

Unabhängigkeit der Nationalbank

Von verschiedenen Seiten werden Ansprüche an den Gewinn der Nationalbank gestellt. Es sollte in der Kompetenz der SNB liegen, zu entscheiden, welchen Teil ihrer Bilanz sie nicht zur Erfüllung ihrer Aufgaben benötigt. **DIRK NIEPELT**

Die Europäische Zentralbank ist Kritik gewohnt. Immer wieder sieht sie sich mit dem Vorwurf konfrontiert, ihre Kompetenzen zu überschreiten. Dabei spielt die Diskussion über monetäre Staatsfinanzierung eine zentrale Rolle: Viele Bürger und Politiker machen sich Sorgen, dass fiskalische Interessen der Mitgliedstaaten die Geldpolitik beeinflussen und die monetäre Stabilität in der Eurozone gefährden könnten.

In der Schweiz verläuft die Diskussion derzeit gerade entgegengesetzt. Was vor kurzem unvorstellbar schien, ist mittlerweile an der Tagesordnung: Selbst bürgerliche Politiker stellen fiskalische Forderungen an die Schweizerische Nationalbank (SNB). Man verlangt höhere Ausschüttungen der SNB an Bund, Kantonen oder die Sozialversicherungen.

Natürlich wird die SNB aufgrund der unkonventionellen Geldpolitik der letzten Jahre von Politik und Gesellschaft als zentraler wirtschaftspolitischer Akteur wahrgenommen; daraus ergibt sich eine entsprechende Erwartungshaltung. Aber in ihrer Heftigkeit kommen die an die SNB gerichteten Forderungen dennoch überraschend. Und sie werfen die Frage auf, ob die Unabhängigkeit der Zentralbank ein Auslaufmodell ist, wenn selbst in der Schweiz die SNB ihre Autonomie in Erinnerung rufen muss.

Wie so häufig wird auch in der Diskussion über die Ausschüttungspolitik der SNB überschätzt, was eine Zentralbank leisten kann. Ob die SNB ihre Ausschüttungen in naher Zukunft erhöht oder nicht, hat nur einen geringen Einfluss auf die finanzielle Situation von Bund und Kantonen. Abgesehen von den vernachlässigbaren Dividendenzahlungen an private Aktionäre fließen alle SNB-Gewinne ohnehin früher oder später an die öffentliche Hand; der Barwert dieser Flüsse ist weitgehend unabhängig von der Terminierung der Auszahlungen.

Überbewertete Bruttoschulden

Die Logik dahinter ist dieselbe wie bei einer privaten Aktiengesellschaft. Schüttet sie den Gewinn aus, erhalten die Aktionäre zwar eine Dividende, aber der Wert der Gesellschaft sinkt mit den verfügbaren Mitteln für zukünftige Ausschüttungen. Behält die Gesellschaft den Gewinn dagegen ein, dann bleibt ihr Wert erhalten, weil in Zukunft eine Dividende ausgeschüttet werden kann. Das Gesamtvermögen der Aktionäre ist abgesehen von steuerlichen Aspekten dasselbe.

Bei der SNB verhält es sich ähnlich. Behält sie ihren Gewinn ein, so wird er investiert und verzinst und trägt somit zu einer Stärkung des Eigenkapitals bei, das den

Eigentümern in Zukunft zugutekommt. Wird der Gewinn hingegen verteilt, dann sinken die Ausschüttungen in der Zukunft. Der Marktwert der Zahlungsflüsse bleibt derselbe. Er wird nicht mechanisch durch die Ausschüttungspolitik bestimmt.

Was begründet dann die heftigen politischen Diskussionen? Am wichtigsten dürfte sein, dass Politiker und ihre Wähler die finanzielle Situation des Staates über Gebühr anhand der expliziten Bruttoschulden beurteilen. Dieser Fokus hat aus politökonomischer Sicht zwar den Vorteil, dass explizite Bruttoschulden relativ einfach gemessen werden können und ihr Wert daher nicht so einfach zu manipulieren ist. Aber er hat auch den gravierenden Nachteil, dass explizite Bruttoschulden ein sehr lückenhafter Indikator für das wesentlich relevantere staatliche Nettovermögen sind. Letzteres umfasst neben den expliziten auch die impliziten Schulden sowie die Vermögenswerte des Staates.

Der verengte Fokus auf explizite Bruttoschulden schafft Anreize für frühzeitige Gewinnausschüttungen. Ausschüttungen in der Zukunft stellen einen Vermögenswert von Bund und Kantonen dar, der in der Regel nicht ausgewiesen oder berücksichtigt wird. Ausschüttungen in der Gegenwart dagegen gehen direkt in die Rechnung ein und reduzieren den ausgewiesenen Schuldenstand entsprechend. Frühzeitige Ausschüttungen sind eine Form von Bilanzkosmetik: Obwohl sie die ökonomischen Fundamentalwerte weitgehend unverändert lassen, täuschen sie finanzpolitische Solidität vor.

Ein verwandtes Motiv für Forderungen nach höheren SNB-Ausschüttungen dürfte der Wunsch sein, mithilfe der Bilanzkosmetik Ausgabenkürzungen zu vermeiden. Die coronabedingten Mindereinnahmen und Mehrausgaben verschlechtern die Vermögensposition der öffentlichen Hand und erfordern eine Anpassung von Ausgabenplänen. Bilanzkosmetik kann diesen Bedarf verschleiern helfen. Sollte dies die Motivation für höhere SNB-Ausschüttungen sein, dann wären sie schädlich.

Höhere Ausschüttungen könnten auch den positiven Effekt haben, starre Restriktionen zu lockern. Denkbar ist zum Beispiel, dass Parlamente ihre Ausgabenpläne zwar anzupassen bereit sind, dabei aber einen Zeitplan anstreben, der mit einer bindenden Schuldenbremse kollidiert. Das Vorziehen von Ausschüttungen könnte den Parlamenten dann mehr Spielraum verschaffen. Allerdings müsste sich die SNB fragen lassen, warum sie mit ihrer Ausschüttungspolitik eine vom Souverän verankerte Schuldenbremse zu konterkarieren hilft. Sollte

die Schuldenbremse Designmängel aufweisen, dann ist es Aufgabe des Gesetzgebers, dies zu korrigieren.

Schliesslich könnten die Forderungen Ausdruck fehlenden Vertrauens in die Anlagepolitik der SNB sein: Falls man sie zu einer konservativeren Anlagepolitik drängen wollte, könnten höhere, frühere Gewinnausschüttungen hierzu einen Beitrag leisten, sofern die Höhe des SNB-Eigenkapitals die Anlageentscheidungen der SNB beeinflusst.

Höhere, frühere Ausschüttungen der SNB könnten das ausgewiesene Schuldenwachstum bei Bund und Kantonen also tatsächlich abbremsen, doch eine wirkliche finanzielle Entlastung wäre damit nicht verbunden. Das Gegenteil könnte sogar der Fall sein: Wenn die Eigenkapitalrendite der SNB über derjenigen der öffentlichen Hand liegt, wovon auszugehen ist, dann wäre es für Bund und Kantone am profitabelsten, das Eigenkapital der Notenbank möglichst spät zu schmälern, die Ausschüttungen also möglichst lange hinauszuzögern.

Konfliktpotenzial entschärfen

Sollte die SNB die Forderungen der Politik ignorieren und einfach auf ihre Unabhängigkeit pochen? Das wäre wohl unklug. Denn in einer Demokratie sind gesetzliche Schutzmauern nicht auf Dauer angelegt; selbst in der Schweiz halten sie nur, solange sie mehrheitsfähig sind. Oder wie ein Vertreter des amerikanischen Fed treffend bemerkte: «The best way to defend the independence of a central bank is never to exercise it.»

Zielführender wäre es, das Konfliktpotenzial zu entschärfen. Ein Element könnte eine Regelung der Ausschüttungspolitik sein, die nicht alle paar Jahre neu verhandelt werden muss. Demnach sollte es in der Kompetenz der SNB liegen zu entscheiden, welchen Teil ihrer Bilanz sie zur Erfüllung ihres Auftrags benötigt. Der Entscheid müsste neben dem gegenwärtigen Umfeld auch verschiedensten Zukunftsszenarien Rechnung tragen.

Mittel, die die SNB nicht mehr zur Erfüllung ihres Auftrags benötigt, sollte sie (ohne Zweckbindung) ausschütten. In der Kompetenz von Bund und Kantonen läge es dann, diese Mittel in einem Fonds zu verwalten oder auszugeben. Zu hoffen bliebe, dass die Parlamente die unregelmässigen Zuflüsse vonseiten der SNB verantwortungsbewusst handhaben. Andernfalls läge es am Souverän, entsprechende Schranken zu setzen.

Eine Zentralbank kämpft immer um ihre Unabhängigkeit. Dazu geht sie nach Möglichkeit Konflikten aus dem Weg, die nicht unmittelbar ihr Stabilitätsmandat betreffen. Und am besten verlässt sie sich in ihrem Kampf nicht auf Gesetze, sondern überzeugt durch ihren Leistungsausweis und Erklärungen.

Dirk Niepelt ist Direktor des Studienzentrums Gerzensee, Stiftung der Schweizerischen Nationalbank, und Professor für Ökonomie an der Universität Bern.



«Selbst bürgerliche Politiker stellen fiskalische Forderungen an die SNB.»