

# (K)ein goldener Rettungsanker

08.11.2014 | [Eugen Weinberg](#)

Am 30. November stimmt die Schweiz über die Volksinitiative "Rettet unser Schweizer Gold" ab. Im Falle einer Mehrheit für diese Initiative müsste die Schweizerische Nationalbank innerhalb weniger Jahre große Mengen Gold kaufen und wäre in der Ausübung ihrer Geldpolitik eingeschränkt. Der Markt hält wie auch wir einen erfolgreichen Ausgang des Referendums für unwahrscheinlich. Entsprechend groß wäre die Marktreaktion.

Worum geht es?

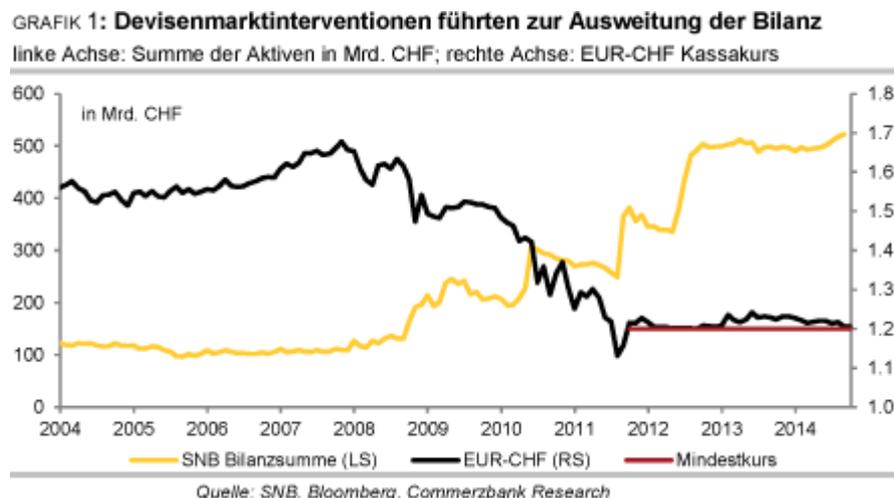
"Nur Gold kann das Fundament eines stabilen Frankens sein.", argumentieren die Initiatoren der Volksinitiative "Rettet unser Schweizer Gold". Um dieses Fundament zu zementieren fordern sie die Änderung der Bundesverfassung in folgenden drei Punkten:

- 1. Die Schweizerische Nationalbank soll künftig kein Gold mehr verkaufen dürfen.
- 2. Die Goldreserven müssen vollständig in der Schweiz gelagert werden.
- 3. Die Schweizerische Nationalbank soll künftig einen Mindestanteil von 20% ihrer Aktiven (d.h. der Bilanzsumme) in Gold halten.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) soll innerhalb von zwei Jahre nach Annahme des Referendums ihre Goldreserven in die Schweiz zurückführen und hat fünf Jahre Zeit, um den Mindestanteils von 20% zu erreichen. Die Initiatoren argumentieren, dass nur so die Unabhängigkeit der Zentralbank und die langfristige Stabilität des Schweizer Franken gewährleistet werden kann. Sie führen dabei den kräftigen Anstieg der Bilanzsumme der SNB an. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise vor sechs Jahren hat sich die Bilanzsumme auf gut 522 Mrd. Franken mehr als vervierfacht (Grafik 1).

Eine wichtige Rolle spielt dabei auch die Einführung der Wechselkursuntergrenze des Franken gegenüber dem Euro am 6. September 2011. Diese sieht vor, dass der Eurokurs gegenüber dem Franken nicht unter 1,20 Franken pro Euro fallen darf. Um diese Untergrenze zu verteidigen, war die SNB in den vergangenen Jahren gezwungen, erhebliche Mengen Euro zu kaufen. Seit der Einführung des Mindestkurses ist die Bilanzsumme um 40% gestiegen, wobei der Großteil des Anstiegs zwischen September 2011 und September 2012 erfolgte.

Mit dem Abebben der Euro-Krise ließ der Aufwertungsdruck auf den Franken und damit auch die Interventionstätigkeit der SNB spürbar nach. Wenn die EZB im nächsten Jahr aber damit beginnen sollte, im großen Stil Staatsanleihen zu kaufen, dürfte der Aufwertungsdruck auf den Franken vermutlich wieder zunehmen. Damit würde auch die Wahrscheinlichkeit für neuerliche Interventionen seitens der SNB steigen. In der Folge würde sich die Bilanzsumme der SNB weiter ausweiten.



## Die Vorgaben der Goldinitiative schaden der Glaubwürdigkeit der SNB

Die Forderung der Initiative, die gesamten Goldreserven der SNB in der Schweiz zu lagern, schränkt die

SNB nicht ein. Der größte Vorteil geografischer Streuung von Goldlagerbeständen, die schnelle Veräußerbarkeit im Krisenfall, wäre durch das Verkaufsverbot eh nichtig. Und da eine Reserve, die im Notfall nicht veräußert werden kann, auch keine Reserve mehr ist, ist es egal, ob das Gold der SNB über die Welt verstreut ist, oder im Vierwaldstättersee versenkt wird.

Zur Absicherung des Franken und der Schweizer Wirtschaft ist der Goldbestand "verloren", wenn er unverkäuflich ist. Aber was bedeutet das Zusammenspiel aus Verkaufsverbot und 20%-Pflichtgoldanteil für die Geldpolitik der SNB? Diese beiden Punkte grenzen den Handlungsspielraum der SNB bedeutend ein und erschweren es der SNB, ihr Mandat zu erfüllen: Preisstabilität im Sinne eines Anstiegs der Konsumentenpreise von weniger als 2% pro Jahr.

• Eine Bilanzverlängerung zur Bekämpfung von Deflation wäre mit Goldzukäufen zu möglicherweise hohen Preisen verbunden, um den Mindestanteil von 20% zu gewährleisten. Gold gilt als ultimativer sicherer Hafen und wird daher teurer, wenn der Wunsch nach Sicherheit größer wird. Zudem könnte der Goldpreis bereits in Erwartung der Zukäufe steigen. Die Hemmschwelle für eine Bilanzausweitung, die Goldzukäufe nötig macht, dürfte entsprechend hoch liegen.

• Die Fähigkeit der SNB, mittels einer Bilanzverkürzung einer zu hohen Inflation entgegenzusteuern, würde ebenfalls eingeschränkt. Denn die SNB könnte ihre Bilanz nicht mehr beliebig verkürzen. Der Bestand an Aktiven könnte nur über den Abbau von Nicht-Gold-Reserven erfolgen, da Gold unverkäuflich wäre. Der Goldbestand bestimmt damit die Mindestgröße der Bilanz. Eine Bilanzverkürzung darüber hinaus ist nicht möglich.

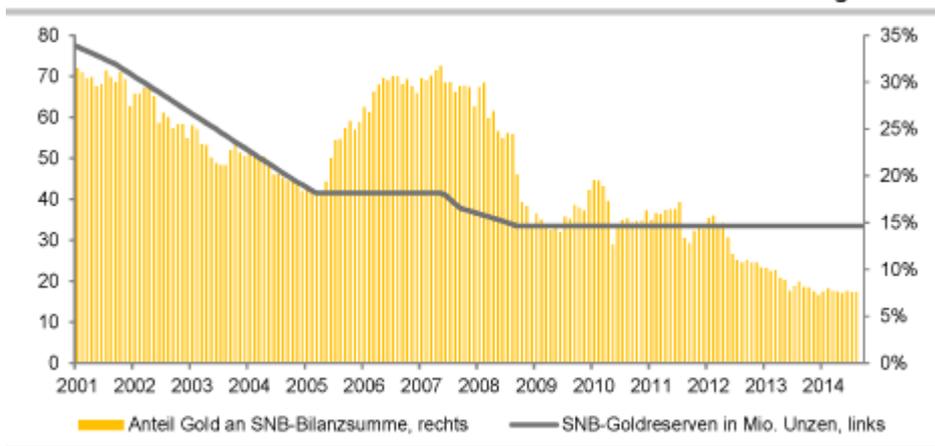
Im Markt wäre dieses Dilemma der SNB bekannt. Dies wäre somit die perfekte Einladung an den Markt, gegen die SNB zu wetten. Spekulanten würde Tür und Tor geöffnet. Die Problematik lässt sich sehr gut daran verdeutlichen, was die Annahme der Gold-Initiative für den Mindestkurs von 1,20 in EUR-CHF bedeuten würde.

### Den Mindestkurs hätte es unter der Gold-Initiative so nie gegeben

Die SNB führte den Mindestkurs ein, um den mit einer Franken-Aufwertung verbundenen zusätzlichen Deflationsdruck zu verhindern. Der wichtigste Erfolgsfaktor ist die Glaubwürdigkeit der SNB, wenn nötig unbeschränkt Franken zu verkaufen, um den Mindestkurs zu verteidigen. Diese Glaubwürdigkeit würde die SNB unter den Bedingungen der Goldinitiative verlieren. Für Spekulanten sind dabei zwei Faktoren wichtig:

(1) Droht EUR-CHF unter 1,20 zu fallen, ist die SNB gezwungen, ihre Bilanz durch Frankenverkäufe auszuweiten, um den Franken zu schwächen. Die damit einhergehenden Probleme wurden oben erörtert. Die notwendigen Goldkäufe könnten die SNB zögern lassen und der Markt daher an der Entschlossenheit der SNB zweifeln.

GRAFIK 2: Goldanteil an der SNB-Bilanzsumme trotz stabiler Goldreserven gesunken



Quelle: IWF, SNB, Bloomberg, Commerzbank Research

(2) Eine anschließende Reduzierung der Bilanz könnte nur eingeschränkt möglich sein, theoretisch, bis der Goldanteil 100% beträgt. Wenn die Bilanzausweitung nicht vollständig wieder zurückgenommen werden

kann, steigt mit der Zeit der Inflationsdruck. Das könnte mittelfristig das Ziel der Geldwertstabilität gefährden. Entsprechend ihrem Mandat der Preisstabilität muss die SNB die langfristigen Konsequenzen einer Geldmengenausweitung im Vorfeld antizipieren. Die SNB könnte daher auch aus diesem Grund mit Frankenverkäufen zögern. Das Versprechen der SNB alles zu tun, um den Mindestkurs zu verteidigen wäre damit zwangsläufig unglaubwürdig.

Kurzfristig hätte eine Annahme des Referendums allerdings kaum Auswirkungen auf den EURCHF-Wechselkurs. Die SNB hätte nach Annahme des Referendums fünf Jahre Zeit, den Gold-Anteil von 20% zu erfüllen. Vorerst könnte sie also noch unbeschränkt Franken verkaufen, um die 1,20 zu verteidigen - und das würde sie auch tun. Um dem Markt das klare Signal zu senden: Die SNB ist weiter handlungsfähig und -bereit!

Mittel- bis langfristig dürfte das anders aussehen. Nach jetzigem Stand erwartet die SNB auch 2015 mit 0,3% ggü. Vj. eine Inflation, die eine Aufgabe des Mindestkurses wohl noch nicht erlauben würde. Da die Vorgaben der Goldinitiative aber zu Angriffen auf den Mindestkurs einladen, dürfte es der SNB unmöglich sein, den Mindestkurs langfristig zu verteidigen. Es ist daher schon jetzt unwahrscheinlich, dass die SNB unter den Bestimmungen der Goldinitiative den Mindestkurs in der jetzigen Form so beibehalten würde.

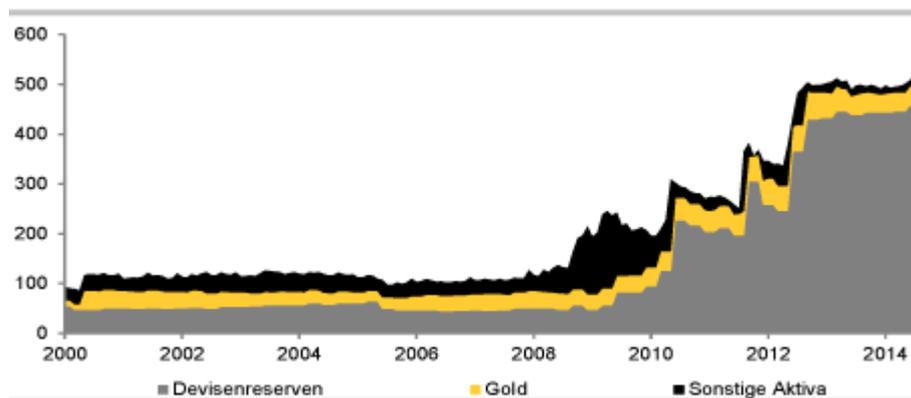
Solange die SNB jedoch am Mindestkurs festhält, ist klar, dass die SNB zum jetzigen Zeitpunkt den Goldanteil von 20% nicht durch eine Bilanzverkürzung erreichen könnte. Denn das würde den Franken aufwerten lassen und den Mindestkurs gefährden. Die SNB müsste aber große Mengen Gold zukaufen, um nach fünf Jahren den vorgegebenen Goldanteil von 20% zu erreichen. Eine Annahme der Goldinitiative hätte damit erst einmal Einfluss auf den Goldpreis.

### Goldinitiative könnte die Wende für den Goldpreis bedeuten

Durch die Aufblähung der SNB-Bilanzsumme ist der Anteil der Goldreserven an der Bilanzsumme in den letzten Jahren kontinuierlich gefallen. Bis Mitte 2008, also vor dem Ausbruch der Finanzkrise, lag er noch bei mehr als 20%, also dort, wo er laut Initiative wieder liegen soll. Aktuell macht der Wert der Goldbestände weniger als 8% der Bilanzsumme aus, ohne dass sich der Bestand an Gold während dieser Zeit geändert hat (Grafik 2, Seite 2 und Grafik 3 unten).

Seit dem Jahr 2008 liegt dieser konstant bei 33,44 Mio. Unzen oder 1.040 Tonnen. Dies entspricht beim derzeitigen Goldpreis umgerechnet 39 Mrd. Franken. Damit der Goldanteil wie von der Initiative gefordert wieder auf 20% steigt, muss der Wert der Goldbestände auf 104,5 Mrd. Franken steigen, vorausgesetzt, die Bilanzsumme bleibt konstant. Unter der Annahme eines unveränderten Goldpreises müsste die SNB 56,3 Mio. Unzen (entspricht ca. 1.750 Tonnen) Gold kaufen, um diesen Wert zu erreichen. Das wäre mehr, als alle von Bloomberg erfassten Gold-ETFs derzeit noch im Bestand (Grafik 4, Seite 4) haben oder entspräche ca. 60% der globalen Minenproduktion eines Jahres.

GRAFIK 3: Zusammensetzung der Aktiven in der Bilanz der SNB in Mrd. CHF



Quelle: SNB, Commerzbank Research

Aufgrund der vielen verschiedenen Parameter lässt sich das benötigte Kaufvolumen nicht genau beziffern. So wird die SNB-Bilanzsumme im nächsten Jahr voraussichtlich weiter steigen, wenn die EZB mit breitangelegten Anleihekäufen ("QE") beginnt. Denn dann wäre die SNB wahrscheinlich zu neuerlichen Euro-Käufen gezwungen, um die Wechselkursuntergrenze zu verteidigen. Dies würde somit ceteris paribus

den Bedarf an Goldkäufen erhöhen.

Andererseits ist es wahrscheinlich, dass der Goldpreis nach einem positiven Ausgang des Referendums (im Sinne einer Zustimmung zu der Initiative) steigt. Ein steigender Goldpreis erhöht ceteris paribus den wertmäßigen Anteil der Goldreserven an der Bilanzsumme. Entsprechend müsste die SNB dann weniger Gold kaufen. Ein fallender Goldpreis würde den Bedarf zu Goldkäufen erhöhen, wäre wegen der Markterwartung bevorstehender massiver Goldkäufe durch die SNB aber unwahrscheinlich.

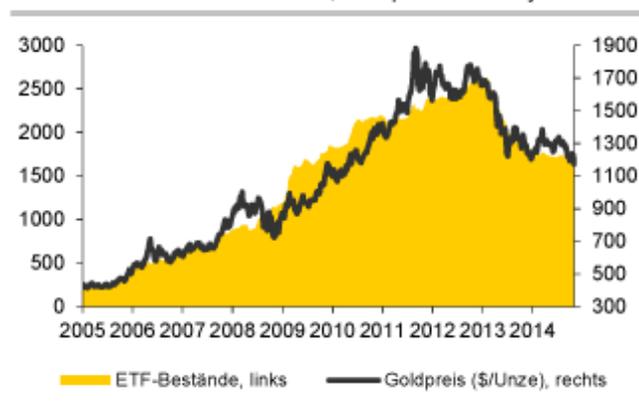
Derzeit misst der Markt einer Zustimmung zur Initiative nur eine geringe Wahrscheinlichkeit bei. Aktuelle Umfragen sehen die Gegner der Initiative inzwischen deutlich in der Mehrheit, nachdem erste Umfragen die Befürworter noch leicht vorne sahen. Die Erfolgsaussichten der Initiative haben einen herben Dämpfer erlitten, seit sich der Zentralvorstand der Schweizer Volkspartei (SVP) in einer Abstimmung knapp gegen die Initiative ausgesprochen hat. Denn damit fehlt den Initiatoren die einzige Unterstützung im öffentlichen Politikbetrieb, da die anderen maßgeblichen Parteien die Initiative ablehnen.

Die SNB selbst steht der Initiative aus den oben genannten Gründen ebenfalls ablehnend gegenüber. Da nahezu niemand mit einer Annahme der Initiative rechnet, wären im Falle einer unerwarteten Zustimmung die Auswirkungen auf den Goldpreis umso beträchtlicher. Diese hätte das Zeug, einen Wendepunkt in der Goldpreisentwicklung darzustellen und das Ende des 3-jährigen Bärenmarktes einzuläuten.

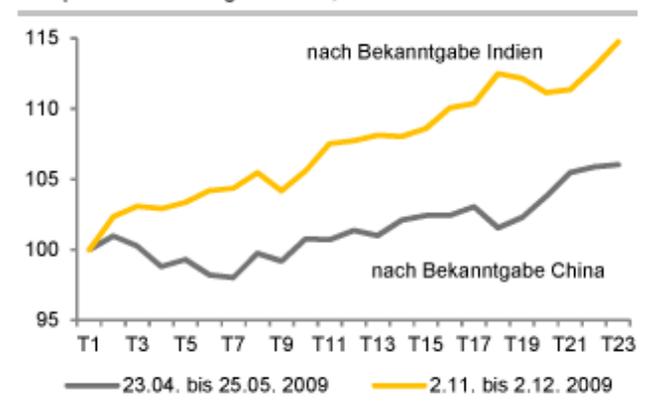
Wie stark könnte die Preisreaktion im Falle einer Annahme der Goldinitiative ausfallen? Einen Anhaltspunkt könnte die Reaktion des Goldpreises nach der Bekanntgabe von Goldkäufen der Zentralbanken Chinas und Indiens im Jahr 2009 sein. Als die chinesische Zentralbank Ende April 2009 bekannt machte, ihre Goldbestände in den vorherigen sechs Jahren um 454 Tonnen erhöht zu haben, legte der Goldpreis innerhalb eines Monats um 6% zu (Grafik 5).

Der Kauf von 200 Tonnen IWF-Gold durch die indische Zentralbank, welcher Anfang November 2009 publik wurde, löste sogar einen Preisanstieg um 15% binnen eines Monats aus. Für eine ähnlich starke Preisreaktion spricht die noch viel größere Menge an Gold, welche die SNB kaufen müsste. Dagegen spricht die im Vergleich zu 2009 deutlich negativere Marktstimmung. Damals befand sich der Goldpreis seit sieben Jahren in einem Aufwärtstrend, heute seit drei Jahren in einem Abwärtstrend (Grafik 4).

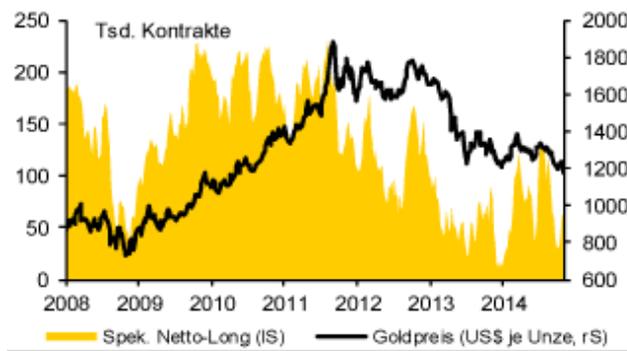
GRAFIK 4: **Goldpreis in letzten 3 Jahren deutlich gefallen**  
Gold-ETF-Bestände in Tonnen, Goldpreis in USD je Feinunze



GRAFIK 5: **Goldpreis stieg 2009 nach Zentralbankkäufen**  
Goldpreisentwicklung indexiert, 23.4.09 bzw. 2.11.09 = 100



GRAFIK 6: CFTC-Daten: Gold (COMEX)



Quelle: CFTC, Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets

GRAFIK 7: Bestände Gold-ETFs



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets

GRAFIK 8: Verbund Gold und US-Dollar



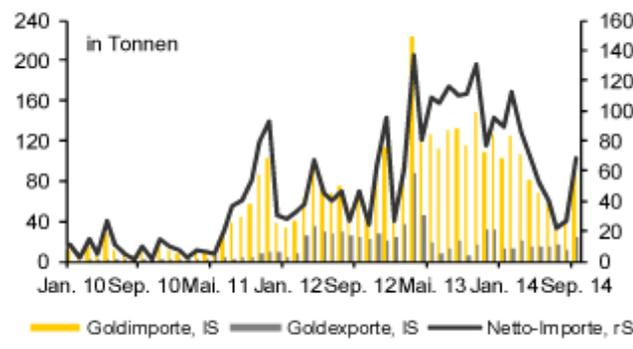
Quelle: Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets

GRAFIK 9: US-Realzinsen und Goldpreis



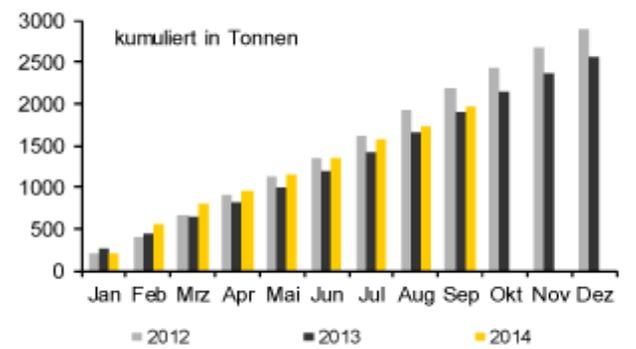
Quelle: Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets

GRAFIK 10: Chinesische Netto-Goldimporte via Hongkong



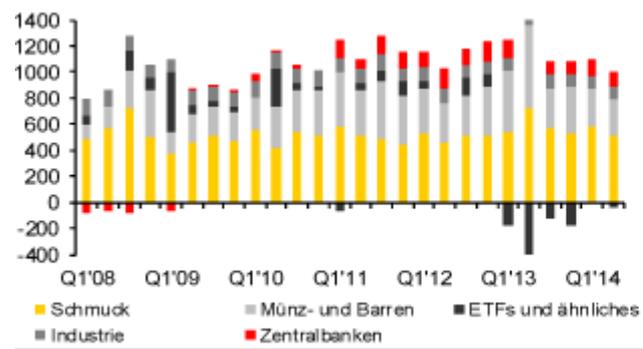
Quelle: Statistikbehörde HK, Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets

GRAFIK 11: Chinesische Silberimporte



Quelle: Chinesischer Zoll, Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets

GRAFIK 12: Goldnachfrage pro Quartal in Tonnen



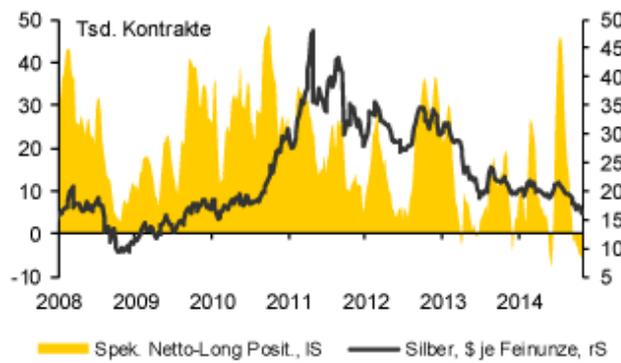
Quelle: WGC, Commerzbank Corporates & Markets

GRAFIK 13: Gold-Silber-Verhältnis



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets

GRAFIK 14: CFTC-Daten: Silber (COMEX)



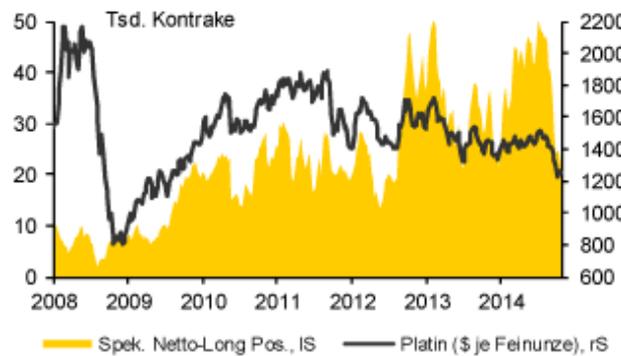
Quelle: CFTC, Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets

GRAFIK 15: Bestände Silber-ETFs



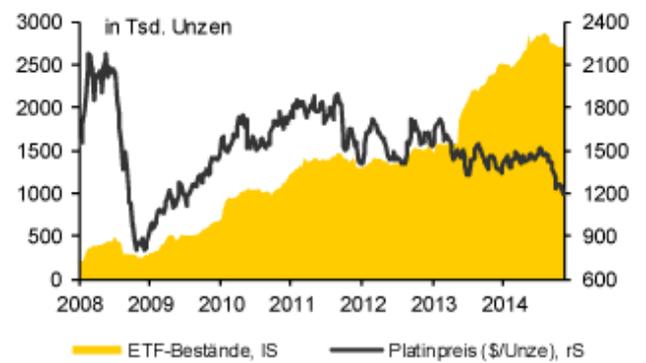
Quelle: Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets

GRAFIK 16: CFTC-Daten: Platin (COMEX)



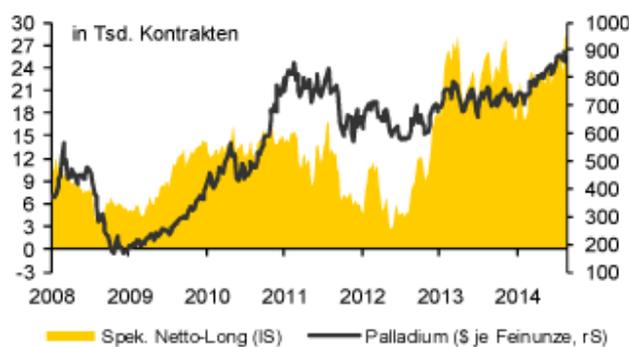
Quelle: CFTC, Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets

GRAFIK 17: Bestände Platin-ETFs



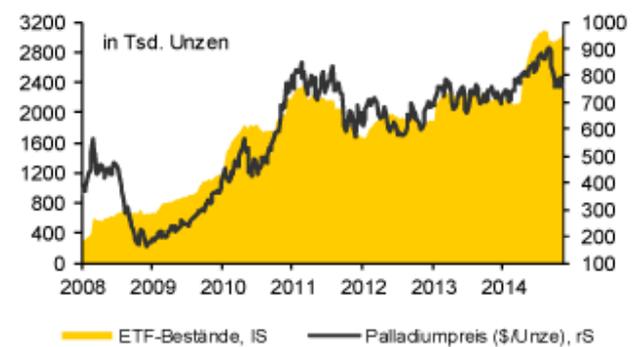
Quelle: Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets

GRAFIK 18: CFTC-Daten Palladium (COMEX)



Quelle: CFTC, Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets

GRAFIK 19: Bestände Palladium-ETFs



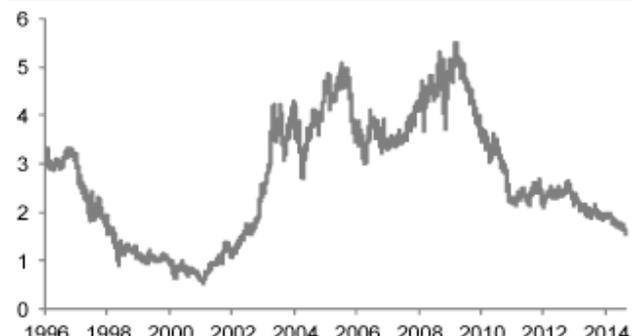
Quelle: Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets

GRAFIK 20: Preisdifferenz Platin-Gold (USD/Feinunze)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets

GRAFIK 21: Preisverhältnis Platin/Palladium



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets

© Eugen Weinberg  
Senior Commodity Analyst

Quelle: 'Rohstoffe kompakt', Commerzbank AG

*Diese Ausarbeitung dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Sie soll lediglich eine selbständige Anlageentscheidung des Kunden erleichtern und ersetzt nicht eine anleger- und anlagegerechte Beratung. Die in der Ausarbeitung enthaltenen Informationen wurden sorgfältig zusammengestellt. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch nicht übernommen werden. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Verfassers im Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern.*

---

Dieser Artikel stammt von [GoldSeiten.de](https://www.goldseiten.de)

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/224910--Kein-goldener-Rettungsanker.html>

Für den Inhalt des Beitrages ist allein der Autor verantwortlich bzw. die aufgeführte Quelle. Bild- oder Filmrechte liegen beim Autor/Quelle bzw. bei der vom ihm benannten Quelle. Bei Übersetzungen können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Der vertretene Standpunkt eines Autors spiegelt generell nicht die Meinung des Webseiten-Betreibers wieder. Mittels der Veröffentlichung will dieser lediglich ein pluralistisches Meinungsbild darstellen. Direkte oder indirekte Aussagen in einem Beitrag stellen keinerlei Aufforderung zum Kauf-/Verkauf von Wertpapieren dar. Wir wehren uns gegen jede Form von Hass, Diskriminierung und Verletzung der Menschenwürde. Beachten Sie bitte auch unsere [AGB/Disclaimer!](#)

---

Die Reproduktion, Modifikation oder Verwendung der Inhalte ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt!  
Alle Angaben ohne Gewähr! Copyright © by GoldSeiten.de 1999-2024. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).