

# Torgny Persson & Ronan Manly: Physischer Markt vs. Papiermarkt: Die wichtigsten Fragen zum Goldpreis

29.12.2017 | [Ronan Manly](#)

Der folgende Artikel ist im Frage-Antwort-Format aufgebaut. Wir gehen darin auf entscheidende Aspekte der Preisfindung am Goldmarkt ein und begründen, warum wir der Ansicht sind, dass der Goldpreis nicht vom physischen Markt, sondern vom Handel mit Goldderivaten bestimmt wird.

## **Zusammen mit anderen wichtigen Marktindikatoren geben die Finanzmedien immer auch den internationalen Goldpreis an. Was genau ist dieser Preis und wie ist er definiert?**

Wenn es um den internationalen Goldpreis geht, ist üblicherweise der Goldpreis in US-Dollar je Feinunze gemeint, der rund um die Uhr am Großhandelsgoldmarkt gebildet wird. Gold wird an Werktagen auf globaler Ebene ununterbrochen gehandelt, wodurch zwischen Sonntagabend in New York bis Freitagabend in New York ein kontinuierlicher Goldpreis entsteht.

Je nach Kontext kann mit dem internationalen Goldpreis der Spotpreis, wie er beispielsweise beim Handel in London gebildet wird, gemeint sein, oder auch der Terminkurs des Goldkontrakts für den jeweiligen Frontmonat, der an der US Commodity Exchange (COMEX) gehandelt wird. Der Frontmonat ist der nächste Erfüllungsmonat der Futures und die entsprechenden Kontrakte weisen üblicherweise das höchste Handelsvolumen auf. In manchen Fällen bezieht sich der internationale Goldpreis auch auf den Referenzpreis, der von der London Bullion Market Association (LBMA) zweimal täglich (morgens und abends) im Rahmen einer Goldpreisauktion festgelegt wird.

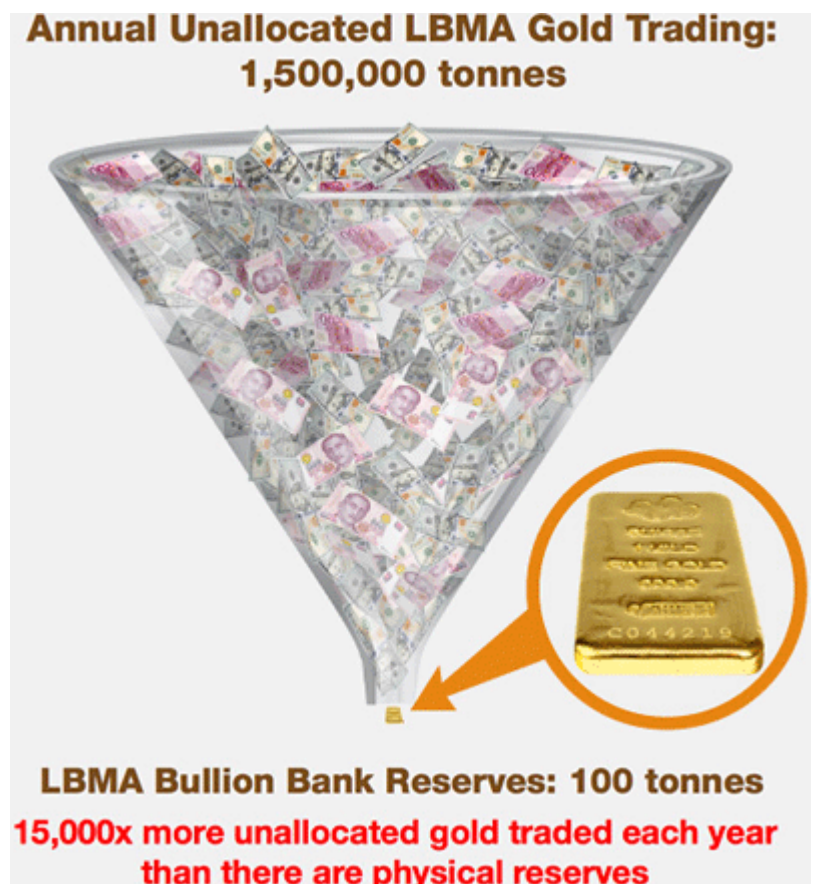
Wenn vom internationalen Goldpreis die Rede ist, kann es sich also sowohl um einen Spotpreis als auch um einen Terminpreis oder einen Benchmarkpreis handeln, aber alle drei Kurse sind zum gleichen Zeitpunkt in etwa gleich hoch.

## **Woher kommt der internationale Goldpreis und wovon leitet er sich ab?**

Neuere empirische Untersuchungen haben festgestellt, dass die Preisbildung bei Gold in erster Linie vom außerbörslichen Londoner Spotmarkt (OTC-Markt, "Over-the-Counter") und vom Terminhandel an der COMEX abhängt, und dass der "internationale Goldpreis" sich aus einer Kombination von Londoner Spotpreis und New Yorker Terminkurs ableitet. (Mehr Informationen dazu finden Sie in diesem [Paper](#) von Hauptfleisch, Putniß und Lucey.)

Im Allgemeinen lässt sich feststellen, dass ein Markt einen umso größeren Einfluss auf die Preisbildung eines Assets hat, je höher sein Handelsvolumen und seine Liquidität sind. Das gilt auch für den globalen Goldmarkt. Der weitaus größte Teil des weltweiten Goldhandels wird über den Londoner OTC-Markt und die New Yorker Terminbörse abgewickelt. 2015 hatte der Londoner Markt nach Angaben der erwähnten Studie dabei einen Anteil von 78% des Gesamtumsatzes, während auf die COMEX einen Anteil von 8% entfiel.

Eine schnelle Berechnung basierend auf den Londoner Clearing-Statistiken für 2016 zeigt, dass sich das Gesamthandelsvolumen dieses Marktes im vergangenen Jahr schätzungsweise auf mindestens 1,5 Millionen Tonnen belief, während an der COMEX 2016 insgesamt 57,5 Millionen Goldkontrakte zu je 100 Unzen gehandelt wurden, d. h. der Gegenwert von 179.000 Tonnen Gold. Damit war das Goldhandelsvolumen in London im letzten Jahr 8,4-mal höher als im Futureshandel der COMEX.



*Handelsvolumen am Goldmarkt der LBMA: 1,5 Mio. Tonnen im Jahr 2016*

Wissenschaftliche Untersuchungen sind jedoch zu dem Schluss gekommen, dass die COMEX trotz ihres geringeren Handelsvolumens einen größeren Einfluss auf die Preisbildung hat als der Londoner OTC-Markt. Das ist wahrscheinlich die Folge verschiedener Faktoren wie beispielsweise die leichtere Zugänglichkeit und die erweiterten Handelszeiten der COMEX aufgrund der Plattform GLOBEX.

Auch die höhere Transparenz im Vergleich zum außerbörslichen Handel, die geringeren Transaktionskosten und der leichte Zugang zu Fremdkapital zur Finanzierung der Trades spielen eine Rolle. Der Goldhandel in London ist dagegen auf die üblichen Geschäftszeiten beschränkt. Zudem wird eine breitere Teilnahme dadurch erschwert, dass es sich um einen intransparenten Großhandelsmarkt ohne zentrale Clearingstelle handelt, an dem die Spreads von einer Handvoll Marktmachern (den Bullionbanken) und einigen Londoner Rohstoff-Maklergesellschaften diktiert werden.

Alles in allem lässt sich feststellen, dass die Statistiken sowohl am Londoner Markt als auch an der New Yorker COMEX Handelsmengen ausweisen, die im Verhältnis zum zugrundeliegenden physischen Goldmarkt der beiden Metropolen gigantisch sind.

### **Welcher Markt bestimmt nun den internationalen Goldpreis, der physische Markt oder der Papiermarkt?**

Der internationale Goldpreis wird allein an den Papiermärkten gebildet. Aufgrund ihrer Marktstruktur sind sowohl der Londoner OTC-Markt als auch die COMEX in diese Kategorie zu zählen. Angebot und Nachfrage nach physischem Gold spielen bei der Bestimmung des Goldpreises an diesen Märkten keine Rolle, während bei physischen Goldtransaktionen an allen anderen Märkten schlicht der Goldpreis übernommen wird, der an diesen Papiermärkten gebildet wurde.

In London wird in erster Linie "synthetisches" Gold in Sammelverwahrung (das sogenannte "unallocated" Gold) gehandelt. Diese Trades werden mittels Barausgleich abgewickelt und es wird kein physisches Gold geliefert. Die Transaktionen weisen kaum eine Verbindung zu den realen Goldbeständen auf, daher können entsprechende Positionen zu den Derivaten gerechnet werden.

Positionen in "unallocated" Gold sind per Definition lediglich Forderungen an die Bullionbanken, d. h. der Inhaber dieser Positionen ist ein nicht abgesicherter Kreditgeber der Bank. Auf Seiten der Bank besteht im Gegenzug eine Verbindlichkeit über eine bestimmte Goldmenge. Der Besitzer der Goldforderung geht also ein gewisses Kreditrisiko ein. In erster Linie ist der Londoner OTC-Markt daher ein Handelsplatz für Goldkredite.

Die teilnehmenden Bullionbanken des Londoner Marktes nutzen darüber hinaus ein auf Minimalreserven basierendes Handelssystem, um künstlich große Mengen an Papiergold zu schaffen. Diese Goldkontrakte sind nur zu einem geringen Teil durch physisches Gold gedeckt und der Handel erfolgt oft mit Hilfe von Fremdfinanzierung. Das "Gold" ist im Grunde genommen vollkommen künstlich.

Da an der COMEX nur börsengehandelte Goldterminkontrakte gekauft und verkauft werden können, handelt es sich per Definition um einen Derivatemarkt. Barausgleich ist Norm. Im Schnitt wird an der COMEX nur einer von 2.500 Goldkontrakten ausgeliefert, d. h. die entsprechenden Zertifikate über die jeweilige Goldmenge werden zugestellt. Alle anderen Transaktionen - 99,96% aller gehandelten Goldfutures - werden in bar beglichen.

An beiden Märkten wechseln also im Grunde genommen Goldderivate den Besitzer: Futures an der New Yorker Terminbörse und nicht existentes Gold in Sammelverwahrung am Londoner Markt. Beide Finanzprodukte sind Papiergoldinstrumente, d. h. der internationale Goldpreis wird an diesen Papiergoldmärkten gebildet.

Alle anderen Goldhandelsplätze übernehmen im Wesentlichen die Preise aus London und New York. Das gilt auch für die physischen Goldmärkte weltweit, für deren inländische Preisbildungsmechanismen der internationale Goldpreis als Grundlage dient.

### **Wie verwenden die lokalen Goldhandelsplätze weltweit den internationalen Goldpreis?**

Rund um den Globus orientieren sich die Märkte am internationalen Goldpreis und quotieren den Preis in ihrer eigenen Währung typischerweise im Vergleich zum internationalen Preis in US-Dollar.

Am physischen Goldmarkt leitet sich der Produktpreis von Münzen und Barren aus dem Spotpreis und einem Aufgeld ab. Das Aufgeld ist der Teil der Preises, der den reinen Materialwert des enthaltenen Goldes übersteigt. Der physische Markt ist jedoch ein Preisnehmer, d. h. der Spotpreis an diesem Markt basiert ebenfalls auf dem internationalen Goldpreis. Zum Beispiel spiegelt der auf unserer Webseite quotierte Preis der 1-oz-Anlagemünze "Maple Leaf" der Royal Canadian Mint in US-Dollar den internationalen Spotpreis zuzüglich eines Aufgeldes wider.



Die Aufgelder auf Goldmünzen und Barren hängen ihrerseits von einer Reihe verschiedener Faktoren ab. Zum Teil beruhen sie auf den Kosten der Scheideanstalten und Prägestätten für die Herstellung, Vermarktung und Versicherung der Goldprodukte. Wenn sie über einen Großhandel ausgeliefert werden, führt das ebenfalls zu einem Preisaufschlag. Ein anderer Teil des Aufgeldes ist jedoch gewissen Schwankungen unterworfen und reflektiert die Ungleichgewichte, die am physischen Markt durch Änderungen in Angebot und Nachfrage entstehen. Wenn die Nachfrage nach einer Goldmünze oder einem Barren sehr hoch ist, steigen die Prämien. Ist dagegen ein überreichliches Angebot verfügbar, sind die Prämien tendenziell niedriger.

Im Allgemeinen sind die Aufgelder bei Goldmünzen höher als bei Goldbarren und bei kleinen Münzen höher als bei großen.

### **Welchen Beitrag leistet die Shanghai Gold Exchange zur Preisbildung am Goldmarkt und welche Auswirkungen haben die großen physischen Handelsmengen in China auf den internationalen**

## Goldpreis?

Die Shanghai Gold Exchange (SGE) ist der größte physische Goldhandelsplatz der Welt und fast alle physischen Barren in China wechseln über die SGE den Besitzer. Die Goldhandelsvolumen und die Lieferstatistiken der SGE sind beeindruckend. Im Jahr 2016 wurden hier insgesamt 24.338 Tonnen Gold gehandelt, 43% mehr als im Vorjahr (17.033 Tonnen).

Darin enthalten sind physische Kontrakte, Terminkontrakte, außerbörsliche Transaktionen sowie das Handelsvolumen der Shanghai International Gold Exchange (SGEI). 2016 beliefen sich die physischen Goldauslieferungen auf insgesamt 1.970 Tonnen und fielen damit 24% geringer aus als 2015 (2.596 Tonnen). In absoluten Zahlen handelte es sich aber auch 2016 um eine sehr große Menge - immerhin wird dieses Gold auch wirklich in physischer Form aus den Lagerhäusern der Börse zum jeweiligen Käufer transportiert.

Die internationale Goldbörse SGEI, die im September 2014 in Shanghai eröffnet wurde, meldete bis Ende 2016 ein kumulatives Handelsvolumen von knapp 9.000 Tonnen. Zudem wurde am 19. April 2016 ein eigener Referenzpreis für Gold eingeführt, der Shanghai Gold Benchmark Price (auch bekannt als Shanghai Gold Fix). Dabei werden in einem Auktionsverfahren 1-Kilo-Barren mit einer Reinheit von 99,99% versteigert und in Renminbi quotiert. In den acht Monaten von der Einführung des chinesischen Goldpreisfixings bis Ende 2016 wurden auf diese Weise 569 Tonnen, d. h. mehr als 1,5 Tonnen täglich gehandelt.

Alles in allem weist die SGE ein beeindruckendes Handelsvolumen (24.338 Tonnen 2016) und physische Goldauslieferungen (1.970 Tonnen 2016) in erstaunlicher Menge auf. Um diese Zahlen besser einordnen zu können, empfiehlt es sich, sie direkt mit dem aufgeblähten Londoner OTC-Markt zu vergleichen, wo das typische *tägliche* Handelsvolumen etwa 6.500 Tonnen Gold entspricht. Eine solche Gegenüberstellung macht deutlich, dass die physischen Goldreserven am Londoner Markt nur einen Bruchteil des Handelsvolumens decken, und dass Transaktionen mit physischer Lieferung des Goldes eine seltene Ausnahme sein dürften.

Doch hat der Handel an der SGE einen Einfluss auf den internationalen Goldpreis und dessen Bildung an der COMEX und am Londoner OTC-Markt, oder ist auch die SGE nur ein Preisnehmer?

Die kurze Antwort ist, dass auch die SGE ein Preisnehmer ist und die Preisbildung nicht beeinflusst. Möglicherweise ließen sich einige verspätete Preiswirkungen nachweisen, aber das bedürfte einer ausführlicheren Analyse. Der chinesische Goldmarkt ist noch immer ein geschlossener Markt, der von Spannungen und Verzerrungen geprägt ist. Gold kann nach China importiert, aber im Allgemeinen nicht aus dem Land ausgeführt werden. Auch die Importe werden streng kontrolliert und entsprechende Lizenzen werden nur an eine Handvoll chinesischer und ausländischer Banken vergeben.

Es lohnt sich jedoch, einen Blick auf die Aufgelder der SGE zu werfen, um zu prüfen, ob diese eventuell anschließende Schwankungen des internationalen Goldpreises signalisieren. Die Prämien entstehen, wenn der Shanghai Goldpreis über dem internationalen Goldpreis liegt, und sie können Aufschluss darüber geben, ob der Handel an der SGE den internationalen Preis beeinflusst. Im November und Dezember 2016 kam es beispielsweise zu einer starken Erhöhung, als die Prämie von weniger als 0,5% auf mehr als 3% stieg, während die Goldimporte Chinas deutlich zunahmen. Gleichzeitig sank jedoch der internationale Goldpreis, d. h. der höhere Kurs in China hatte keine Auswirkungen auf den internationalen Marktpreis.

Das war natürlich ein besonders augenscheinliches Beispiel, aber eine [Studie](#) des Beratungsunternehmens Metals Focus kam ebenfalls zu dem Schluss, dass zwischen den Änderungen des Londoner Referenzpreises und den Preisaufschlägen in Shanghai kein signifikanter Zusammenhang besteht. Zum Teil war die Korrelation sogar negativ, d. h. unterm Strich hat der Goldhandel an der chinesischen Börse keinen Einfluss auf den internationalen Preis. Die Analysten haben darüber hinaus auch verzögerte Korrelationen unter die Lupe genommen, um zu sehen, ob es beispielsweise zu entsprechenden Änderungen des LBMA-Goldpreises kommt, wenn China über mehrere Tage hinweg überdurchschnittlich viel Gold importiert.

Die Autoren der Studie behaupten, dass sich hier ein "schwacher, aber positiver und statistisch signifikanter Einfluss der Prämien an der SGE auf die künftigen Preisbewegungen an der LBMA" feststellen ließ. Man sollte allerdings bedenken, dass Korrelation nicht gleich Ursache bedeutet. Funktionierende Finanzmärkte sollten die Preisinformationen anderer Märkte sofort widerspiegeln, und nicht erst tagelang darüber nachdenken müssen. Abgesehen davon gibt es ganz einfach zu viele Variablen, die den Zusammenhang ebenfalls erklären könnten.

Im Gegensatz zum OTC-Markt in London und der Terminbörse in New York ist die Shanghai Gold Exchange jedoch auf den physischen Goldhandel ausgerichtet. Die Einrichtung einer solchen Goldbörse wurde



erstmalig im 5-Jahres-Plan von 2001 als wesentlicher Schritt zur Liberalisierung des chinesischen Goldmarktes erwähnt. Nach der Eröffnung im Jahr 2002 begann die SGE schnell, für physischen Goldbesitz zu werben und 2004 wurde der Handel und der Kauf von Gold an der Börse auch für private Bürger geöffnet. An der SGE ist die physische Auslieferung der Normalfall, nicht die Ausnahme. Zu diesem Zweck betreibt die Börse ein Netzwerk von 61 Lagerhäusern in 35 Städten im ganzen Land.

Das macht die Shanghaier Goldbörse zum natürlich Spitzenkandidaten für eine Führungsrolle in der Preisfindung am physischen Goldmarkt, falls sich die Kurse am physischen Markt und an den Papiermärkten eines Tages auseinander entwickeln sollten und der internationale Kurs wieder auf Grundlage von physischem Angebot und physischer Nachfrage ermittelt werden sollte.



### **Welche Bedeutung hat der Goldpreis der LBMA?**

Der LBMA-Goldpreis wird zweimal täglich in einem Auktionsverfahren für Gold in Sammelverwahrung ermittelt. Das Endergebnis dieser Auktion ist ein Referenzpreis. Die Auktion wird in US-Dollar durchgeführt, doch der jeweilige Preis wird darüber hinaus noch in elf weiteren Währungen veröffentlicht. Das Auktionsverfahren ist der Nachfolgemechanismus des sogenannten Londoner Goldfixings und bei dem Referenzpreis handelt es sich mittlerweile um eine nach britischem Recht "regulierte Benchmark", die von der ICE Benchmark Association (IBA) verwaltet wird. In seinen Grundzügen gleicht das neue Verfahren jedoch stark dem früheren Goldpreisfixing.

Die Anfangspreise der Auktion beruhen auf den Kursen der COMEX und des Londoner OTC-Marktes, sowie auf den aktuellen Handelspreisen zu Beginn des Verfahrens um 10.30 Uhr und um 15.00 Uhr.

Strukturell betrachtet ermöglicht die Goldpreisauktion nur sehr wenigen Marktakteuren die direkte Teilnahme. Nur eine Handvoll Bullionbanken verfügen über die entsprechende Genehmigung der LBMA. Es handelt sich dabei um die gleichen Banken, die auch als Marktmacher und größte Trader im außerbörslichen Handel in London und an der COMEX auftreten. Der Goldpreisauktion der LBMA fehlt eine breitere Partizipation der verschiedenen Marktteilnehmer.

Daher kann sie nicht als repräsentativ für den allgemeinen Goldmarkt gelten. Zudem weigern sich die LBMA und die IBA, die Identität der Auktionsvorsitzenden bekanntzugeben, was die Schlussfolgerung nahelegt, dass die aktuellen Teilnehmer mit dem skandalumwitterten früheren Preisfixing in Verbindung stehen. Auch wird nicht erklärt, wie der oder die Vorsitzende den Anfangspreis bestimmt.

Es überrascht kaum, dass sowohl der Handel während der Auktion als auch die anschließende Glättstellung der Positionen mittels "unallocated" Gold erfolgt, d. h. das Verfahren ist entkoppelt vom physischen Markt. Die Handelsvolumen der täglichen Auktionen entsprechen normalerweise etwa 1-2 Tonnen, in seltenen Fällen mehr als 3 Tonnen.

Die Londoner Goldpreisauktion, die zwar im Namen der LBMA stattfindet, aber von einer Handvoll Bullionbanken kontrolliert wird, bietet also nicht nur keinerlei Teilnahmemöglichkeiten für die tausenden Edelmetallhändler weltweit. Sie weist auch keinen Bezug zum physischen Goldmarkt auf, denn gehandelt wird bei dem Preisbildungsverfahren nur synthetisches Gold. Zusammenfassend ist daher festzustellen, dass der Londoner Goldpreis, der weltweit in zahllosen Goldkontrakten, physischen Goldmärkten und Einzelhandelstransaktionen verwendet wird, nicht als zuverlässige Repräsentation des globalen Goldmarktes gewertet werden kann.

Trotz allem spielt der Referenzpreis der LBMA im Goldsektor eine wichtige Rolle, denn er wird weithin als Bewertungsmaßstab für börsengehandelte Fonds (ETFs) wie beispielsweise den SPDR Gold Trust und den iShares Gold Trust verwendet. Zudem nutzen Edelmetallhändler den Londoner Preis häufig als Referenz, wenn sie Goldbullion von den Scheideanstalten und anderen Anbietern kaufen. Bei der Bewertung verschiedener Finanzprodukte wie Gold-Zinsswaps, Goldoptionen und anderer Goldderivate wird der Londoner Preis ebenfalls oft als Benchmark herangezogen und selbst manche Terminbörsen, z. B. die Malaysia Derivatives Exchange, verwenden ihn als Referenz für ihre Goldfutures.

Auch große Zentralbanken nutzen den Londoner Benchmarkpreis für physische, bilaterale

Goldtransaktionen. Als die Schweizer Nationalbank beispielsweise Anfang der 2000er Jahre über die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich hunderte Tonnen Gold verkaufte, basierte der verwendete Transaktionspreis auf dem Preisfixing der LBMA. Auch als der IWF 2010 einen Teil seiner Goldbestände am Markt verkaufte, diente der Londoner Preis als Grundlage. Genau dieses Goldpreisfixing, das rund um den Globus für zahllose Transaktionen verwendet wurde, steht aufgrund von Manipulationsvorwürfen derzeit allerdings im Zentrum gerichtlicher Ermittlungen, nachdem ein New Yorker Gericht einer entsprechenden Sammelklage stattgegeben hatte.

Es ist äußerst bedenklich, dass ein Referenzpreis, der von einem Kartell aus Londoner Bullionbanken kontrolliert und in einem derart intransparenten Verfahren ermittelt wurde, jahrelang zur Bewertung großer, physischer Transaktionen verwendet wurde. Es muss daher die Frage gestellt werden, ob dieser Benchmarkpreis geeignet war, seinen Zweck zu erfüllen, und inwiefern er überhaupt den zugrundeliegenden, weltweiten physischen Goldmarkt repräsentierte.

### **Was geschieht außerhalb der Londoner und New Yorker Handelszeiten? Tragen andere Märkte dann mehr zur Preisfindung bei?**

Ein höheres Handelsvolumen bedeutet im Allgemeinen mehr Liquidität für den Preisbildungsprozess. Weil Finanzmärkte aber eng vernetzt sind, fließen Preisinformationen aufgrund von gleichzeitigem und überlappendem Handel rasch zwischen den verschiedenen Märkten hin und her. Terminmärkte wie die TOCOM in Japan und die MCX in Indien sind ebenfalls an der Preisfindung beteiligt, doch da die Liquidität an diesen Handelsplätzen geringer ist, nimmt die COMEX eine führende Rolle bei der Bildung der Futures-Kurse ein. Eine entsprechende [Studie](#) von Finanzwissenschaftlern der Universität Bangkok unter der Leitung von Rapeesorn Fuangkasm kam zu dem gleichen Ergebnis.

### **Wie beeinflusst das Gold-Leasing den Preis?**

Das Zentrum des Goldverleihs ist die Bank of England in London. Hier führen die Zentralbanken und die Bullionbanken geheime Goldswaps und Leasings durch, die das verfügbare Goldangebot erhöhen. Die Bullionbanken bezeichnen das euphemistisch als "Bereitstellung von Liquidität" doch in Wirklichkeit suggerieren diese Transaktionen einen Angebotsüberhang am Goldmarkt. Wenig Details über diese Deals werden je öffentlich gemacht.

Wenn die Einzelheiten des Gold-Leasings an die Öffentlichkeit gelangten, würde sich das sofort im Goldpreis niederschlagen. Doch das tun sie nicht. Die Geheimniskrämerei in Bezug auf den Verleih des Zentralbankengoldes macht die Informationsübermittlung am Goldmarkt ineffizient. An einem ineffizienten Markt spiegeln die Kurse die nicht öffentlich zugänglichen Informationen unter Umständen nicht angemessen wieder.

Goldkredite und Goldswaps werden zudem in den Bilanzen der Zentralbanken nicht gesondert aufgeführt. In der absurden Welt der Bilanzierungsrichtlinien der Notenbanken können physische Goldbestände und verliehenes Gold in einem Punkt zusammengefasst werden: Gold und Goldforderungen. Der tatsächliche Zustand der offiziellen Goldreserven ist daher bei jeder Zentralbank unklar, die in Gold-Leasings und Goldswaps involviert ist.

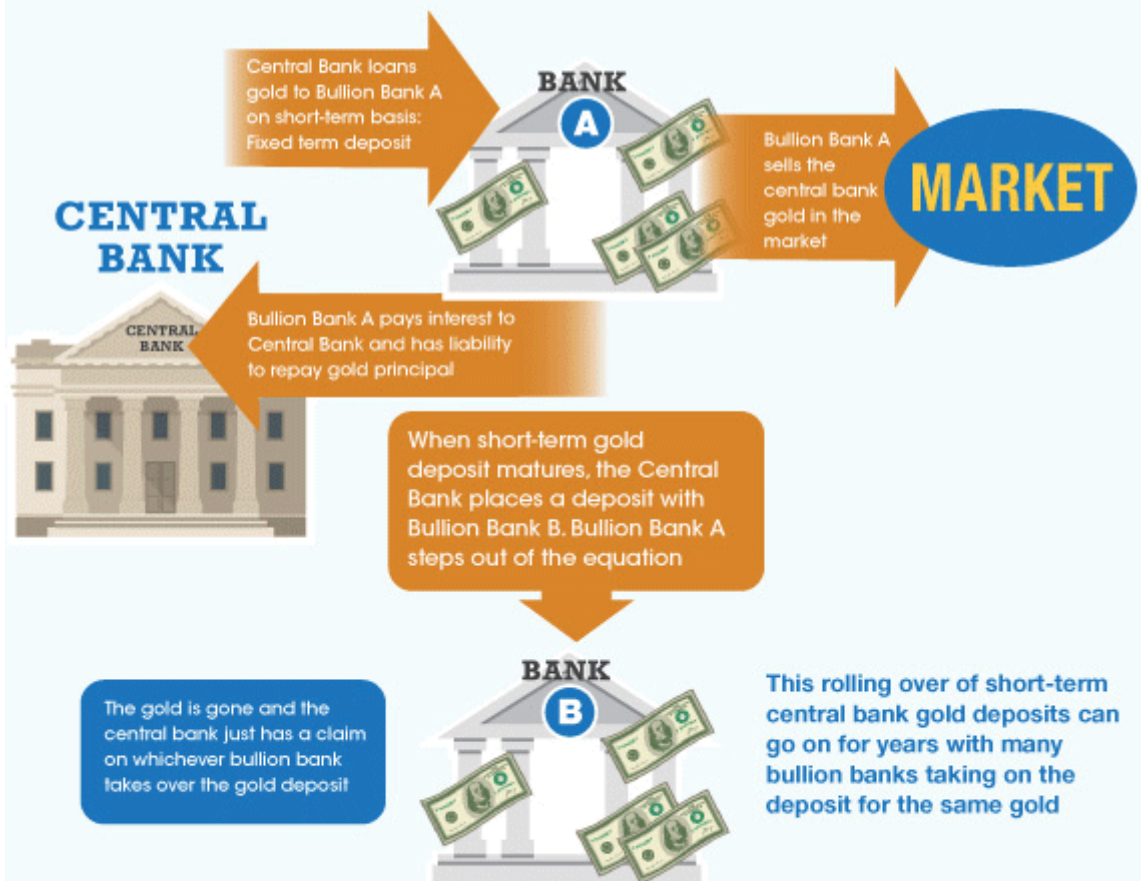
Die Goldkredite der Notenbanken stellen den Bullionbanken geliehenes, physisches Gold zur Verfügung, welches sie als Mindestreserve für den gehebelten Goldhandel, insbesondere am Londoner Markt, nutzen können. Der Verleih von Gold durch die Zentralbanken, die Struktur des Londoner Goldmarktes und die mangelhafte Berichterstattung über die tatsächlichen Goldreserven der Notenbanken haben zusammen also möglicherweise einen negativen Einfluss auf die Preisbildung am Londoner Goldmarkt.

# CENTRAL BANK GOLD LENDING VIA BULLION BANKS

Central banks lease gold to bullion banks in return for a gold claim (gold deposit) which pays a modest annual interest of about 1%.

The bullion banks sell this gold into the market

**Bullion banks then roll over short-term central bank gold deposits**



When a bullion bank leases gold, it loses ownership of the gold in return for a claim of gold. The central bank is then an unsecured creditor to the bullion bank.

*Grundlegende Funktionsweise des Goldverleihs durch die Zentralbanken an die Bullionbanken*

**Zur Zeit wird der Goldpreis an den Papiermärkten gebildet. Wann und wie könnte diese Rolle wieder**

## den physischen Märkten zukommen?

Es gibt zwei verschiedene Arten von Goldmärkten: Auf der einen Seite stehen der Terminmarkt der COMEX und der außerbörsliche Londoner Spotmarkt, an dem "unallocated" Gold gehandelt wird. An beiden Märkten wird der Handel zu großen Teilen fremdfinanziert und das Goldangebot wird aus dem Nichts erschaffen. Auf der anderen Seite steht der physische Goldmarkt, der die an den Papiermärkten gebildeten Goldpreise übernimmt. Die physischen Märkte haben derzeit keinen Einfluss auf den internationalen Goldpreis.

Eine Verschiebung der Einflussverhältnisse von der Dominanz der Papiermärkte hin zur Dominanz der physischen Märkte bei der Preisbildung ist nur möglich, wenn die Kurse an den verschiedenen Märkten beginnen, sich auseinanderzuentwickeln. Voraussetzung für eine solche Abkopplung der Märkte voreinander wäre eine grundlegende Änderung im Verhalten der Trader an den Papiermärkten - oder eine Änderung der Angebots- und Nachfragesituation, die den physischen Markt ernsthaft unter Druck setzt und aus dem Gleichgewicht bringt.

Mit dem Verhaltenswandel der Trader an den Papiermärkten ist eine zunehmende Präferenz für die Umwandlung der papiernen Goldforderungen (Positionen auf Gold in Sammelverwahrung oder Goldfutures) in physisches Gold gemeint. Das kann auf direktem Wege geschehen, d. h. durch Inanspruchnahme des Rechts zur Auslieferung des Goldes, oder auf indirekte Weise, d. h. indem der Trader sein Papiergold verkauft und mit dem Erlös physisches Gold erwirbt.

Der Großteil dieser Goldforderungen befindet sich im Besitz von institutionellen Marktteilnehmern und Großhandelsunternehmen. Sollten zahlreiche Besitzer von Goldforderungen und -kontrakten ihr Papiergold plötzlich in physisches Gold umwandeln wollen, würde das die Lieferung des Goldes wahrscheinlich unmöglich machen. In diesem Fall bliebe den Regulatoren und den Handelsplätzen nicht anderes übrig, als einen obligatorischen Barausgleich von Positionen auf Goldfutures und Gold in Sammelverwahrung zu beschließen.

Die indirekte Option wäre der Verkauf von Papiergold und der anschließende Kauf von Goldbullion am physischen Markt. Sollten sich viele Marktteilnehmer innerhalb kurzer Zeit dazu entscheiden, könnte das vorhandene Angebot die stark erhöhte Nachfrage unter Umständen nicht mehr befriedigen. Gleichzeitig würde jedoch der internationale Goldpreis fallen, weil die Papiermärkte unter Verkaufsdruck geraten. Auf diese Weise käme es zur Entkopplung des physischen Preises vom Papiergoldpreis und der Besitz von Goldforderungen würde zunehmend riskanter.

Was könnte nun dazu führen, dass sich das Sentiment zu Gunsten von physischem Gold verschiebt? Ein möglicher Auslöser wäre es, wenn sich bei einer kritischen Masse an Papiergoldbesitzern die Erkenntnis durchsetzte, dass die physischen Goldbestände der Welt begrenzt sind, und dass ihre Goldforderungen bestenfalls zu einem Bruchteil physisch abgesichert sind. Wenn dieser Fakt akzeptiert würde, käme das einer selbsterfüllenden Prophezeiung gleich, die mehr und mehr Papiergoldbesitzer dazu veranlassen würde, auf physisches Gold umzusteigen.

In den letzten Jahren sind bereits große Mengen physischen Goldes von West nach Ost geflossen. Grund dafür war die enorme Nachfrage nach physischem Gold in China, Indien und weiteren Teilen Asiens. Diese Goldströme sind dynamisch und kehren sich manchmal um, sodass typische Zielorte und -staaten wie Hongkong, die Türkei, Dubai und Thailand gelegentlich auch größere Goldmengen exportieren. Das gilt jedoch nicht für China und im Allgemeinen auch nicht für Indien. Das Gold, das an diese beiden Staaten geliefert wird, verlässt die Landesgrenzen nicht mehr. Seit 2001 hat Indien mehr als 11.000 Tonnen Gold importiert, während China rund 7.200 Tonnen einfuhrte.

Je mehr Gold in Länder wie Indien und China fließt, desto stärker schrumpfen die überirdischen Bestände, die zum Ausgleich von Angebotsdefiziten verwendet werden können - insbesondere, wenn die importierten Mengen größer sind als die jährliche Minenproduktion. Dieser Prozess gleicht einem langsamen Bank-Run auf Gold. In London lagert zudem nur sehr wenig Gold, das sich nicht im Besitz diverser Zentralbanken oder ETFs befindet.

Sollten die Besitzer des Papiergoldes künftig verstärkt physisches Gold bevorzugen, könnte die Situation in den Londoner Goldtresoren als Katalysator wirken und das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage noch weiter kippen lassen. Es könnte zu einer Wende am Goldmarkt kommen, in deren Zuge der Anstieg der physischen Goldnachfrage zu immer akuterer Problemen auf der Angebotsseite führt.

In einem Szenario, in dem sich der Papiergoldmarkt selbst zerstört, ist es von entscheidender Bedeutung, physisches und eindeutig zugewiesenes Gold zu besitzen - d. h. physisches Gold, das nicht belastet ist, auf das keine widerstreitenden Forderungen und Besitzansprüche bestehen, und das nicht verliehen oder für Swaps verwendet werden kann.

Am Papiergoldmarkt ist bereits eine enorme Blase entstanden, denn die gigantischen Goldforderungen



basieren nur auf einer winzigen Menge physischen Edelmetalls. Die Frage ist hier nicht mehr, ob diese Blase platzt, sondern wann sie platzt. Wenn es soweit ist, bietet nur der Besitz von physischem Gold Schutz vor einem Kollaps des Finanzsystems und dem Ende der Goldmärkte in ihrer aktuellen Form.

© Torgny Persson & Ronan Manly  
[BullionStar](#)

*Der Artikel wurde auf [www.BullionStar.com](http://www.BullionStar.com) veröffentlicht und in Auszügen exklusiv für GoldSeiten übersetzt.*

---

Dieser Artikel stammt von [GoldSeiten.de](http://GoldSeiten.de)

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/354948--Torgny-Persson-und-Ronan-Manly--Physischer-Markt-vs.-Papiermarkt--Die-wichtigsten-Fragen-zum-Goldpreis.htm>

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 1999-2025. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).