

Höhe und Bedeutung der Währungsreserven
der Schweizerischen Nationalbank

von

Dr. Peter Klauser

Direktor Schweizerische Nationalbank

(Delegiertenversammlung der SVP vom 30. Mai 1998 in Aarau)

Einleitung

"Gold - Goldreserven - Goldene Zeiten für die Staatsfinanzen", diese Vorstellung scheinen manche Leute mit der Reform der Währungsverfassung zu verbinden. In der Tat: Die Lösung des Frankens von der rechtlichen Bindung an das Gold erlaubt eine Neubewertung der Goldbestände der Nationalbank. Sie erfordert aber auch eine Standortbestimmung über Höhe und Bedeutung der Währungsreserven insgesamt. Erst dann kann man über die Bewirtschaftung und Verwendung von sog. Überschussreserven sprechen.

Ich möchte Ihnen mein Thema in drei Schritten näherbringen:

1. Was sind Währungsreserven?
2. Wie hoch sind die Währungsreserven der Nationalbank heute?
3. Wie hoch sollten die Währungsreserven der Nationalbank inskünftig sein?

1. Was sind Währungsreserven?

Währungsreserven sind Aktiven einer Zentralbank, und zwar solche, die für internationale Zahlungszwecke verwendet werden können. Zu den Währungsreserven zählen vor allem Gold, Devisen und Guthaben beim Internationalen Währungsfonds. Nicht zu den Währungsreserven gehören die Inlandaktiven der Nationalbank, beispielsweise die inländischen Wertschriften. Währungsreserven lassen sich einsetzen zur Beeinflussung des Wechselkurses, für die internationale Währungskooperation und - nicht unwichtig - zur Krisenvorsorge und Krisenbewältigung.

In Systemen mit fixen Wechselkursen werden Währungsreserven zur Verteidigung der Kursgrenzen benötigt; damit werden vorübergehende Zahlungsbilanzungleichgewichte ausgeglichen. Frei schwankende Wechselkurse hingegen gleichen allfällige Zahlungsbilanzungleichheiten automatisch aus. Dennoch verminderte sich nach dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen anfangs der siebziger Jahre der Bedarf an kurzfristig verfügbaren Währungsreserven weltweit nicht. Im Gegenteil: In zahlreichen Industrieländern - auch in der Schweiz - nahmen die Währungsreserven zu. Um volkswirtschaftlich unerwünschten Wechselkursbewegungen entgegenzuwirken, sind besonders relativ hohe Devisenreserven für Interventionen am Devisenmarkt von Nutzen. Sie helfen, unvorhergesehene Kapitalströme zu glätten und das Vertrauen in die eigene Währung aufrechtzuerhalten. Hohe Währungsreserven dienen zur Vorbeugung und Überwindung allfälliger Krisen. Die Finanzkrise in Südostasien hat uns drastisch vor Augen geführt, wie rasch die Glaubwürdigkeit einer Währung durch das Schwinden der Reserven einer Zentralbank erschüttert werden kann. Eine solche Vorsorge hat ihren Preis. Die geld- und währungspolitisch erforderlichen Reserven der Notenbank müssen in liquider, sicherer Form gehalten werden. Renditeüberlegungen spielen bei ihrer Anlage und Verwaltung - im Unterschied zu den sog. Überschussreserven - eine untergeordnete Rolle.

2. Wie hoch sind die aktuellen Währungsreserven der SNB?

Ende Dezember 1997 betragen die Währungsreserven der SNB rund 68,5 Milliarden Franken. Davon entfällt der Löwenanteil auf ungesicherte Devisen, also Anlagen in fremder Währung (40,8 Mia. Franken); etwa drei Viertel waren in Dollar angelegt, der Rest in DM, Yen und einigen anderen Währungen. An zweiter Stelle folgen die kursgesicherten Devisen (12,5 Mia. Franken); das sind Dollaranlagen, die auf einen künftigen Termin schon wieder gegen Schweizerfranken verkauft wurden (Liquiditätsswaps). An dritter Stelle figurieren mit 11,9 Mia. Franken die Goldbestände. Sie

belaufen sich auf 2'590 Tonnen und sind seit 1971 zum offiziellen Paritätspreis von Fr. 4'595 Fr./kg bewertet. Die Reserveposition beim IWF und die übrigen internationalen Zahlungsmittel machen mit 3,2 Mia. Franken lediglich 4,7 % der Währungsreserven aus.

Die Zusammensetzung der schweizerischen Währungsreserven hat sich in den letzten 30 Jahren stark verändert: Mitte der sechziger Jahre machten die Devisenreserven mit einem Bestand von 1 Milliarde Franken noch keine 10 Prozent des Goldbestandes aus. Die hohen Dollarkäufe vor und nach dem Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse anfangs der siebziger Jahre liessen den Dollarbestand der SNB stark ansteigen. Diese Dollaranlagen warfen auch Erträge ab, die bis 1991 thesauriert, d.h. nicht an Bund und Kantone ausgeschüttet wurden. Ende 1997 war der gesamte Devisenbestand mit Fr. 53,3 Mia. etwa 4½ mal so hoch wie der Goldbestand. Würde man die Goldreserven zum Marktpreis vom Dezember 1997 (13'500 Fr./kg) bewerten, so ergäbe sich ein Betrag von immerhin 35 Mia. Franken oder fast gleich viel wie die ungesicherten Devisen.

Welche Funktionen erfüllen nun die einzelnen Komponenten von Währungsreserven? Stark vereinfacht lässt sich folgendes sagen:

Die *ungesicherten Devisenreserven* erlauben der SNB, bei Wechselkursturbulenzen am Devisenmarkt zu intervenieren und für geordnete Währungsverhältnisse zu sorgen. Es ist unbestritten, dass ein kleines Land wie die Schweiz, das eng mit der Weltwirtschaft verflochten ist und einen bedeutenden internationalen Finanzplatz besitzt, über genügend ungesicherte Devisenreserven verfügen muss. Der Bedarf an ungesicherten Devisenreserven nimmt mit dem Wachstum des Aussenhandels und des Kapitalverkehrs zu. Daraus leitet sich die Faustregel ab, dass die ungesicherten Devisenreserven mindestens im Gleichschritt mit dem nominalen Bruttosozialprodukt aufgestockt werden sollten. Das Gewinn-ausschüttungskonzept, das die SNB Anfang 1992 mit dem Bundesrat vereinbarte, beruht auf dieser Regel - ebenso wie die neue

Gewinnausschüttungsvereinbarung, die Bundesrat und Nationalbank im April 1998 abschlossen.

Die *kursgesicherten Devisenreserven*, welche die SNB in Form von Liquiditäts-swaps hält, lauten zwar nominell auf Dollar, sind aber faktisch Anlagen in Schweizerfranken. Sie erfüllen eine völlig andere Funktion als die ungesicherten Devisenanlagen. Die SNB verwendet sie als Instrument zur Steuerung der Geldmenge. In diesem Sinne können sie nicht als eigentliche Währungsreserven gelten. Mit dem vermehrten Einsatz von Wertpapier-Repogeschäften für die Geldmengensteuerung dürften die Bestände an gesicherten Devisenreserven in Zukunft ohnehin abnehmen.

Das *Gold* erhält mit der Reform der Währungsverfassung einen anderen Stellenwert: Die Pflicht der SNB zur Einlösung von Banknoten in Gold, die ohnehin schon seit Jahrzehnten suspendiert ist, die Mindestgolddeckung des Notenumlaufs sowie die Goldparität des Frankens werden aufgehoben. Trotzdem wird das Gold ein spezielles Reservemedium bleiben. Im Gegensatz zu den Devisenanlagen ist Gold das einzige staatenunabhängige internationale Zahlungsmittel; im Inland aufbewahrte Goldreserven lassen sich weder durch Entscheide von Behörden blockieren noch in ihrer Verfügbarkeit einschränken. Ein zweiter Grund, der für die Goldhaltung spricht, ist die Art und Weise, wie sich sein Wert entwickelt: Während Gold in normalen Zeiten Kosten durch Lagerhaltung und entgangene Zinsen verursacht, steigt sein Wert in Zeiten von Finanzkrisen und instabilen Verhältnissen. Damit verhält sich der Wert des Goldes gerade gegensätzlich zum Wert von Devisenanlagen. Das lässt Gold zu einem wertvollen Mittel der Portfoliodiversifikation für Zentralbanken werden. Schliesslich steigert das Vorhandensein eines namhaften Goldbestandes aus emotionellen Gründen die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik.

Die *Reserveposition beim IWF* könnte die Schweiz zwar im Fall von Zahlungsbilanzschwierigkeiten beanspruchen. Für Wechselkursinterventionen stehen diese Guthaben jedoch nicht zur

Verfügung. Auch die *Sonderziehungsrechte* (SZR) des IWF lassen sich weder über den Markt erwerben noch für Wechselkursinterventionen einsetzen. Die *ECU-Guthaben* schliesslich ergeben sich ebenfalls aus der internationalen Währungs Kooperation und sind nicht im voraus planbar. Diese Aktiven der Notenbank spielen daher in der Diskussion um die zukünftige Höhe der Währungsreserven der SNB kaum eine Rolle.

3. Wie hoch sollten die Währungsreserven der SNB inskünftig sein?

Wie viel Währungsreserven eine Notenbank braucht, um eine erfolgreiche Geld- und Währungspolitik zu führen, lässt sich nicht wissenschaftlich exakt festlegen. Sicher ist, dass der notwendige Umfang an Währungsreserven vor allem von der Grösse der Wirtschaft und der Auslandverflechtung des Landes abhängt. Die Grösse der Wirtschaft kann am Bruttoinlandprodukt - am jährlichen Volkseinkommen - gemessen werden. Ein einfaches Mass für die Bestimmung der Offenheit einer Volkswirtschaft ist das Volumen der Importe oder Exporte. Vergleicht man anhand dieser Grössen - Bruttoinlandprodukt und Importvolumen - die aktuellen Währungsreserven der SNB mit jenen anderer Zentralbanken, so lässt sich die wünschbare Höhe der Währungsreserven abschätzen.

Ende 1997 beliefen sich die Währungsreserven der Nationalbank - das Gold zum Marktpreis bewertet - auf 23% des *Bruttoinlandprodukts* der Schweiz. Wir liegen damit bei weitem an der Spitze der westlichen Industrieländer. Länder mit ähnlicher Struktur und Grösse wie die Schweiz - etwa Oesterreich, Belgien, Niederlande, Schweden - müssen mit deutlich weniger Währungsreserven auskommen, zumeist mit weniger als 10% des Bruttoinlandprodukts. Leicht erkennbar ist, dass kleinere Länder mit einer starken Auslandverflechtung im Verhältnis zu ihrem Bruttoinlandprodukt eher höhere Währungsreserven halten als grössere Industrieländer (USA, Grossbritannien). Der Anteil des Goldes an den Währungsreserven beträgt heute in den westlichen Industrieländern noch durchschnittlich 29%, in der Schweiz nahezu die Hälfte (ohne gesicherte Devisen).

Gemessen an den *jährlichen Importen*, beliefen sich die Währungsreserven der Schweiz Ende 1997 auf gegen 90%. Nur Japan bewegt sich hier unter den westlichen Industrieländern in einer ähnlichen Grössenordnung. Der internationale Währungsfonds empfiehlt in seinen Programmen für Entwicklungs- und Transitionsländer, dass die Währungsreserven eines Landes während drei Monaten eine Finanzierung sämtlicher Importe ermöglichen sollten. Für Industrieländer mit gutem Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten kann diese Quote tiefer sein. Sie wird denn auch - wie unser Vergleich zeigt - von verschiedenen Ländern der Zehnergruppe nicht oder nur knapp erreicht.

Aussagekräftig ist nun ein internationaler Quervergleich der Reservedotierung, aufgegliedert nach den Komponenten *ungesicherte Devisen* und *Gold*. Bei den Devisenreserven im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt und zu den Importen zeigt sich, dass die Schweiz - mit 11,3% bzw. 42,5% - in einer ähnlichen Grössenordnung liegt wie Österreich. Es bestätigt sich, dass kleinere Länder im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt höhere Reserven halten als grössere Länder. In Prozenten der Importe verfügt Japan über eine deutlich höhere Devisenausstattung als die Schweiz. Beim Vergleich der Goldreserven fällt zunächst auf, dass die meisten Notenbanken der westlichen Industrieländer am Gold als Währungsreserve festgehalten haben. Goldverkäufe tätigten in den letzten Jahren die USA, Kanada, Belgien und die Niederlande. Wie aus der Übersicht hervorgeht, halten die USA mit über 8'000 Tonnen mit Abstand am meisten Gold. Deutschland folgt an zweiter Stelle mit 2'960 Tonnen, vor der Schweiz (2'590 Tonnen), Frankreich (2'547 Tonnen) und Italien (2'074 Tonnen). Gemessen am Bruttoinlandprodukt und an den Importen ist die Schweiz hier einsame Spitze.

Zusammenfassend zeigen uns diese Vergleiche: Die Nationalbank verfügt nicht über ungewöhnlich hohe ungesicherte Devisenreserven. Aus dem Rahmen fallen dagegen die überaus gut dotierten Goldreserven. Mit der Reform der Währungsordnung gewinnt nun der Goldbestand seine Funktion

als normal verwendbare Währungsreserve zurück; er ist nicht länger aufgrund der gesetzlichen Goldparität immobilisiert. Deshalb stellt sich die Frage: Benötigt die SNB einen Goldbestand von knapp 2'600 Tonnen, um ihren geld- und währungspolitischen Auftrag zu erfüllen?

Die Expertengruppe "Reform der Währungsordnung" sah zwei Gründe, weshalb die Nationalbank sich nicht damit begnügen sollte, ähnlich hohe Währungsreserven zu halten wie die Zentralbanken von vergleichbaren europäischen Volkswirtschaften: Erstens verfügt die Schweiz über einen *bedeutenden internationalen Finanzplatz*. Eine starke Zentralbank mit gut dotierten Währungsreserven trägt dazu bei, das Vertrauen der ausländischen Anleger zu sichern. Dadurch wird die Stabilität des schweizerischen Finanzsystems gefördert. Ein hohes Vertrauen der ausländischen Anleger hilft zudem mit, die Zinsen in der Schweiz tief zu halten. Das wiederum liegt im Interesse der ganzen Volkswirtschaft. Zweitens wird die Schweiz anfangs 1999 nicht die europäische Einheitswährung, den Euro, übernehmen, sondern weiterhin eine *eigenständige Geld- und Währungspolitik* führen. Auch deshalb muss die SNB im Vergleich zu anderen europäischen Ländern grosszügig dotierte Währungsreserven halten. Sie kann nämlich bei Finanzkrisen und anderen Turbulenzen nicht automatisch mit dem Beistand ihrer ausländischen Kolleginnen rechnen. Sie ist vielmehr auf sich selbst gestellt.

Der Betrag an zusätzlichen Währungsreserven, über den die Nationalbank nebst den Devisenreserven verfügen sollte, ist nicht einfach zu bestimmen. Die Expertengruppe schätzte ihn auf 10 Mia. Franken, und der Bundesrat ist ihr gefolgt. Die Nationalbank würde diese zusätzlichen Reserven in Gold halten. Dabei ist das Gold vorsichtig zu bewerten. Bei einer Bewertung von 60% des Marktpreises (von 13'500 Fr./kg im Dezember 1997) ist ein Goldbestand von knapp 1'300 Tonnen nötig, um auf zusätzliche Reserven von gut 10 Mia. Franken zu kommen.

Schlussfolgerung

Was bedeutet dies konkret? Die Nationalbank braucht für geld- und währungspolitische Zwecke neben den Devisenreserven und den Guthaben beim Internationalen Währungsfonds noch etwa 1'300 Tonnen Gold. Damit wird sie auch nach Aufgabe der Goldbindung des Frankens eine stabilitätsorientierte Geldpolitik führen und dem Bankensystem den nötigen Rückhalt geben können. Die Hälfte des heutigen Goldbestandes - 1'300 Tonnen oder zum heutigen Marktpreis (14'000 Fr./kg) rund 18 Mia. Franken - stehen für andere öffentliche Zwecke zur Verfügung. Für welche Zwecke, hat die Politik, nicht die Nationalbank, zu entscheiden.