



28. Juli 2008

---

# Hintergründe des Goldverkaufs der Schweizerischen Nationalbank

Bericht des Bundesrates in Erfüllung des Postulats 07.3708 Stamm Luzi

---

Der Nationalrat hat am 21. Dezember 2007 das Postulat (07.3708) von Nationalrat L. Stamm überwiesen, welches den Bundesrat beauftragt, dem Parlament einen Bericht über die Hintergründe des Goldverkaufs der Nationalbank vorzulegen. Im Speziellen sei die Frage zu beantworten, ob es Abmachungen mit ausländischen Notenbanken zum koordinierten Verkauf von Gold gegeben habe.

Die Goldverkäufe der SNB lassen sich in zwei unterschiedlich motivierte Transaktionen unterteilen. Der Verkauf von 1300 Tonnen Gold in den Jahren 2000-2005 stand im Zusammenhang mit der Aufhebung der Goldbindung des Frankens. Der Erlös aus dem Goldverkauf wurde zu zwei Dritteln an die Kantone und zu einem Drittel an den Bund ausgeschüttet. Beim Verkauf der 250 Tonnen Gold, welchen die SNB im Juni 2007 ankündigte, und der bis Ende September 2009 abgeschlossen sein wird, handelt es sich um eine auf die geldpolitischen Bedürfnisse abgestimmte Umschichtung innerhalb der Nationalbankaktiven.

## 1. Verkauf von 1300 Tonnen Gold im Zeitraum 2000-2005

Der Verkauf der 1300 Tonnen Gold ist mit der Auflösung der Goldbindung des Frankens im Jahre 2000 verknüpft. Während mehr als einem Vierteljahrhundert wurde im Schweizer Währungsrecht an der Goldbindung des Frankens festgehalten: Geld war demnach nur ein Substitut für Gold und konnte jederzeit in Gold umgetauscht werden. Demgegenüber existierte in Wirklichkeit diese Goldbindung längst nicht mehr. Gold war zu einer normalen Ware und der Franken zum gesetzlichen Zahlungsmittel geworden.<sup>1</sup> Dennoch waren die Goldbestände der SNB aufgrund der Vorschriften über die Preisgrenzen, welche die SNB beim An- und Verkauf von Gold einzuhalten hatte (Art. 22 NBG **alt** in Verbindung mit Art. 3 des BRB vom 29. Juni 1954), immobilisiert.<sup>2</sup> Die offizielle Parität (Fr. 4595 pro Kilo), die der Bundesrat letztmals mit Bun-

---

<sup>1</sup> 03.049 Botschaft zur Verwendung von 1300 Tonnen Nationalbankgold und zur Volksinitiative "Nationalbankgewinne für die AHV" vom 20. August 2003, BBI 2003, S. 6136.

<sup>2</sup> 97.021 Botschaft über die Revision des Nationalbankgesetzes vom 17. März 1997, BBI 1997, S. 995.

## Hintergründe des Goldverkaufs der Schweizerischen Nationalbank

desratsbeschluss vom 9. Mai 1971<sup>3</sup> festgelegt hatte, diente im System flexibler Wechselkurse einzig noch als Bilanzierungsmassstab für die Goldbestände der SNB.

Im Rahmen der Reform der Bundesverfassung, welche auf den 1. Januar 2000 in Kraft trat, wurde daher die Goldbindung des Frankens im Verfassungsrecht aufgehoben. Auf Gesetzesstufe wurde die Lösung des Frankens vom Gold im neuen Bundesgesetz über die Währung und die Zahlungsmittel, welches auf den 1. Mai 2000 in Kraft trat, umgesetzt.

Mitte der 1990er Jahre wurden im Parlament verschiedene Vorstösse unternommen, die auf eine ertragreichere Bewirtschaftung der Währungsreserven und eine Aufwertung der Goldreserven der SNB abzielten. Ausgelöst hatte die Aktionen nicht zuletzt die akademische Kontroverse, ob die SNB zu hohe Währungsreserven halte und eine - wegen der massiven Goldkomponente in ihrem Portefeuille - ertragsschwache, risikoreiche Anlagepolitik betreibe. Die SNB ihrerseits verwies auf die einschränkenden Rahmenbedingungen, die ihr durch die rechtliche Goldbindung des Frankens sowie restriktive gesetzliche Anlagevorschriften gesetzt waren.<sup>4</sup>

### Arbeitsgruppe "Anlagepolitik und Gewinnausschüttung der SNB" 1996

Die Schweizerische Nationalbank und das Eidgenössische Finanzdepartement beauftragten Anfang Juni 1996 eine gemeinsame Arbeitsgruppe, die Anlagepolitik der SNB zu überprüfen und nach Möglichkeiten für eine ertragreichere Bewirtschaftung ihrer Devisenreserven zu suchen. Die Arbeitsgruppe lieferte ihren Bericht "Anlagepolitik und Gewinnausschüttung der Schweizerischen Nationalbank" am 18. November 1996 an den Vorsteher des EFD und das Direktorium der SNB ab.

Die Arbeitsgruppe ging u.a. auch der Frage nach, wie hoch die ungesicherten<sup>5</sup> Devisenreserven sein müssen, damit die SNB ihren geld- und währungspolitischen Auftrag erfüllen kann.<sup>6</sup> Die Arbeitsgruppe hielt in ihrem Bericht fest, dass der für die Erfüllung dieses Auftrags notwendige Bestand an Devisenreserven nicht mit wissenschaftlicher Präzision bestimmt werden könne. Die Grösse der Wirtschaft und deren Auslandsverflechtung seien jedoch bestimmende Faktoren. Es verstehe sich somit von selbst, dass grosse Länder höhere ungesicherte Devisenreserven hielten als die Schweiz. Da der Bedarf an ungesicherten Devisenreserven jedoch auch von der Bedeutung des Aussenhandels und des internationalen Kapitalverkehrs abhängt, hielten kleine Länder wie die Schweiz, für die der Aussenhandel und der internationale Kapitalmarkt eine wichtige Rolle spielten, im Verhältnis zu ihrem Bruttosozialprodukt wesentlich höhere ungesicherte Devisenreserven als grosse Länder.

---

<sup>3</sup> Bundesratsbeschluss über die Festsetzung der Goldparität des Frankens vom 9. Mai 1971, AS 1971 465.

<sup>4</sup> SNB, Schweizerische Nationalbank 1907-2007, Zürich, 2007, S. 512.

<sup>5</sup> Der Teil der Devisenreserven, der am Terminmarkt abgesichert war, bestand aus den Dollar-Liquiditätsswaps, die die SNB für die Steuerung der Notenbankgeldmenge einsetzte. Die Absicherung bedeutete, dass die SNB die Devisenreserven zwar noch besass, aber am Terminmarkt bereits verkauft hatte. Sie konnte sie deshalb nicht noch einmal am Kassamarkt veräussern. Der ungesicherte Teil der Devisenreserven gestattete der SNB, bei Wechselkursturbulenzen am Devisenmarkt zu intervenieren.

<sup>6</sup> Arbeitsgruppe "Anlagepolitik und Gewinnausschüttung der Schweizerischen Nationalbank", Zürich/Bern 13. Dezember 1996, S. 5 ff.

## Hintergründe des Goldverkaufs der Schweizerischen Nationalbank

Die Arbeitsgruppe verglich das Reserveverhalten der SNB mit jenem der Notenbanken ähnlicher kleiner europäischer Länder (Niederlande, Belgien, Österreich und Schweden). Die Berechnungen ergaben, dass die SNB Ende 1990 - im Verhältnis zum nominalen Bruttosozialprodukt - ungefähr gleich hohe (ungesicherte) Devisenreserven wie die Notenbanken der erwähnten Länder hielt.

Dem möglichen Einwand, der angestellte Vergleich hinke, da das SNB-Gold, das zusätzlich zu den ungesicherten Devisenreserven als Währungsreserven diene, nicht miteinbezogen worden sei, trat die Arbeitsgruppe mit dem Hinweis auf die rechtlichen Rahmenbedingungen und somit dem immobilen Charakter des Goldes entgegen: "Allerdings schränken die geltenden rechtlichen Rahmenbedingungen den währungspolitischen Nutzen der Goldreserven wesentlich ein. Nehmen wir an, die SNB müsse während einer Währungskrise ihre gesamten Devisenreserven am Markt verkaufen. Sie könnte in diesem Falle kaum auf ihre Goldbestände zurückgreifen, um sich dringend benötigte zusätzliche Devisen für Interventionen zu beschaffen. Goldverkäufe zum offiziellen Preis (Anm: Paritätspreis von Fr. 4595 pro kg) - obwohl grundsätzlich möglich - kämen nicht in Frage. Da der offizielle Goldpreis weit unter dem Marktniveau liegt, setzte sich die SNB dem Vorwurf aus, Volksvermögen zu verschleudern."<sup>7</sup> Es sei jedoch denkbar, so die Arbeitsgruppe, dass im Rahmen der geplanten Revision der Geldverfassung der Franken von seiner rechtlichen Bindung an das Gold gelöst und die Rolle des Goldes anders definiert werde. In diesem Falle müssten neue Überlegungen zum geld- und währungspolitisch notwendigen Bestand an ungesicherten Devisenreserven angestellt werden.

### Expertengruppe "Reform der Währungsordnung" (1997)

Im Januar 1997 diskutierte die WAK-N zwei parlamentarische Initiativen ("Bundesverfassung, Geld- und Währungsartikel" und 96.404 Ledergerber "Revision Nationalbankgesetz"), die auf eine Marktbewertung und einen Abbau des Goldbestandes der SNB abzielten, und entschied, die Arbeiten für einen neuen Verfassungsartikel über die Geld- und Währungspolitik separat zur Totalrevision der Bundesverfassung voranzutreiben. Der Bundesrat erklärte sich bereit, die Reform der Währungsverfassung unabhängig von der Nachführung der Bundesverfassung in einem beschleunigten Verfahren durch eine Expertengruppe bearbeiten zu lassen. Am 5. März 1997 kündigte Bundespräsident Arnold Koller im Rahmen der politischen Diskussion um die Rolle der Schweiz im Zweiten Weltkrieg die Schaffung einer Stiftung an. Die so genannte Solidaritätsstiftung sollte durch die Übertragung von 7 Mrd. Franken, die aus der Aufwertung der Goldreserven der Nationalbank stammten, finanziert werden.<sup>8</sup>

Mit der Verfügung vom 18. April 1997 setzte der Vorsteher des EFD daher eine Expertengruppe "Reform Währungsordnung" ein. Diese setzte sich aus Vertretern des EFD, der SNB und der Wissenschaft zusammen. Die Expertengruppe legte am 24. Okt. 1997 ihren Bericht "Der neue Geld- und Währungsartikel in der Bundesverfassung" vor.

---

<sup>7</sup> ebenda, S. 7

<sup>8</sup> SNB, Die Schweizerische Nationalbank 1907-2007, Zürich, 2007, S. 512. ff.

## Hintergründe des Goldverkaufs der Schweizerischen Nationalbank

Auch dieser Bericht<sup>9</sup> beschäftigte sich u.a. mit der Frage nach der optimalen Höhe der Währungsreserven. Wie bereits oben festgehalten, hängt der Bestand an Währungsreserven, der für die Führung der Geld- und Währungspolitik erforderlich ist, vor allem von der Grösse einer Wirtschaft und ihrer Auslandverflechtung ab. Daraus wurde die Faustregel abgeleitet, dass die Währungsreserven mindestens im Gleichschritt mit dem nominalen Bruttosozialprodukt zunehmen sollten. Das Gewinnausschüttungskonzept der SNB von Anfang 1992 beruhte denn auch auf dieser Regel. Es ermöglichte der SNB, ihre ungesicherten Devisenreserven im Einklang mit dem Wachstum des nominalen Bruttosozialprodukts aufzustocken.

Diese Aufstockungsregel machte jedoch nur Sinn, falls angenommen werden konnte, dass sich die Währungsreserven anfangs der neunziger Jahre auf einem geldpolitisch angemessenen Ausgangsniveau befanden. Die Bestimmung des angemessenen Ausgangsniveaus der Währungsreserven stiess jedoch auf Schwierigkeiten. Im Rahmen der damaligen Geld- und Währungsverfassung standen der SNB zumindest unter normalen Umständen nur die ungesicherten Devisenreserven für Interventionen am Devisenmarkt zur Verfügung. Die Goldreserven konnten nicht gegen Devisen verkauft und damit für Interventionszwecke genutzt werden. Während die ungesicherten Devisenreserven auf einem angemessenen Niveau lagen, führte der Einbezug der "immobilien" Goldreserven der SNB zu einer vergleichsweise grosszügigen Ausstattung mit Währungsreserven. Es stellte sich somit die Frage, wie hoch der Gesamtbestand an ungesicherten Währungsreserven, mit Einschluss des Goldes, sein sollte, damit die SNB ihren Auftrag wirksam erfüllen konnte.

Bei der Analyse, wie viel Währungsreserven die SNB bräuchte, berücksichtigte die Expertengruppe auch die Grösse und Bedeutung des schweizerischen Finanzplatzes. Die Experten postulierten, dass die Nationalbank im Vergleich zu den Zentralbanken ähnlich grosser Industrieländer zusätzliche Währungsreserven halten müsse, um einen wirksamen Beitrag zur Stabilität des international bedeutenden Finanzplatzes Schweiz zu leisten. Sie veranschlagten dieses finanzplatzbezogene Zusatzerfordernis, mit Blick auf die hohen kurzfristigen Forderungen und Verpflichtungen der Schweizer Banken gegenüber Ausländern, auf das Äquivalent von rund 1200 Tonnen Gold. In ihrer Gesamtwürdigung gelangten sie zum Schluss, dass ein Anteil von rund 1400 Tonnen des Goldbestandes aus der Nationalbank-Bilanz ausgegliedert und für andere öffentliche Zwecke verfügbar gemacht werden könnte.<sup>10</sup>

Fazit: Die angemessene Höhe der Währungsreserven unter Einbezug des Goldes nach einer allfälligen Aufhebung der Goldbindung des Frankens wurde sowohl in der Arbeitsgruppe "Anlagepolitik und Gewinnausschüttung der SNB" (1996) als auch in der Expertengruppe, welche sich mit der Reform der Währungsordnung (1997) befasste, thematisiert. Die Expertengruppe kam zum Schluss, dass bei Aufhebung der Goldbindung des Frankens und somit der Möglichkeit einer marktnahen Bewertung des Goldes überschüssige Goldreserven vorhanden sein würden.

---

<sup>9</sup> Der neue Geld- und Währungsartikel in der Bundesverfassung. Bericht der Expertengruppe "Reform der Währungsordnung". Bern, 24. Oktober 1997, S. 57 ff.

<sup>10</sup> Der neue Geld- und Währungsartikel in der Bundesverfassung. Bericht der Expertengruppe "Reform der Währungsordnung". Bern, 24. Oktober 1997, S. 60.

### Aufhebung der Goldbindung des Frankens und Verkauf von 1300 Tonnen Gold

Die Goldbindung des Frankens wurde am 1. Januar 2000 im Verfassungsrecht aufgehoben. Auf Gesetzesstufe wurde die Aufhebung der Goldbindung des Frankens im neuen Bundesgesetz über die Währung und die Zahlungsmittel, welches auf den 1. Mai desselben Jahres in Kraft trat, umgesetzt.

Diese Anpassung des Währungsrechts an die Währungswirklichkeit hat dazu geführt, dass die Nationalbank mehr Währungsreserven hielt, als sie für die Führung der Geld- und Währungspolitik effektiv benötigte. Die rechtlichen Bestimmungen zur Goldbindung des Frankens (Goldparität, Goldeinlöse- und Golddeckungspflicht) hatten nämlich zur Folge, dass die SNB ihre Goldbestände weit unter dem Marktwert bilanzieren musste und An- und Verkäufe von Gold nicht möglich waren. Erst die auf den 1. Mai 2000 erfolgte Aufhebung der Goldbindung hat der SNB eine marktnahe Bewertung und einen flexibleren Einsatz ihrer Goldreserven ermöglicht. Dadurch erhielten die Goldbestände der SNB ihre Funktion als "normal verwendbare Währungsreserven" zurück.

Die SNB nahm am 1. Mai 2000 - d.h. am Tag des Inkrafttretens des Bundesgesetzes über die Währung und die Zahlungsmittel - ihre Goldverkäufe auf. Es handelte sich dabei um die erste Transaktion eines Verkaufsprogramms von insgesamt 1300 Tonnen.<sup>11</sup> Die Goldverkäufe verteilten sich auf die Jahre 2000 bis 2005 wie folgt: 2000: 170.8 T, 2001: 220.8 T, 2002: 281.9 T, 2003: 283.4 T, 2004: 279.0 T, 2005: 64.1 T. Der Durchschnittspreis betrug 15'604 Franken pro Kilo.<sup>12</sup> Nach dem Verkauf der 1300 Tonnen Gold verfügte die SNB über einen Goldbestand von rund 1290 Tonnen.

Um den Goldpreis durch ihre Verkäufe nicht zu stark zu beeinflussen, auferlegten sich 15 europäische Zentralbanken im Rahmen eines Abkommens vom 26. September 1999 eine Verkaufsbeschränkung. Sie vereinbarten, die Goldverkäufe koordiniert abzuwickeln und in den Jahren 2000-2004 auf insgesamt maximal 2000 Tonnen - d.h. 400 Tonnen pro Jahr - zu beschränken. Entgegen dem Vorwurf, den Goldpreis künstlich tief zu halten, diente die Kontingentierung gerade dazu, ein Sinken des Goldpreises zu vermeiden.

Der Erlös aus dem Goldverkauf wurde im Frühjahr 2005 gemäss geltender Verteilungsregel an den Bund (1/3) und an die Kantone (2/3) ausgeschüttet. Der Anteil des Bundes ging an den Ausgleichsfonds der AHV.

## **2. Verkauf von 250 Tonnen Gold bis September 2009<sup>13</sup>**

Am 14. Juni 2007 kündigte die SNB an, sie werde bis Ende September 2009 250 Tonnen Gold verkaufen und ihre Devisenreserven mit den entsprechenden Ver-

---

<sup>11</sup> SNB, Pressemitteilung, Nationalbank nimmt Goldkäufe auf, 2. Mai 2000.

<sup>12</sup> SNB, Geschäftsbericht 2005, S. 100.

<sup>13</sup> SNB, Geschäftsbericht 2007, S. 57; SNB Pressemitteilung vom 14. Juni 2007, Anpassung der Struktur der Währungsreserven.

## Hintergründe des Goldverkaufs der Schweizerischen Nationalbank

kaufserlösen aufstocken.<sup>14</sup> Der Gesamtbestand der Währungsreserven bleibt dabei unverändert.

Mit dieser Umschichtung strebt die SNB eine ausgewogene Verteilung der Währungsreserven an. Dies wurde nötig, weil der Anteil des Goldes an den Währungsreserven durch den markanten Goldpreisanstieg der letzten Jahre zu Lasten des Anteils der Devisenreserven sukzessiv angestiegen war. Durch die ausgewogenere Verteilung der Währungsreserven auf Gold und Devisen verbessert sich zudem das Risiko / Ertragsprofil der Aktiven der SNB. Nach Abschluss der Verkäufe wird die SNB über einen Goldbestand von rund 1040 Tonnen verfügen.

Die Goldverkäufe erfolgen im Rahmen des zweiten Goldabkommens vom 8. März 2004, in dem die Zentralbanken des Eurosystems mit der Schwedischen Reichsbank und der Schweizerischen Nationalbank vereinbarten, ihre Goldverkäufe über einen Zeitraum von fünf Jahren (beginnend am 27. September 2004) zu begrenzen. Das Abkommen legt fest, dass die jährlichen Verkäufe aller Unterzeichner 500 Tonnen nicht übersteigen sollen und das gesamte Verkaufsvolumen in diesem Zeitraum nicht mehr als 2'500 Tonnen betragen soll. Die SNB erhielt für ihre geplanten Goldverkäufe eine Quote, die von anderen Zentralbanken im Abkommen nicht beansprucht wird. Bei den Goldverkäufen wählt die Nationalbank ein marktschonendes Vorgehen mit regelmässigen Verkaufstransaktionen. Die SNB verkaufte zwischen der Ankündigung am 14. Juni 2007 und Ende 2007 145 Tonnen Gold.<sup>15</sup> Der Durchschnittspreis pro Kilo belief sich auf knapp 27'000 Franken.<sup>16</sup>

---

<sup>14</sup> Gemäss Nationalbankgesetz, welches 2004 in Kraft trat, bestimmt das Direktorium der Nationalbank die Zusammensetzung der notwendigen Währungsreserven, einschliesslich des Anteils an Gold (Art. 46 Abs. 2 Bst. b). Die Bundesverfassung (Art. 99 Abs. 3) schreibt lediglich vor, dass die Nationalbank einen Teil der Währungsreserven in Gold halten muss.

<sup>15</sup> SNB, Geschäftsbericht 2007, S. 91.

<sup>16</sup> Mündliche Angabe der SNB gegenüber der EFV.