

## **Das Gold in der Nationalbank belassen**

*There is no subtler, or surer means of overturning the existing basis of society than to debase the currency.<sup>1</sup>*

*(Es gibt kein subtileres, oder sichereres Mittel, um das bestehende Fundament einer Gesellschaft zum Umsturz zu bringen, als die Währung zu schwächen.)*

### **Golddeckung des Frankens oder echte volkswirtschaftliche Reserve?**

Mit der nächsten Abstimmung im September wird über die Verwendung der sogenannten „berschssigen Goldreserven“ entschieden. Neben den gerne diskutierten Argumenten, ob die Erträge nun zur Sicherung der AHV oder zu je drei gleichen Teilen an einen Solidaritätsfonds, an die Kantone, und an die AHV gehen sollen, wird die fundamentale Bedeutung des Goldes für den Schweizer Franken nur selten thematisiert. Es bleibt etwas unbeachtet, dass mit dem Verkauf von 1'300 Tonnen Gold die Golddeckung des Schweizer Frankens um die Hälfte reduziert wird – was wohl kaum so unbedeutend sein kann, wie gerne behauptet wird.

Gemäss Angaben des World Gold Councils<sup>2</sup> verkauft die schweizerische Nationalbank zur Zeit etwa 20 Tonnen Gold pro Monat und gehört damit zu den Grossverkaufern am Goldmarkt. Gemäss derselben Quelle sind rund 500 der geplanten 1'300 Tonnen Gold bereits verkauft. Diese hohen Goldverkäufe wurden möglich, da die Nationalbank die Goldreserven nun buchhalterisch anders bewerten darf. Die in der alten Bundesverfassung vorgeschriebene 40%-ige Golddeckung des Schweizer Frankens, wurde in der neuen Bundesverfassung aufgehoben. Ebenso muss nun das Gold in den Büchern nicht mehr mit dem künstlichen Preis von 4'596 Fr./kg geführt werden. Die in den vergangenen Jahrzehnten erfolgte Preissteigerung des Goldes von rund 4'500 Fr./kg auf heute etwa 15'500 Fr./kg erscheint nun in den Büchern<sup>3</sup>, womit sich das Buchvermogen des Nationalbankgoldes massiv erhöht hat. Die Erträge aus den Goldverkäufen sind daher nicht ein der Schweiz zugefallenes Geschenk, sondern einzig die direkte Folge einer veränderten Bewertungsstrategie. Dabei gilt es zu beachten, dass die Preissteigerung des Goldes in erster Approximation eine Folge der Inflation des Frankens ist<sup>4</sup>. Anders ausgedrückt: Nicht das reale Goldvermogen ist gewachsen, sondern der Franken ist in erster Approximation dreimal weniger wert. Gleichzeitig ist die Volkswirtschaft real jedoch gewachsen.

Basierend auf dieser Überlegung, quasi einer Unterscheidung zwischen einer nominalen und realen (inflationsbereinigten) Betrachtungsweise der Goldreserven, könnte man die Goldverkäufe vermutlich so umschreiben: Nominal bleibt die Golddeckung des Schweizer Frankens auch nach den Goldverkäufen sehr hoch (wenn auch nur noch halb so hoch), real wird jedoch die volkswirtschaftliche Goldreserve der Schweiz in massivem Umfang abgebaut.

Natürlich werden die Erträge aus dem Goldverkauf nicht einfach verhokert, aber es scheint doch fraglich, die neuen Anlagestrategien vorbehaltlos als sehr sicher zu bezeichnen. Im Gegensatz zum Sachwert Gold (und anderen Edelmetallen und Rohstoffen), können nämlich alle anderen Papierwerte (mindestens theoretisch) ins Bodenlose fallen. Die grossen Goldverkäufe sind demzufolge ein nicht zu vernachlässigender Verlust an materiellen Reserven. Und dies ist nicht etwa unbedeutend für ein rohstoffarmes Land wie die Schweiz! Andere Länder besitzen auch namhafte Rohstoffreserven in Form von Bodenschätzen und möchten auf diese sicherlich nicht

verzichten. Es würde einer sachlichen und umfassenden Betrachtung der schweizerischen Goldreserven sicherlich dienen, wenn diese auch einmal mit den Bodenschätzen anderer Länder verglichen würden.

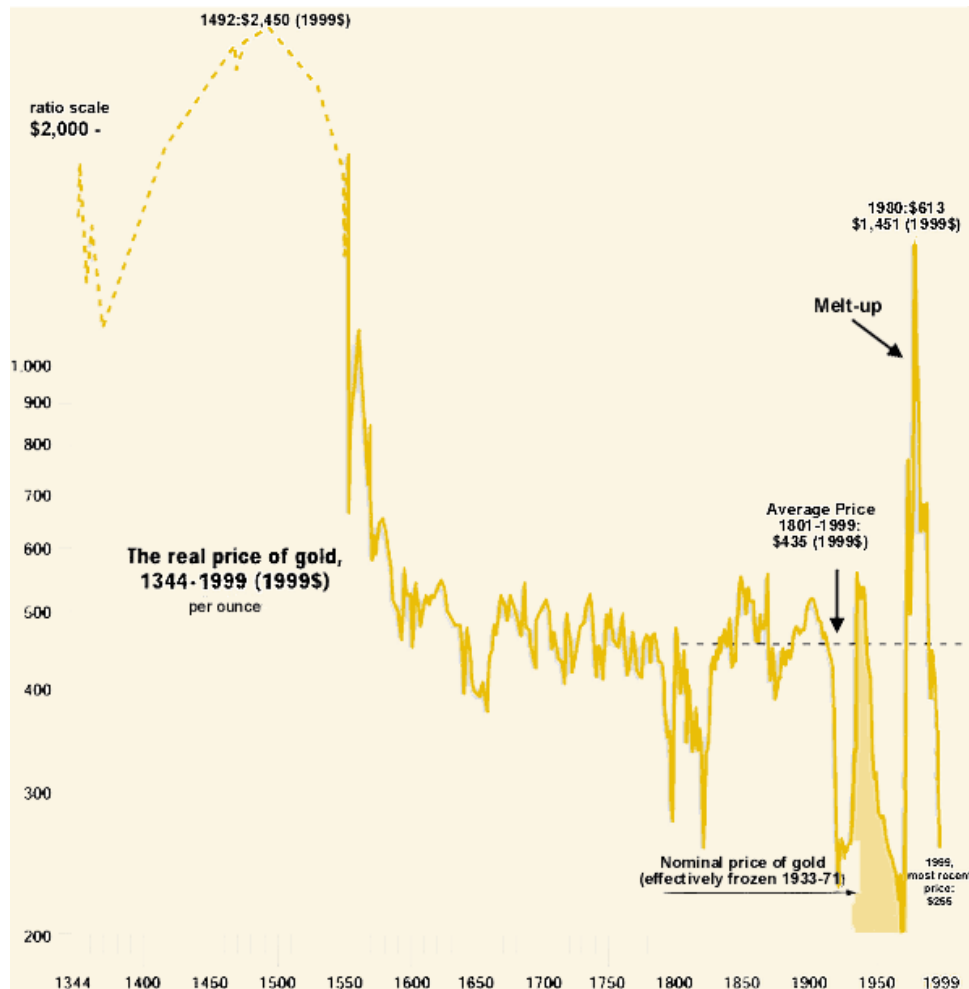
Aus rein politischer Sicht bliebe zudem die Frage zu beantworten, ob die Schweizerinnen und Schweizer die mit dem Verkauf von materiellen Reserven verbundenen Risiken wirklich eingehen wollen oder nicht. Mit der Annahme der neuen Bundesverfassung vom 18. April 1999 haben Schweizerinnen und Schweizer – wissend oder unwissend – dazu jedoch grünes Licht gegeben. Angesichts der oben erwähnten Änderungen war die damalige Umschreibung der neuen Verfassung als „blosse Nachführung“ bestenfalls eine politische Meinung, schlimmstenfalls eine fahrlässige Oberflächlichkeit, in keinem Falle jedoch eine saubere Information. Heute ist es allerdings kaum anders, denn die Betitelung gewisser Goldreserven als „überschüssig“ bläst genau ins gleiche Horn.

### **Vermögenswerte aus dem nichts?**

Die weltweiten Goldverkäufe der Nationalbanken, an denen sich auch die Schweiz in namhaftem Umfang beteiligt, haben die Goldpreise in den vergangenen Jahren stark gedrückt und damit die Rentabilität einiger Goldminen stark reduziert - zum Beispiel auch die von südafrikanischen Goldminen. Dadurch sind dort entweder Arbeitsplätze verloren gegangen oder es konnten zumindest keine weiteren geschaffen werden. Es mutet nun schon etwas eigenartig an, wenn man bedenkt, dass sich die Schweiz in den 80er Jahren den Wirtschaftssanktionen gegen Südafrika's Apartheid anschloss, um dann nur wenig mehr als zehn Jahre danach – jetzt wo doch eine Mehrheit der Bürger nicht mehr sanktionieren möchte – südafrikanische Goldminen mit Goldverkäufen in indirekter Form wieder zu sanktionieren und die südafrikanische Wirtschaft damit zu belasten. Denn Gold dürfte wohl kaum eine vernachlässigbare Einnahmequelle für Südafrika darstellen. (Und am Rande bemerkt: Wieso wehrt sich eigentlich die Linke nicht mit diesem Argument gegen die grossen Goldverkäufe?). Es wäre wohl etwas pikant, wenn nun ein Teil der Erträge aus diesen Goldverkäufen in einen sogenannten Solidaritätsfonds gehen sollten. Hierzu muss natürlich angefügt werden, dass der Abschlag im Goldpreis bei weitem nicht alleine zu Lasten der schweizerischen Goldverkäufe geht. Auch ist es sicherlich das gute Recht der Schweiz, selber zu entscheiden, was mit ihrem Goldbesitz geschehen soll. Und schliesslich sollen auch niemandem schlechte Absichten unterstellt werden. Eines sollte man der Stimmbürgerin und dem Stimmbürger jedoch ganz deutlich und ehrlich sagen: Vermögenswerte, welche nie jemandem gehörten oder nie jemandem geschuldet wurden, sprich „volkswirtschaftliche Geschenke“ oder „Vermögenswerte aus dem nichts“, existieren schlicht und ergreifend nicht. Jemand bezahlt dafür. Die immer wieder aufgestellte Behauptung, es handle sich um ein „Geschenk“, verschleierte jedoch genau diese Tatsache.

### **Gold als Portfolio-Asset**

Mit der neuen buchhalterischen Bewertung wird ausgedrückt, dass Gold nicht mehr nur als eiserne Reserve betrachtet wird, sondern nun auch – in gewissen Grenzen – als ein Asset verwaltet werden soll. Demzufolge ist es nun also auch erlaubt zu fragen, ob die Nationalbank diesen Asset denn auch klug und gewinnbringend verwaltet. Die simpleste Maxime eines jeden Portfoliomanagers lautet bekanntlich: Buy low, sell high (Kaufe bei tiefen, verkaufe bei hohen Preisen).



*Der reale Preis des Goldes in US-Dollar<sup>2</sup>*

Aus obenstehender Grafik wird jedoch ersichtlich, dass die Schweizerische Nationalbank mit den im Mai 2000 begonnen Goldverkäufen (zu Kursen von etwa USD 260 bis USD 300 pro Feinunze), das Gold zu historischen Tiefstwerten verkauft (inflationsbereinigt und auf Basis des Unzenpreises in US Dollar; es interessieren hier eher die Preise seit dem 2. Weltkrieg und nicht der Peak zu Columbus' Zeiten). Natürlich besteht durchaus die Möglichkeit, dass der Preis des Goldes weiter sinkt. Dann werden jedoch noch weit mehr Goldminen als bisher unrentabel – viele kämpfen schon heute um ihr wirtschaftliches Überleben –, sie werden eingehen und ihre Goldproduktion wird vom Markt verschwinden. Nach Adam Smith ergäbe sich also eine starke Angebotsreduktion, das heisst einen grossen Nachfrageüberhang, was ein starkes Absinken des Goldpreises erfolgreich verhindern dürfte.

Wie sieht es nun aber mit der Möglichkeit eines Anstieges des Goldpreises aus? Charttechnisch befindet sich der Goldpreis seit etwas mehr als einem Jahr wohl eher in einer frühen Haussebewegung als in einer Fortsetzung der langen Baisse. Vergleicht man zudem den Wert dieses Edelmetalles mit Platin, fällt auch eine starke Bewertungsdiskrepanz der beiden hochwertigen Metalle auf. Es ist daher durchaus denkbar, dass der Goldpreis deutlich steigen wird, wenn die – nicht nur von der Schweizerischen Nationalbank betriebenen – Goldverkäufe (und das Gold-Leasing) der

Nationalbanken abflauen. Verkauft die Schweizerische Nationalbank das Gold also zu schlechten Preisen? Fielen die Erträge (sei es für die AHV, für den Solidaritätsfonds oder als Reserve) nicht weit höher aus, wenn man die Goldverkäufe einstweilen einstellen würde und das Gold erst zu höheren Preisen verkaufen würde? Ein Gedankenspiel: Nehmen wir an, Sie besäßen ein Vermögen von 19.5 Milliarden Franken (1'300 Tonnen Gold x 15'000 Fr./kg) und jemand käme zu Ihnen und würde Ihnen offerieren, aus diesem Vermögen einen Mehrertrag zu schaffen. Konkret schlägt man Ihnen vor, einen relativ sicheren Wert, welcher auf Tiefstpreisen notiert (nämlich Gold), gegen einen anderen Wert auszutauschen. Wäre es Ihnen nicht ein Gebot der Vernunft, noch einmal genau nachzufragen, was denn dieses andere Anlagevehikel genau sein soll und wie diese Mehrerträge denn zustande kommen sollen? Und in welchem wirtschaftspolitischen Umfeld sollen diese Geldanlagen denn nun getätigt werden?

### **Reserven, Krisenzeiten und aussenpolitischer Druck auf die Schweiz**

Die Einsicht, dass eiserne Reserven von überlebenswichtiger Bedeutung sein können, wurde durch die vielen Jahrzehnte von Wohlstand nicht gerade verstärkt. Der Leitspruch „kluger Rat – Notvorrat“ ist gelinde gesagt etwas aus der Mode gekommen. Ebenso halten es wohl die meisten heutzutage für unmöglich, dass ernsthafte Weltwirtschaftskrisen wieder eintreten könnten – „zumindest nicht in naher Zukunft, gäll?“. Diese Haltung kommt wohl auch nicht von ungefähr: diejenigen nämlich, welche schwerste Krisenzeiten am eigenen Leib miterlebt haben, sind heute entweder ins Alter gekommen und nehmen in der politischen Führungsriege nicht mehr tatkräftigen Einsitz, oder sie sind von uns gegangen. Warnende Stimmen, welche aus eigener Erfahrung auf mögliche Gefahren aufmerksam machen könnten, fehlen uns. Denn deren Intuition und Erfahrung können auch beste Bücher nicht vollständig ersetzen.

Was aber geschieht, wenn die US-amerikanische Wirtschaft nicht mehr in Fahrt kommt und in eine langjährige Rezession à la Japan abgleitet? Immerhin ist es das erste Mal in der Nachkriegsgeschichte, dass das Federal Reserve in den USA die Leitzinsen aggressiv senkt und die amerikanische Wirtschaft praktisch nicht reagiert. Das zwischenzeitliche Wirtschaftswachstum Ende 2001 / Anfang 2002 war letztlich auch zu einem guten Teil auf die aggressiven Autoverkäufe US-amerikanischer Hersteller zurückzuführen, welche dem „Käufer“ die Zinskosten des Leasing ersparten („0% APR“). Und letztlich ist Wachstum noch lange nicht Gewinn. Anlagen in US-Dollar dürften daher kaum attraktiv sein, denn viele Investoren dürften sich vom US-Dollar verabschieden wollen, was die Währung nicht eben stützen dürfte. Und was wären die Implikationen für die Weltwirtschaft, wenn sich die Investoren gar auf breiter Front aus dem US-Dollar zurückziehen würden?

Sollen es also deutsche Staatsanleihen, dh. Anleihen von einem hochverschuldeten Euro-Land sein, welches im Streit ist mit der Schweiz wegen Überflugsrechten für Zürich-Kloten? Oder welche Anlagen sind es denn, die garantiert substanzerhaltend laufend positive Erträge kreieren? Etwa Rohstoffe? Und was spricht denn so stark gegen... Gold? Wieso also nicht einfach das Gold behalten?

Zudem nimmt der aussenpolitische Druck auf die Schweiz laufend zu. Trotz grossen Anstrengungen des Bundespräsidenten Villigers und eines Vorschlages zur Zinsbesteuerung drängt die EU die Schweiz weiterhin darauf, das Bankgeheimnis zu schwächen und zu durchlöchern<sup>6</sup>. Was würde also geschehen, wenn die G-7 gegen die

Schweiz wegen des Bankgeheimnisses zu schweren Wirtschaftssanktionen greift, wie es von den Finanzministern Italiens und Deutschlands bereits angedroht wurde?<sup>7</sup> Wäre es heute nicht klüger, Strategien zur Verbesserung der Reserven zu entwickeln, um nicht noch mehr erpressbar zu werden und um wenigstens noch etwas Manövrierraum zu besitzen? Sollte statt der leidigen Diskussion um die Verwendung des Goldes nicht schleunigst der Teil der im Ausland gelagerten Reserven<sup>8</sup> (zum Beispiel in Fort Knox, USA<sup>9</sup>) abgezogen und in den Gotthard verfrachtet werden? Sollte eventuell nicht sogar Gold dazugekauft werden?

Mit der Halbierung der Goldreserven reduziert die Schweizerische Nationalbank jedoch ihre währungspolitische Unabhängigkeit gegenüber dem Ausland stark: Die Erträge aus den Goldverkäufen müssen reinvestiert werden und dürften dabei in währungsgebundene Wertschriften fließen. Zur Absicherung des Schweizer Frankens muss ein Grossteil davon jedoch in Fremdwährungen gehalten werden. Gold hingegen wäre ein Sachwert, unabhängig von Fremdwährungen und damit weitestgehend entkoppelt von jeglichen wirtschaftlichen und wirtschaftspolitischen Beziehungen zum Ausland. Zudem lässt sich Gold problemlos in der Nationalbank lagern. Eine echte monetäre Reserve eben, auf welche man auch aus Unabhängigkeitsgründen, zum Beispiel gegenüber der EU, nicht verzichten sollte.

### **Unnötig, unklug – 2x Nein zur „Verpolitisierung“ der Goldreserven**

Die rohstoffarme Schweiz hatte einst die Weisheit, sich einen künstlichen Rohstoff zu erarbeiten, welcher dem Franken einen konkreten Gegenwert und der Volkswirtschaft Stabilität verschaffte. Mit den im Mai 2000 begonnenen Goldverkäufen der Nationalbank wird dieser künstliche Rohstoff geschmälert, obwohl der zu deckende reale Gegenwert (die schweizerische Volkswirtschaft) nicht abgenommen hat. Nicht nur ist es immer prinzipiell unklug, am eigenen Ast zu sägen – der Verkauf von Reserven geschieht heute auch, ohne dass die Schweiz sich einer ernsthaften wirtschaftlichen Not ausgesetzt sähe. Die Schweiz braucht die Erträge aus diesen Verkäufen nicht wirklich. Gerade der Grossverkauf von sicheren Sachwerten wie Gold sollte nur in wirklichen Notzeiten geschehen. Und schliesslich ist es auch nicht verwerflich, einiges mehr an Reserve zu haben als die momentan best- oder schlechtestmögliche Voraussage zukünftiger Wirtschaftsentwicklungen als Reservebedarf anerkennt. Solches gehört geradezu zur eigentlichen Weisheit von eisernen Reserven: in wirklichen Krisenzeiten sind die einst in guten Zeiten als realistisch kalkulierten Reserven nämlich selten wirklich exakt gut genug und man hätte auch gut und gerne noch etwas mehr gebrauchen können.

Wenn das Gold jedoch schon verkauft werden soll, dann sollte wenigstens jeder Schweizer Bürger eine gleich hohe Summe als Steuererleichterung bekommen. So könnte jeder selbst entscheiden, was er mit dem Geld machen will. Staatlicher Schuldenabbau ist nur vordergründig vernünftig. Der politische Wille, auch nach den Goldverkäufen die Schulden nicht wieder ansteigen zu lassen, dürfte nämlich ebenso gering sein wie der aktuelle Sparwille. Letztlich würden wir schon nach wenigen Jahren wieder genau gleichviel Schulden haben. Zudem hat die Schweiz die hohen Schulden ja nicht weil sie zuwenig einnimmt (zum Beispiel infolge einer schweren Wirtschaftskrise). Der Schuldenberg besteht zuallererst einmal deswegen, weil zuviel ausgegeben wird.

Fazit: Die Schweiz sollte sich auf das besinnen, was sie stark gemacht hat und eine hohe Reserve in Gold halten. Mit Blick auf das Eingangszitat sollte die eigene Währung

hochgehalten werden und den politischen Diskussionen um die Goldreserven sollte mit einem zweifachen Nein eine Absage erteilt werden. Konsequenterweise braucht es danach allerdings auch eine Moratoriumsinitiative, um die Goldverkäufe zu stoppen.

Dr. Nicolas Szita  
Im August 2002, Boston, USA

---

<sup>1</sup> Das Zitat stammt angeblich von John Maynard Keynes

<sup>2</sup> [www.gold.org](http://www.gold.org)

<sup>3</sup> Irrtum vorbehalten wird das Gold jetzt zu Marktpreisen bewertet, siehe Geschäftsbericht 2001 der SNB, Seite 92

<sup>4</sup> Jörg Baumberger, *Ein nüchterner Blick auf glänzendes Gold*, NZZ online, 8. August 2002

<sup>5</sup> <http://www.cairns.net.au/~sharefin/Charts/oldgold.gif>, auch erreichbar über [www.goldseiten.de/charts.htm](http://www.goldseiten.de/charts.htm) und danch zu Langfristcharts

<sup>6</sup> *Uneinig bei Zinsbesteuerung*, NZZ online, 30. August 2002

<sup>7</sup> *G-7 Ministers Say Switzerland May Face Sanctions Over Bank Law*, Bloomberg, 15. Juni 2002

<sup>8</sup> Geschäftsbericht 2001 der SNB, Seite 92: „Der physische Goldbestand wird dezentral im In- und Ausland gelagert“

<sup>9</sup> Jörg Baumberger, gleicher NZZ-Artikel wie oben