frage zu stellen.

Zusammengefasst: Die hohen Reserven und die jüngsten Sonderausschüttungen der SNB haben schon jetzt den Effekt, dass kurzzeitig politische Wünsche aller Art quasi gratis finanzierbar scheinen. Welche Bereiche besonders förderungswürdig erscheinen, wechseln aber selbstredend im Verlaufe der Zeit. Erhöhen sich nun die Ausschüttungen der SNB, liegt es für die Politik nahe, eine Zweckbindung für eine bestimmte Interessengruppe zu fordern, weil dies im jährlichen Budgetprozess weniger angreifbar sind und man das Geld ja scheinbar niemand anderem wegnehmen muss. Dies führt aber nur zu weiteren Begehrlichkeiten und letztlich dazu, dass schlechte Ideen im politischen Prozess weniger aussortiert

19 Dies hätte auch den stabilisierungspolitischen Vorteil, dass die SNB für die Ausschüttungen nicht indirekt prozyklische Konjunkturpolitik betreibt. Zumindest im Falle des Bundes gilt die Schuldenbremse, so dass höhere SNB-Ausschüttungen nicht in der Hochkonjunktur zu tieferen Steuern oder höheren Staatsausgaben führen.

werden. Ein solcher Teufelskreis eines politischen «Rent-Seeking» kann nicht im Interesse der Schweiz sein.

5 Schlussfolgerungen

Der massive Anstieg der Währungsreserven im vergangenen Jahrzehnt hat die Anlage- und Ausschüttungspolitik der SNB zunehmend in den Fokus politischen und medialen Interesses gerückt. An sich eine Nebensache der Geldpolitik, ist das wegen geldpolitisch motivierter Aktionen inzwischen enorm angewachsene Vermögen der SNB zunehmend ins Schaufenster gerückt. Das stellt die SNB insbesondere in ihrer Kommunikation zunehmend vor Herausforderungen.

Vor dem Hintergrund des Ziels einer möglichst wohlfahrtssteigernden Wirtschaftspolitik bereitet die mit dieser Entwicklung einhergehende zunehmende Politisierung der Geldpolitik Sorgen. Die SNB kann ihre wichtigen Beiträge zu stabilen und effizienten wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen nur effektiv leisten, wenn sie sich mit ihrem beschränkten Instrumentarium auf das durch die Verfassung vorgegebene Ziel der Preisstabilität unter Berücksichtigung einer ausgeglichenen konjunkturellen Entwicklung konzentrieren kann. Verlangt die Politik von der SNB noch zusätzliche Ziele zu verfolgen, so beeinträchtigt das ihre Effektivität in ihren Kernaufgaben. Vor diesem Hintergrund sollte alles unternommen werden, damit die enorm gewachsenen Devisenreserven nicht zu einer teuren Unterminierung der politischen Unabhängigkeit der SNB führen.

Am einfachsten wäre natürlich eine Rückführung der Devisenbestände auf ein wesentlich tieferes Niveau; das ist aber aus geldpolitischen Gründen in naher Zukunft kaum realistisch. Es gilt also auf absehbare Zukunft Wege zu finden, wie man das weiterhin massiv hohe SNB-Vermögen möglichst weitgehend vor übermässiger politischer Einflussnahme schützen kann. Auf Basis unserer Überlegungen sehen wir hier drei Ansatzpunkte, zwei zu den Ausschüttungen und einen zur Anlagepolitik:

- Beharren auf einer Gewinnausschüttung strikt ohne Zweckbindung
- Klare Regeln für Erhöhungen der Gewinnausschüttungen
- Stringente Begründung der Anlagepolitik

Erstens sollte strikt daran festgehalten werden, die Gewinne der SNB nicht mit irgendwelchen konkreten staatlichen Ausgaben zu verknüpfen. Sie sollten wie bisher in die allgemeinen Bundes- und Kantonskassen gehen. Will man hier

etwas anpassen, um die Ausschüttungen noch stärker von politischen Entscheiden entfernt zu halten, dann könnte man die Gewinne auch direkt an die Steuerzahler verteilen, in Form von Steuerrabatten, was im Vergleich zum jetzigen System verteilungsneutral wäre. Egalitärer wäre eine Prokopfausschüttung, was den Spielraum für Steuerreformen erhöhen würde.

Angesichts der gigantischen Vermögenswerte gilt es zweitens zu akzeptieren, dass das Gewinnpotential in absehbarer Zukunft viel höher sein wird als zuvor. Der bisher vereinbarte jährliche Ausschüttungsbetrag von CHF 2 Milliarden ist kaum mehr politisch akzeptiert. Idealerweise würde man einen ex ante festgelegten Prozentsatz des SNB-Gewinnes auszahlen. Da dies Bund und Kantonen möglicherweise zu wenig Planungssicherheit gibt, ist eine Kombination sinnvoll: Jedes Jahr wird fix mindestens ein zuvor festgelegter Betrag (z.B. CHF 4 Milliarden)²⁰ ausbezahlt und dazu kommt ein ebenfalls ex ante festgelegter Prozentsatz des darüber hinaus gehenden Gewinnes des entsprechenden Jahres. Die jüngst vereinbarte Gewinnausschüttungsregel (SNB, 2021) für die Jahre 2020-2025 ist von der Philosophie her nahe der hier angedachten Version.²¹

Drittens sollte angesichts des grossen Vermögens die SNB klarer als bisher erläutern, nach welchen Kriterien sie ihre Anlagen tätigt. Dabei gilt es proaktiv zu betonen, dass es aus den in diesem Beitrag erläuterten Gründen im Interesse der Bevölkerung und darum volkswirtschaftlich angezeigt ist, das Vermögen möglichst deckungsgleich zum Gesamtmarkt anzulegen; damit nimmt die SNB ihre Rolle als sozusagen treuhänderischer Verwahrer eines substantiellen Teils des Volksvermögens ein, das als unbeabsichtigter Nebeneffekt bei der Verfolgung ihrer geldpolitischen Ziele entstanden ist.

Literaturverzeichnis

- BALTENSPERGER, ERNST und JORDAN, THOMAS (1998), Seigniorage und Notenbankgewinn, *SNB-Quartalsheft* 4/1998, 42-51 (www.snb.ch/de/mmr/reference/quartbul_1998_4/source/quartbul_1998_4.de.pdf).
- BLANCHARD, OLIVIER und GALÍ, JORDI (2007), Real wage rigidities and the New Keynesian model, *Journal of Money, Credit and Banking* 39 (1): 35–65.

20 Diese fixe Komponente müsste natürlich angepasst werden, wenn sich die Länge der SNB-Bilanz signifikant verändert; das sollte aber kaum allzu oft der Fall sein, so dass eine gewisse Planungssicherheit bleibt.

21 Konkret vorgesehen ist hier eine fixe Komponente von CHF 2 Mrd. Ausschüttung (sofern ein Bilanzgewinn von mindestens CHF 2 Mrd. ausgewiesen wird) und dazu kommen vier mögliche Zusatzausschüttungen von maximal CHF 4 Mrd., abhängig von der Höhe des Gewinnes; für das Jahr 2020 wird der Maximalbetrag von CHF 6 Mrd. ausgeschüttet.

- BORDO, MICHAEL und JAMES, HAROLD (2007), Die Nationalbank 1907-1946: Glückliche Kindheit oder schwierige Jugend? In: SNB (Hrsg.) *Die Schweizerische Nationalbank 1907 – 2007*, NZZ Libro.
- CAGAN, PHILIPP (1956), The monetary dynamics of hyperinflation, in Milton Friedman (Hrsg.) *Studies in the Quantity Theory of Money*, 25-117. Chicago: University of Chicago Press.
- DRAZEN, ALLAN (1985), A general measure of inflation tax revenues, *Economics Letters* 17, 327–330.
- ECB (2017), Impact of the ECB's non-standard measures on financing conditions: taking stock of recent evidence, Economic Bulletin, Issue 2.
- ECB (2021), Climate change and central banking, Keynote Speech by Christine Lagarde (www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210125~f87e826ca5.en.html).
- FÖLLMI, RETO und SCHNELL, FABIAN (2016), Wieviel darf der Franken-Schock kosten? Neue Zürcher Zeitung, 28.07.16.
- KAUFMANN, DANIEL (2021), Some implications of the new agreement on the distribution of SNB profits, IRENE Policy Report 21-01.
- KYDLAND, FINN E. und PRESCOTT, EDWARD C. (1977), Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans, *Journal of Political Economy* 85, 473–491.
- NEUMANN, MANFRED (1992), Seigniorage in the United States: How much does the U.S. government make from money production? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 74, 29-40.
- NIEPELT, DIRK (2020), Monetäre Staatsfinanzierung und ihre Folgen, Die Volkswirtschaft (<https://dievolkswirtschaft.ch/de/2020/07/monetaere-staatsfinanzierung-und-ihre-folgen>).
- SNB (2020), Einleitende Bemerkungen, Mediengespräch Thomas Jordan vom 17.12.20, S. 4 (www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20201217_tjn/source/ref_20201217_tjn.de.pdf).
- SNB (2021), EFD und SNB schliessen neue Vereinbarung über die Gewinnausschüttung der SNB ab (www.snb.ch/de/mmr/reference/pre_20210129/source/pre_20210129.de.pdf).

Anhang: SNB-relevante parlamentarische Vorstösse seit 2014

Die Tabelle nennt alle parlamentarischen Vorstösse seit 2014, die sich im weiteren Sinne mit der SNB beschäftigen und gibt einige Informationen dazu. Die Einteilung nach Themengebiet (letzte Spalte) zeigt die überragende politische Bedeutung der beiden Themen Ausschüttung und Anlagepolitik, die im Fokus dieses Beitrags stehen.

Name	Eingereicht am	Stand	Art	Kurzbeschreibung	Eingereicht von	Themengebiet
SNB investiert in nukleare Energie trotz klarer Willensäusserung der Schweizer Bevölkerung. Warum?	20.09.21	Erledigt	Fragestunde	Fragen zu Anlagestrategie in Hinsicht zu Kohle und nuklearer Energie	Munz, Martina	Anlagepolitik
Transparenz im Wahlverfahren für den Bankrat der SNB	16.06.2021	Erledigt	Interpellation	Fragen zur Transparenz des Wahlverfahrens des SNB-Bankrats	Regazzi, Fabio	Wahlverfahren
Zusatzausschüttungen der SNB dem Amortisationskonto gutschreiben	18.05.2021	Erledigt	Motion	Zusatzauschüttungen sollen als ausserordentliche Einnahmen dem Amortisationskonto gutgeschrieben werden	Finanzkommission SR	Ausschüttung
Anwendung der neuen NGFS-Empfehlungen durch die SNB und die FINMA	18.03.2021	Erledigt	Interpellation	Fragen zur Zusammenarbeit der SNB und FINMA mit dem «Network for Greening the Financial System» (NGFS)	Widmer, Céline	Anlagepolitik
Neue Reservenbildung der SNB gefährdet Gewinnausschüttung an Bund und Kantone.	18.03.2021	Erledigt	Interpellation	Fragen zur Gefährdung der Gewinnausschüttung aufgrund der aktuellen Zuteilungsregel	Widmer, Céline	Ausschüttung
Sorgfaltspflicht und «Marktneutralität» der SNB bei der Berücksichtigung von Klimarisiken im Anlageportfolio	18.03.2021	Im Rat noch nicht behandelt	Interpellation	Frage zur Berücksichtigung von Klimarisiken im Anleihenportfolio	Badran, Jacqueline	Anlagepolitik
Berücksichtigung von Umweltrisiken durch SNB und FINMA in internationalen Gremien	09.12.2020	Erledigt	Fragestunde	SNB und FINMA sollen sich in internationalen Gremien proaktiv für die Berücksichtigung von Umweltrisiken einsetzen	Pult, Jon	Anlagepolitik
Negativzinsen der Schweizerischen Nationalbank bei Schweizer Sparern und Sozialwerken aufheben	02.12.2020	Erledigt	Fragestunde	Keine Negativzinsen für Sparer, AHV und BVG	Schläpfer, Therese	Negativzins
Umweltbezogene Anlagerichtlinien der SNB. Diamondback Energy und Klimakrise	30.10.2020	Im Rat noch nicht behandelt	Interpellation	Anlage der SNB in umweltschädigende Firmen vereinbar mit Anlage-Richtlinien?	Badran, Jacqueline	Anlagepolitik

Name	Eingereicht am	Stand	Art	Kurzbeschreibung	Eingereicht von	Themengebiet
Marktneutralität der Aktienanlagen der SNB und Klimarisiken	30.10.2020	Im Rat noch nicht behandelt	Interpellation	Fragen zu Anlagestrategie in Hinsicht zu Marktneutralität und Klimarisiken	Badran, Jacqueline	Anlagepolitik
Erträge aus Negativzinsen der Schweizerischen Nationalbank gehen an die Altersvorsorge	19.09.2020	Erledigt	Parlamentarische Initiative	Artikel 99 Absatz 4 der Bundesverfassung, der die Verwendung des Reingewinns der Schweizerischen Nationalbank (SNB) regelt, ist so zu ändern, dass die Erträge aus Negativzinsen gesondert erfasst werden, nicht dem Reingewinn zugeschlagen werden und stattdessen voll der eidgenössischen Altersvorsorge zukommen.	Reimann, Maximilian	Ausschüttung
Kleinsparer vor Negativzinsen schützen	12.09.2020	Erledigt	Interpellation	Wird der Bundesrat Massnahmen ergreifen sobald Negativzinsen an Kleinsparer weitergegeben werden?	Müller, Leo	Negativzins
Gewinne aus den Direktinvestitionen der SNB zurück an die Schweizer Bevölkerung	20.08.2020	Vorprüfung – Behandelt vom Ständerat	Standesinitiative	Erträge aus Negativzinsen an Klimafonds	Kanton Jura	Ausschüttung
Demokratisch nicht kontrolliertes Unterstützungsangebot der SNB für multinationale Unternehmen. Weiss der Bundesrat davon, und akzeptiert er die damit verbundenen Risiken?	19.06.2020	Erledigt	Interpellation	Anlagepolitik der SNB bei Kauf von Anleihen/ Aktien multinationaler Unternehmen: Risiko für SNB und welche Unternehmen sind dies?	Bendahan, Samuel	Anlagepolitik
Schulden ärmerer Länder bei Schweizer Gläubigern. Beträge und Perspektiven	19.06.2020	Im Rat noch nicht behandelt	Interpellation	Ist (unter anderem) die SNB Gläubiger von ärmeren Staaten und könnten diese Staatsschulden erlassen werden?	Prezioso Batou, Stefania	Anlagepolitik
Welche Gewinne der Nationalbank sind eigentlich "verfügbar"?	18.06.2020	Erledigt	Interpellation	7 Fragen zu Inflationsrisiken, Ausschüttungshöhe, Zweckbindung, etc)	Bischof, Pirmin	Ausschüttung
Obere Grenze für den Erwerb von Aktiven durch die Nationalbank?	18.06.2020	Erledigt	Interpellation	Verschiedene Fragen zur Anlagepolitik und Risiken, sowie die Frage, ob man der SNB nicht erlauben könnte, an öffentliche Körperschaften und Haushalten Notenbankgeld schuldenfrei zu verteilen.	Brélaz, Daniel	Anlagepolitik

Name	Eingereicht am	Stand	Art	Kurzbeschreibung	Eingereicht von	Themengebiet
Gewinne aus den Negativzinsen in der beruflichen Vorsorge gehören den Versicherten	17.06.2020	Im Rat noch nicht behandelt	Motion	Jährlich 500 Millionen Schweizer Franken aus der Gewinnausschüttung der SNB an den Bund dem Sicherheitsfonds BVG zuzuführen.	Müller, Damian	Ausschüttung
Ist die Schweizerische Nationalbank an das Pariser Klimaabkommen gebunden?	17.06.2020	Im Rat noch nicht behandelt	Interpellation	Fragen im Zusammenhang von Anlagepolitik und Einhaltung des Klimaabkommens	Fischer, Roland	Anlagepolitik
Anlageentscheide der SNB müssen in der Schweiz getroffen werden	15.06.2020	Im Rat noch nicht behandelt	Motion	Einsetzung von Ethikkommission, welche Anlagen nach ethischen Kriterien ausschliessen kann und das Stimmrecht von Aktien der SNB ausüben kann	Hurni, Baptiste	Anlagepolitik
Unterstützung von Grossunternehmen mit Sitz in der Schweiz durch die Schweizerische Nationalbank	10.06.2020	Erledigt	Fragestunde	Gezielter Ankauf der SNB von Anleihen von Schweizer Unternehmen um Liquidität zu gewährleisten.	Bendahan, Samuel	Anlagepolitik
Muss die Schweizerische Nationalbank mit dem Geld unseres Landes das Kiffen unterstützen?	09.06.2020	Erledigt	Fragestunde	Beteiligung von SNB an Unternehmen, die auf Cannabis spezialisiert sind, vereinbar mit Gesetz?	Addor, Jean-Luc	Anlagepolitik
Gewinne der Schweizerischen Nationalbank aus den Straf- respektive Negativzinsen der AHV zuweisen	11.05.2020	Im Rat noch nicht behandelt	Parlamentarische Initiative	Die Erträge der Schweizerischen Nationalbank aus Negativzinsen sind gesondert zu erfassen, nicht dem Reingewinn zuzuschlagen und stattdessen ausschliesslich und vollumfänglich der AHV zuzuweisen.	Kommis-sion für Wirtschaft und Abgaben NR	Ausschüttung
Ausschüttungsreserven und Eigenkapital der SNB	06.05.2020	Erledigt	Interpellation	Frage zum Zusammenhang von Eigenkapital und Höhe der Ausschüttungen	Bréaz, Daniel	Ausschüttung
Covid-19. Wer übernimmt die Kosten der gesundheitlichen, sozialen und wirtschaftlichen Krise, die die Pandemie verursacht hat?	06.05.2020	Im Rat noch nicht behandelt	Interpellation	Ist es denkbar, einen Teil der Gewinne der Schweizerischen Nationalbank zur Deckung des Defizits zu verwenden?	Prezioso Batou, Stefania	Ausschüttung

Name	Eingereicht am	Stand	Art	Kurzbeschreibung	Eingereicht von	Themengebiet
Wege, die die SNB in der Covid-19-Krise beschreiten könnte	06.05.2020	Im Rat noch nicht behandelt	Postulat	Der Bundesrat wird beauftragt, in Zusammenarbeit mit der Schweizerischen Nationalbank (SNB) und den Kantonen zu prüfen, welche Möglichkeiten die SNB hat, mit einer ausserordentlichen Finanzintervention zur Bewältigung der Covid-19-Krise beizutragen.	Grüne Fraktion	Ausschüttung
Errichtung eines souveränen Staatsfonds zur Stabilisierung und Stärkung der Wirtschaft	06.05.2020	Im Rat noch nicht behandelt	Motion	Vom Bundeshaushalt unabhängiger gemeinwohl- und ertragsorientierter Fonds mit Zugang zu SNB-Krediten	Rieder, Beat	Staatsfonds
Buchführung der SNB	05.05.2020	Im Rat noch nicht behandelt	Interpellation	Frage zur Verwendung der Reserve der Gewinnausschüttungen für Ausgleich von Währungsschwankungen	Andrey, Gerhard	Ausschüttung
Welche Funktion haben die Ausschüttungsreserven in der Bilanz der SNB?	04.05.2020	Im Rat noch nicht behandelt	Motion	Änderung der Bezeichnung "Ausschüttungsreserve" oder daraus Reserve machen, die vollständig an Bund und Kantone bezahlt wird	Feller, Olivier	Ausschüttung
Gewinnausschüttungen der SNB an den Bund. Der für das Geschäftsjahr 2019 zusätzlich ausgeschüttete Betrag soll zur Bewältigung der Corona-Krise eingesetzt werden	12.03.2020	Erlедigt	Interpellation	Ausschüttungen der SNB 2019 an den Bund sollen vollauf zur Deckung der Kosten, die das Coronavirus verursacht, eingesetzt werden.	Feller, Olivier	Ausschüttung
Welche Investitionen tätigt die SNB genau?	12.03.2020	Im Rat noch nicht behandelt	Interpellation	Frage nach Arten von Anlagen in der Bilanz der SNB und mehr Transparenz	Hurni, Baptiste	Anlagepolitik
Nachhaltigkeitsziele für die Schweizerische Nationalbank	24.02.2020	Angenommen	Postulat	Der Bundesrat wird beauftragt, einen Bericht zu verfassen und aufzuzeigen, wie die Nationalbank den Bund bei der Erreichung seiner Nachhaltigkeitsziele unterstützen kann, und welche proaktive Rolle sie in der Koordination von Klimamassnahmen im Finanzsektor einnehmen kann.	Kommis-sion für Wirtschaft und Abgaben NR	Anlagepolitik
Stand und Risiken klimaschädlicher Anlagen im SNB-Portfolio	20.12.2019	Im Rat noch nicht behandelt	Interpellation	Fragen zur Anlagepolitik und CO2-Emissionen von Unternehmen in den Büchern der SNB	Widmer, Céline	Anlagepolitik

Name	Eingereicht am	Stand	Art	Kurzbeschreibung	Eingereicht von	Themengebiet
Schweizerische Nationalbank. Mehr Gewinn an den Bund und die Kantone ausschütten	24.09.2019	Erledigt	Interpellation	Frage, warum nicht der Anteil der Ausschüttungen am Gewinn sinkt und ob eine Anpassung angestrebt wird	Quadri, Lorenzo	Ausschüttung
Finanzierung von Massnahmen zur (Wieder-)Eingliederung von über 50-Jährigen und von jungen Leuten in den Arbeitsmarkt	22.03.2019	Erledigt	Parlamentarische Initiative	Zweckbindung eines Teils der Ausschüttung für Weiterbildung und Eingliederung von Ü50-Arbeitslosen	Somma-ruga Carlo/Reynard, Mathias	Ausschüttung
SNB. Gewinnverteilung an die Realität der Zahlen anpassen	20.03.2019	Erledigt	Postulat	Höhere Ausschüttungen der SNB an Bund und Kantone aufgrund der hohen Gewinne	Addor, Jean-Luc	Ausschüttung
Betreibt die Schweizerische Nationalbank eine klimafreundliche Anlagepolitik?	11.03.2019	Erledigt	Fragestunde	Ist die SNB an Ölkonzernen, Kohlekraftwerken etc. beteiligt und falls ja, wie ist dies mit der Anlagepolitik der SNB keine gravierenden Umweltschäden zu verursachen vereinbar?	Chevalley, Isabelle	Anlagepolitik
Negativzinsen der SNB in die AHV	14.12.2018	Erledigt	Motion	Der Bundesrat wird beauftragt, die Grundlagen der Gewinnverteilung zwischen Bund und Kantonen und der SNB so zu ändern, dass die von der Nationalbank erhobenen Negativzinsen vollumfänglich, zulasten des Bundesanteils am SNB-Gewinn, in die AHV fliessen.	Heer, Alfred	Ausschüttung
Könnte oder sollte die SNB die klimabedingten Risiken nicht mit einbeziehen?	14.12.2018	Erledigt	Interpellation	Fragen zur Anlagepolitik in Bezug auf klimabedingte Risiken	Thorens Goumaz, Adèle	Anlagepolitik
Wie beurteilt der Bundesrat die volkswirtschaftlichen Konsequenzen der SNB-Billiggedpolitik?	06.12.2018	Erledigt	Interpellation	Fragen zur Ausweitung der Bilanz und unter anderem die dazugehörigen Risiken und die Folgen der Eingriffe der SNB in die Marktwirtschaft beim Kauf von Aktienportfolios	Reimann, Lukas	Anlagepolitik
AHV-Finanzierung durch die Schweizerische Nationalbank	26.11.2018	Erledigt	Parlamentarische Initiative	Es sind die notwendigen gesetzlichen Grundlagen zu schaffen, damit die Hälfte des Eigenkapitalzuwachses der Schweizerischen Nationalbank (SNB) seit dem 31. Dezember 2007 einmal der AHV überwiesen wird.	Matter, Thomas	Ausschüttung

Name	Eingereicht am	Stand	Art	Kurzbeschreibung	Eingereicht von	Themengebiet
Die SNB soll Mitverantwortung für den Klimaschutz übernehmen und für die diesbezügliche Finanzmarktstabilität sorgen	27.09.2018	Erledigt	Motion	Der Bundesrat ist aufgefordert, die gesetzlichen Grundlagen so anzupassen, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) eine Finanzsystem-Stabilitätspolitik und Anlagepolitik verfolgt, die kohärent ist mit den Zielen des Pariser Klimaschutz-Abkommens.	Badran, Jacqueline	Klima
Treuhänderische Pflicht der Nationalbank	15.06.2018	Erledigt	Interpellation	Frage, ob die SNB ihren treuhänderischen Pflichten nachkommt, wenn Klimarisiken bei Investitionsentscheiden nicht genügend beachtet würden?	Jans, Beat	Anlagepolitik
Der Bundesrat wird beauftragt zu prüfen, welche Voraussetzungen gegeben sein müssen, damit die Schweizerische Nationalbank Konten für Privatkundinnen und -kunden führen kann.	14.06.2018	Erledigt	Postulat	Der Bundesrat wird beauftragt zu prüfen, welche Voraussetzungen gegeben sein müssen, damit die Schweizerische Nationalbank Konten für Privatkundinnen und -kunden führen kann.	Leuteneg-ger-Ober-holzer, Susanne	Privatkonten
Ist die Verteilung des Gewinns der Schweizerischen Nationalbank verfassungskonform?	16.03.2018	Erledigt	Interpellation	Frage, ob Verteilung des Gewinns der SNB verfassungskonform sei (Knackpunkt Währungsreserven).	Addor, Jean-Luc	Ausschüttung
Negativzins-Milliarden der SNB sind Volksvermögen	08.03.2018	Erledigt	Interpellation	Rückzahlung der Gewinne an Bevölkerung/AHV	Keller, Peter	Ausschüttung
Schluss mit der Stop-and-go-Politik in der Finanzplanung. Neuer Finanzierungsmodus für die ETH	29.09.2017	Erledigt	Interpellation	Unter anderem die Frage, ob die ETH auch mit den Gewinnen der SNB finanziert werden könnte	Fathi, Derder	Ausschüttung
Für eine gerechte Verwendung der überflüssigen Reserven der SNB	28.09.2017	Erledigt	Interpellation	Fragen zur Höhe von SNB Reserven und ob diese nicht ausgeschüttet werden müssten.	Sommaru-ga Carlo	Ausschüttung
Verwendung des Bundesanteils am Bilanzgewinn der Nationalbank für die zusätzliche Finanzierung des BFI-Bereichs	27.09.2017	Erledigt	Motion	Der Bundesrat wird beauftragt, den Teil des Bilanzgewinns der Nationalbank zusätzlich zu den separat mit der BFI-Botschaft zu beschliessenden Mitteln vollumfänglich dem BFI-Bereich zukommen zu lassen.	Eymann, Christoph	Ausschüttung
Schweizer Staatsfonds aus den Reserven der Nationalbank	16.06.2017	Erledigt	Motion	Gründung eines von der SNB unabhängigen Staatsfonds aus den Reserven der SNB.	Leuteneg-ger-Ober-holzer, Susanne	Ausschüttung

Name	Eingereicht am	Stand	Art	Kurzbeschreibung	Eingereicht von	Themengebiet
Verfassungsgemässe Geschäfte der SNB im Zeichen der Nachhaltigkeit	15.06.2017	Erledigt	Parlamentarische Initiative	Anlagepolitik der SNB soll nachhaltiger werden.	Thorens Goumaz, Adèle	Anlagepolitik
Ist die Anlagepolitik der SNB mit dem Pariser Klimaabkommen vereinbar?	27.02.2017	Erledigt	Interpellation	Anlagepolitik der SNB und Nachhaltigkeitsziele	Thorens Goumaz, Adèle	Anlagepolitik
Produktionsfonds	16.03.2016	Erledigt	Motion	Schaffung eines Fonds für Innovationen und ökologischem Umbau. Die Einlagen werden von der SNB garantiert.	Pardini, Corrado	Ausschüttung
Die Nationalbank investiert weiterhin in Rüstungsfirmen, die Landminen und Streumunition herstellen	15.12.2015	Erledigt	Interpellation	Anlagepolitik: Investitionen in Rüstungsfirmen	Streiff-Feller, Marianne	Anlagepolitik
Prüfung eines Staatsfonds	17.06.2015	Erledigt	Postulat	Staatsfonds unter der Hoheit des Bundes (evtl. Kantone) aus den Währungsreserven der SNB	Fraktion BD	Ausschüttung
Gewinne der Schweizerischen Nationalbank. Verwendung und Auswirkung	18.03.2015	Erledigt	Postulat	Der Bundesrat wird beauftragt, Bericht zu erstatten, für welche Zwecke in den vergangenen 10 Jahren ausbezahlte Gewinne der Schweizerischen Nationalbank (SNB) bei den Empfängern (Bund und Kantone) verwendet wurden, und zu prüfen, ob Massnahmen zu treffen sind, um deren Verwendung zu steuern.	Hadorn, Philipp	Ausschüttung
Negativzinsen für Vorsorgeeinrichtungen	18.03.2015	Erledigt	Interpellation	Folgen von Negativzinsen auf Vorsorgeeinrichtungen und Massnahmen zu deren Eindämmung.	Maire, Jacques-André	Negativzinsen
Negativzinsen für Sozialversicherungen vermeiden. Keine Ungleichbehandlung bei den Kantonen	18.03.2015	Erledigt	Motion	Vorlage unterbreiten, die er erlaubt Vorsorgeeinrichtungen und obligatorische Versicherungen von Negativzinsen für ihre betriebsnotwendigen Liquiditätsbestände auszunehmen.	Kuprecht, Alex	Negativzinsen
Negativzinsen und Einrichtungen der beruflichen Vorsorge	17.03.2015	Erledigt	Interpellation	Folgen der Negativzinsen auf Vorsorge und folgen der Ausnahme von bestimmten öffentlichen Körperschaften von Negativzinsen	Berberat, Didier	Negativzinsen
Wirkung und Folgen der Negativzinsen der Schweizerischen Nationalbank	12.03.2015	Erledigt	Interpellation	Folgen Negativzinsen und Sozialversicherungen und allenfalls Aufhebung der Negativzinsen auf ebendiese.	Gutzwiler, Felix	Negativzinsen

Name	Eingereicht am	Stand	Art	Kurzbeschreibung	Eingereicht von	Themengebiet
Keine Negativzinsen auf Volksvermögen	11.03.2015	Erledigt	Motion	Der Bundesrat wird beauftragt, zusammen mit der SNB eine Lösung vorzuschlagen, damit die SNB Gelder der institutionellen Anleger (2. Säule) bzw. der Sozialwerke (AHV-Ausgleichsfonds, Säule 3a usw.) ohne Negativzins entgegennimmt und bis zum Abruf zur Verfügung der institutionellen Anleger bzw. Sozialwerke hält.	CVP-Fraktion	Negativzinsen
Negativzins trifft Pensionskassen hart. Warum ist die Publica nicht betroffen?	11.03.2015	Erledigt	Interpellation	Folgen Negativzinsen Vorsorge und warum einzig Publica nicht betroffen?	Stolz, Daniel	Negativzinsen
Negativzinsen. Folgen für Pensionskassen, Kleinsparer und Kantone	11.03.2015	Abgeschrieben	Postulat	Folgen der Negativzinsen und Frage, ob Vorsorge/ Sozialwerke davon ausgenommen werden könnten	Bischof, Pirmin	Negativzinsen
Freigabe des Mindestkurses. Wirtschaftliche und soziale Fragen	04.03.2015	Erledigt	Interpellation	Vielzahl an Fragen zur Aufhebung des Mindestkurses. Darunter Fragen zur Verwendung der Gewinne für ALV	Sozialdem. Fraktion	Ausschüttung
Frankenstärke. Stärkung der Schweizer Wirtschaft und Sicherung der Sozialwerke	04.03.2015	Erledigt	Dringliche Interpellation	Neben vielen anderen Fragen: Negativzinsen für Vorsorge/Sozialwerke aufheben?	CVP-Fraktion	Negativzinsen
Ausländische Devisen der SNB	11.12.2014	Erledigt	Anfrage	Anfrage nach genauer Aufteilung der Devisen nach Regionen Arten von Anlagen.	Freysinger, Oskar	Anlagepolitik
Gewinnausschüttungen der Schweizerischen Nationalbank. Schuldenabbau statt Mehrausgaben	19.03.2014	Erledigt	Motion	Der Bundesrat wird beauftragt, Massnahmen zu ergreifen, damit künftige Gewinnausschüttungen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) an den Bund nicht in der ordentlichen Rechnung budgetiert, sondern für den Schuldenabbau verwendet werden.	FDP-Liberale Fraktion	Ausschüttung

Name	Eingereicht am	Stand	Art	Kurzbeschreibung	Eingereicht von	Themengebiet
Anlagen der Schweizerischen Nationalbank. Schutz der Reserven und des Klimas	05.03.2014	Erledigt	Motion	Der Bundesrat wird beauftragt, die gesetzlichen Grundlagen zu schaffen bzw. dahingehend zu ändern, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) keine Anlagen in Konzernen tätigen darf, welche fossile Energieträger wie Erdöl, Erdgas oder Kohle fördern oder entsprechende Rohstoffreserven besitzen.	Leutenegger-Oberholzer, Susanne	Anlagepolitik