

17.09.2024

analyse

SNB: Abhängig von der Unabhängigkeit

Wie man die Schweizerische Nationalbank vor politischen Ansprüchen schützt

Stefan Legge, Fabian Schnell und Jürg Müller

Geld ist knapp, und das ist gut so. Nur so muss niemand um den Wert seines Notgroschens auf dem Bankkonto fürchten. Für Preisstabilität zu sorgen, ist die Kernaufgabe der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Damit ist sie bisher erfolgreich. Vielleicht gerade deshalb mehren sich politische Vorstösse, welche der SNB zusätzliche Aufgaben aufbürden wollen. Die vorliegende Analyse zeigt, weshalb viele dieser Reformvorschläge aus geld- und demokratiepolitischen Überlegungen abzulehnen sind. Vielmehr sollte die Unabhängigkeit der SNB gestärkt werden – unter anderem mit einer direkten Gewinnausschüttung an die Bürgerinnen und Bürger.

1 Einleitung

1.1 Welche Reformvorschläge stehen zur Diskussion?

Derzeit wird eine Vielzahl von Ansinnen an die SNB herangetragen. So sollen etwa die jährlichen Ausschüttungen an Bund und Kantone grosszügiger ausfallen (Bendahan, 2023) oder das Direktorium vergrössert werden (Widmer, 2023). Ebenfalls regelmässig im Fokus der Politik steht die Anlagestrategie der SNB. Diese soll etwa so angepasst werden, dass sie dem Klimaschutz dient (Klopfenstein Broggini, 2023). Gerade dieses Anliegen findet mittlerweile auch über Parteigrenzen hinaus Zustimmung: Gleichlautende Initiativen wurden von fünf Parlamentsmitgliedern aus unterschiedlichen Parteien eingereicht.

Warum werden solche politischen Vorstösse gerade jetzt lanciert? Eine Antwort könnte der anstehende Wechsel an der SNB-Spitze sein. Im Oktober 2024 übernimmt Martin Schlegel von Thomas Jordan das Präsidium. Dies sehen Kritiker der SNB als geeigneten

Zeitpunkt für eine inhaltliche Neuausrichtung. Zudem wird die SNB vielleicht bis zu einem gewissen Grad auch zum Opfer ihres eigenen Erfolges: Da sie das gesetzlich vorgegebene Ziel der Preisstabilität erfolgreich erreicht, möchte man sie mit weiteren Aufgaben betrauen – in der Hoffnung, sie würde diese ebenso zuverlässig erledigen. Ausserdem weckt auch ihre seit dem Jahr 2008 stark gewachsene Bilanz politische Begehrlichkeiten (vgl. Abschnitt 4.2).

Diese neuen Ansprüche an die SNB sind heikel. Umso mehr, als die tatsächlichen oder vermeintlichen Vorteile einer Aufgabenerweiterung schnell identifiziert sind. Diffuser wird es jedoch bei den Kosten. Wird die Unabhän-

gigkeit der Nationalbank durch solche politischen Vorschläge untergraben, zeigen sich die Schäden für die Schweizer Bevölkerung nicht sofort. Sie sind deswegen nicht weniger gering.

2 Die Unabhängigkeit der SNB

2.1 Warum Zentralbanken unabhängig sein sollten

Heutzutage steht in praktisch jedem Lehrbuch der Volkswirtschaftslehre, dass Zentralbanken unabhängig sind bzw. es sein sollten. Doch dies war historisch keineswegs die Norm. Vielmehr wurden die ersten Zentral-

Box: Worum geht es bei der Geldpolitik?

Unter Geldpolitik versteht man alle Massnahmen einer Zentralbank, welche die Geldmenge zu steuern versuchen. Eine solche Steuerung ist dank dem Monopol der Zentralbanken möglich, das gesetzliche Zahlungsmittel (Zentralbankengeld) zu schaffen bzw. auch wieder zu vernichten. Das Monopol zur Ausgabe von Banknoten macht dieses Prinzip auch heute noch «greifbar», selbst wenn das meiste Zentralbankengeld mittlerweile elektronisch geschaffen wird. Das meiste Geld, das wir im Alltag nutzen, wird von den Geschäftsbanken in der Form von Sichteinlagen geschaffen – die Geldpolitik beeinflusst diesen Prozess indirekt.

Damit Geld in seinem Wert stabil bleibt, braucht es einen sogenannten «nominalen Anker», d. h. ein Prinzip, das sicherstellt, dass die Zentralbank nicht beliebig viel Geld schafft (z. B. zur Finanzierung politischer Wünsche). Dies würde das Vertrauen der Bürgerinnen und Bürger in die Währung untergraben. Bis Ende der 1960er Jahre spielte Gold die Rolle dieses Ankers. Geld sollte jederzeit am Schalter der Zentralbank gegen eine festgelegte Menge an Gold getauscht werden können. Man kennt dieses Prinzip auch unter den Begriffen «Goldstandard» oder «Goldbindung». Allerdings wurde diese Pflicht zum Umtausch in Kriegs- und Krisenzeiten immer wieder ausgesetzt (z. B. um Geld zur Finanzierung des Kriegs oder der Krisenbewältigung drucken zu können), wobei die Staaten mit der Definition von «Krisenzeit» eher grosszügig umgegangen sind.

Nach Ende des 2. Weltkriegs sollte das Prinzip der Golddeckung international gelten, indem die USA ihren Dollar mit Gold decken und alle anderen Länder für einen fixen Wechselkurs relativ zum Dollar sorgen. Dieses auch als «Bretton-Woods» bekannte System scheiterte wegen gestiegener Staatsausgaben für Sozialprogramme und den Vietnamkrieg in den 1970er Jahren. Die Welt wechselte in der Folge zu einem System flexibler Wechselkurse und nationaler Fiat-Währungen. Das heisst, das Geld ist nicht mehr mit Edelmetallen gedeckt, sondern die Zentralbanken schaffen es aus dem «Nichts» (daher der Begriff Fiat-Geld, von lat. «fiat»: Es werde!). Die Rolle des «nominalen Ankers» übernimmt heute eine gesetzliche Vorgabe zur Sicherstellung der Preisstabilität (Bordo, 2007; Mishkin, 1999; Walsh, 2017).

banken wie etwa die Bank of England mehr oder minder explizit gegründet, um den Staat zu finanzieren (Bordo, 2007). Deckt ein Staat sein Haushaltsdefizit jedoch über die Schaffung neuen Geldes, so kann die Geldmenge schneller wachsen als die zum Kauf stehenden Güter und Dienstleistungen. Es folgt eine Geldentwertung, ein Verlust der Kaufkraft – spricht: Inflation.

Die letzte grosse Inflationswelle der 1970er und 1980er Jahre nach Ende der (indirekten) Goldbindung (vgl. Box) westlicher Währungen verdeutlichte dieses Problem einmal mehr. Das Konzept einer weitgehend unabhängigen Zentralbank setzte sich danach global als Standard durch, war aber bereits vorher als theoretisches Konzept bekannt.

Kern der Idee einer unabhängigen Zentralbank war die Einsicht, dass es zwischen den Zielen der Regierung und jenen der Zentralbank zu Konflikten kommen kann. Während sich Regierungen in kurzen Abständen in demokratischen Wahlen bewähren müssen, verlangt eine erfolgreiche Geldpolitik einen längeren Zeithorizont (Walsh, 2017). Anders ausgedrückt laufen ständige Massnahmen zur kurzfristigen Wirtschaftsstimulierung den mittel- und langfristigen Erfolgsaussichten eines Landes zuwider. Beispielsweise kann eine lockere Geldpolitik die Wirtschaft kurzfristig stimulieren, jedoch mittelfristig zu höherer Inflation führen. Die Zentralbanken wurden auf Basis solcher Überlegungen vom kurzfristig orientierten Politikbetrieb befreit.

Die Unabhängigkeit der Zentralbank verschafft ihr auch die notwendige Glaubwürdigkeit, wenn sie ankündigt, ein niedriges Inflationsniveau anzustreben. Warum diese Glaubwürdigkeit so eminent wichtig ist, verdeutlicht ein simples Beispiel: Verlieren grosse Teile der Bevölkerung oder auch die Finanzmärkte das Vertrauen in die Stabilität einer Währung und erwarten folglich eine höhere Inflationsrate, so kann dies eine sich selbst erfüllende Prophezeiung werden. Wollen viele Akteure rasch eine Währung loswerden – und sie

gegen Güter oder andere Währungen eintauschen – so verliert diese schnell an Wert. Die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank ist letztlich das Ergebnis subjektiver Bewertungen verschiedener Wirtschaftsakteure, und diese Bewertungen orientieren sich massgeblich an der Integrität und Unabhängigkeit der Institution.

2.2 Wie unabhängig ist die SNB?

Was bedeutet nun Unabhängigkeit konkret im Falle der SNB? Um dies zu beantworten, müssen sowohl die rechtlichen Grundlagen als auch deren inhaltliche Bedeutung analysiert werden. Die Unabhängigkeit der SNB ist zunächst in Art. 99 der Bundesverfassung (BV) festgehalten:

- 1 Das Geld- und Währungswesen ist Sache des Bundes; diesem allein steht das Recht zur Ausgabe von Münzen und Banknoten zu.
- 2 Die Schweizerische Nationalbank führt als unabhängige Zentralbank eine Geld- und Währungspolitik, die dem Gesamtinteresse des Landes dient; sie wird unter Mitwirkung und Aufsicht des Bundes verwaltet.
- 3 Die Schweizerische Nationalbank bildet aus ihren Erträgen ausreichende Währungsreserven; ein Teil dieser Reserven wird in Gold gehalten.
- 4 Der Reingewinn der Schweizerischen Nationalbank geht zu mindestens zwei Dritteln an die Kantone.

Die SNB ist somit gemäss Art. 99 Abs. 2 BV unabhängig in der Ausführung der Geld- und Währungspolitik. Was aber ist die Aufgabe, die mit dieser Unabhängigkeit erreicht werden soll, also das eigentliche Mandat der SNB? Hierzu schweigt sich die Verfassung weitestgehend aus.

Der Hinweis, dass die SNB dem «Gesamtinteresse des Landes» dienen soll, ist ebenso selbstverständlich – prinzipiell sollte dies für alle staatlichen Akteure gelten – wie vage. Erst auf Gesetzesstufe, konkret im Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank (kurz Nationalbankgesetz oder NBG) findet sich in

Art. 5 eine spezifische Aufgabenbeschreibung für die SNB (vgl. Abschnitt 3):

- 1 Die Nationalbank führt die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes. Sie gewährleistet die Preisstabilität. Dabei trägt sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung.
- 2 In diesem Rahmen hat sie folgende Aufgaben:
 - a. Sie versorgt den Schweizerfranken-Geldmarkt mit Liquidität.
 - b. Sie gewährleistet die Bargeldversorgung.
 - c. Sie erleichtert und sichert das Funktionieren bargeldloser Zahlungssysteme.
 - d. Sie verwaltet die Währungsreserven.
 - e. Sie trägt zur Stabilität des Finanzsystems bei.
- 3 Sie wirkt bei der internationalen Währungs-kooperation mit. Sie arbeitet dazu nach Massgabe der entsprechenden Bundesgesetzgebung mit dem Bundesrat zusammen.
- 4 Sie erbringt dem Bund Bankdienstleistungen. Dabei handelt sie im Auftrag der zuständigen Bundesstellen.

Im Gegensatz zum Mandat ist die Unabhängigkeit der SNB auf höchster Stufe, in der Verfassung, festgehalten. Wie unabhängig ist die Institution nun aber in der Praxis tatsächlich? Schnell wird klar, dass hier zwischen einer De-jure- und einer De-facto-Perspektive – zwischen institutioneller und gelebter Unabhängigkeit – unterschieden werden muss. Dass die formelle Unabhängigkeit nicht hinreichend ist, verdeutlichte dabei zuletzt die türkische Zentralbank. Diese ist formell zwar unabhängig in ihren Entscheidungen, allerdings kann der Gouverneur jederzeit durch den Präsidenten ausgetauscht werden. Der derzeitige Präsident Recep Tayyip Erdoğan machte immer wieder von diesem Recht Gebrauch, wenn er mit Entscheidungen der Zentralbank nicht einverstanden war.

Zentralbanken sind letztlich weder «gänzlich unabhängig» noch «gänzlich abhängig» von der Politik; vielmehr besteht ein Spekt-

rum. Den Ansatz, das Ausmass an (de jure) Unabhängigkeit objektiv zu quantifizieren, haben die Ökonomen Cukierman, Webb und Neyapti (1992) verfolgt. Sie zeigten, dass ein höheres Mass an Unabhängigkeit der Inflationsvermeidung zuträglich ist. Einen aktualisierten Datensatz lieferte jüngst Romelli (2024). Anhand von 42 Fragen wird dabei ein Indexwert zwischen 0 (vollständig abhängig) und 1 (vollständig unabhängig) errechnet. Darauf gestützt zeigt sich der Unabhängigkeitsindex für ausgewählte Länder in *Abbildung 1*.

Auffällig ist der starke Anstieg des Wertes für die SNB ab 2003, der sich mit der Totalrevision des Nationalbankgesetzes erklären lässt. Eigentlich ist die SNB erst seit dieser Revision formell unabhängig. Sie konnte aber vorher schon relativ unabhängig agieren, weil – institutionell (organisiert als unabhängige Aktiengesellschaft), – materiell (geldpolitische Entscheidungen fällt sie faktisch relativ autonom) und – instrumentell (Entscheid über Art und Weise der eingesetzten Instrumente, wie z. B. Ausmass von Interventionen am Devisenmarkt usw.)

relativ grosse De-facto-Unabhängigkeit bestand. Diese ist historisch bedingt, weil die Kantone ein grosses Gewicht hatten und mit dem Bankrat ein Gremium zwischen operativer Führung und der Politik geschaffen wurde. Zudem wurde die Staatsfinanzierung durch ein inhärentes Spannungsfeld zwischen Bund und Kantonen implizit unterbunden. So macht der Bund zwar gesetzliche Vorgaben und übt die Aufsicht aus, der Gewinn fliesst aber primär an die Kantone (Bordo & James, 2007).

Doch auch mit der Gesetzesrevision von 2003 wurde die SNB nicht vollständig unabhängig. Sie kann weder ihre Ziele festlegen – einzig die präzise Definition von Preisstabilität ist ihr überlassen – noch wählt sie ihr Spitzenpersonal selbst aus. Es ist zwar der Bankrat, der Vorschläge macht, jedoch der Bundesrat, der entscheidet. In solchen Details begründet sich auch die höhere formelle Un-

abhängigkeit der Europäischen Zentralbank (EZB) in Abbildung 1.

Die EZB galt seinerzeit auch als Vorbild bei der Revision des NBG (Schweizerischer Bundesrat, 2002). Ob die EZB heute jedoch auch de facto unabhängiger ist als die SNB, ist angesichts der grossen Rolle, welche zum Beispiel die Klima- und Industriepolitik bei den Entscheidungen der EZB offenbar spielen, mehr als fraglich. Zumal auch aus Sicht der europäischen Integrationspolitik ein enormer Druck besteht, die Verschuldung (bzw. die damit einhergehenden Zinsunterschiede) in den einzelnen Mitgliedsländern zu stabilisieren, da die Folgen eines Staatsbankrotts eines Mitgliedslands der Eurozone als gravierend angesehen werden.

Zusammengefasst ist die Unabhängigkeit der SNB in der Verfassung prinzipiell postu-

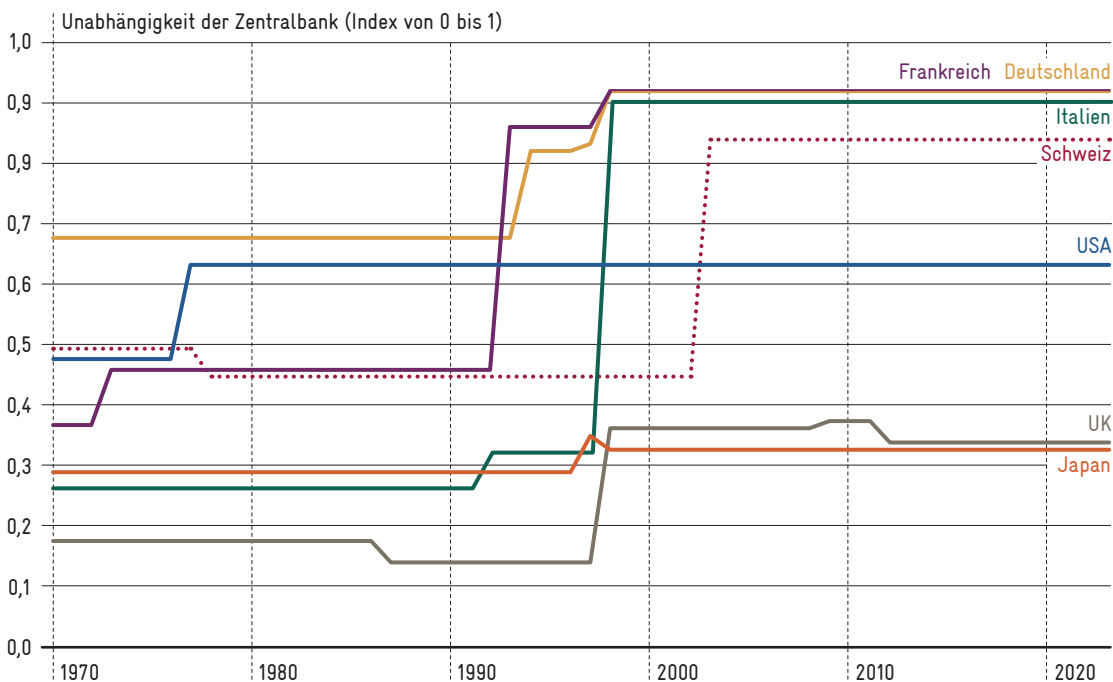
liert und wird auch im Gesetz nochmals ausgeführt (das Direktorium darf beispielsweise keine Weisungen entgegennehmen). Allerdings geht die Verfassung nicht über eine Absichtserklärung hinaus. Aussagen zu den konkreten Zielen der Nationalbank oder zur institutionellen Ausgestaltung macht die Verfassung nicht. Sie lässt also viel Spielraum für gesetzgeberische Einflussnahme. Offenbar wollte und will nicht jeder politische Akteur eine gänzlich unabhängige Zentralbank.

2.3 Wer kontrolliert eine «unabhängige» Zentralbank?

Ein fundamentales Problem der Unabhängigkeit besteht darin, dass sich eine Zentralbank dadurch der demokratischen Kontrolle entziehen kann. Es stellt sich daher die Frage, wie

Abbildung 1: Zentralbanken sind in letzten Jahrzehnten de jure deutlich unabhängiger geworden

Der Index bildet die De-jure-Unabhängigkeit ausgewählter Zentralbanken auf einer Skala von 0 (Zentralbank ist Teil der Exekutive) bis 1 (Zentralbank ist komplett unabhängig) ab. Verschiedene Faktoren bestimmen den Wert des Index, wie z. B. die Verankerung der Unabhängigkeit im Gesetz oder die institutionelle Stellung.



Quelle: Romelli (2024)

der Spagat zwischen Unabhängigkeit und demokratischer Kontrolle gelingen kann. Die Antwort hierauf findet sich im eingeschränkten Mandat. Die SNB beispielsweise führt zwar laut Verfassung die Geld- und Währungspolitik unabhängig. Aber erstens ist ihr Wirkungsfeld relativ klar abgesteckt, und zweitens hat sie dem Gesamtinteresse des Landes zu dienen. Letzteres ist jedoch, wie bereits angetönt, eine vage Formulierung.

Grundsätzlich gilt, dass eine Zentralbank unabhängig sein sollte, ihr Mandat jedoch aus ebenjenem Spannungsfeld der demokratischen Kontrolle eng definiert werden muss. Anders ausgedrückt: Je umfassender das Mandat, desto schwieriger ist die Unabhängigkeit demokratiepolitisch begründbar.

3 Das Mandat der SNB

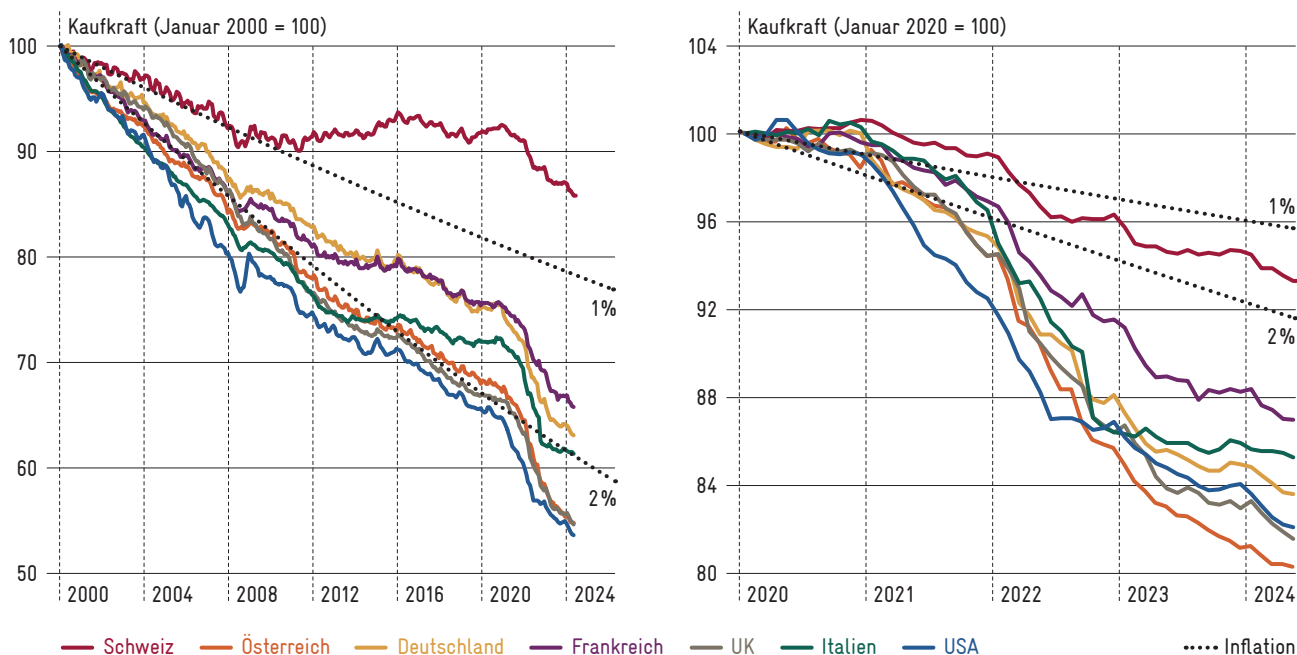
Nachfolgend wird diskutiert, welche Aufgaben die SNB zu erfüllen hat. Darüber hinaus zeigen wir die Bedeutung dieses Mandats – und seiner Erfüllung – für die Schweizer Bevölkerung auf.

3.1 Welches Mandat hat die SNB und wie gut erfüllt sie es?

Im Fokus der Tätigkeit der SNB steht gemäss Art. 5 NBG die Preisstabilität. Nachrangig folgen neben der Berücksichtigung der konjunkturellen Entwicklung des Landes (i) die Liquiditätsversorgung, (ii) die Bargeldversorgung, (iii) die Erleichterung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs, (iv) die Verwaltung der Währungsreserven und (v) die Stabilität des Finanzsystems. Es wird daher oft auch vom

Abbildung 2: Die Kaufkraft des Schweizer Franks bleibt weitgehend erhalten

Der Index für die Kaufkraft wird für jedes Land auf 100 im Jahr 2000 (linke Grafik) bzw. 2020 (rechte Grafik) gesetzt. Der Schweizer Franken hat in den vergangenen 24 Jahren rund 13% seiner Kaufkraft verloren.



Quelle: OECD (2024)

«Kernmandat der Preisstabilität» der SNB gesprochen. Auf dieses fokussieren wir uns im Folgenden.

Die SNB definiert ihre geldpolitische Strategie wie folgt: «Die Geldpolitik zielt [...] auf mittel- und langfristige Preisstabilität ab. Vorübergehende Preisschwankungen hingegen kann sie nicht ausgleichen.» (Schweizerische Nationalbank, 2024a). Damit wird der Fokus auf die Wahrung der Kaufkraft des Schweizer Francs gelegt. Dieses Ziel hat sie seit dem Jahr 2000 weitgehend erreicht. Während andere Länder einen Kaufkraftverlust ihrer Währung von über 30 % hinnehmen mussten, war dieser in der Schweiz weniger als halb so gross, wie Abbildung 2 veranschaulicht.

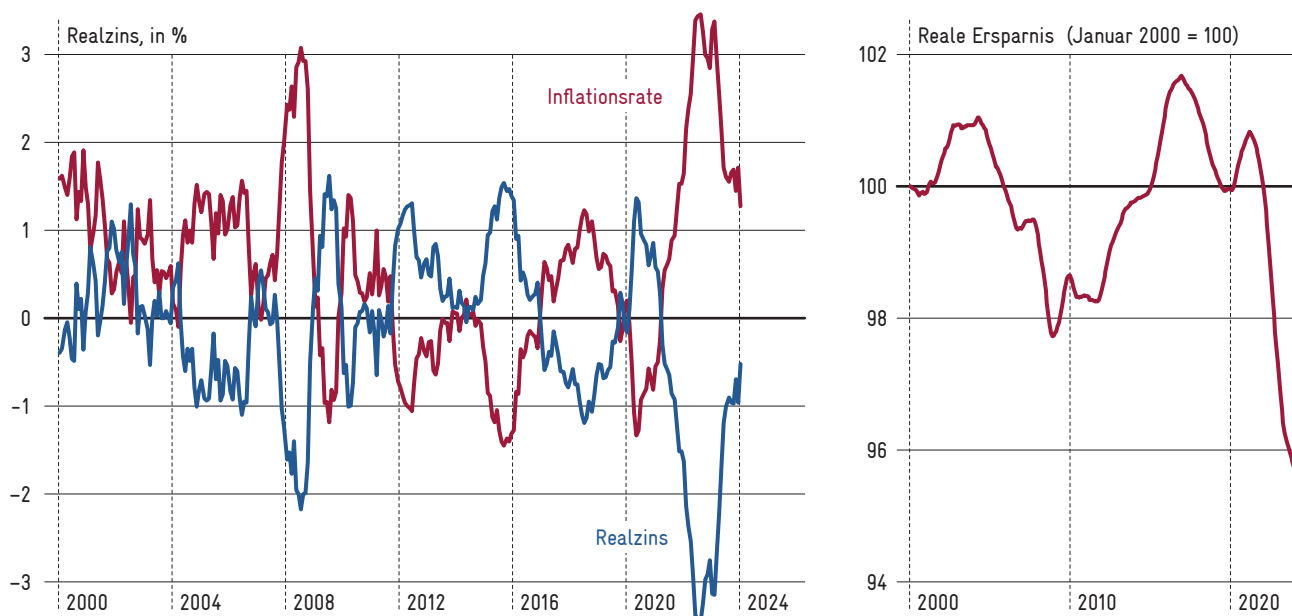
Die SNB konnte somit ihr Kernmandat erfüllen – und hat dafür auch eine stetige Aufwertung des Schweizer Francs zugelassen. Freilich hat auch das nicht von ihr geschaffe-

ne, positive Umfeld dabei geholfen, die Kaufkraft des Francs zu erhalten. Der hohe Wohlstand sorgt dafür, dass die zuletzt stark gestiegenen Lebensmittel- und Energiepreise nur einen kleinen Teil der Konsumausgaben ausmachen. Auch die fiskalische Zurückhaltung aufgrund der Schuldenbremse wirkt sich positiv aus.

Trotzdem darf festgehalten werden, dass die SNB in den letzten Jahrzehnten erfolgreicher war als andere Zentralbanken. Abgesehen von zwei kurzen Phasen erhöhter Inflation hat sie das Ziel der Preisstabilität in den letzten 20 Jahren grundsätzlich erreicht – und dies markant besser als beispielsweise die EZB oder die amerikanische Federal Reserve. Dies gilt es zu beachten, wenn von mancher Seite gefordert wird, die SNB möge sich an anderen Zentralbanken ein Vorbild nehmen (vgl. Baltensperger, 2024).

Abbildung 3: Die reale Verzinsung ist in der Schweiz negativ

Die linke Grafik zeigt die Inflationsrate (rot) sowie den Realzins (blau) in der Schweiz seit dem Jahr 2000. Der Realzins ergibt sich hier durch die Differenz zwischen dem nominalen Zins auf Spareinlagen und der realisierten Inflationsrate. Die rechte Grafik zeigt, wie sich der reale Wert von 100 Fr., im Jahr 2000 in einer Spareinlage angelegt, über die Zeit hinweg entwickelt hat.



Quelle: Schweizerische Nationalbank (2024b)

3.2 Warum ist Preisstabilität so wichtig?

Geld hat volkswirtschaftlich drei Funktionen: Es dient als Zahlungsmittel, als Wertmassstab und zur Wertaufbewahrung. Je höher die Inflation, desto schlechter werden diese Funktionen (insbesondere die Wertaufbewahrung) erfüllt. Das ist gerade bei mittleren bis hohen Inflationsraten für den Mittelstand ein Problem. Haushalte in dieser Einkommensgruppe verfügen in der Regel über substanzielle nominelle Vermögenswerte wie Sparkonten, die von Inflation besonders bedroht sind.

Um dem Vermögensverlust in Zeiten hoher Inflation zu entgehen, müssten Haushalte in reale Werte wie Aktien oder Immobilien investieren. Dies ist jedoch mit Kosten und Risiken verbunden. Daher legen viele ihre Ersparnisse in Sparkonten an, was problematisch ist. So zeigt *Abbildung 3*, dass der Realzins auf Spareinlagen – der nominale Zins abzüglich der Inflationsrate – in den vergangenen Jahren regelmässig unter null gefallen ist. Insbesondere in Phasen, in denen die Inflationsrate über 2 % steigt, erleiden Sparer substanzielle Verluste.

Der Erfolg der SNB in der Gewährleistung der Preisstabilität ist auch für internationale Anleger relevant: Der Schweizer Franken gilt besonders in Krisenzeiten als «sicherer Hafen». Vielen ist der enorm positive Nebeneffekt davon nicht bewusst: Die Schweiz hat in Krisenzeiten vergleichsweise niedrige Kapitalkosten. Dies ist sehr vorteilhaft, denn die Schweiz und ihre Unternehmen können so Krisen besser überwinden und zu einem Zeitpunkt investieren, da die Renditeaussichten tendenziell am höchsten sind. Für den Wohlstand ist der Erfolgsausweis der SNB somit auch auf diesem Weg sehr zuträglich gewesen.

Dies gilt auch für einen weiteren Aspekt der Preisstabilität: Je niedriger die Inflationsrate, desto niedriger ist tendenziell deren Varianz. Das wiederum erleichtert die Planungsprozesse in der Wirtschaft: Wie stark sollten

Löhne angehoben, welcher Nominalzins sollte bei Krediten festgelegt werden? Eine niedrige Inflationsrate erleichtert derlei Entscheide und sorgt somit entscheidend dafür, dass viele Prozesse in der Wirtschaft effizienter ablaufen.

4 Handlungsempfehlungen

Wenn man etwas verbessern möchte, lautet die erste Regel, es nicht zu verschlechtern. Der Erfolgsausweis der SNB spricht für ihre gegenwärtige Aufstellung. Im Zweifelsfall ist dieser Status quo daher etwaigen Änderungsvorschlägen vorzuziehen. Bei allen Reformen besteht letztlich die Gefahr, dass realpolitisch am Schluss etwas anderes als das Gewünschte erreicht wird. Die jüngsten «Angriffe» auf die Unabhängigkeit der SNB zeigen jedoch, dass eine institutionelle Stärkung sinnvoll wäre. Dies könnte insbesondere mit drei Massnahmen gelingen.

4.1 Verankerung des geldpolitischen Mandats in der Verfassung

Das aktuelle Mandat entspricht mit seiner klaren Hierarchie von Preisstabilität vor Konjunktur (was die Prioritäten einer Zentralbank klarstellt, falls Inflation und Rezession gleichzeitig auftreten) sowie der Abwesenheit weiterer Ziele dem ökonomischen State of the Art (Walsh, 2017). Geprägt von der Erfahrung der auch durch eine restriktive Geldpolitik ausgelösten schweren Rezession zu Beginn der 1990er Jahre sollte sichergestellt werden, dass die Nationalbank im Falle eines inflationären Schocks diesen zwar bekämpft, dabei aber nicht zu heftig auf die Bremse steht und allenfalls eine gewisse Zeit Inflationsraten über ihrem Zielbereich akzeptiert.

Im Gegensatz zur Unabhängigkeit (vgl. Art. 99 BV) ist das geldpolitische Mandat wie ausgeführt «nur» auf Gesetzesstufe festgeschrieben. Dieses staatsrechtliche Ungleichgewicht ist aus geldtheoretischer Sicht problematisch, da Unabhängigkeit und Mandat sich gegensei-

tig bedingen. Um die Unabhängigkeit zu sichern, ist es daher zentral, das Mandat vor kurzfristigen politischen Angriffen zu schützen, was durch eine Festschreibung des Mandats in der Verfassung (inhaltlich analog zum heutigen Art. 5 Abs. 1 NBG) besser sichergestellt werden kann. Dies wäre ein Zeichen für die geldpolitische Stabilität der Schweiz. Es würde die Glaubwürdigkeit der SNB erhöhen, niedrige Inflationserwartungen verankern und somit die geldpolitische Zielerreichung vereinfachen.

Neuland betreten würde die Schweiz mit der Festschreibung des geldpolitischen Mandats in der Verfassung nicht. Ursprünglich war nämlich genau dies geplant, als Bundesrat und Parlament Mitte der 1990er Jahre den entsprechenden Artikel zur Geld- und Währungspolitik in der alten Bundesverfassung anpassen wollten. Damals scheiterte die Reform an einer unheiligen Allianz im Parlament, da die politische Linke keine Priorisierung der Preisstabilität festsetzen wollte und die SVP die Möglichkeit zur Schaffung einer Solidaritätsstiftung aus der Auflösung der Goldreserven der Nationalbank ablehnte (Bentli, Canetg & Hirter, 2024). Dieses Ergebnis kann man im Nachgang als politischen Unfall bezeichnen, der relativ einfach korrigiert werden könnte.

4.2 Pflicht zur marktneutralen Anlagepolitik

Es gehört zu jenen dem Prinzip der Unabhängigkeit inhärenten, etwas paradox anmutenden Phänomenen, dass ein zu grosser Spielraum für die SNB die Unabhängigkeit gefährden kann (Jordan, 2022). Der Grund liegt darin, dass Unabhängigkeit im Kern bedeutet, sich dem demokratiepolitischen Aushandlungsprozess entziehen zu können (vgl. Abschnitt 2.3). Ein solch ausserordentliches Privileg kann einerseits aus demokratietheoretischer Sicht nur dann akzeptiert werden, wenn es auf einen sehr engen Bereich begrenzt wird – im Falle der Zentralbank die operative Imple-

mentierung des geldpolitischen Mandats. Andererseits besteht die Gefahr, dass ein zu grosser Spielraum politische Ansprüche weckt. Dies deshalb, weil der demokratische Aushandlungsprozess in der Regel mit Anstrengung und Unsicherheit verbunden ist. Diesen Prozess über die Institution der Zentralbank zu umgehen, ist entsprechend attraktiv.

Dies zeigt sich in der Diskussion rund um die Anlagepolitik der Nationalbank, so etwa wieder an der vergangenen Generalversammlung (Fischer, 2024). Dass die Anlagen der SNB überhaupt im Fokus stehen, ist eine Folge der stark gewachsenen Bilanz aufgrund der sogenannten «unkonventionellen Geldpolitik», die im Nachgang der Finanzkrise 2008 stark an Bedeutung gewonnen hat (vgl. Abbildung 4). So hat die SNB über die vergangenen 15 Jahre immer wieder stark am Devisenmarkt interveniert, um eine weitere Aufwertung des Schweizer Frankens zu verhindern.

Die SNB ist dabei frei, ihre dabei geschaffenen Währungsreserven so anzulegen, wie sie es als zielführend erachtet. Entsprechend wird sie immer wieder mit Forderungen konfrontiert, ihre Anlagen umzuschichten, um damit gewisse politische Ziele zu unterstützen. Am bekanntesten sind Forderungen nach stärker klimapolitisch ausgerichteten Anlagen, doch auch der Ruf nach einem erhöhten Engagement der SNB im Krypto-Bereich oder der Äufnung eines Staatsfonds mit politischen Anlagezielen ertönt regelmässig. Der Druck auf die Anlagepolitik kommt demnach aus allen politischen Lagern. Umso mehr tut die SNB gut daran, sich bei der Abwägung ihrer geldpolitischen Optionen und Interventionsmöglichkeit bewusst zu machen, welche politischen Konsequenzen eine wachsende Bilanz haben kann.

Der politische Druck hinterlässt Spuren, wie der vor wenigen Jahren gefasste Entscheid der SNB zeigt, auf Anlagen in Firmen, die Kohle zur Stromherstellung abbauen, zu verzichten (Jordan, 2020). Alle Ausschlüsse von Anlagekategorien, welche die SNB bisher getätigt

hat, basieren auf realpolitischen und nicht geldpolitischen Überlegungen. Ansonsten verfolgt die SNB bei Aktien und Firmenobligationen richtigerweise einen passiven Anlageansatz im Wissen darum, dass sich eine Zentralbank bei einer aktivistischen Anlagepolitik rasch Vorwürfen von Insiderwissen oder Marktmanipulation (geldpolitische Entscheidungen beeinflussen Märkte) ausgesetzt sehen kann.

Es gibt drei zentrale Gründe für die SNB, ihre Anlagen nicht aus realpolitischen Gründen zu tätigen:

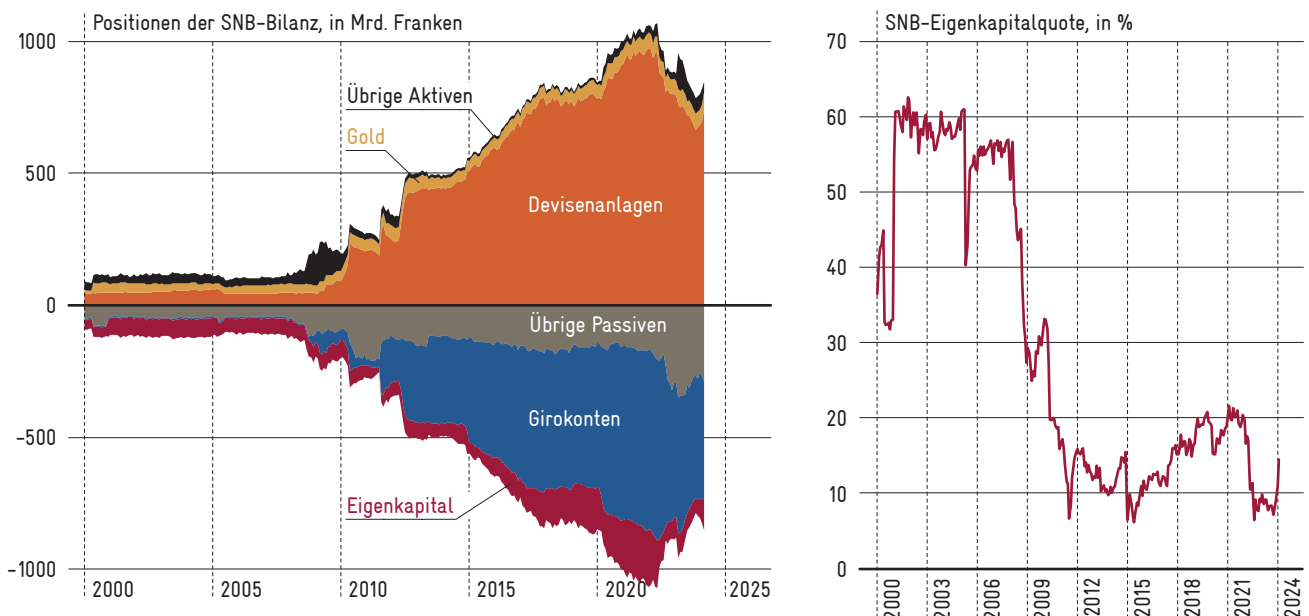
- Erstens untergräbt dies die politische Neutralität der Nationalbank und öffnet Tür und Tor für weitere politische Einflussnahme. Die potenziellen Gefahren daraus sind mannigfaltig: Es besteht die Gefahr von Konflikten mit dem geldpolitischen Kernmandat, zum Beispiel wenn Anlagen nicht einfach liquidiert werden können.

- Zweitens kann der Vorwurf von Marktmanipulation eines staatlichen Akteurs im schlimmsten Fall zu Retorsionsmassnahmen führen. Im Falle der USA war dies bereits im Zusammenhang mit den (allerdings geldpolitisch motivierten) Devisenmarktinterventionen einmal ein Thema (Lanz, 2017).
- Drittens dürften die Renditen bei realpolitisch gewählten Anlagen tendenziell niedriger ausfallen. Das wiederum geht zulasten der Bevölkerung (als faktische Eigentümerin der SNB).

Es wäre daher eigentlich im Interesse aller politischen Akteure, die SNB im Sinne einer präventiven Selbstbindung vor künftigen politischen Druckversuchen zu schützen. Würde die Nationalbank auf Basis von Motiven einer heutigen politischen Mehrheit anlegen, so stünde dieses Instrument auch einer ungewis-

Abbildung 4: Die Bilanz der SNB ist stark gewachsen, die Eigenkapitalquote gesunken

Die linke Abbildung zeigt die Entwicklung der SNB-Bilanz seit dem Jahr 2000, wobei die positiven Werte Aktiva und die negativen Werte Passiva darstellen. In der rechten Abbildung wird die Eigenkapitalquote der SNB nachverfolgt.



Quelle: Schweizerische Nationalbank (2024b)

sen künftigen politischen Mehrheit zur Verfügung. Das wäre weder im Landesinteresse noch im Sinne der heutigen Befürworter einer politisch orientierten Anlagestrategie.

Die Nationalbank sollte daher gesetzlich weiterhin frei bleiben, ihre Anlageklassen aus geldpolitischen Überlegungen zu wählen, bei Aktien und Firmenobligationen jedoch zu einer «neutralen», im Sinne einer möglichst breiten, Anlagepolitik verpflichtet werden. Ausschlüsse legal operierender Unternehmen, d. h. aktives und selektives Anlegen, sollen nicht möglich sein, weder aus politischen Motiven noch auf Basis von Renditezielen.⁻¹

4.3 Gewinnausschüttung direkt an die Bevölkerung

Heute wird gerne vergessen, dass die ursprüngliche Motivation für die Schaffung von Zentralbanken in der Staatsfinanzierung lag (vgl. Ugolini, 2018; McMillan, 2024). Die Budgetaufbesserung durch die Notenpresse ist auch heute in vielen Ländern (z. B. in Südamerika) gang und gäbe, führt aber zu hohen Inflationsraten oder gar Hyperinflation. Von dieser direkten Staatsfinanzierung mögen wir weit entfernt sein, doch auch in der Schweiz hat der Druck auf die Gewinnausschüttung aufgrund der zunehmend klammen Finanzlage von Bund und einigen Kantonen deutlich zugenommen.

Dies liegt nicht zuletzt an den volatilen Gewinnen in den letzten Jahren, was wiederum eine Konsequenz der jüngst enorm gewachsenen Bilanz ist (vgl. Abschnitt 4.2). Teilweise wies die SNB jährliche Gewinne im zweistelligen Milliardenbereich aus, was den Anschein erweckte, die Nationalbank verfüge über fast unerschöpfliche Mittel. Spätere hohe Verluste haben diesen Eindruck etwas getrübt, doch die Debatte über die Gewinnausschüttungspraxis der SNB hält an.

Dass diese Diskussion überhaupt stattfindet, hat auch mit einem Makel des Nationalbankgesetzes zu tun, das keine Aussagen zur Höhe der Gewinnausschüttung macht. Die Bundesverfassung gibt in Art. 99 Abs. 4 einzig

vor, von den ausgeschütteten Gewinnen der SNB hätten zwei Drittel an die Kantone zu gehen.⁻² Als Konsequenz hiervon basiert die Regelung zur Ausschüttungspraxis auf einer einfachen Vereinbarung zwischen SNB und dem eidgenössischen Finanzdepartement, die regelmässig erneuert werden muss (Eidgenössische Finanzverwaltung, 2022).

In der Diskussion um höhere Gewinnausschüttungen geht oft unter, dass zwar die Bilanz der SNB seit der Finanzkrise 2008 sehr stark gewachsen, ihre Eigenkapitalquote allerdings deutlich gesunken ist (vgl. Abbildung 4). Die Risiken für die Nationalbank als «Unternehmen» haben sich damit erhöht, und eine Einbehaltung von Gewinnen ist essenziell, um zukünftige Marktvolatilitäten abfedern zu können. Politisch motivierte höhere Ausschüttungen an Bund und Kantone würden also die Institution als Ganzes potenziell destabilisieren und damit die Glaubwürdigkeit der SNB unterminieren.

Um die Unabhängigkeit der Nationalbank zu erhalten, sollte somit primär die Bilanz verkürzt und die Eigenkapitalquote erhöht werden. Dies bedeutet nicht, dass keine Gewinne mehr ausgeschüttet werden können. Doch diese Frage sollte nicht mehr politischen Sonderinteressen ausgesetzt sein. Am besten erreicht man dies durch eine möglichst breite Verteilung der SNB-Gewinne an die Gesamtbevölkerung.⁻³ Eine solche «Zersplitterung» der Ansprüche an die SNB würde den politischen Druck auf die Ausschüttung reduzieren.⁻⁴

Technisch wäre dies einfach machbar: Die SNB legt autonom jedes Jahr ihre Gewinnausschüttung fest, wobei sie so viel Gewinn einbehält, wie zur Erfüllung ihres Mandats notwendig ist. Die Verteilung des übrigen Gewinns an die Bevölkerung könnte anlog zur bereits bestehenden Rückverteilung der CO₂-Abgabe oder durch Steuergutschriften erfolgen. Zur Einschätzung der Grössenordnung können die Ausschüttungen der letzten 20 Jahre zu Rate gezogen werden. Diese be-

wegten sich meistens zwischen einer und vier Milliarden. Das entspräche rund 110 bis 440 Franken pro Person und Jahr.

5 Fazit

Die SNB ist eine der zentralen staatlichen Institutionen dieses Landes. Der Verfassungsgeber hat sie mit einer weitreichenden Unabhängigkeit ausgestattet, damit sie ihr wichtiges Mandat erfüllen kann: die Bereitstellung einer stabilen Währung. Dieses Mandat hat die SNB über die vergangenen Jahrzehnte äusserst erfolgreich erfüllt. Dessen ungeachtet wurden jüngst Rufe laut, ihre Aufgaben auszuweiten. Das scheint zwar aus einer realpolitischen Perspektive kurzfristig attraktiv, würde aber

das Erfolgsmodell der Schweiz langfristig untergraben.

Gerade in stürmischen Zeiten profitiert die Schweiz vom Status als sicherer Hafen. Dazu gehört ein stabiler Franken. Deshalb ist die Schweiz gut beraten, das Ziel der SNB auf die Preisstabilität nicht zu unterminieren. Die institutionellen Rahmenbedingungen haben sich diesbezüglich bewährt, und es gilt sie zu stärken. Zusätzliche Aufgaben sollten der SNB nicht überwältigt werden. Vielmehr ist am heutigen engen Mandat auf Verfassungsebene festzuhalten sowie die Anlagepolitik und die Gewinnausschüttung zu entpolitisieren – damit die Schweiz auch morgen noch auf eine der stabilsten Währungen der Welt zählen kann. •

Autoren

Stefan Legge

ist Dozent für Wirtschaftswissenschaften und Vizedirektor am Institut für Law und Economics (ILE-HSG) an der Universität St. Gallen sowie Adjunct Fellow von Avenir Suisse.

Jürg Müller

ist Direktor von Avenir Suisse.

Fabian Schnell

ist Geschäftsführer des Hauseigentümerverband Aargau und war davor Delegierter für Wirtschaftskontakte und Mitglied der Direktion bei der SNB. Bei Avenir Suisse war er von 2016 bis 2020 Senior Fellow und ist heute Adjunct Fellow.

Endnoten

- 1 Die Vorstellung, die Nationalbank habe gegenüber anderen Marktteilnehmern irgendwelche Informationsvorteile zur Erzielung höherer Renditen, entbehrt jeglicher Grundlage. Und wenn die SNB solche Vorteile hätte (aufgrund ihrer Aktivitäten als Zentralbank), darf sie diese unter keinen Umständen ausnutzen. Sie würde sich dem Verdacht des Insiderhandels aussetzen und ihre Integrität als neutraler staatlicher Akteur unterminieren.
- 2 Die Dividende an die Aktionäre ist im Übrigen gesetzlich begrenzt auf 6% des Aktienkapitals (25 Mio. Fr.).
- 3 Ein analoger Vorschlag wurde bereits von McMillan (2014) sowie Brunetti und Föllmi (2021) propagiert.
- 4 Dieses Prinzip beschrieb bereits Olson (1971). Das Argument, wonach politischer Druck notwendig sei, um eine haushälterische Disziplin bei der SNB zu bewirken, verfängt nicht. Denn hierfür stehen u.a. mit den Transparenzverpflichtungen geeignetere Mittel zur Verfügung.

Quellen

- Baltensperger, E. (2024). Zur Debatte über Reformvorschläge für die SNB: Warum das Mittelmass zum Vorbild nehmen? Neue Zürcher Zeitung Nr. 96/245, S. 18.
- Bendahan, S. (2023). Die SNB muss sich an die Bundesverfassung halten. Motion Nr. 23.3364, Bern: Schweizer Parlament.
- Benteli, M., Canetg, F., & Hirter, H. (2024). Ausgewählte Beiträge zur Schweizer Politik: Dossier: Verwendung der nicht mehr benötigten Goldreserven der SNB, 1996–2014. Bern: Année Politique Suisse, Institut für Politikwissenschaft, Universität Bern.
- Bordo, M.D. (2007). A Brief History of Central Banks. Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Commentary 12/1/2007.
- Bordo, M.D., & James, H. (2007). Die Nationalbank 1907–1946: Glückliche Kindheit oder schwierige Jugend? In: Schweizerische Nationalbank (Hrsg.). Festschrift Die Schweizerische Nationalbank 1907–2007. Zürich: NZZ Libro.
- Brunetti, A., & Föllmi, R. (2021). Wenn eine geldpolitische Nebensache zur politischen Hauptsache wird: Das riesige Vermögen der Schweizerischen Nationalbank. Aussenwirtschaft, 71.1, S. 1–34.
- Cukierman, A., Webb, S., & Neyapti, B. (1992). Measuring the Independence of Central Bank and Its Effect on Policy Outcomes. World Bank Economic Review, 6(3), pp. 353–398.
- Eidgenössische Finanzverwaltung. (2022). Gewinnausschüttung SNB. Gefunden am 15. Juni 2024 unter https://www.efv.admin.ch/efv/de/home/themen/waehrung_gewinnaussch_int/gewinnausschuettung_snb.html
- Fischer, P. (2024). Leichtsin und Partikularinteressen: SNB-Bankratspräsidentin kritisiert die Kritiker der Nationalbank an der GV scharf. Neue Zürcher Zeitung Nr. 98/245, S. 23.
- Jordan, T. (2020). Einleitende Bemerkungen von Thomas Jordan. Mediengespräch Geldpolitische Lagebeurteilung vom 17. Dezember 2020. Zürich: Schweizerische Nationalbank.
- Jordan, T. (2022). Geldpolitik unter neuen Rahmenbedingungen: Herausforderungen für die Schweizerische Nationalbank. Beitrag zum Podium «The Outlook for Policy Post-Pandemic» am Jackson Hole Economic Policy Symposium: Reassessing Constraints on the Economy and Policy. Zürich: Schweizerische Nationalbank.
- Klopfenstein Broggini, D. (2023). Schweizerische Nationalbank. Stabile Geldpolitik dank Berücksichtigung von Klimarisiken. Parlamentarische Initiative Nr. 23.410. Bern: Schweizer Parlament.
- Lanz, M. (2017). Die mühevolle Suche nach Sündenböcken. Neue Zürcher Zeitung Nr. 87/238, S. 27.
- McMillan, J. (2014). The End of Banking – Money, Credit, and the Digital Revolution. Zurich: Zero/One Economics.
- McMillan, J. (2024). Capitalism and the Market Economy – Bringing Back Together What Banking Pulls Apart. Zurich: Zero/One Economics.
- Mishkin, F.S. (1999). International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. NBER Working Paper No. 6965. National Bureau of Economic Research.
- OECD (2024). Inflation (CPI). Gefunden am 30. April 2024 unter <https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm#indicator-chart>
- Olson, M. (1971). The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups. Boston: Harvard University Press.
- Romelli, D. (2024). Trends in central bank independence: a de-jure perspective. BAFFI CAREFIN Working Papers 24217, BAFFI CAREFIN, Centre for Applied Research on International Markets Banking Finance and Regulation, Università Bocconi, Milano, Italy.
- Schweizerischer Bundesrat. (2002). Botschaft über die Revision des Nationalbankgesetzes vom 26. Juni 2002. BBI 2002, S. 6097–6303.
- Schweizerische Nationalbank (2024a). Die geldpolitische Strategie der SNB. Gefunden am 2. Juli 2024 unter <https://www.snb.ch/de/the-snb/mandates-goals/monetary-policy/strategy>
- Schweizerische Nationalbank (2024b). Datenportal der Schweizerischen Nationalbank. Gefunden am 20. April 2024 unter <https://data.snb.ch/de>
- Ugolini, S. (2018). The Evolution of Central Banking: Theory and History. London: Palgrave Macmillan.
- Walsh, C.E. (2017). Monetary Theory and Policy, 4th ed. Boston: MIT Press.
- Widmer, C. (2023). Zeitgemässe und breit abgestützte Führung der Nationalbank. Parlamentarische Initiative Nr. 23.419. Bern: Schweizer Parlament.

Dank

Die Autoren bedanken sich bei den Mitgliedern der Programmkommission von Avenir Suisse, Prof. Dr. Reto Föllmi und Prof. Dr. Aymo Brunetti, für das externe Lektorat und ihre wertvollen Anregungen. Die Verantwortung für den Inhalt dieser Publikation liegt allein bei den Autoren und dem Direktor von Avenir Suisse, Jürg Müller.

Autoren Stefan Legge, Fabian Schnell, Jürg Müller
Lektorat Urs Steiner
Gestaltung Ernie Ernst
Herausgeber Avenir Suisse, Zürich
ISSN 2813-8473
Download avenir-suisse.ch/publication/snb-abhaengig-von-der-unabhaengigkeit/

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Da Avenir Suisse an der Verbreitung der hier präsentierten Ideen interessiert ist, ist die Verwertung der Erkenntnisse, Daten und Abbildungen dieser Publikation durch Dritte ausdrücklich erwünscht, sofern die Quelle exakt und gut sichtbar angegeben wird und die gesetzlichen Urheberrechtsbestimmungen eingehalten werden.

avenir-suisse.ch info@avenir-suisse.ch +41 44 445 90 00

avenir suisse

