



Equity and Profit Distribution

Stefan Gerlach, Yvan Lengwiler, and Charles Wyplosz

2025-02-25 Report 10

Mit deutscher Übersetzung
Avec traduction française

Our Purpose

Monetary policy is important. It has broad effects across the economy, affecting young and old, poor and rich, savers, home buyers, firms and workers, profits and wages, the business cycle, and the long-term prosperity of the country.

Public debate about monetary policy is vital not only for basic democratic reasons, but also for the SNB to explain its views, and to listen to the views of the public it serves. The SNB Observatory aims to promote such a constructive debate based on facts and economic science.

The SNB Observatory is currently run by Stefan Gerlach, Yvan Lengwiler, and Charles Wyplosz.

The English version of the report begins on page 1.

Die deutsche Fassung des Berichtes beginnt auf Seite 11.

La version française du rapport commence à la page 22.

For all our contributions, browse to snb-observatory.ch
For inquiries, please email to contact@snb-observatory.ch

ABSTRACT

The Swiss National Bank (SNB) reported a CHF 80 billion profit for 2024, planning a CHF 3 billion distribution to the Confederation and cantons. The SNB's equity ratio stood at 7.9% in 2023. We propose that the SNB should announce a target for the equity ratio—rather than a distribution rule—and agree it with the Federal Department of Finance. This approach would enhance transparency and shift the public debate from how large profits the SNB will distribute to how much equity it needs given the risks it has assumed. Experiences of similar central banks suggest a plausible target range of 10–15%.

ZUSAMMENFASSUNG

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) meldete für 2024 einen Gewinn von 80 Milliarden Schweizer Franken und plant eine Ausschüttung von 3 Milliarden Schweizer Franken an Bund und Kantone. Die Eigenmittelquote der SNB lag 2023 bei 7,9 %. Wir schlagen vor, dass die SNB ein Ziel für die Eigenmittelquote — und nicht eine Ausschüttungsregel — bekannt gibt und dieses mit dem Eidgenössischen Finanzdepartement abstimmt. Dieser Ansatz würde die Transparenz erhöhen und die öffentliche Debatte von der Höhe der Gewinne, die die SNB ausschütten wird, auf die Höhe der Eigenmittel verlagern, das sie angesichts der von ihr eingegangenen Risiken benötigt. Erfahrungen ähnlicher Zentralbanken legen einen plausiblen Zielbereich von 10–15 % nahe.

RÉSUMÉ

La Banque nationale suisse (BNS) a annoncé un bénéfice de 80 milliards de francs suisses pour 2024, prévoyant une distribution de 3 milliards de francs suisses à la Confédération et aux cantons. Le ratio de fonds propres de la BNS s'élevait à 7,9 % en 2023. Nous proposons que la BNS annonce un objectif pour le ratio de fonds propres, plutôt qu'une règle de distribution, et qu'elle s'accorde avec le Département fédéral des finances. Cette approche renforcerait la transparence et déplacerait le débat public de la question de savoir quels bénéfices importants la BNS distribuera à celle de savoir de combien de fonds propres elle a besoin compte tenu des risques qu'elle a assumés. L'expérience de banques centrales similaires suggère une fourchette cible plausible de 10 à 15 %.

Equity and Profit Distribution

The SNB recently [published](#) preliminary profit calculations for 2024, tentatively reporting profits of CHF 80 billion. The definitive figures will be released on 3 March. It announced that it intends to distribute CHF 3 billion to the Confederation and cantons, as called for in the agreement between the SNB and the Federal Department of Finance regarding profit distributions. As discussed in the analysis below, this agreement should be replaced by an agreement regarding a target for the SNB's equity-to-asset ratio (equity ratio henceforth).

Table 1 displays the SNB's financial situation at the end of 2023 and 2024 according to its announcement. It shows that the SNB's intended profit transfer of CHF 3 billion will lead to an equity ratio of 16.3%. A better way to proceed is for the SNB to determine a desirable equity ratio and then determine how to distribute profits over time if the actual equity ratio exceeds the target.

	2023 after appropriation	2024 SNB's plan
Balance Sheet	794.6	854.1
Profit or Loss *		80
Distribution to Confederation and cantons		3.0
Equity	62.6	139.6
Equity Ratio	7.9%	16.3%

Table 1. *Equity and balance sheet for 2023 and 2024. * SNB's projection.*

In a recent [interview](#), SNB President Schlegel said that “*building up the SNB's equity capital must therefore take priority over profit distributions*”. But how much equity does a central bank need? This is an important question since any amount set aside for equity reduces the amount available for distribution to the Confederation and cantons.

The current procedure is given in the agreement between the SNB and the Federal Department of Finance, which determines the how much can be distributed based on the size of the distribution reserve (which is a part of the SNB's equity). This results in an equity ratio.

The alternative is to start from a target for the equity ratio, which then determines how to distribute profits over time. In fact, this is what the

SNB does in practice. As President Schlegel's statement indicates, the SNB first determines how much equity the SNB needs.

The profit distribution agreement undergoes periodic renegotiation, with the current version set to expire in 2025. This presents an opportunity to introduce an equity target.

We discussed profit distribution in a previous [Report](#) in 2021 and in subsequent follow-up Commentaries in [2022](#) and in [2024](#). We revisit the question here, but from a different angle. Previously, we showed how the decision to distribute or retain profits was determined by the SNB's accounting policies. In this Report, we concentrate instead on the amount of equity that the SNB needs. We focus on the equity-to-asset ratio because equity is meant to protect against asset losses.

Two views have emerged regarding central banks' need for equity. We examine them in turn.

Central banks do not need equity

Normal businesses require equity to cope with unexpected losses. If the equity turns negative because of losses, the company is bankrupt and is no longer legally allowed to operate. This rule does not apply to the SNB. It can still legally operate even if its equity is negative, for two main reasons, that were well explained by Thomas Jordan in a 2011 [speech](#):

“Might the SNB lose its capacity to act as a result of a negative equity level? And, if its equity were negative, would the SNB have to be recapitalised, or might it even have to go into administration? The short answer to these questions is 'No', because the SNB cannot be compared with commercial banks or other private enterprises. For one thing, a central bank cannot become illiquid. This means that a central bank's capacity to act is not constrained if its equity turns negative. Moreover, unlike other enterprises, it is not forced to implement recovery measures or go into administration.”

Thus, the first reason is that central banking is a very special business. In contrast with private companies that become insolvent when they lack liquidity and cannot pay their bills, central banks are always able to create money to make payments.

The second reason is that central banking is a profitable business, or at least it was for a long time. Central banks have a monopoly on money creation. They create money either by issuing banknotes or by providing banks with deposits in the form of loans. The production costs are trivial relative to the income that they receive in exchange. The SNB holds

primarily foreign bonds, gold, as well as shares in foreign private companies. The income from these assets fluctuates according to financial market developments.

The fact that central banks are profitable and cannot run out of liquidity suggests that they do not need equity. Even if they occasionally suffer losses, future profits ensures that they cannot become insolvent. They can still carry out monetary policy even if their equity is temporarily negative. Indeed, in 1971 and 1978 the SNB had a negative equity position but it was then not reported as such.

Again, Thomas Jordan puts it well in his speech referred to above:

“[Central banks] generate surplus income over the long term. Thus, over time, a central bank like the SNB can usually rebuild its equity level all on its own after a loss.”

The profitability of central banks has declined, however. Many central banks — including the SNB — now pay interest on bank deposits (see our previous [report](#) for why this is now necessary). With the declining use of cash transactions, and, maybe, the emergence of cryptocurrencies, central bank profitability could erode more. This could be problematic in the far future, if central banks become unable to finance their operations.

Central banks do need equity

One reason why central banks need equity arises from their operations in periods of financial turmoil. When they intervene as lenders of last resort, they protect themselves from losses by collateralizing its lending. However, central banks are increasingly playing the role of market maker of last resort, occasionally intervening when key financial markets become illiquid or dysfunctional during episodes of stress. Such interventions can lead to substantial losses. The StabFund of 2008 is an example of such an operation. In the end, the operation was profitable, but the financial risk was sizeable.

Figure 1 displays the profits and losses of the SNB since 2010. It shows that central banks sometimes make losses. Bonds lose value when interest rates rise and investments in foreign currency lose value when the Swiss franc appreciates. In addition, over the last decade, most central banks have started to remunerate the deposits banks hold with them, which significantly reduces its profitability (our previous [report](#) explains why this change was necessary).

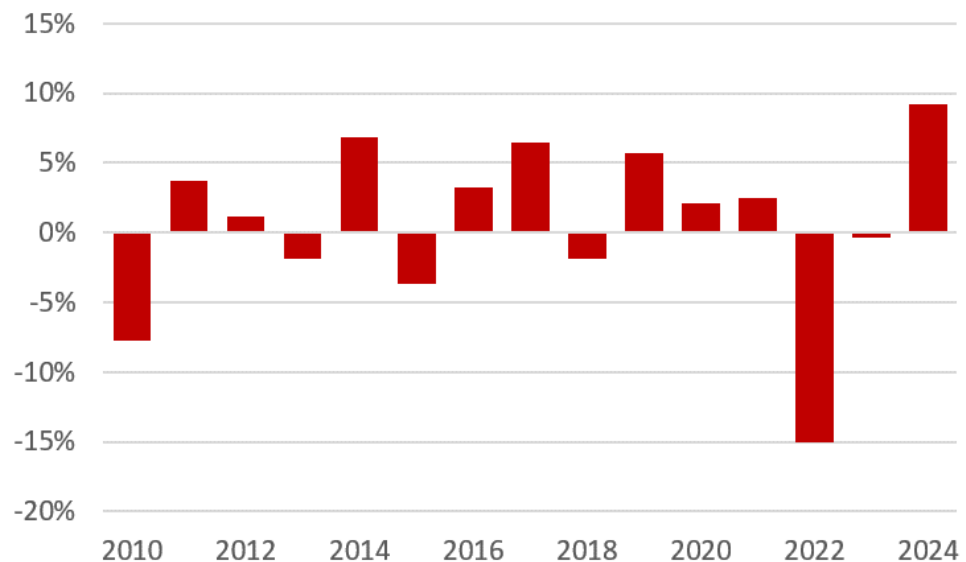


Figure 1. Profits and losses of the SNB (% of the size of assets). The value for 2024 is the SNB's projection.

In the case of the SNB, Figure 1 shows that on average until 2022, profits were positive. The CHF 130 billion loss in 2022 was due to a combination of global market turmoil, rising interest rates, and appreciation of the CHF. The small loss in 2023 reflected small gains on assets and the rising cost of paying interest on banks' large deposits at the SNB that resulted from foreign exchange interventions after 2008. For a while, negative interests meant that the SNB received income from banks but, as interest rates turned positive during 2021, the SNB has had to remunerate its depositors. The large profits for 2024 reflect the powerful turnaround in global financial markets.

Does this mean that central banks need equity? Again, Thomas Jordan explained that central bankers worry about negative equity in the above-mentioned speech:

"[...] even for a central bank, a long period of negative equity is not without its problems, as it can undermine the bank's credibility and its independence in the longer term. For these reasons, it is important for the SNB to maintain a sufficient level of equity. To ensure that the SNB can carry out its monetary policy mandate without restriction, also in the long term, in the interests of the country as a whole it is essential that its capital base be adequately rebuilt. This means that the necessary profits must be earned, and retained."

Central bankers believe that having negative equity could raise difficult questions. Could they be tempted to raise revenues by creating more money, thus fueling inflation? Alternatively, could they ask to be

recapitalized by their governments? In that case, would independence be threatened?

The SNB's independence is guaranteed by the constitution. Nevertheless, it can be impaired, for instance by appointments to its Governing Board. It may be concerned that if it was unable to distribute profits for a long time, the Government would seek to influence or control it. Even the suspicion that it could happen, could dent the trust in the Swiss franc and raise inflation concerns. This explains why central banks often argue that they need sufficient equity to operate freely.

How much equity do central banks hold?

Central banks take different approaches to equity and profit distribution. While some central banks distribute all profit, others operate with an equity target. Anything that exceeds the target is distributed to the Treasury. Other central banks retain a certain share of their profits and distribute the rest. Some central banks also have a guarantee from the Treasury to be recapitalised if their equity becomes too negative.

The diversity of approaches is illustrated in Figure 2. The figure displays the average ratio of equity to assets, as well the situation at the end of 2023, of central banks of developed and a few emerging market countries for which data are available. Several held negative equity while others held almost no equity. The SNB belongs to another group with substantial equity ratios. Overall, the ratio was on average 7.4% in 2023, and 7.9% in Switzerland.

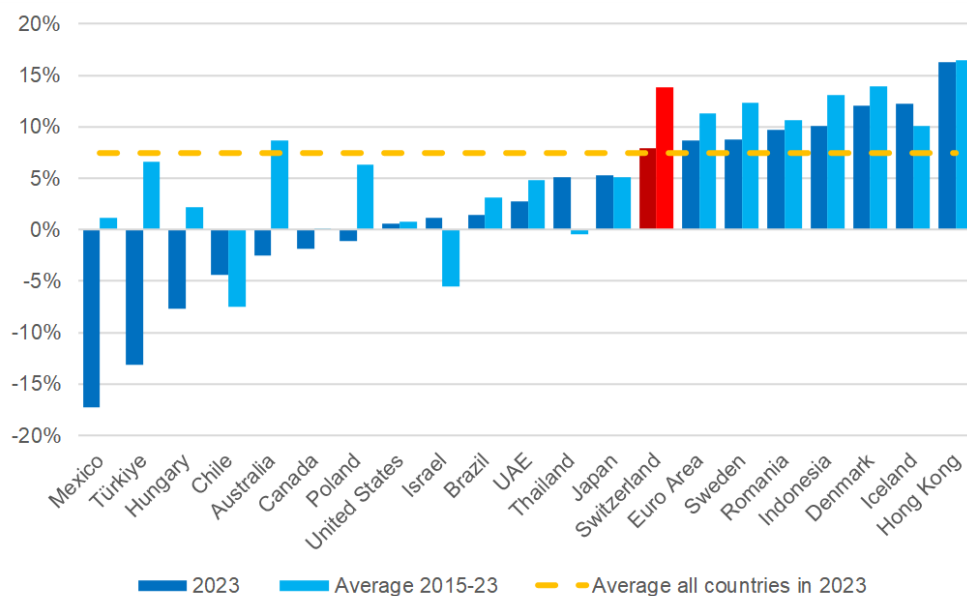


Figure 2. Ratios of equity to assets (%).

The fact that central banks' equity ratios varied so much reflects diverse circumstances and accounting policies, as well as different views about the need for equity. It also illustrates the fact that central banks can operate with negative equity.

How much equity does the SNB need?

We first note that, in its accounts, the SNB separates its equity into (a) capital, which has been left unchanged for decades, (b) provisions for currency reserves and (c) the distribution reserve. Here we focus on total equity, ignoring these distinctions.

Ideally, an analysis of the need for equity would assess the risks of large losses and the costs of negative equity to come up with a target for the equity ratio. It would also note that equity is undistributed profits, which comes at a cost for cantons and the Confederation.

The SNB should develop a methodology to identify a desired equity level – or a range – and agree on it with the Confederation. Here we are less ambitious and merely make some international comparisons to identify what levels of equity central banks in practice hold.

Figure 3 shows the average equity to asset ratios for a subset of twelve advanced economy central banks for the period 2015–2023. While the average ratio is 8%, half of them hold 10% to 15%.

Comparing central bank accounts is difficult. First, accounting practices differ. Some central banks mark their assets to markets, others (Federal Reserve, Bank of Japan, ECB, and Bank of England) do not, which affects their reported profits and losses. The Federal Reserve, for instance, would have reported a major loss in 2022 on its mortgage-backed securities if they had been valued according to market prices. Second, like Switzerland, some central banks (Singapore, Korea, Taiwan) hold a large share of foreign currency denominated assets. This is a major source of fluctuations of profits and losses when exchange rates vary. Third, some central banks (New Zealand, Australia, Canada, Korea) have formal agreements with their governments which guarantees refinancing of large losses. The Swedish Riksbank has recently joined this group. The Box below presents the innovative arrangements of the central bank act, which combine an equity target and a procedure for recapitalisation by the state.

The IMF states that the central banks most comparable to the SNB are the Denmark's Nationalbank, the Central Bank of Iceland, and the Czech National Bank. We lack data for the Czech Republic but note that, like the

SNB, the Danish and Icelandic central banks are among the best capitalized.

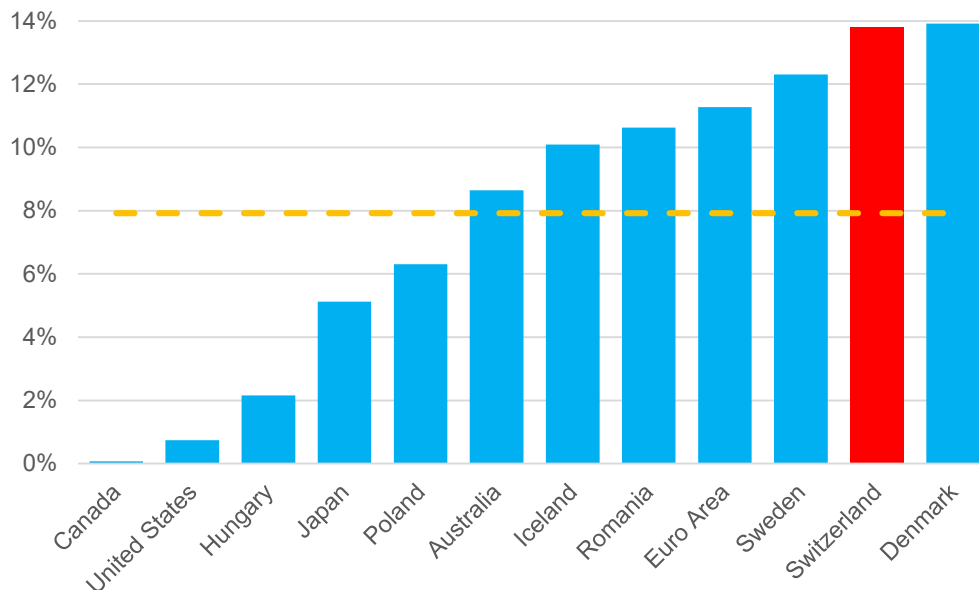


Figure 3. Average equity to asset ratios from 2015 to 2023.

In addition to international comparisons, it is interesting to look at the evolution of the SNB's equity ratio since 2010 (the data point for 2024 corresponds to the provisional information provided by the SNB) shown in Figure 4. Using end-of-year-data, the ratio has fluctuated between 10% and 20%, except after the large loss suffered in 2022. Even then, it still had 7.5% equity. Since the SNB can operate, at least temporarily, with negative equity, a 20% safety cushion is excessive.

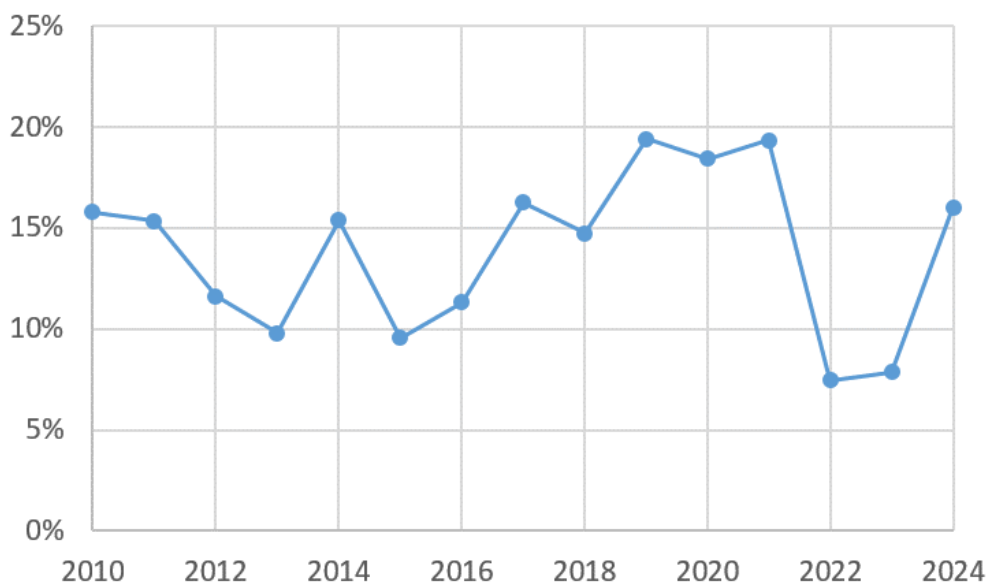


Figure 4. Equity to asset ratio for the SNB, 2010 to 2024.

We conclude that an equity ratio of 10% to 15% is likely to be a reasonable target for the SNB. Of course, this is a rough estimate which we use to illustrate the effect of an equity target on profit distribution. Table 2 presents the results.

We note first that the decisions that the SNB has signalled for the allocation of 2024 profits imply an equity ratio of more than 16%. If the SNB was operating under a 10% equity target, it would have more than CHF 50 billion of excess equity, which it could use to smooth distributions over the coming years. A target of 15% implies that the SNB would still have more than CHF 10 billion equity in excess of the target.

	SNB's Plan	10% target	15% target
Balance Sheet	854.1	854.1	854.1
Distribution to Confederation and cantons	3.0	3.0	3.0
Equity	139.6	139.6	139.6
Equity Ratio	16.3%		
Equity Target		85.4	128.1
Equity in Excess of Target		54.2	11.5

Table 2. *Equity targets for 2024 and excess equity.*

Adopting an equity target does not preclude distribution smoothing. That would only be the case if the SNB were to always try to keep its equity at its target level. How the SNB should allow deviations from target will define the distribution smoothing process. We intend to examine this question in a future report. Here we simply make a few observations.

- The current distribution rule, which caps transfers at CHF 6 billion, is incompatible with an equity target. If average profits exceed the cap, the equity level will be on a rising trend.
- The procedure must ensure that the target is reached on average in the long run. This calls for an explicit rule. The rule is also essential to preserve the independence of the SNB by protecting it from potential political pressure.
- More smoothing will imply larger temporary deviations from the target equity ratio. A compromise must be found between deviations from target and distribution smoothing.

Summing up

Where does this analysis leave us? We draw several conclusions.

- Views on whether central banks need equity vary. They have adopted a wide range of practices, with some holding almost no equity. Nevertheless, many central banks hold as much as 10% or even 15% equity.
- The amount of equity the SNB holds is not distributed to the rest of the economy and is in that sense a cost to the public. The SNB must therefore be transparent about what criteria it uses to determine the appropriate level of equity.
- Rather than continuing with the current practice of agreeing a distribution rule for profits, the SNB and the Federal Department of Finance should agree on an equity target and a plan for how any excess could be distributed over time. Such a shift would not impede the independence of the SNB to conduct monetary policy.

BOX Equity targeting at the Riksbank (the Central Bank of Sweden)

In 2022, the law governing the Riksbank was amended regarding the size of its equity and profit distribution. The law came into effect in 2023. The legal change is motivated by arguments similar to those presented in the main text. The Riksbank has published several reports, prepared both inside the bank and by outsiders, to justify the law and to explain how to estimate the target equity level. The three most important aspects of the law are the following:

- The need for equity can be reduced by establishing a procedure for the government to replenish equity if it falls too low.
- The equity target is expected to grow along the price level and can be adjusted if a need arises.
- Any changes to the target and any request for state funding must be submitted to the Parliament, which makes the final decision.

In practice, the law establishes a formal equity target level, set in nominal terms. When this level is reached, all profits are distributed to the government. To this target are associated a basic target and a lower limit, respectively set at $\frac{2}{3}$ and $\frac{1}{3}$ of the target. When the equity level falls below the basic target, the Riksbank stops transferring profits to the state until equity reaches the full target. When equity falls below the lower limit, the Riksbank makes a petition to parliament for a recapitalization, in principle to reach the basic level. At any time, the Riksbank may petition parliament for an increase in the target level, justified on economic and financial grounds. This has happened in 2024 when the parliament partially agreed to the Riksbank's request.

The law has been modified as of 2025. The modifications concern details.

Eigenmittel und Gewinnverteilung

Die SNB hat kürzlich vorläufige Gewinnberechnungen für 2024 [veröffentlicht](#), die einen vorläufigen Gewinn von 80 Milliarden Franken ausweisen. Die definitiven Zahlen werden am 3. März veröffentlicht. Sie kündigte an, dass sie 3 Milliarden Franken an Bund und Kantone ausschütten will, wie es die Vereinbarung zwischen der SNB und dem Eidgenössischen Finanzdepartement über die Gewinnausschüttung vorsieht. Wie in der nachstehenden Analyse dargelegt, sollte diese Vereinbarung durch eine Zielvereinbarung für die Eigenmittelquote der SNB (nachfolgend Eigenmittelquote) ersetzt werden.

Tabelle 1 zeigt die finanzielle Situation der SNB per Ende 2023 und 2024 gemäss ihrer Ankündigung. Sie zeigt, dass die von der SNB beabsichtigte Gewinnabführung von 3 Mrd. Franken zu einer Eigenmittelquote von 16,3% führen wird. Besser wäre es, wenn die SNB eine wünschenswerte Eigenmittelquote festlegen und dann bestimmen würde, wie die Gewinne im Laufe der Zeit verteilt werden sollen, wenn die tatsächliche Eigenmittelquote den Zielwert übersteigt.

	2023 nach Gewinnverteilung	2024 SNB's Plan
Bilanzsumme	794.6	854.1
Gewinn oder Verlust *		80
Verteilung an Bund und Kantone		3.0
Eigenmittel	62.6	139.6
Eigenmittelquote	7.9%	16.3%

Tabelle 1. *Eigenmittel und Bilanz für 2023 und 2024. * SNB Schätzung.*

In einem [Interview](#) sagte SNB-Präsident Schlegel kürzlich: "das Eigenkapital der SNB aufzubauen, muss deshalb Vorrang haben vor Gewinnausschüttungen". Doch wie viel Eigenmittel braucht eine Zentralbank? Das ist eine wichtige Frage, denn was für Eigenmittel zurückgelegt wird steht für Ausschüttungen an Bund und Kantone nicht zur Verfügung.

Das derzeitige Verfahren zur Bestimmung der Ausschüttung ist in der Vereinbarung zwischen der SNB und dem Eidgenössischen Finanzdepartement festgelegt, welches besagt, dass die Ausschüttung von der Ausschüttungsreserve (einem Teil der gesamten Eigenmittels der SNB) abhängt. Daraus resultiert dann eine Eigenmittelquote.

Die Alternative ist, von einer Zielvorgabe für die Eigenmittelquote auszugehen, und daraus abzuleiten, wie die Gewinne im Laufe der Zeit verteilt werden sollen. Genau das tut die SNB in der Praxis. Wie aus der Erklärung von Präsident Schlegel hervorgeht hat die SNB eine Vorstellung davon, wieviel Eigenmittel sie benötigt.

Die Vereinbarung über die Gewinnausschüttung wird periodisch neu ausgehandelt, wobei die derzeitige Fassung 2025 ausläuft. Dies bietet die Gelegenheit, ein Eigenmittelziel einzuführen.

Wir haben die Gewinnausschüttung in einem früheren [Bericht](#) 2021 und in den darauf folgenden Kommentaren [2022](#) und [2024](#) erörtert. Wir greifen die Frage hier erneut auf, allerdings aus einem anderen Blickwinkel. Damals haben wir dargelegt, wie die Entscheidung, Gewinne auszuschütten oder einzubehalten, von den Rechnungslegungsgrundsätzen der SNB bestimmt wird. In diesem Bericht konzentrieren wir uns stattdessen auf die Höhe der Eigenmittel, welche die SNB benötigt. Wir konzentrieren uns auf das Verhältnis von Eigenmittel zur Bilanzsumme, da die Eigenmittel vor Vermögensverlusten schützen soll

Bezüglich des Bedarfs der Zentralbanken nach Eigenmitteln haben sich zwei Ansichten herausgebildet. Wir untersuchen im Folgenden die beiden Positionen.

Zentralbanken benötigen keine Eigenmittel

Normale Unternehmen benötigen Eigenmittel, um unerwartete Verluste zu absorbieren. Wenn die Eigenmittel aufgrund von Verlusten negativ werden, ist das Unternehmen bankrott und darf rechtlich nicht mehr tätig sein. Diese Regel gilt nicht für die SNB. Sie kann selbst mit negativen Eigenmitteln noch tätig sein, und zwar aus zwei Gründen, die Thomas Jordan in einer [Rede](#) im Jahr 2011 klar erläutert hat:

"Kann die Nationalbank durch negatives Eigenkapital ihre Handlungsfähigkeit verlieren? Oder müsste die SNB im Fall von negativem Eigenkapital rekapitalisiert werden oder gar ihre Bilanz deponieren? Die kurze Antwort auf diese Fragen lautet nein, denn die Nationalbank ist nicht mit einer Geschäftsbank oder einem anderen privaten Unternehmen vergleichbar. Zum einen kann eine Zentralbank nicht illiquid werden. Dies hat zur Folge, dass sie nicht in ihrer Handlungsfähigkeit eingeschränkt ist, wenn ihr Eigenkapital negativ wird. Sie wird auch nicht wie andere Unternehmen dazu gezwungen, Sanierungsmassnahmen einzuleiten oder ihre Bilanz zu deponieren."

Der erste Grund ist also, dass die Zentralbank ein ganz besonderes Geschäft betreibt. Im Gegensatz zu privaten Unternehmen, die zahlungsunfähig werden, wenn es ihnen an Liquidität mangelt und sie ihre Rechnungen nicht bezahlen können, sind Zentralbanken immer in der Lage, Geld zu schaffen, um Zahlungen zu leisten

Der zweite Grund ist, dass das Zentralbankwesen ein profitables Geschäft ist, oder zumindest war es das lange Zeit. Die Zentralbanken haben ein Monopol auf die Geldschöpfung. Sie schaffen Geld entweder durch die Ausgabe von Banknoten oder durch die Versorgung der Banken mit Einlagen in Form von Krediten. Die Produktionskosten sind trivial im Vergleich zu den Einnahmen, die sie im Gegenzug erhalten. Die SNB hält vor allem ausländische Obligationen, Gold, sowie Aktien von ausländischen Privatunternehmen. Die Erträge aus diesen Anlagen schwanken je nach Entwicklung der Finanzmärkte.

Die Tatsache, dass Zentralbanken rentabel sind und ihnen die Liquidität nicht ausgehen kann, legt nahe, dass sie keine Eigenmittel benötigen. Selbst wenn sie gelegentlich Verluste erleiden, stellen künftige Gewinne sicher, dass sie nicht zahlungsunfähig werden können. Sie können auch dann noch Geldpolitik betreiben, wenn ihre Eigenmittel vorübergehend negativ werden. In den Jahren 1971 und 1978 wies die SNB in der Tat negative Eigenmittel auf, was jedoch nicht offengelegt wurde.

Thomas Jordan hat es in seiner oben erwähnten Rede wieder einmal gut ausgedrückt:

"[...] eine Zentralbank [...] erzielt langfristig Ertragsüberschüsse [...] Eine Zentralbank wie die SNB kann darum nach Verlusten über die Zeit im Normalfall von selber Eigenkapital aufbauen."

Die Rentabilität der Zentralbanken ist jedoch gesunken. Viele Zentralbanken — darunter auch die SNB — zahlen heute Zinsen auf Bankeinlagen. Mit dem Rückgang von Bargeldtransaktionen und möglicherweise dem Aufkommen von Kryptowährungen könnte die Rentabilität der Zentralbanken noch weiter sinken. Dies könnte in ferner Zukunft problematisch werden, wenn die Zentralbanken nicht mehr in der Lage sind, ihre Geschäfte zu finanzieren.

Zentralbanken benötigen Eigenmittel

Ein Grund, warum Zentralbanken Eigenmittel benötigen, ergibt sich aus ihren Operationen in Zeiten von Finanzturbulenzen. Wenn sie als Kreditgeber der letzten Instanz intervenieren, schützen sie sich vor Verlusten, indem sie ihre Kredite besichern. Zentralbanken spielen jedoch zunehmend die Rolle des «Market Makers» der letzten Instanz

und intervenieren gelegentlich, wenn wichtige Finanzmärkte in Stressphasen illiquide oder dysfunktional werden. Solche Interventionen können zu erheblichen Verlusten führen. Der Stabfund von 2008 ist ein Beispiel für eine solche Operation. Am Ende war die Operation zwar rentabel, aber das finanzielle Risiko war beträchtlich.

Abbildung 1 zeigt die Gewinne und Verluste der SNB seit 2010. Sie zeigt, dass Zentralbanken manchmal Verluste machen. Anleihen verlieren an Wert, wenn die Zinssätze steigen, und Anlagen in Fremdwährung verlieren an Wert, wenn der Schweizer Franken aufwertet. Zudem haben die meisten Zentralbanken in den letzten zehn Jahren damit begonnen, die Einlagen der Banken bei ihnen zu verzinsen, was die Rentabilität der SNB erheblich schmälert (unser früherer [Bericht](#) erklärt, warum diese Änderung notwendig wurde).

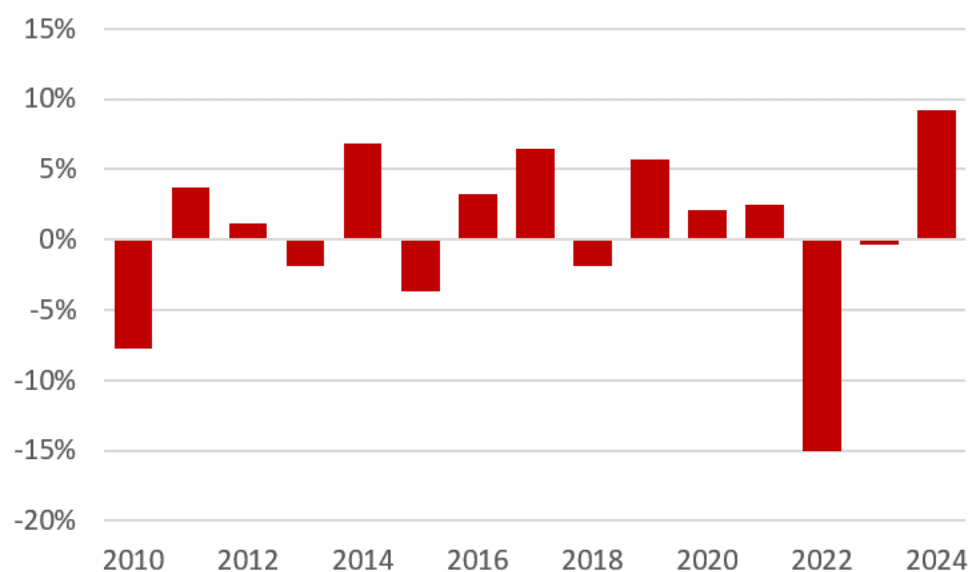


Abbildung 1. Gewinne und Verluste der SNB (in % des Vermögens). Der Wert für 2024 ist die Projektion der SNB.

Abbildung 1 zeigt, dass die Gewinne der SNB bis 2022 im Durchschnitt positiv waren. Der Verlust von 130 Mrd. CHF im Jahr 2022 ist auf eine Kombination aus globalen Marktturbulenzen, steigenden Zinsen und der Aufwertung des CHF zurückzuführen. Der geringe Verlust im Jahr 2023 spiegelt die geringen Gewinne auf den Vermögenswerten und die steigenden Kosten für die Verzinsung der umfangreichen Einlagen der Banken bei der SNB wider, die aus den Devisenmarktinterventionen nach 2008 resultierten. Eine Zeit lang bewirkten die Negativzinsen, dass die SNB Einnahmen von den Banken erhielt, aber da die Zinsen im Laufe des Jahres 2021 positiv wurden, musste die SNB ihre Einleger entschädigen. Die hohen Gewinne für 2024 spiegeln den starken Umschwung an den globalen Finanzmärkten wider.

Bedeutet das, dass die Zentralbanken Eigenmittel benötigen? Auch hier hat Thomas Jordan in der oben erwähnten Rede erklärt, dass Zentralbanker über negative Eigenmittel besorgt sind:

"Trotzdem ist ein lang anhaltender Zustand von negativem Eigenkapital auch für eine Zentralbank nicht unproblematisch, weil er langfristig ihre Glaubwürdigkeit und ihre Unabhängigkeit gefährden kann. Deshalb ist es für die SNB zentral, eine ausreichende Eigenkapitaldecke zu halten. Um sicherzustellen, dass die SNB ihr geldpolitisches Mandat im Gesamtinteresse des Landes auch auf lange Sicht uneingeschränkt wahrnehmen kann, ist es also unabdingbar, die Kapitalbasis wieder ausreichend zu stärken. Dafür müssen entsprechende Gewinne erwirtschaftet und zurückbehalten werden."

Viele Geldpolitiker sind der Ansicht, dass negative Eigenmittel schwierige Fragen aufwerfen könnten. Könnte eine Zentralbank in Versuchung geraten, ihre Einnahmen zu erhöhen, indem sie mehr Geld schaffen und damit die Inflation anheizen? Oder könnten sie versuchen, von ihren Regierungen rekapitalisiert zu werden? Wäre in diesem Fall die Unabhängigkeit in Gefahr?

Die Unabhängigkeit der SNB ist in der Verfassung garantiert. Dennoch kann sie beeinträchtigt werden, zum Beispiel durch die Besetzung des Direktoriums. Sie könnte befürchten, dass die Regierung versuchen würde, Einfluss auf sie zu nehmen oder sie zu kontrollieren, wenn sie über längere Zeit keine Gewinne ausschütten könnte. Schon der Verdacht, dass dies geschehen könnte, könnte das Vertrauen in den Schweizer Franken erschüttern und Inflationsängste wecken. Dies erklärt, weshalb Zentralbanken oft argumentieren, dass sie genügend Eigenmittel benötigen, um frei agieren zu können.

Wie viel Eigenmittel halten Zentralbanken?

Die Zentralbanken verfolgen unterschiedliche Ansätze bei der Verteilung von Eigenmitteln und Gewinnen. Während einige Zentralbanken den gesamten Gewinn ausschütten, arbeiten andere mit einem Eigenmittelziel. Alles, was über dieses Ziel hinausgeht, wird an das Schatzamt ausgeschüttet. Andere Zentralbanken behalten einen bestimmten Anteil ihrer Gewinne ein und schütten den Rest aus. Einige Zentralbanken haben auch eine Garantie des Finanzministeriums, dass sie rekapitalisiert werden, wenn ihre Eigenmittel zu negativ werden.

Die Vielfalt der Ansätze ist in Abbildung 2 dargestellt. Die Abbildung zeigt das durchschnittliche Verhältnis von Eigenmitteln zu Vermögenswerten

sowie die Situation der Zentralbanken der Industrieländer und einiger Schwellenländer, für die Daten verfügbar sind, Ende 2023. Einige hatten ein negative Eigenmittel, andere hielten fast keine Eigenmittel. Die SNB gehört zu einer weiteren Gruppe mit hohen Eigenmittelquoten. Insgesamt lag die Quote im Jahr 2023 bei durchschnittlich 7,4%, in der Schweiz bei 7,9%

Die Tatsache, dass die Eigenmittelquoten der Zentralbanken so stark variierten, spiegelt die unterschiedlichen Gegebenheiten und Rechnungslegungsgrundsätze sowie die verschiedenen Ansichten über die Notwendigkeit von Eigenmittel wider. Sie verdeutlicht auch die Tatsache, dass Zentralbanken mit negativem Eigenmittel arbeiten können.

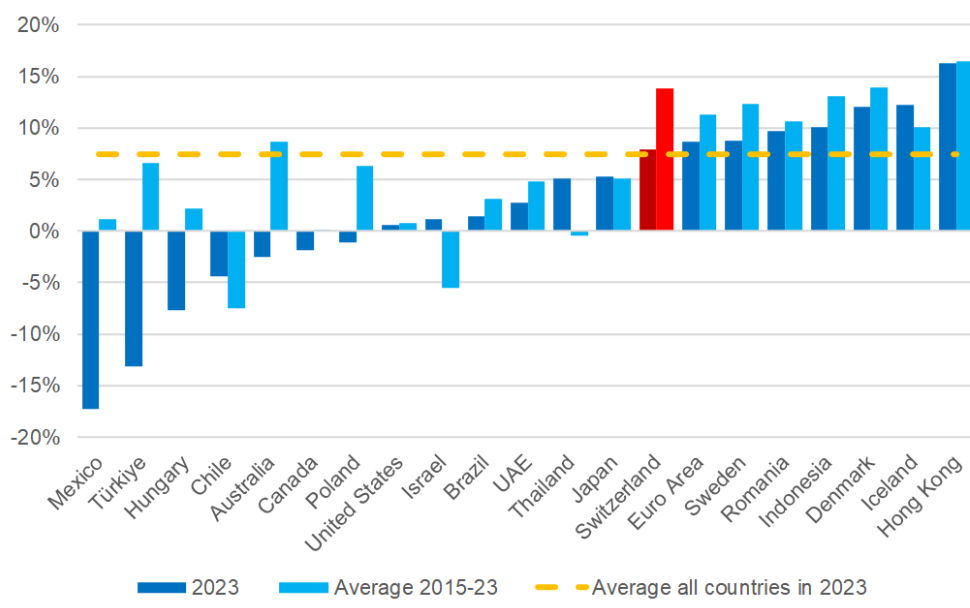


Abbildung 2. Verhältnis von Eigenmittel zu Bilanzsumme (%).

Wie viel Eigenmittel braucht die SNB?

Wir stellen zunächst fest, dass die Nationalbank in ihrer Rechnungslegung ihr Eigenmittel in drei Teile aufteilt: (a) das seit Jahrzehnten unveränderte Aktienkapital, (b) die Rückstellungen für Währungsreserven und (c) die Ausschüttungsreserve. Wir konzentrieren uns hier auf die gesamten Eigenmittel und lassen diese Unterscheidungen ausser Acht.

Idealerweise würde eine Analyse des Eigenmittelbedarfs die Risiken hoher Verluste und die Kosten eines negativen Eigenmittels bewerten. Ebenfalls zu berücksichtigen wäre, dass Eigenmittel dasselbe wie nicht ausgeschüttete Gewinne sind, was für Kantone und Bund mit Kosten verbunden ist.

Die SNB sollte eine Methodik entwickeln, um ein gewünschtes Eigenmittelniveau — oder eine Bandbreite — zu ermitteln und sich mit dem Bund darauf einigen. Wir sind hier weit weniger ehrgeizig und beschränken uns darauf, einige internationale Vergleiche anzustellen, um zu ermitteln, welche Eigenmittelniveaus die Zentralbanken in der Praxis halten.

Abbildung 3 zeigt die durchschnittlichen Eigenmittelquoten für eine Untergruppe von zwölf Zentralbanken fortgeschrittener Volkswirtschaften für den Zeitraum 2015–2023. Die durchschnittliche Quote beträgt 8 %, aber die Hälfte von ihnen hält 10 % bis 15 %.

Der Vergleich dieser Zentralbank-Buchhaltungen ist allerdings schwierig. Erstens sind die Rechnungslegungspraktiken unterschiedlich. Einige Zentralbanken bewerten ihre Vermögenswerte zu Marktpreisen, andere (Federal Reserve, Bank of Japan, EZB und Bank of England) tun dies nicht, was sich auf ihre ausgewiesenen Gewinne und Verluste auswirkt. Die Federal Reserve beispielsweise hätte im Jahr 2022 einen grossen Verlust auf ihren hypothekarisch gesicherten Wertpapieren ausgewiesen, wenn sie diese nach Marktpreisen bewertet würden. Zweitens halten nur einige Zentralbanken (Singapur, Korea, Taiwan) wie die Schweiz einen hohen Anteil an Fremdwährungsaktiven. Dies ist eine wichtige Quelle für Gewinn- und Verlustschwankungen, wenn die Wechselkurse schwanken. Drittens haben einige Zentralbanken (Neuseeland, Australien, Kanada, Korea) formelle Vereinbarungen mit ihren Regierungen getroffen, die die Refinanzierung grosser Verluste garantieren. Die schwedische Riksbank hat sich dieser Gruppe kürzlich angeschlossen. Im nachstehenden Kasten werden die innovativen Regelungen des Zentralbankgesetzes vorgestellt, die ein Eigenmittelziel und ein Verfahren zur Rekapitalisierung durch den Staat kombinieren.

Laut IWF sind die Zentralbanken, die am besten mit der SNB vergleichbar sind, die Dänische Nationalbank, die Zentralbank von Island und die Tschechische Nationalbank. Für die Tschechische Republik liegen uns keine Daten vor, aber wir stellen fest, dass die dänische und die isländische Zentralbank ebenso wie die SNB zu den am bestkapitalisierten Banken gehören.

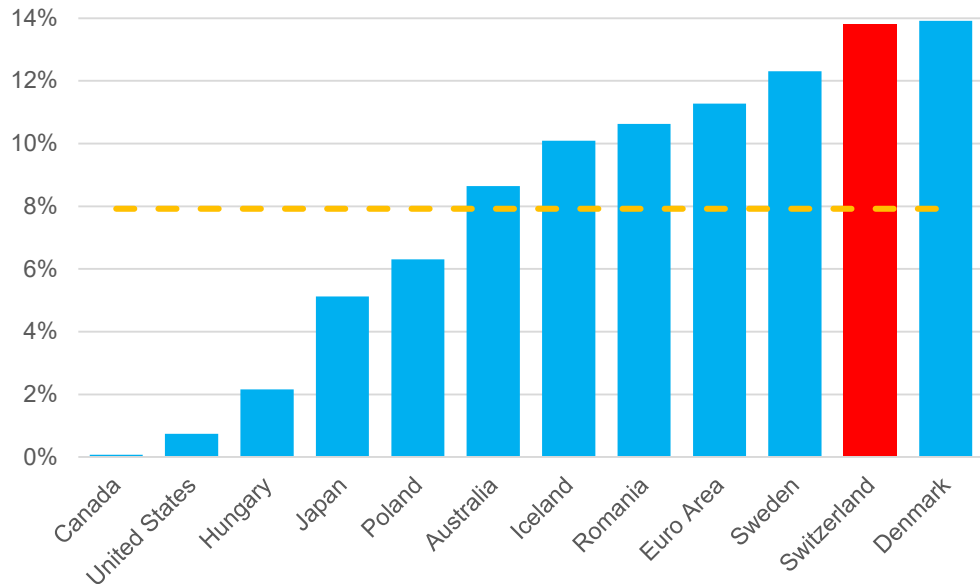


Abbildung 3. Durchschnittliches Verhältnis von Eigenmittel zu Vermögenswerten von 2015 bis 2023.

Zusätzlich zu den internationalen Vergleichen ist es interessant, die Entwicklung der Eigenmittelquote der SNB seit 2010 zu betrachten (der Datenpunkt für 2024 entspricht den vorläufigen Angaben der SNB), wie in Abbildung 4 dargestellt. Unter Verwendung von Jahresenddaten schwankte die Quote zwischen 10 % und 20 %, ausser nach dem grossen Verlust im Jahr 2022. Selbst dann hatte sie noch 7,5 % Eigenmittel. Da die SNB zumindest vorübergehend mit negativem Eigenmittel arbeiten kann, erscheint ein Sicherheitspolster von 20 % übertrieben.

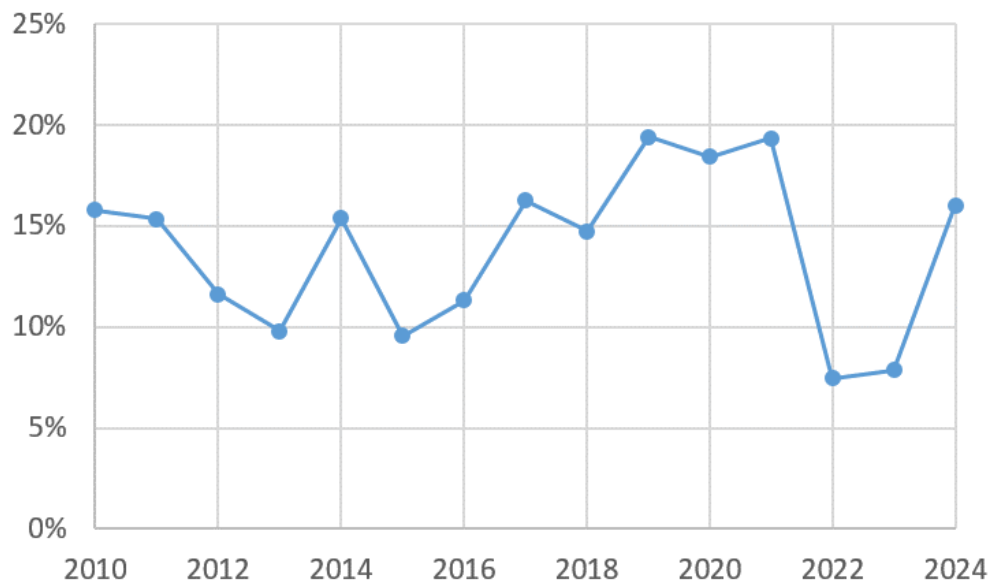


Abbildung 4. Verhältnis zwischen Eigenmittel und Vermögenswerten der SNB, 2010 bis 2024.

Wir kommen zu dem Schluss, dass eine Eigenmittelquote von 10 % bis 15 % ein angemessenes Ziel für die Nationalbank sein dürfte. Natürlich handelt es sich hierbei um eine grobe Schätzung, die wir verwenden, um die Auswirkungen eines Eigenmittelziels auf die Gewinnverteilung zu veranschaulichen. Tabelle 2 zeigt die Ergebnisse.

Wir stellen zunächst fest, dass die von der SNB für die Gewinnverwendung 2024 signalisierten Entscheidungen eine Eigenmittelquote von über 16% implizieren. Würde die SNB mit einem Eigenmittelziel von 10% operieren, hätte sie mehr als 50 Mrd. CHF überschüssige Eigenmittel, die sie zur Glättung der Ausschüttungen in den kommenden Jahren verwenden könnte. Bei einer Zielvorgabe von 15% hätte die SNB immer noch mehr als 10 Mrd. CHF Eigenmittel über dem Zielwert.

	SNB's Plan	10% Ziel	15% Ziel
Bilanzsumme	854.1	854.1	854.1
Verteilung an Bund und Kantone	3.0	3.0	3.0
Eigenmittel	139.6	139.6	139.6
Eigenmittelquote	16.3%		
Eigenmittelziel		85.4	128.1
Eigenmittelüberschuss		54.2	11.5

Tabelle 2. *Eigenmittelziele für 2024 und Eigenmittelüberschuss.*

Die Verabschiedung eines Eigenmittelziels schliesst eine Ausschüttungsglättung nicht aus. Dies wäre nur dann der Fall, wenn die SNB versuchen würde, ihre Eigenmittel zu jeder Zeit auf dem Zielniveau zu halten. Der Prozess der Ausschüttungsglättung wird dadurch bestimmt, wie die SNB Abweichungen vom Zielwert zulassen sollte. Wir beabsichtigen, diese Frage in einem künftigen Bericht zu untersuchen. An dieser Stelle beschränken wir uns auf einige Beobachtungen.

- Die derzeitige Ausschüttungsregel, die eine Obergrenze von 6 Milliarden Franken vorsieht, ist mit einem Eigenmittelziel nicht vereinbar. Wenn die durchschnittlichen Gewinne die Obergrenze überschreiten, steigen die Eigenmittel tendenziell an.
- Das Verfahren muss sicherstellen, dass das Ziel im Durchschnitt langfristig erreicht wird. Dies erfordert eine ausdrückliche Regel. Die Regel ist auch wichtig, um die Unabhängigkeit der SNB zu wahren, indem sie sie vor möglichem politischen Druck schützt.
- Eine stärkere Glättung führt zu grösseren vorübergehenden Abweichungen von der angestrebten Eigenmittelquote. Es muss

ein Kompromiss zwischen Zielabweichungen und Verteilungsglättung gefunden werden.

Schlussfolgerungen

Was bedeutet diese Analyse für uns? Wir ziehen folgende Schlussfolgerungen:

- Die Ansichten darüber, ob Zentralbanken Eigenmittel benötigen, gehen auseinander. Es gibt in der Praxis ein breites Spektrum. Einige halten fast keine Eigenmittel. Andere halten hingegen bis zu bis zu 10 % oder sogar 15 % Eigenmittel.
- Die Eigenmittel, welche die SNB zurückbehält, werden nicht an die übrige Wirtschaft verteilt und stellen in diesem Sinne einen Kostenfaktor für die Öffentlichkeit dar. Die SNB muss daher transparent machen, nach welchen Kriterien sie die angemessene Höhe des Eigenkapitals bestimmt.
- Anstatt wie bisher eine Ausschüttungsregel für Gewinne zu vereinbaren, sollten sich die SNB und das Eidgenössische Finanzdepartement auf ein Eigenmittelziel und einen Plan einigen, wie ein allfälliger Überschuss im Laufe der Zeit verteilt werden könnte. Eine solche Reform würde die geldpolitische Unabhängigkeit der SNB nicht beeinträchtigen.

BOX Eigenmittelziel der Riksbank (Schwedens Zentralbank)

Im Jahr 2022 wurde das Gesetz über die Riksbank hinsichtlich der Höhe ihrer Eigenmittel und der Gewinnausschüttung geändert. Das Gesetz trat im Jahr 2023 in Kraft. Die Gesetzesänderung wird mit ähnlichen Argumenten begründet, wie sie im Haupttext dargelegt wurden. Die Riksbank hat mehrere Berichte veröffentlicht, die sowohl innerhalb der Bank als auch von Aussenstehenden erstellt wurden. Diese Berichte begründen und zu erläutern, wie das Ziel-Eigenmittelniveau zu schätzen ist. Die drei wichtigsten Aspekte des Gesetzes sind die folgenden:

- Der Bedarf an Eigenmittel kann dadurch verringert werden, dass ein Verfahren eingeführt wird, mit dem die Regierung die Eigenmittel wieder aufstocken kann, wenn die Eigenmittel zu stark unter das Ziel fallen.
- Das Eigenmittelziel soll mit dem Preisniveau wachsen und kann bei Bedarf angepasst werden.
- Jede Änderung des Ziels und jeder Antrag auf staatliche Finanzierung muss dem Parlament vorgelegt werden, das die endgültige Entscheidung trifft.

In der Praxis legt das Gesetz ein formales Eigenmittelziel fest, das in nominalen Werten ausgedrückt wird. Wenn dieses Niveau erreicht ist, werden alle Gewinne an den Staat ausgeschüttet. Mit diesem Ziel sind ein Basisziel und eine Untergrenze verbunden, die auf $2/3$ bzw. $1/3$ des Ziels festgelegt sind. Wenn die Eigenmittel unter das Basisziel fallen, stellt die Riksbank die Gewinnausschüttung an den Staat ein, bis die Eigenmittel das volle Ziel erreicht hat. Fallen die Eigenmittel unter die Untergrenze, beantragt die Riksbank beim Parlament eine Rekapitalisierung, um grundsätzlich das Basisniveau zu erreichen. Die Riksbank kann jederzeit beim Parlament eine Anhebung des Zielniveaus beantragen, wenn dies aus wirtschaftlichen und finanziellen Gründen gerechtfertigt ist. Dies ist im Jahr 2024 geschehen. Das Parlament stimmte dem Antrag der Riksbank teilweise zu.

Einige Details des Gesetzes wurden 2025 geändert.

Fonds propres et répartition des bénéfices

La BNS a récemment [publié](#) ses calculs préliminaires des bénéfices pour 2024, qui s'élèvent provisoirement à 80 milliards de francs. Les chiffres définitifs seront publiés le 3 mars. Elle a annoncé son intention de distribuer 3 milliards de francs à la Confédération et aux cantons, comme le prévoit l'accord entre la BNS et le Département fédéral des finances concernant la distribution des bénéfices. Le présent rapport suggère que cette procédure devrait être remplacée par une convention qui fixe un objectif pour le ratio entre les fonds propres de la BNS et la taille de son bilan (ci-après "ratio des fonds propres").

Le tableau 1 présente la situation financière de la BNS à la fin de 2023 et de 2024, conformément à ce qui a été annoncé. Il montre que le transfert de bénéfices de 3 milliards de francs prévu par la BNS conduira à un ratio de fonds propres de 16,3 %. Il serait préférable que la BNS fixe un ratio de fonds propres souhaitable et détermine ensuite comment distribuer les bénéfices au fil du temps si le ratio de fonds propres réel dépasse l'objectif fixé.

	2023 après affectation	2024 plan de la BNS
Bilan	794.6	854.1
Bénéfice ou perte *		80
Distribution à la Confédération et aux cantons		3.0
Fonds propres	62.6	139.6
Ratio de fonds propres	7.9%	16.3%

* Projection de la BNS

Tableau 1. Fonds propres et bilan pour 2023 et 2024

Dans une récente [interview](#), le président de la BNS, M. Schlegel, a déclaré que *"le renforcement des fonds propres de la BNS doit donc avoir la priorité sur la distribution des bénéfices"*. Mais de combien de fonds propres une banque centrale a-t-elle besoin ? C'est une question importante, car tout montant mis de côté pour les fonds propres réduit le montant disponible pour la distribution à la Confédération et aux cantons.

La procédure actuelle est définie dans l'accord entre la BNS et le Département fédéral des finances, qui détermine le montant à distribuer

en fonction de la réserve de distribution (qui fait partie des fonds propres de la BNS). Le ratio de fonds propres est la conséquence de cette décision.

L'alternative est de partir d'un objectif de ratio de fonds propres, qui détermine ensuite la répartition des bénéfices dans le temps. C'est d'ailleurs ce que fait la BNS dans la pratique puisque, comme l'indique la déclaration du président Schlegel, la BNS détermine d'abord le montant des fonds propres dont elle a besoin.

L'accord de distribution des bénéfices est périodiquement renégocié. La version actuelle expire en 2025. C'est l'occasion d'introduire un objectif d'équité.

Nous avons abordé la question de la répartition des bénéfices dans un précédent [rapport](#), en 2021, et dans des commentaires ultérieurs, en [2022](#) et en [2024](#). Nous revenons ici sur la question, mais sous un angle différent. Nous avons montré comment la décision de distribuer ou de conserver les bénéfices était déterminée par les principes comptables de la BNS. Dans le présent rapport, nous nous examinons plutôt le montant des fonds propres dont la BNS a besoin. Nous nous concentrons sur le rapport entre les fonds propres et les actifs, car les fonds propres sont censés protéger contre les pertes d'actifs

Deux points de vue ont émergé concernant le besoin de fonds propres des banques centrales. Nous les examinons tour à tour.

Les banques centrales n'ont pas besoin de fonds propres

Les entreprises normales ont besoin de fonds propres pour faire face à des pertes inattendues. Si les fonds propres deviennent négatifs en raison des pertes, l'entreprise est en faillite et n'est plus légalement autorisée à opérer. Cette règle ne s'applique pas à la BNS. Elle peut fonctionner légalement même si ses fonds propres sont négatifs, pour deux raisons principales, qui ont été bien expliquées par Thomas Jordan dans un [discours](#) de 2011 :

« La Banque nationale peut-elle perdre sa capacité d'action si elle affiche des fonds propres négatifs? Et, en cas de fonds propres négatifs, faudrait-il procéder à une recapitalisation, voire à une mise en faillite, de la Banque nationale? La réponse est non, car la Banque nationale n'est comparable ni à une banque commerciale, ni à aucune autre entreprise privée. D'une part, les banques centrales ne peuvent être à court de liquidités. Par conséquent, une banque centrale ne peut voir sa capacité d'action diminuer lorsque ses fonds propres affichent un niveau négatif. Contrairement aux autres

entreprises, elle n'est pas non plus obligée de prendre des mesures d'assainissement ou de déposer son bilan. »

La première raison est donc qu'une banque centrale est une entreprise très particulière. Contrairement aux entreprises privées qui deviennent insolvable lorsqu'elles manquent de liquidités et ne peuvent pas payer leurs factures, les banques centrales sont toujours en mesure de créer de l'argent pour effectuer des paiements

La deuxième raison est que la banque centrale est une activité rentable, ou du moins elle l'a été pendant longtemps. Les banques centrales ont le monopole de la création monétaire. Elles créent de la monnaie soit en émettant des billets de banque, soit en fournissant aux banques des dépôts sous forme de prêts. Les coûts de production sont insignifiants par rapport aux revenus qu'elles reçoivent en échange. La BNS détient principalement des obligations étrangères, de l'or, ainsi que des actions d'entreprises privées étrangères. Les revenus de ces actifs fluctuent en fonction de l'évolution des marchés financiers

Le fait que les banques centrales soient rentables et ne puissent pas manquer de liquidités suggère qu'elles n'ont pas besoin de fonds propres. Même si elles subissent parfois des pertes, les bénéfices futurs garantissent qu'elles ne peuvent pas devenir insolvable. Elles peuvent toujours mener leurs politiques monétaires même si leurs fonds propres sont temporairement négatifs. En 1971 et 1978, la BNS a eu des fonds propres négatifs, mais ils n'ont pas été déclarés comme tels.

Encore une fois, Thomas Jordan l'exprime bien dans son discours cité plus haut :

« [Les banques centrales] dégagent des excédents de revenus sur le long terme. Aussi une banque centrale comme la BNS peut-elle normalement reconstituer elle-même ses fonds propres au fil du temps, après avoir essuyé des pertes »

La rentabilité des banques centrales a toutefois diminué. De nombreuses banques centrales, dont la BNS, paient désormais des intérêts sur les dépôts bancaires (voir notre précédent [rapport](#) pour savoir pourquoi c'est désormais nécessaire). Avec le déclin des transactions en espèces et, peut-être, l'émergence des crypto-monnaies, la rentabilité des banques centrales pourrait s'éroder davantage. Dans un avenir lointain, si les banques centrales devenaient incapables de financer leurs opérations, ce pourrait être problématique.

Les banques centrales ont besoin de fonds propres

L'une des raisons pour lesquelles les banques centrales ont besoin de fonds propres est liée à leurs opérations durant les épisodes de turbulence financière. Lorsqu'elles interviennent en tant que prêteurs en dernier ressort, elles se protègent des pertes en garantissant leurs prêts au moyen de collatéral. Cependant, les banques centrales jouent de plus en plus le rôle de teneur de marché en dernier ressort, intervenant occasionnellement lorsque les principaux marchés financiers deviennent illiquides ou dysfonctionnels pendant les périodes de tension. Ces interventions peuvent entraîner des pertes considérables. Le StabFund de 2008 est un exemple de ce type d'opération. En fin de compte, l'opération a été rentable, mais le risque financier était important.

La figure 1 présente les profits et les pertes de la BNS depuis 2010. Elle montre que les banques centrales enregistrent parfois des pertes. La valeur des obligations diminue lorsque les taux d'intérêt augmentent et les investissements en devises étrangères perdent de la valeur lorsque le franc suisse s'apprécie. En outre, au cours de la dernière décennie, la plupart des banques centrales ont commencé à rémunérer les dépôts des banques, ce qui réduit considérablement leur rentabilité (notre précédent [rapport](#) explique pourquoi ce changement était nécessaire).

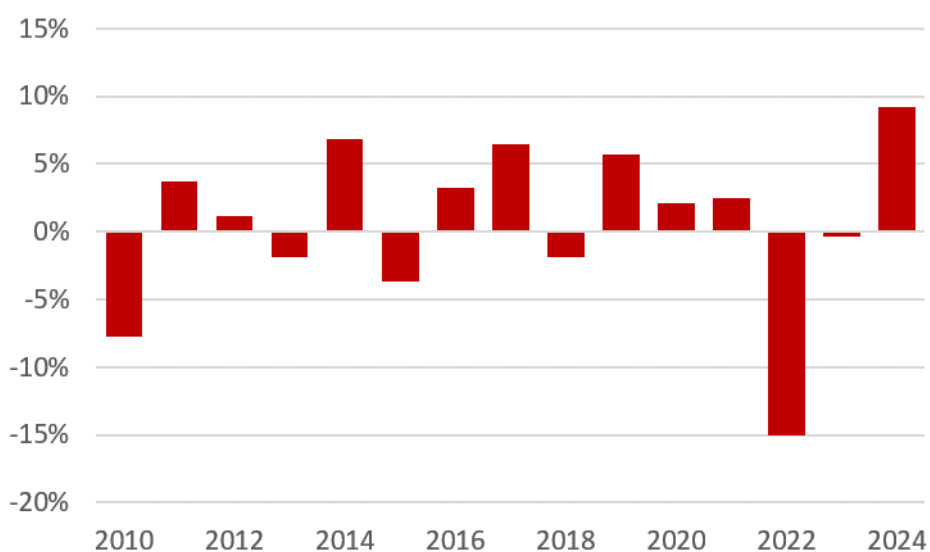


Figure 1. Profits et pertes de la BNS (en % de la taille des actifs). La valeur pour 2024 est une projection de la BNS.

Dans le cas de la BNS, la figure 1 montre qu'en moyenne, jusqu'en 2022, les bénéfices ont été positifs. La perte de 130 milliards de francs en 2022 est due à la combinaison des turbulences sur les marchés mondiaux, de la hausse des taux d'intérêt et de l'appréciation du franc suisse. La légère perte en 2023 reflète les faibles gains sur les actifs et le coût croissant du

paiement des intérêts sur les dépôts des banques à la BNS qui sont la conséquence de ses interventions sur le marché des changes après 2008. Pendant un certain temps, les intérêts négatifs ont permis à la BNS de recevoir des revenus des banques, mais comme les taux d'intérêt sont devenus positifs en 2021, la BNS a dû rémunérer ses déposants. Les bénéfices importants prévus pour 2024 reflètent le puissant retournement des marchés financiers mondiaux.

Cela signifie-t-il que les banques centrales ont besoin de fonds propres ? Là encore, Thomas Jordan a expliqué que les banquiers centraux s'inquiètent des fonds propres négatifs dans le discours déjà cité :

« [...] la persistance d'un niveau négatif de fonds propres n'est pas sans poser problème, même pour une banque centrale, car à la longue, une telle situation peut compromettre la crédibilité et l'indépendance de l'institut d'émission. Il est donc primordial pour la Banque nationale de maintenir une couverture suffisante de fonds propres. Par conséquent, il est nécessaire que la Banque nationale renforce sa dotation en fonds propres pour pouvoir accomplir durablement et sans restriction son mandat de politique monétaire, dans l'intérêt général du pays. Pour ce faire, elle doit dégager des bénéfices et les conserver. »

Les banquiers centraux estiment que l'existence de fonds propres négatifs pourrait soulever des questions difficiles. Pourraient-elles être tentées d'augmenter leurs revenus en créant plus de monnaie, alimentant ainsi l'inflation ? Ou bien pourraient-elles demander à être recapitalisées par leur gouvernement ? Dans ce cas, l'indépendance serait-elle menacée ?

L'indépendance de la BNS est garantie par la Constitution. Elle peut toutefois être entravée, par exemple par des nominations au sein de son conseil d'administration. Elle peut craindre que si elle n'est pas en mesure de distribuer des bénéfices pendant une longue période, le gouvernement cherche à l'influencer ou à la contrôler. Le simple fait de soupçonner que cela pourrait se produire pourrait entamer la confiance dans le franc suisse et susciter des inquiétudes quant à l'inflation. Cela explique pourquoi les banques centrales considèrent souvent qu'elles ont besoin de suffisamment de fonds propres pour fonctionner librement

Quel est le montant des fonds propres détenus par les banques centrales ?

Les banques centrales adoptent des approches différentes en matière de répartition des fonds propres et des bénéfices. Alors que certaines

banques centrales distribuent tous leurs bénéfices, d'autres opèrent avec un objectif de fonds propres. Dans ce cas, tout ce qui dépasse l'objectif est distribué au Trésor. D'autres banques centrales conservent une certaine part de leurs bénéfices et distribuent le reste. Certaines banques centrales ont obtenu de leurs Trésors une garantie de recapitalisation si leurs fonds propres deviennent trop négatifs.

La diversité des approches est illustrée par la figure 2. Cette figure présente le ratio moyen des fonds propres par rapport aux actifs, ainsi que la situation, à la fin de 2023, des banques centrales des pays développés et de quelques pays émergents pour lesquels des données sont disponibles. Plusieurs banques centrales ont des fonds propres négatifs, tandis que d'autres n'ont presque pas de fonds propres. La BNS appartient à un autre groupe dont le ratio de fonds propres est important. Dans l'ensemble, le ratio était en moyenne de 7,4% en 2023, et de 7,9% en Suisse.

Le fait que les ratios de fonds propres des banques centrales varient autant reflète la diversité des situations et des approches comptables, ainsi que des points de vue sur la nécessité de disposer de fonds propres. Il illustre également le fait que les banques centrales peuvent fonctionner avec des fonds propres négatifs.

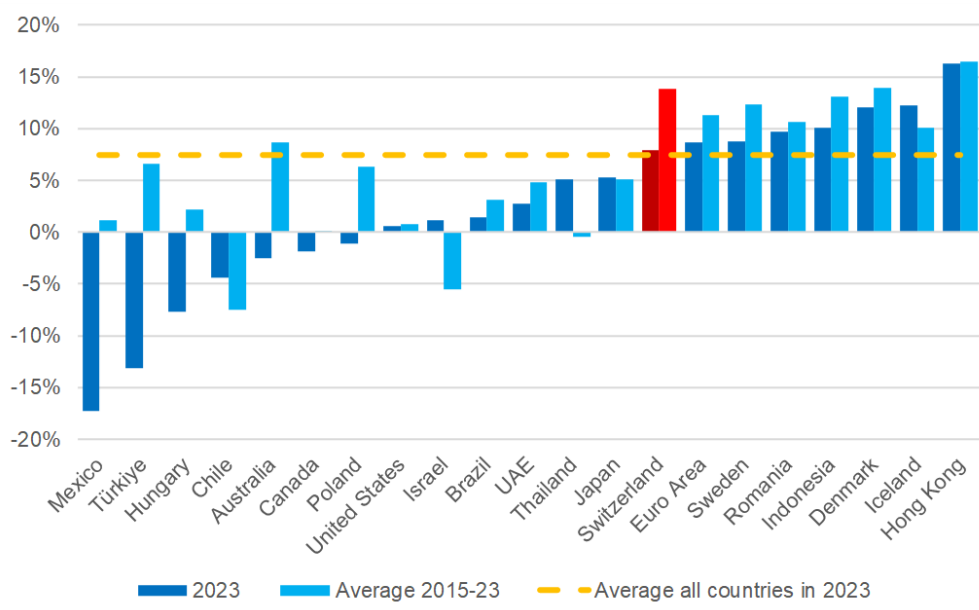


Figure 2. Ratios des capitaux propres par rapport aux actifs (%).

De combien de fonds propres la BNS a-t-elle besoin ?

Notons tout d'abord que, dans ses comptes, la BNS sépare ses fonds propres en (a) le capital, qui n'a pas été modifié depuis des décennies, (b) les provisions pour réserves monétaires et (c) les réserve de distribution. Nous nous concentrons ici sur le total des fonds propres, sans tenir compte de ces distinctions.

Dans l'idéal, une analyse du besoin de fonds propres évaluerait les risques de pertes importantes et les coûts des fonds propres négatifs afin de fixer un objectif pour le ratio de fonds propres. Elle devrait également tenir compte du fait que les fonds propres sont des bénéfices non distribués, ce qui a un coût pour les cantons et la Confédération.

La BNS devrait développer une méthodologie pour identifier le niveau de fonds propres souhaité — ou une fourchette — et en convenir avec la Confédération. Ici, nous sommes moins ambitieux et nous nous contentons de faire quelques comparaisons internationales pour identifier les niveaux de fonds propres que les banques centrales détiennent dans la pratique.

La figure 3 montre les ratios moyens des fonds propres par rapport aux actifs pour un sous-ensemble de douze banques centrales d'économies avancées pour la période 2015-2023. Alors que le ratio moyen est de 8 %, la moitié d'entre elles détiennent entre 10 % et 15 %.

Il est difficile de comparer les comptes des banques centrales. Tout d'abord, les pratiques comptables diffèrent. Certaines banques centrales évaluent leurs actifs aux prix du marché, d'autres (Réserve fédérale, Banque du Japon, BCE et Banque d'Angleterre) ne le font pas, ce qui affecte les profits et les pertes qu'elles déclarent. La Réserve fédérale, par exemple, aurait enregistré une perte importante en 2022 sur ses titres adossés à des créances hypothécaires si ceux-ci avaient été évalués en fonction des prix du marché. Deuxièmement, à l'instar de la Suisse, certaines banques centrales (Singapour, Corée, Taïwan) détiennent une part importante d'actifs libellés en devises étrangères. Il s'agit d'une source majeure de fluctuations des profits et des pertes lorsque les taux de change varient. Troisièmement, certaines banques centrales (Nouvelle-Zélande, Australie, Canada, Corée) ont conclu des accords formels avec leurs gouvernements qui garantissent le refinancement des pertes importantes. La Riksbank suédoise a récemment rejoint ce groupe. L'encadré ci-dessous présente les dispositions innovantes de la loi sur les banques centrales, qui combinent un objectif de fonds propres et une procédure de recapitalisation par l'État

Selon le FMI, les banques centrales les plus comparables à la BNS sont la banque nationale du Danemark, la Banque centrale d'Islande et la Banque nationale tchèque. Nous manquons de données pour la République tchèque, mais nous constatons que, comme la BNS, les banques centrales danoise et islandaise sont parmi les mieux capitalisées.

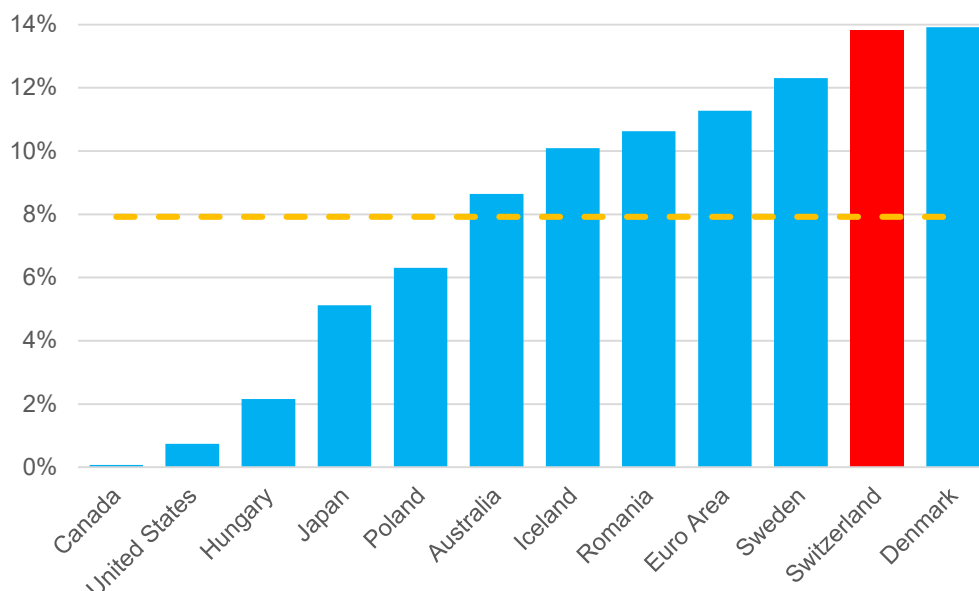


Figure 3. Ratios moyens fonds propres/actifs de 2015 à 2023.

Outre les comparaisons internationales, il est intéressant d'examiner l'évolution du ratio de fonds propres de la BNS depuis 2010 (les données pour 2024 correspondent aux informations provisoires fournies par la BNS). Comme le montre la figure 4, mesuré en fin d'année, le ratio a fluctué entre 10% et 20%, sauf après la perte importante subie en 2022. Même dans ce cas, les fonds propres s'élevaient encore à 7,5 %. Comme la BNS peut fonctionner, au moins temporairement, avec des fonds propres négatifs, un coussin de sécurité de 20% est excessif.

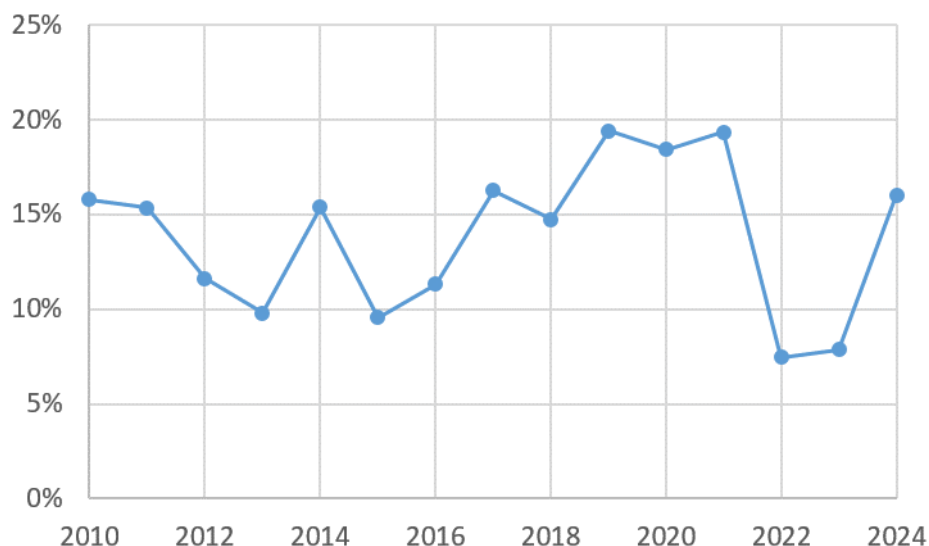


Figure 4. *Ratio fonds propres/actifs de la BNS, 2010 à 2024.*

Nous en concluons qu'un ratio de fonds propres compris entre 10% et 15% est probablement un objectif raisonnable pour la BNS. Bien entendu, il s'agit d'une estimation approximative que nous utilisons pour illustrer l'effet d'un objectif de fonds propres sur la répartition des bénéfices. Le tableau 2 présente les résultats.

Nous notons tout d'abord que les décisions que la BNS a signalées pour l'affectation des bénéfices de 2024 impliquent un ratio de fonds propres de plus de 16%. Si la BNS opérait avec un objectif de 10% de fonds propres, elle disposerait de plus de 50 milliards de francs de fonds propres excédentaires, qu'elle pourrait utiliser pour lisser les distributions au cours des prochaines années. Avec un objectif de 15%, la BNS disposerait encore de plus de 10 milliards de francs de fonds propres excédentaires.

	Plan de la BNS	objectif 10%	objectif 15%
Bilan	854.1	854.1	854.1
Distribution à la Confédération et aux cantons	3.0	3.0	3.0
Fonds propres	139.6	139.6	139.6
Ration de fonds propres	16.3%		
Objectif de fonds propres		85.4	128.1
Excédent de fonds propres		54.2	11.5

Tableau 2. *Objectifs de fonds propres pour 2024 et fonds propres excédentaires.*

L'adoption d'un objectif de fonds propres n'exclut pas un lissage de la distribution. Ce ne serait le cas que si la BNS s'efforçait toujours de maintenir ses fonds propres à leur niveau cible. La manière dont la BNS gère les écarts par rapport à l'objectif définit le processus de lissage de la distribution. Nous nous pencherons sur cette question dans un prochain rapport. Nous nous contenterons ici de faire quelques observations.

- La règle de distribution actuelle, qui plafonne les transferts à 6 milliards de francs suisses, est incompatible avec un objectif de fonds propres. Si les bénéfices moyens dépassent le plafond, le niveau des fonds propres aura tendance à augmenter.
- La procédure de lissage doit garantir que l'objectif est atteint en moyenne à long terme. Une règle explicite est donc nécessaire. Cette règle est également essentielle pour préserver l'indépendance de la BNS en la protégeant d'éventuelles pressions politiques.
- Un lissage plus serré implique des écarts temporaires plus importants par rapport au ratio de fonds propres cible. Un compromis doit être trouvé entre les écarts par rapport à l'objectif et le lissage de la distribution.

En résumé

Où en est cette analyse ? Nous tirons plusieurs conclusions.

- Les avis sur la nécessité pour les banques centrales de détenir des fonds propres varient. Les banques centrales ont adopté un large éventail de pratiques, certaines ne détenant pratiquement pas de fonds propres. Néanmoins, de nombreuses banques centrales détiennent jusqu'à 10 %, voire 15 % de fonds propres.
- Les fonds propres détenus par la BNS ne sont pas distribués et représentent donc un coût pour le reste de l'économie. La BNS doit donc être transparente sur les critères qu'elle utilise pour déterminer le niveau approprié de fonds propres.
- Plutôt que de poursuivre la pratique actuelle consistant à convenir d'une règle de répartition des bénéfices, la BNS et le Département fédéral des finances devraient convenir d'un objectif de fonds propres pour la BNS et d'un plan pour la répartition d'un éventuel excédent au fil du temps. Un tel changement n'entraverait pas l'indépendance de la BNS en matière de politique monétaire.

BOX Le ciblage des actions à la Riksbank (Banque centrale de Suède)

En 2022, la loi régissant la Riksbank a été modifiée en ce qui concerne la taille de ses fonds propres et la répartition des bénéfices. La loi est entrée en vigueur en 2023. La modification de la loi est motivée par des arguments similaires à ceux présentés dans ce rapport. La Riksbank a publié plusieurs documents, préparés à la fois au sein de la banque et par des experts externes, afin de justifier la loi et d'expliquer comment estimer le niveau cible des fonds propres. Les trois aspects les plus importants de la loi sont les suivants :

- Le besoin de fonds propres peut être réduit en établissant une procédure permettant au gouvernement de reconstituer les fonds propres s'ils tombent sous le coup de la loi.
- L'objectif de fonds propres est censé évoluer avec le niveau des prix et peut être ajusté si le besoin s'en fait sentir.
- Toute modification de l'objectif et toute demande de financement public doivent être soumises au Parlement, qui prend la décision finale.

Dans la pratique, la loi établit une cible formelle de fonds propres, fixé en termes nominaux. Lorsque ce niveau est atteint, tous les bénéfices sont distribués au gouvernement. À cet objectif sont associés une cible de base et une limite inférieure, fixés respectivement à 2/3 et 1/3 de l'objectif. Lorsque le niveau des fonds propres tombe en dessous de l'objectif de base, la Banque de Suède cesse de transférer les bénéfices à l'État jusqu'à ce que les fonds propres atteignent la totalité de l'objectif. Lorsque les fonds propres tombent en dessous de la limite inférieure, la Riksbank demande au parlement une recapitalisation, en principe pour atteindre le niveau de base. À tout moment, la Riksbank peut demander au parlement une augmentation du niveau cible, justifiée par des raisons économiques et financières. C'est ce qui s'est produit en 2024, lorsque le parlement a partiellement accepté la demande de la Riksbank.

La loi a été modifiée à partir de 2025. Les modifications portent sur des détails.