economiesuisse

Keine «goldenen Fesseln» für unsere Nationalbank

dossierpolitik

1. September 2014 Nummer 5

Gold-Initiative Am 30. November 2014 stimmen wir über die Volksinitiative «Rettet unser Schweizer Gold» ab. Diese verlangt, dass die Nationalbank jederzeit Goldreserven in der Höhe von mindestens 20 Prozent ihres Bilanzvolumens halten muss und diese nie mehr verkaufen darf. Zudem müssten alle Goldreserven in der Schweiz gelagert werden. Damit erhoffen sich die Initianten eine stabilere Währung und eine stärkere Position der Nationalbank gegenüber dem Ausland. Allerdings würde gerade die Mindestquote zusammen mit dem Verkaufsverbot zu einer empfindlichen Einschränkung der Handlungsfähigkeit der Nationalbank führen. Der freie Kauf und Verkauf von Anlagen aller Art ist zentral für die Durchsetzung einer eigenständigen Geldpolitik und Einschränkungen gefährden langfristig die Preisstabilität und den wirtschaftlichen Erfolg der Schweiz. Mit der Initiative wäre beispielsweise die Durchsetzung des Mindestwechselkurses gegenüber dem Euro in dieser Form nicht möglich gewesen.

Position economiesuisse

- **Die Gold-Initiative würde die Glaubwürdigkeit und die Handlungsfähigkeit der Schweizerischen Nationalbank stark einschränken. So wäre etwa die Durchsetzung einer Wechselkursuntergrenze nicht mehr möglich.**
- **Damit gefährdet die Initiative die Preisstabilität und die wirtschaftliche Prosperität der Schweiz.**
- **Die heutige geografische Diversifikation der Goldreserven ist im Sinne der Risikostreuung richtig.**
- **economiesuisse lehnt die Volksinitiative «Rettet unser Schweizer Gold» deshalb ab.**

Die Volksinitiative «Rettet unser Schweizer Gold»

Am 30. November 2014 stimmen das Schweizervolk und die Kantone über die Volksinitiative «Rettet unser Schweizer Gold», kurz Gold-Initiative genannt, ab. Diese beinhaltet drei Forderungen:

— Der wertmässige Anteil der Goldreserven an der Gesamtbilanz der Schweizerischen Nationalbank (SNB) muss jederzeit mindestens 20 Prozent betragen.

— Die SNB darf keine Goldreserven verkaufen.

— Die Goldreserven der SNB müssen ausschliesslich in der Schweiz gelagert werden.

▶ Hohe Goldreserven der Schweiz im internationalen Vergleich.

Laut eigenen Angaben möchten die Initianten die Goldreserven der Nationalbank massiv erhöhen, um damit die Schweizer Währung zu stabilisieren und die Unabhängigkeit der SNB gegenüber dem Ausland zu sichern. Aktuell verfügt die Nationalbank über Goldreserven von etwas mehr als 1000 Tonnen, was im internationalen Vergleich der Zentralbanken relativ viel ist. So halten unsere Nachbarstaaten im Verhältnis zur Bevölkerungszahl deutlich kleinere Goldreserven (Deutschland: 3391 Tonnen; Frankreich: 2435 Tonnen; Italien: 2452 Tonnen).

Die Promotoren der Gold-Initiative stören sich auch an der Ausweitung der Geldmenge im Zuge der Finanzkrise und der Festsetzung des Mindestwechselkurses in den letzten Jahren. Weiter kritisieren sie den Verkauf von Goldreserven zu Beginn des letzten Jahrzehnts durch die SNB – diese seien viel zu günstig veräussert worden. Schliesslich wird verlangt, dass keine Goldreserven mehr im Ausland gelagert werden, da auf diese im Krisenfall nicht zugegriffen werden könne.[1]

Das vorliegende dossierpolitik nimmt die Forderungen der Gold-Initiative auf und bewertet diese aus geld- und wirtschaftspolitischer Sicht. Weiter wird untersucht, welche Auswirkungen es auf die Nationalbank gehabt hätte, wenn das geforderte Regime bereits in den letzten Jahren gegolten hätte. Es zeigt sich, dass eine Annahme der Initiative der Nationalbank und der Schweizer Wirtschaft erheblich schaden würde.

Die Rolle des Goldes in der Geldpolitik

Historisch spielte Gold in der Geldpolitik der meisten Staaten eine bedeutende Rolle und galt als Anker für Preisstabilität. Dies trifft besonders für die Zeit des Goldstandards zu (bis zum 1. Weltkrieg), als Zentralbankgeld in den meisten Ländern mit Gold hinterlegt war und auf Wunsch, zumindest theoretisch, zu einem festen Kurs in Gold umgetauscht werden konnte (sogenannte Goldparität). In der Schweiz war der Preis für ein Kilogramm Gold im Jahr 1907 zum Beispiel bei 3439 Franken fixiert.

▶ Gold spielt in der heutigen Geldpolitik keine grosse Rolle mehr.

Auch das sogenannte «Bretton Woods»-System nach dem 2. Weltkrieg orientierte sich insofern am Goldstandard, als dass der Preis einer Unze Gold in Dollar fixiert wurde und der Wechselkurs zwischen den Industrienationen durch die jeweiligen Zentralbanken konstant gehalten werden musste. Aufgrund des Vietnamkriegs betrieben die USA Ende der 1960er-Jahre jedoch eine innenpolitisch motivierte Geldpolitik, die diesen Verpflichtungen zuwiderlief: Sie weiteten die Geldmenge stark aus, was zu einer deutlich höheren Inflation als beispielsweise in der Schweiz führte. Zu Beginn der 1970er-Jahre zerbrach schliesslich das

[1] Vgl. Argumentarium des Initiativkomitees auf www.goldinitiative.ch

«Bretton Woods»-System und die Schweiz ging zu einem System flexibler Wechselkurse mit eigenständiger Geldpolitik über. Die Goldbindung verlor seither international zunehmend an Bedeutung und die meisten Industrienationen wechselten zu einem System ohne Bindung der Währung an einen bestimmten physischen Wert (z. B. Gold, Silber usw.). Man spricht daher auch von «Fiat Geld» (lateinisch für «es werde» Geld), da die Geldschöpfung in einem solchen System kostenfrei und prinzipiell unbegrenzt erfolgen kann.

Vergleicht man den Goldstandard mit einem «Fiat Geld»-System, so hat die Bindung der Währung an Gold auf den ersten Blick einen klaren Vorteil: Sie verhindert eine freie Vermehrung der Geldmenge und somit einen Missbrauch der Geldpolitik für fiskalische Zwecke. Tatsächlich zeichnet sich ein Goldstandard zumindest mittelfristig durch hohe Preis- und Währungsstabilität aus. Dieser Vorteil wird aber teuer erkauft: Die Goldbindung begrenzt den Einsatz geldpolitischer Instrumente zur Stabilisierung der Wirtschaftsentwicklung. Ausgeprägte Konjunkturzyklen sind die Folge. Hinzu kommt, dass aufgrund der begrenzten Goldmenge eine deflationsfreie Preisentwicklung in wachsenden Volkswirtschaften langfristig nicht möglich ist.

▶ Das heutige Geldsystem kann flexibel auf Störungen reagieren.

Hier liegt der Vorteil des heutigen Geldsystems. Es kann flexibel auf Störungen und wirtschaftliche Verwerfungen reagieren. Aus ökonomischer Sicht kann eine regelgebundene, unabhängige und frei handlungsfähige Zentralbank grundsätzlich auch ohne Goldhinterlegung eine preisstabile Geldpolitik, losgelöst von fiskalpolitischen Interessen, betreiben. Allerdings zeigen die Geschichte vieler Länder und die relativ hohen Inflationsraten einiger westlicher Staaten in den 1970er- und 1980er-Jahren, dass der Griff zur Notenpresse zwecks Lösung kurzfristiger Probleme relativ verlockend ist. Auf diese Punkte weisen normalerweise die Befürworter einer Wiederbelebung des Goldstandards hin. Rein ökonomisch haben der Goldstandard wie auch das «Fiat Geld»-System ihre Vor- und Nachteile, die es gegeneinander abzuwägen gilt. Am Ende handelt sich bei der Systemwahl um einen politischen Entscheid.

Gold-Initiative bringt den Goldstandard nicht zurück

▶ Die Gold-Initiative soll im bestehenden geldpolitischen System umgesetzt werden.

Die Initianten der Gold-Initiative sympathisieren in ihrer Argumentation mit einer Rückkehr zu einem Goldstandard. Die vorgeschlagene Lösung aber stellt gerade keinen Wechsel des währungspolitischen Systems dar. Dafür wären die Festschreibung einer Umtauschpflicht zu einem fixen Preis, beziehungsweise auch eine explizite Abkehr vom Prinzip der Preisstabilität nötig gewesen.

Die Gold-Initiative soll also im bestehenden geldpolitischen System umgesetzt werden. Dies ist jedoch hochgradig problematisch, wie eine nähere Betrachtung der heutigen Funktionsweise der Geldpolitik verdeutlicht. Normalerweise ist die operative Zielgrösse der SNB der sogenannte 3-Monats-Libor-Zinssatz[2], den Geschäftsbanken für eine kurzfristige Refinanzierung untereinander verlangen. Seit dem 6. September 2011 kommt die Wechselkursuntergrenze von 1.20 Franken pro Euro dazu.

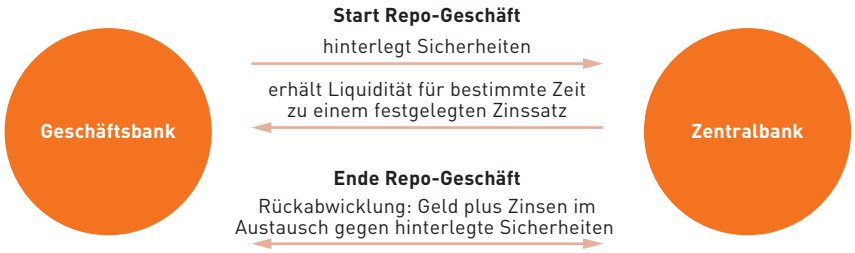
Durch die (indirekte) Steuerung des Libor-Zinssatzes beeinflusst die Nationalbank die gesamte Zinskurve und damit die Versorgung der Volkswirtschaft mit Geld. Zur Gewährung der Preisstabilität erstellt die SNB Inflationsprognosen und zieht daraus Schlüsse über den anzustrebenden kurzfristigen Zinssatz. Die SNB kann den Libor nicht direkt beeinflussen. Sie kontrolliert ihn daher indirekt durch sogenannte Repo-Geschäfte (Repurchase Agreement). Dabei erhalten Geschäftsbanken zu einem gewissen Zinssatz für eine gewisse Laufzeit Liquidität. Die Banken hinterlegen im Gegenzug Sicherheiten bei der SNB. Die Höhe

[2] «London Interbank Offered Rate».

des Repo-Zinssatzes beeinflusst implizit die Höhe des Libor-Zinssatzes (sozusagen die alternative Möglichkeit, um sich als Geschäftsbank kurzfristig zu refinanzieren).

Grafik 1
▶ Die Nationalbank betreibt Geldpolitik durch den Kauf und Verkauf von Anlagen.

Schematische Darstellung des Repo-Geschäfts
Abwicklung zwischen Geschäfts- und Notenbank



Quelle: eigene Darstellung.

Mit anderen Worten betreibt die Nationalbank Geldpolitik, wie in Grafik 1 veranschaulicht wird, durch den Kauf und den Verkauf von Aktiven und der damit verbundenen Schaffung von Liquidität beziehungsweise deren Abbau. Genau gleich wird bei den Interventionen am Devisenmarkt vorgegangen, welche in den letzten Jahren zur Sicherstellung der Wechselkursuntergrenze nötig waren. Der Aufkauf von Euros schaffte in hohem Mass Liquidität. Am Mechanismus ändert sich auch nichts, wenn die SNB die Euros in eine andere Anlageklasse umtauscht, beispielsweise kaufte die SNB mit den Euros teilweise andere Fremdwährungen.

Die geschaffene Liquidität beziehungsweise der Kauf von Anlagen aber stellt keine Investition dar. Damit die SNB ihren geldpolitischen Auftrag erfüllen kann, muss sie in der Lage sein, die Aktiven jederzeit wieder zu reduzieren. Es kommen daher nur Anlageklassen infrage, die möglichst rasch liquidiert werden können. So wäre etwa der Kauf von Immobilien völlig ungeeignet, da diese nicht so schnell wieder veräussert werden können.

▶ Gold-Initiative verunmöglicht Abbau von überschüssiger Liquidität.

Genau hier liegt die primäre Problematik der Gold-Initiative: Sie verunmöglicht, dass Gold je wieder verkauft werden darf. Diese Vorschrift hat einschneidende Konsequenzen für die Geldpolitik. Die SNB kann zwar Liquidität schaffen, muss aber immer 20 Prozent davon in Gold anlegen. Wenn sie die Liquidität wieder reduzieren will, geht das nur zu 80 Prozent.

Dürfte die Nationalbank auf alle Zeiten hin also kein Gold mehr verkaufen, würde ihr geldpolitischer Handlungsspielraum massiv eingeschränkt. Entgegen der Absicht der Initianten würde gerade dadurch die Inflationsgefahr grösser statt kleiner, die Gold-Initiative erwiese sich als Bumerang.

Die Konsequenzen der Gold-Initiative in der Praxis: eine Simulation

Nun sind theoretisch-geldpolitische Aspekte für viele auf den ersten Blick nicht besonders einfach nachvollziehbar. Die Folgen der Gold-Initiative können aber ohne grossen Aufwand praktisch dargestellt werden, indem die Konsequenzen eines entsprechenden Regimes in der Vergangenheit simuliert werden. Nehmen wir an, die Gold-Initiative wäre zu Beginn der Finanzkrise, also ungefähr

Anfang 2008 in Kraft getreten. Zu diesem Zeitpunkt betrug der Bilanzposten «Gold und Forderungen aus Goldgeschäften» bei der Nationalbank rund 34,44 Milliarden Schweizer Franken. Gemessen am damaligen Goldpreis entsprach das einem Äquivalent[3] von zirka 1087 Tonnen. Im Verhältnis zur gesamten Bilanz lag der Anteil an Gold somit bei 29,44 Prozent, die Bedingungen der Initiative wären folglich erfüllt gewesen.

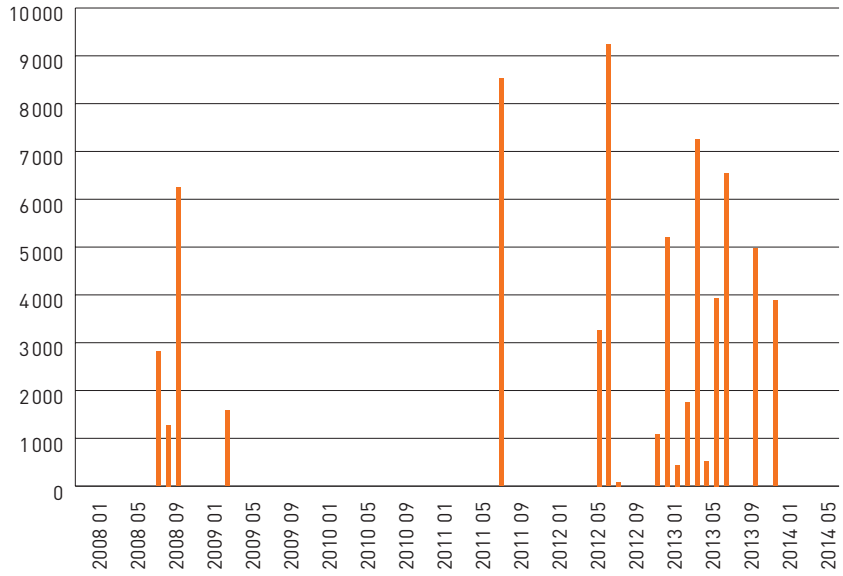
▶ Expansive Geldpolitik in der Krise würde enorme Goldzukäufe nötig machen.

Aufgrund der Finanzkrise und der damit verbundenen dramatischen Frankenaufwertung wurde die Bilanz der SNB in den folgenden Monaten und Jahren aber sukzessive grösser. Einerseits, weil den Geschäftsbanken mehr Liquidität zur Verfügung gestellt wurde (durch langfristige Repo-Geschäfte), andererseits aufgrund von Interventionen am Devisenmarkt zur Stabilisierung des Wechselkurses. Letzteres trifft insbesondere für die Jahre 2010 bis 2012 zu. Diese Erweiterung der Zentralbankbilanz führt dazu, dass der Goldanteil irgendwann zwangsläufig unter die Grenze von 20 Prozent fallen muss, was die SNB zu einem entsprechenden Zukauf von Gold gezwungen hätte.

Wie viel Gold hätte die SNB wegen der Initiative zukaufen müssen?
Grafik 2 zeigt auf Monatsbasis und anhand der effektiven geldpolitischen Aktivitäten der SNB, was die Initiative für den Zeitraum zwischen Januar 2008 und Juni 2014 für die Nationalbank bedeutet hätte. Dabei wurde jeweils berücksichtigt, dass die Gold-Initiative den Verkauf von Goldreserven verbietet. Die Bewertung der Goldbestände wurde für jeden Monat aufgrund der bis zu diesem Zeitpunkt angehäuften Reserven und des aktuellen Goldpreises vorgenommen.

Grafik 2
▶ Die Gold-Initiative hätte die SNB zu enormen Goldkäufen gezwungen.

Würde die Gold-Initiative gelten: erforderliche Goldzukäufe seit 2008
In Millionen Schweizer Franken



Quelle: SNB, Thomson Reuters Datastream (Goldpreis), eigene Berechnungen.

[3] Der Begriff «Äquivalent» weist darauf hin, dass in den entsprechenden Bilanzzahlen auch «Forderungen aus Goldgeschäften» enthalten sind.

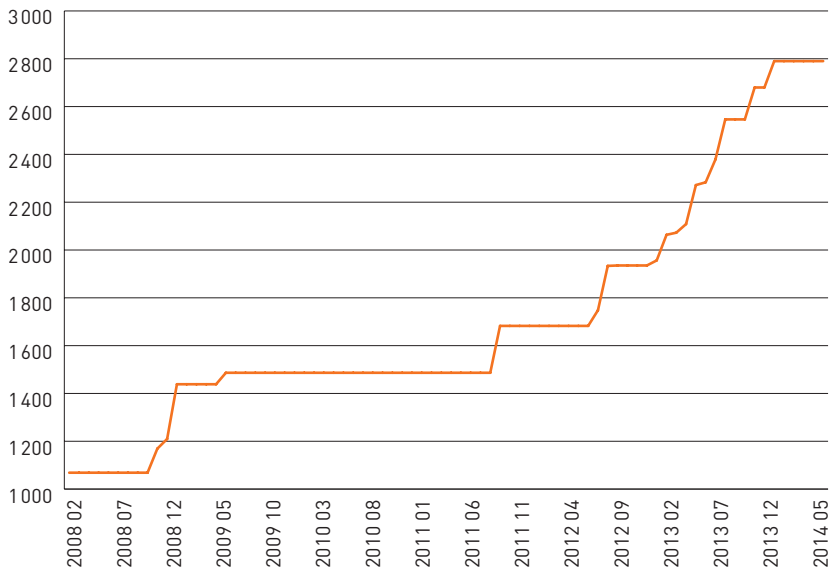
▶ Seit 2008 hätte die SNB Gold im Wert von 68,6 Milliarden Franken kaufen müssen.

Mit der Gold-Initiative hätte die SNB seit 2008 Gold für total rund 68,6 Milliarden Franken hinzukaufen müssen.[4] Gemessen am Goldpreis im Juni 2014 wären Goldreserven im Wert von über 100 Milliarden Franken angehäuft worden, notabene ohne Möglichkeit zum Wiederverkauf. Zum Vergleich: Im Januar 2008, also vor den krisenbedingten Interventionen, betrug die *gesamte* Bilanzsumme der SNB 117 Milliarden Franken, war also nur unwesentlich höher. Mit anderen Worten würden die Vorschriften der Gold-Initiative verhindern, dass die SNB ihre Bilanzsumme je wieder auf das Vorkrisenniveau reduzieren könnte, braucht sie doch für die Ausführung der Geldpolitik nicht nur Gold, sondern auch andere Anlagen wie Dollar- oder Eurobestände.

Der hohe Bilanzwert für Gold widerspiegelt sich auch in den theoretisch nötigen physischen Reserven. Der Äquivalenzwert hätte sich unter dem Regime der Gold-Initiative innerhalb von fünf Jahren um mehr als das Zweieinhalbfache erhöht, von rund 1087 auf zirka 2790 Tonnen (vgl. Grafik 3). Die SNB hätte damit einen grösseren Bestand an Gold horten müssen als zum Zeitpunkt der Aufhebung der offiziellen Goldbindung im Jahr 2000 (vor dem Verkauf der aus geldpolitischer Sicht überschüssigen Reserven). Damals lagen die Goldreserven der Nationalbank bei gut 2500 Tonnen.

Grafik 3
▶ Die SNB hätte heute höhere Goldreserven als zu Zeiten der Goldbindung.

Entwicklung der Goldreserven seit 2008 unter dem Regime der Gold-Initiative
In Tonnen



Quelle: SNB, Thomson Reuters Datastream (Goldpreis), eigene Berechnungen.

▶ Mit der Gold-Initiative würden sich Goldpreisschwankungen noch stärker auf den SNB-Gewinn auswirken.

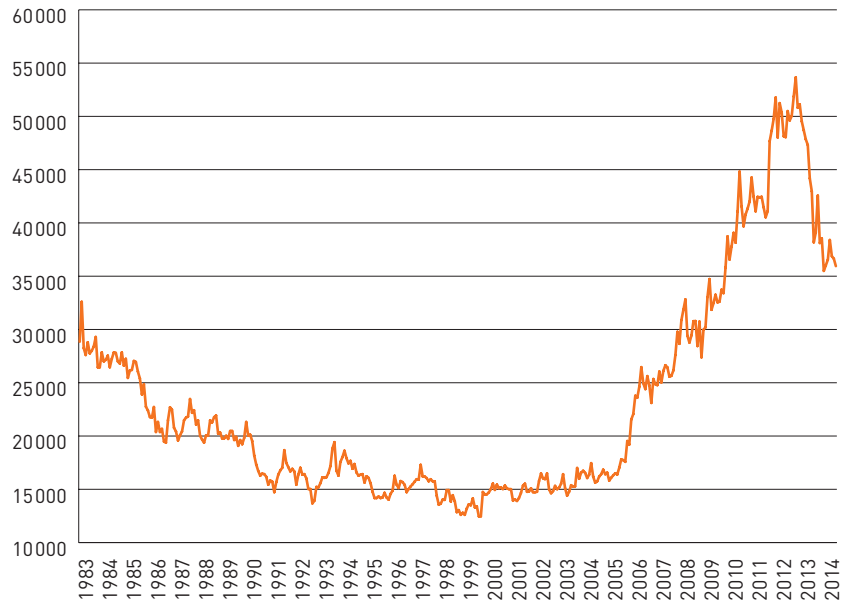
Gold birgt hohes Verlustpotenzial

Mit der Initiative würde für die Nationalbank die Bedeutung von Gold als Anlageform markant steigen. Entsprechend grösser würden die Auswirkungen von Goldpreisänderungen auf den erwirtschafteten Gewinn der SNB (und damit auf die Ausschüttung an Bund und Kantone). Das Problem liegt darin, dass Gold zwar als stabile Anlageklasse gilt, der Goldpreis in Tat und Wahrheit jedoch relativ hohen Schwankungen ausgesetzt ist, wie dies die Entwicklung des Goldpreises der letzten 30 Jahre in Grafik 4 auf Seite 6 aufzeigt.

4 Nominale Werte, d.h. ohne Berücksichtigung der Konsumentenpreisentwicklung.

Grafik 4
▶ Gold ist als Anlage relativ volatil.

Entwicklung des Goldpreises seit 1983
In Schweizer Franken pro Kilogramm, nominal



Quelle: Thomson Reuters Datastream.

▶ 2013 musste die Nationalbank einen Verlust von 15 Milliarden Franken auf den Goldbeständen verbuchen.

Die Goldpreisentwicklung hat bereits heute einen starken Einfluss auf die Gewinnentwicklung der SNB. Im vergangenen Jahr musste die Nationalbank aufgrund des sinkenden Goldpreises einen Verlust von 15 Milliarden Franken verbuchen und konnte kein Geld an Bund und Kantone ausschütten. Mit der Gold-Initiative würde sich dieses Risiko naturgemäss wesentlich verstärken. Mehr noch, durch das Goldverkaufsverbot wären die Währungshüter den Goldpreisschwankungen faktisch ausgeliefert.

Im Falle eines hohen oder überhöhten Goldpreises kann die SNB durch die Gold-Initiative gezwungen sein, zur Unzeit ihre Goldbestände zu erhöhen. Genau dies wäre im Zeitraum zwischen 2008 und 2014 der Fall gewesen. Natürlich lässt sich keine Prognose über die zukünftige Entwicklung des Goldpreises erstellen, aber nur schon ein Fallen des Goldpreises auf das durchschnittliche Niveau seit Aufhebung der offiziellen Goldbindung im Jahr 2000 (28 417 Franken pro Kilogramm) würde in der vorliegenden Simulation bedeuten, dass die durch die Gold-Initiative verursachten Goldkäufe zu einem Verlust von rund 20 Milliarden Franken führen würden.

Im Falle sinkender Goldpreise nimmt der Bilanzwert des Goldes ab. Folglich müsste die SNB weiteres Gold nachkaufen, um den 20-Prozent-Anteil in der Bilanz halten zu können.

Mit der Gold-Initiative keine Wechselkursuntergrenze

Die Simulation offenbart die Probleme eines geldpolitischen Systems unter dem Regime der Gold-Initiative. Gerade wenn geldpolitisch entschlossenes Eingreifen gefordert wäre, würde sich die Initiative als grosses Hindernis erweisen. Devisenkursinterventionen, wie sie zur Durchsetzung der Wechselkursuntergrenze nötig waren, wären nur noch möglich, wenn die SNB gleichzeitig in enormem Umfang Gold hinzukaufen würde. Da dieses später nicht mehr verkauft werden dürfte, würde Gold nicht nur zum Klumpenrisiko, sondern es wäre der SNB faktisch nicht mehr möglich, ihre Geldpolitik zu normalisieren.

▶ Grosse Unsicherheit für die Schweizer Exportwirtschaft.

Es ist gut möglich, dass die Nationalbank unter dem Regime der Gold-Initiative nie zum Instrument der Wechselkursuntergrenze gegriffen hätte. Vor dem Hintergrund der extremen Währungsüberbewertung im Sommer 2011, als der Franken gegenüber dem Euro beinahe Parität erreichte, ist dies eine mehr als beunruhigende Vorstellung. Die Wechselkursuntergrenze, darin sind sich die Betroffenen und die Fachwelt einig, hat grossen Schaden von der Exportwirtschaft abgewendet und die nötige Planungssicherheit für alle Unternehmen wiederhergestellt. Nur dank dem entschiedenen Eingreifen der SNB ist die Schweizer Volkswirtschaft mit einem blauen Auge davongekommen.

Diversifizierte Goldlagerung macht Sinn

▶ Geografische Diversifikation der Goldreserven kann im Krisenfall hilfreich sein.

Nicht direkt mit geldpolitischen Fragen im Zusammenhang steht die letzte Forderung der Initiative, sämtliche Goldreserven auf Schweizer Territorium aufzubewahren. Tatsächlich lagert die SNB momentan etwas weniger als einen Drittel, nämlich rund 300 Tonnen ihrer Goldreserven bei Partner-Zentralbanken im Ausland: 100 Tonnen bei der Bank of Canada und 200 Tonnen bei der Bank of England. Diese geografische Diversifikation hat Vor- und Nachteile. Einerseits bedeutet sie ein «aus der Hand geben» der unmittelbaren territorialen Verfügungsgewalt. Andererseits führt eine geografische Verteilung aber auch immer zu einer Diversifikation des Risikos. Gerade im Krisenfall kann die Nationalbank auf diese Weise auf verschiedenen internationalen Goldhandelsplätzen über ihre Goldreserven verfügen und diese nötigenfalls rasch verkaufen. Auch wenn die entsprechenden Szenarien zum Glück sehr unwahrscheinlich sind, so kann die Möglichkeit im Notfall von grossem Wert sein.

Fazit: Es ist nicht alles Gold, was glänzt

Die Schweizerische Nationalbank ist gemäss Bundesverfassung bereits heute verpflichtet, einen Teil ihrer Währungsreserven in Gold zu halten (Art. 99 Abs. 3). Dies macht staatspolitisch Sinn, handelt sich dabei doch auch um Notreserven für Krisenzeiten. Geldpolitisch hat Gold seine entscheidende Rolle jedoch schon länger verloren. Genau diese Tatsache scheint den Initianten der Volksinitiative «Rettet unser Schweizer Gold» ein Dorn im Auge zu sein. Sie wollen, dass Gold wieder eine grössere Rolle in der Geldpolitik spielt. Ausserdem stören sie sich am Verkauf der nicht mehr benötigten Goldreserven zu Beginn des Jahrtausends.

▶ Die Gold-Initiative gefährdet die Handlungsfähigkeit der SNB und damit die langfristige Preisstabilität.

Allerdings ändert die Gold-Initiative weder etwas am geldpolitischen System der Schweiz, noch bringt sie die verkauften Goldreserven zurück. Die Initiative würde jedoch den Handlungsspielraum und die faktische Unabhängigkeit der SNB massiv einschränken. Gerade die jüngste Finanzkrise und ihre Folgen haben gezeigt, dass die SNB jederzeit auf der gesamten geldpolitischen Klaviatur spielen können muss. Durch die doppelte Restriktion – Mindestanteil und Verkaufsverbot – wäre genau dies nicht mehr möglich. Die Gold-Initiative würde damit genau das gefährden, was sie zu schützen vorgibt: Preisstabilität und wirtschaftliche Prosperität in der Schweiz.

Rückfragen:
rudolf.minsch@economiesuisse.ch
fabian.schnell@economiesuisse.ch

Impressum
economiesuisse, Verband der Schweizer Unternehmen
Hegibachstrasse 47, Postfach, CH-8032 Zürich
www.economiesuisse.ch