



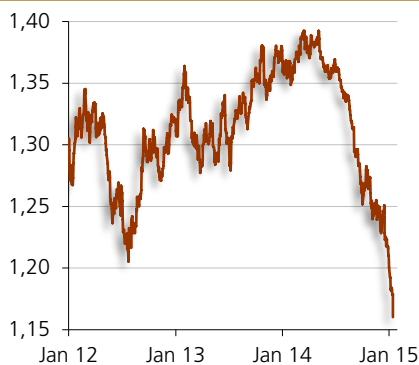
USD per Feinunze Gold



USD per Feinunze Silber



EURUSD



Quelle: Bloomberg. Tageswerte.



„Alles da draußen sagt mir, wie gut es war, auf Gold zu setzen!“

UNSERE TOP-THEMEN

Sehr verehrte Leserinnen, sehr verehrte Leser,

wir wünschen Ihnen ein gutes, gesundes und erfolgreiches neues Jahr.

2015 dürfte wieder ein herausforderndes Jahr für Geldanleger werden. Wir werden Ihnen weiterhin relevante und unabhängige Analysen bereitstellen, die helfen sollen, erfolgreiche Entscheidungen zu treffen.

Ihr Marktreport Team.

Ein Blick auf 2015

Im ersten Degussa Marktreport des neuen Jahres werfen wir einen Blick nach vorn: auf Entwicklungen, die sich aus unserer Sicht für die Edelmetallmärkte als besonders bedeutsam erweisen könnten.¹ Hierzu zählen zum Beispiel die weltweite Konjunkturlage, aber insbesondere auch die „monetären Verhältnisse“ in Form von Kredit- und Geldmengen- sowie die Preisentwicklungen und natürlich auch die allgemeine Zinsentwicklung. Die nachstehenden Ausführungen sollen diejenigen Faktoren herausstellen und einordnen, die aus unserer Sicht Chancen, aber auch Risiken für die Preisentwicklung der Edelmetalle bergen.

Zusammenfassung

- Mit Blick auf die Weltwirtschaft lassen sich Licht und Schatten erkennen. Es gibt nur wenige Anzeichen, dass sie sich in 2015 beschleunigen sollte, jedoch Warnsignale, dass sie sich verlangsamen könnte.
- Die „Krise“ ist noch nicht überwunden. Das Rückfallpotenzial ist nach wie vor hoch – wenn es auch durch politische Markteingriffe verschleiert wird.
- In einer besonders schwierigen Situation befinden sich Japan und der Euroraum. Deren Probleme, sollten sie ungelöst bleiben, könnten sich zu einem ernststen Störfaktor für die Weltwirtschaft auswachsen.
- Die Zinsen sollten niedrig bleiben, in den großen Währungsräumen könnten sie sogar noch weiter fallen; „normale“ Zinssätze sind nicht in Sicht.
- Die Tiefzins- und Geldmengenausweitungspolitiken der Zentralbanken dürften die Preise für Vermögensgüter – wie insbesondere Aktien und Immobilien – (weiter) inflationieren.
- Die Aufwertung des US-Dollar-Wechselkurses könnte sich noch weiter fortsetzen – auch wenn die US-Wirtschaft weniger stark wachsen und die US-Zentralbank ihren Leitzins nicht oder nicht stark anheben sollte.
- Angesichts nach wie vor zunehmender Probleme in der internationalen Kredit- und Geldarchitektur empfehlen wir Anlegern zu Absicherungszwecken weiterhin, einen Teil ihres Portfolios in Gold zu halten.
- Im laufenden Jahr könnten die Edelmetallpreise nicht nur in Euro gerechnet, sondern auch in US-Dollar wieder zulegen.

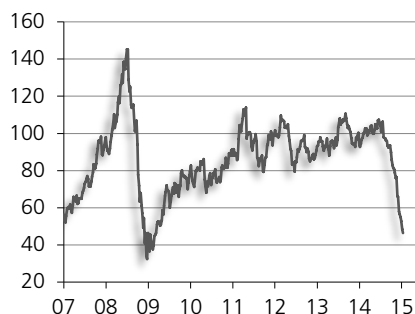
„Die Schwankungen im Weltpreise der Edelmetalle scheinen mir gegenwärtig immer noch geringere Gefahren in sich zu schließen als die Regelung des inneren Tauschwertes des Geldes durch Regierungen oder soziale und politische Parteien.“

Carl Menger, 1936, Schriften über Geldtheorie und Währungspolitik, S. 86 – 87.

¹ Unseren Ausblick vom Januar 2014 finden Sie **hier**.

Starker Rückgang des Ölpreises

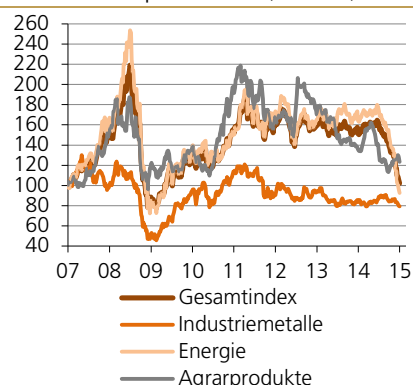
Ölpreis (West Texas Intermediate) in USD pro Fass



Quelle: Bloomberg.

Rohstoffpreise haben in der Breite nachgegeben

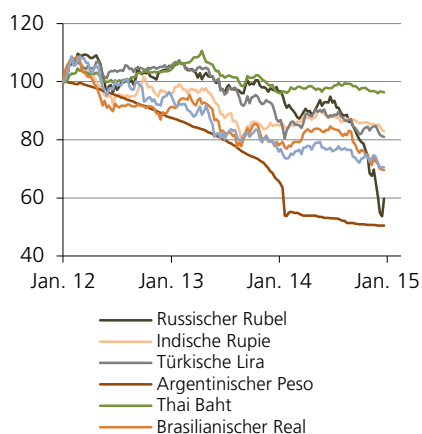
S&P Rohstoffpreisindex (in USD)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.
Jan. 2007 = 100.

Wechselkurse vieler ‚aufstrebender Volkswirtschaften‘ haben sich stark abgewertet

Nationale Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar*



Quelle: Bloomberg. *Januar 2012 = 100.

Licht und Schatten

Der Rohölpreis ist Anfang 2015 von etwa 107 USD/Fass (West Texas Intermediate) auf etwa 45 USD/Fass gefallen. Der Preisrückgang wirkt wie ein Konjunkturprogramm für die ölimportierenden Länder: Die verfügbare Kaufkraft von Bürgern und Unternehmen steigt. Dem steht gegenüber, dass die ölexportierenden Länder (soweit sie keine größere Ölmenge absetzen) nun weniger Einnahmen haben und folglich ihre Nachfrage nach Auslandsgütern einschränken müssen. Der resultierende weltweite Netto-Effekt des gesunkenen Ölpreises ist zwar nicht eindeutig – zumal in der kurzen Frist Anpassungskosten entstehen, etwa in der US-amerikanischen Fracking-Industrie, wenn Investitionsprojekte sich nicht mehr rechnen und eingestellt werden müssen. Insgesamt gesehen sollten jedoch der Verfall des Ölpreises und die damit verbundene Dämpfung nahezu aller anderen Güterpreise die Weltwirtschaft tendenziell unterstützen.

Edelmetallpreise					
	Aktuell (Spot)	Veränderungen gegenüber (in Prozent):			
		2 W	3 M	1 J	2 J
I. In US-Dollar					
Gold	1.259,3	5,3	7,3	4,4	7,3
Silber	17,0	5,8	5,2	-12,6	5,2
Platin	1.256,7	3,2	1,6	-8,5	1,6
Palladium	771,8	-5,7	-2,6	7,6	-2,6
II. In Euro					
Gold	1.081,8	10,2	15,5	23,8	15,5
Silber	14,6	10,2	13,6	3,5	13,6
Platin	1.079,0	7,8	9,6	8,4	9,6
Palladium	662,8	-1,4	4,8	27,1	4,8
III. Goldpreis in anderen Währungen					
JPY	146.695,2	1,9	11,3	15,7	11,3
CNY	7.822,3	5,0	9,1	7,3	9,1
GBP	828,6	7,8	12,2	13,9	12,2
INR	77.974,7	1,9	8,3	4,6	8,3
RUB	82.195,3	27,5	63,6	107,4	63,6

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Mittlerweile geben jedoch nicht nur die Rohöl- beziehungsweise Energiepreise stark nach, sondern die Rohstoffpreise sinken in der Breite. Dies kann ein Indiz dafür sein, dass sich die Weltwirtschaft bereits merklich verlangsamt hat; und es kann auch – quasi als vorausschauender Indikator – eingetrübte Wachstumsaussichten anzeigen. In der Tat zeigt sich eine Reihe von konjunkturbelastenden Entwicklungen. Zu nennen ist beispielsweise das nachlassende Wachstum in China, das die Expansionsaussichten des asiatischen Raumes trübt. Japan scheint der Stagnation nicht entkommen zu können. Wachsendes Risikobewusstsein der Investoren und die Aussicht auf Leitzinserhöhungen in den Vereinigten Staaten von Amerika bringen zudem viele ‚aufstrebende Volkswirtschaften‘ in Bedrängnis, weil die Finanzierung der heimischen Expansion durch Auslandskapital erschwert beziehungsweise unmöglich wird.

Im Euroraum bleiben die Wachstumsaussichten verhalten, werden belastet durch mangelnde Reformfortschritte in beispielsweise Frankreich und Italien. Aber auch die neuerliche Krisenverschärfung in Griechenland – verbunden mit einem Schuldenschnitt oder einem möglichen Austritt des Landes aus der Euro-Währungsunion – sowie anhaltende Aufspaltungsbestrebungen innerhalb Spaniens dürften bei Investoren sicherlich Unsicherheit wecken über die weitere Entwicklung und den Bestand der Währungsunion. Die Folge: Investitionen bleiben aus. Die anhaltende Massenarbeitslosigkeit – insbesondere die hohe Jugendarbeitslosigkeit – im Euroraum bringt zusätzliche wirtschaftliche und politische Belastungen. Nicht zuletzt birgt die anhaltende Russland- und Ukraine-Krise Eskalationsgefahren für den alten Kontinent, die das Vertrauen in seine Stabilität und seine wirtschaftlichen Aussichten nachhaltig eintrüben können.

Während die Investitionstätigkeit der Unternehmen in den Vereinigten Staaten von Amerika und Großbritannien seit dem jüngsten Krisentief wieder merklich zugelegt hat, ist eine derartige Erholung in Japan und im Euroraum ausgeblieben. In diesem Zusammenhang ist die Investitionstätigkeit vielmehr auf ein Niveau zurückgefallen, das zuletzt gegen Ende 1999 zu beobachten war. In Japan haben die Unternehmensinvestitionen seit Ende 2009 zwar wieder zugenommen, sie liegen aber immer noch etwa zehn Prozent unter dem Niveau von Ende 1999. Geringe Investitionen bedeuten nicht nur, dass die laufende Nachfrage und damit die Konjunktur leiden, sondern sie besagen auch, dass der volkswirtschaftliche Kapitalstock kaum mehr wächst (durch Neu- und Erweiterungsinvestitionen). Das wiederum deutet auf geringe Produktivitäts- und reale Einkommenszuwächse in der Zukunft hin.

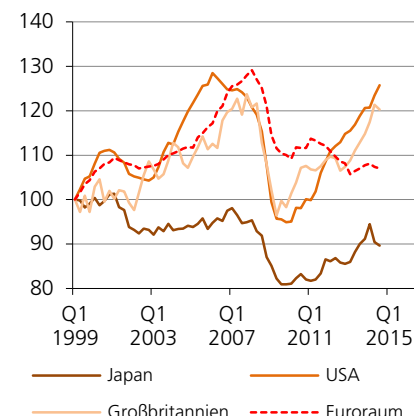
Der geplatzte Kreditboom

Die großen Volkswirtschaften der Welt haben nach wie vor mit den Folgen eines geplatzten Kreditbooms zu kämpfen, deren Schäden (Fehlinvestitionen) noch nicht vollends bereinigt worden sind. Das liegt vor allem an den Geldpolitiken: Mit Zinssenkungen und einem Ausweiten der (Basis-)Geldmenge konnte zwar die drohende Zahlungsfähigkeit von Banken und Staaten abgewehrt und der Kreditfluss in Gang gehalten werden, doch diese Geldpolitik ist genau diejenige, die letztlich zu den krisenhaften Erschütterungen in den Volkswirtschaften geführt hat. Sie verursacht nun erneut Verzerrungen im Preisgefüge der Wirtschaft und legt damit die Saat für neuerliche Schwierigkeiten.

Beispielsweise blähen die Tiefzinsen die Finanzmarktpreise auf und verleiten Investoren zu Entscheidungen, die sie bei „normalen“ Zinsen nicht treffen würden. Die Volkswirtschaften werden zudem zusehends abhängig von der Fortführung der Politik der tiefen Zinsen. Schließlich werden nicht nur neue Kredite zu tiefen Zinsen aufgenommen, es werden auch fällige Kredite zu Tiefstzinsen erneuert. Das erleichtert zwar die Zinsrechnung der Schuldner, eine Abkehr von der Politik der tiefen Zinsen würde die Schuldner jedoch absehbar in arge Probleme bringen. Zudem würden auch die Investitionen, die der tiefe Zins in Gang gesetzt hat, unprofitabel werden, und das würde die Wirtschaftsaktivität mitunter schwer belasten. Deshalb ist es höchst unwahrscheinlich, dass die Politik des billigen Geldes in den großen Währungsräumen beendet wird.

Schwache Investitionstätigkeit in Japan und im Euroraum

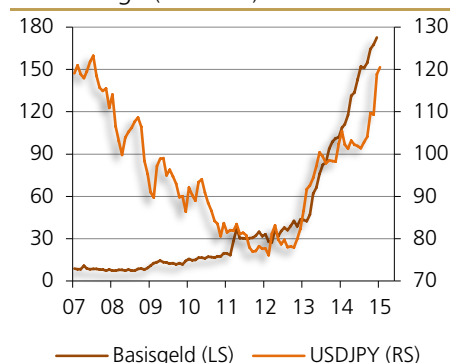
Neuinvestitionen*



Quelle: Thomson Financial. *Q1 1999 = 100.

Japanische Geldmengenausweitung lässt Yen abwerten

Geldmenge (Bill. Yen) und USDJPY



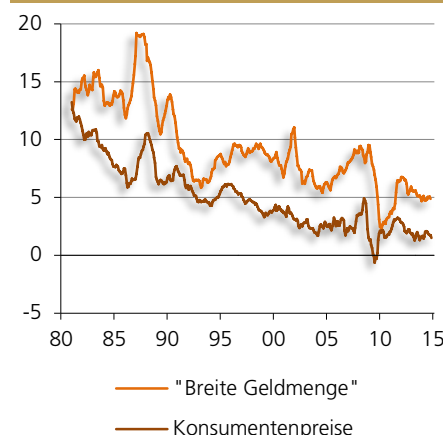
Quelle: Thomson Financial.

Ausgewählte Wechselkurse						
	Aktuell (Spot)	Veränderungen gegenüber (in Prozent):				
		2 W	3 M	6 M	9 M	12 M
I. Euro						
EURUSD	1,16	-4,4	-7,1	-15,0	-16,0	-13,7
EURJPY	135,61	-7,5	-3,6	-2,2	-4,2	-1,5
EURGBP	0,77	-2,2	-2,2	-4,3	-6,8	-6,6
EURCAD	1,39	-1,7	-1,3	-4,6	-8,3	-7,2
EURAUD	1,41	-5,7	-0,6	-2,6	-5,4	-8,2
EURCHF	1,02	-15,1	-15,3	-15,9	-16,3	-16,4
EURNOK	8,88	-2,4	5,0	5,8	7,7	4,8
EURSEK	9,46	-1,1	2,1	3,3	4,9	7,1
EURCNY	7,23	-4,6	-5,9	-14,6	-16,3	-12,0
EURRUP	75,93	16,5	40,8	63,2	53,5	60,0
EURINR	72,04	-7,1	-6,7	-12,4	-13,8	-15,1
EURBRL	3,07	-5,8	-1,2	1,2	-0,8	-5,7
EURZAR	13,43	-5,0	-2,9	-7,7	-8,0	-10,5
II. USD						
USDEUR	0,86	4,6	7,6	17,6	19,1	15,8
USDJPY	116,49	-3,2	3,7	15,0	14,0	14,2
USDGBP	0,66	2,4	5,2	12,5	11,0	8,2
USDCAD	1,20	2,9	6,2	12,2	9,3	7,5
USDAUD	1,22	-1,3	6,9	14,5	12,7	6,4
USDCHF	0,88	-11,1	-8,8	-1,1	-0,3	-3,2
USDNOK	7,63	2,2	13,0	24,4	28,3	21,5
USDSEK	8,13	3,5	9,9	21,5	25,0	24,0
USDCNY	6,21	0,0	1,6	0,1	-0,8	2,5
USD RUB	65,23	21,9	51,7	91,9	82,9	85,5
USDINR	61,89	0,0	0,9	2,8	2,6	-1,2
USDBRL	2,64	-1,3	6,6	19,3	18,4	9,5
USDZAR	11,54	-0,5	4,5	8,5	9,6	3,7

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Weltweit wächst die Geldmenge, Deflation ist nicht in Sicht

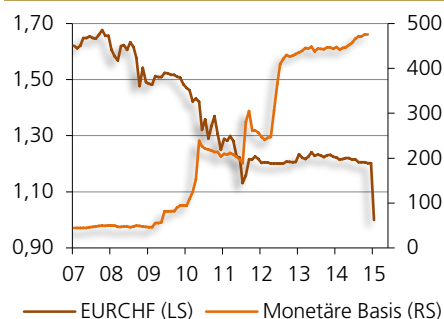
Geldmenge und Konsumentenpreise in der OECD (J/J in Prozent)



Quelle: Thomson Financial, eigene Berechnungen.

Ende mit Schrecken (ist besser als Schrecken ohne Ende)

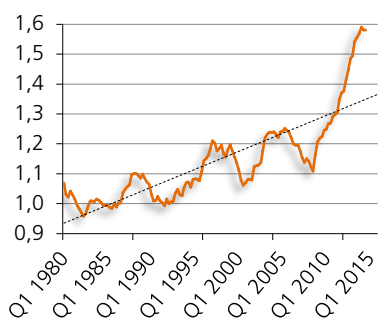
EURCHF und Schweizer Währungsreserven (Mrd. CHF)



Quelle: Thomson Financial.

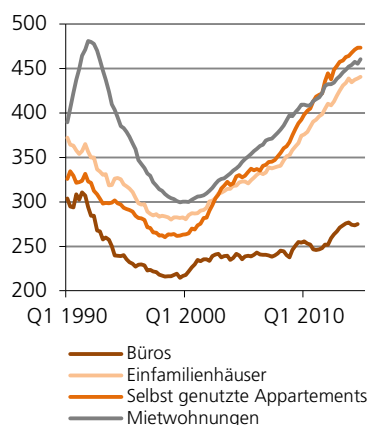
Schweizer „Überschussliquidität“ auf Rekordhoch

Schweizer Geldmenge in Prozent des nominalen Volkseinkommens



Quelle: Thomson Financial, eigene Berechnungen.

Schweizer „Hauspreisinflation“ Häuserpreise, indiziert*



Quelle: Thomson Financial, eigene Berechnungen. Q1 1990 = 100.

Die Vernunft siegt: Schweizer Nationalbank (SNB) spricht Misstrauensvotum gegenüber dem Euro aus

Es war eine „Explosion“ auf den internationalen Finanzmärkten: Am 15. Januar 2015 verkündete die Schweizer Nationalbank (SNB), sie werde den bisherigen ‚Mindestkurs‘ von 1,20 Franken pro Euro aufheben. Gleichzeitig senkte sie ihren „Leitzins“ von -0,25 auf -0,75 Prozent. Diese Entscheidung kam überraschend für die Finanzmärkte. Am 6. September 2011 hatte die SNB beschlossen, sie werde den Franken bei 1,20 gegenüber dem Euro halten – indem sie unbeschränkt Euro kauft, wenn nötig, um den Franken-Wechselkurs (der nach damaliger Meinung der SNB „überbewertet“ war) vor einer weiteren Aufwertung zu hindern. Seither hatte die SNB stets beteuert, sie werde den Minimumkurs mit allen Mitteln verteidigen. Doch das ist jetzt Makulatur.

Es ist nicht zu übersehen, dass die SNB-Entscheidung, den Mindestkurs aufzuheben, nur einen Tag kam, nachdem die europäische Gerichtsbarkeit aus Brüssel durchblicken ließ, die Europäische Zentralbank (EZB) hätte durchaus die Befugnis, Anleihen der Euro-Staaten aufzukaufen. Damit gab die Brüsseler (Vor-)Entscheidung der EZB *Carte Blanche*, um die Euro-Schuldenmisere mit dem Anwerfen der elektronischen Euro-Notenpresse zu entschärfen. Offensichtlich will die SNB das Schicksal des Franken nun nicht mehr an das des Euro binden.

Die EZB darf (so deutet das „Vor-Urteil“ des Europäischen Gerichtshofes an) Euro-Staatsanleihen kaufen – etwas, was der Maastricht-Vertrag und die Statuten der EZB und der nationalen Zentralbanken im Euroraum verhindern sollten. Ein Euro-Staatsanleihekauf der EZB läuft Gefahr, in eine überaus große Ausweitung der Geldmenge auszuarten – was den Euro-Außenwert auf Talfahrt schicken und letztlich natürlich auch die Kaufkraft des Euro aushöhlen würde. Deutlicher hätte das Misstrauensvotum der Schweizer gegenüber der EZB und dem Euro also wohl kaum ausfallen können. Der Schweizer Franken dürfte gegenüber dem Euro unter Aufwertungsdruck bleiben.

Ausgewählte Rohstoffe	Aktueller Preis in USD	Veränderungen gegenüber (in Prozent):						Volatilität (in Prozent):	
		2 Wochen	1 Monat	3 Monate	6 Monate	12 Monate	30 Tage	90 Tage	
I. Energie									
NYMEX WTI Rohöl	46,62	-18,4	-47,8	-53,7	-53,7	-48,9	46,4	38,0	
ICE Brent Rohöl	48,55	-21,8	-49,8	-55,6	-55,6	-53,7	38,5	31,2	
NYMEX Benzin	130,26	-17,3	-45,4	-52,3	-52,3	-49,8	38,4	33,0	
NYMEX Heizöl	162,89	-15,5	-38,9	-45,8	-45,8	-45,0	27,1	24,8	
ICE Gasoil	471,00	-15,8	-43,4	-49,3	-49,3	...	24,6	23,4	
NYMEX Erdgas	3,14	-10,2	-25,8	-31,1	-31,1	-28,1	68,1	50,1	
II. Agrarprodukte									
Mais	380,25	-7,4	14,0	-12,8	-12,8	-17,5	23,4	24,6	
Weizen	535,25	-15,3	9,1	-13,6	-13,6	-17,5	29,9	26,1	
Soja	990,50	-4,6	6,5	-15,4	-15,4	-13,5	23,2	25,1	
Kaffee	176,65	1,1	-10,5	-2,9	-2,9	43,6	30,2	36,3	
Zucker	15,35	2,5	-6,7	-20,1	-20,1	-13,5	21,7	22,8	
Baumwolle	59,65	-2,0	-1,3	-20,4	-20,4	-24,5	18,2	18,3	
III. Industriemetalle									
Aluminium, Future (3M)	1791,00	-6,1	-8,6	-5,3	-5,3	-0,5	13,5	16,4	
Kupfer (Future, 3M)	5630,00	-12,0	-15,6	-19,7	-19,7	-23,5	21,7	17,8	
Zink	2063,00	-5,4	-9,8	-6,9	-6,9	0,4	19,7	18,3	
Blei	1778,00	-5,4	-15,3	-18,2	-18,2	-19,9	20,4	17,4	
Eisenerz	70,20	0,2	-13,1	-22,3	-22,3	-47,4	...	13,9	
IV. Edelmetalle									
Gold	1259,28	5,3	4,2	-4,5	-4,5	4,5	16,6	17,2	
Silber	17,00	5,7	0,0	-18,7	-18,7	-12,6	33,9	32,1	
Platin	1256,68	4,8	-3,5	-15,0	-15,0	-8,5	14,2	17,8	
Palladium	771,80	-4,3	-0,3	-8,5	-8,5	7,6	21,8	23,6	
V. Edelmetalle, rel. Preise									
Gold-Silber	74,05	-1,0	4,1	17,4	17,4	19,5	21,8	19,2	
Gold-Platin	1,00	0,4	8,0	12,7	12,7	14,2	8,9	11,9	
Gold-Palladium	1,63	9,8	4,5	4,4	4,4	-2,6	23,9	24,8	
Palladium-Platin	0,61	-8,6	3,4	8,0	8,0	17,3	22,5	21,5	

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Das gefährliche Spiel mit der Währungsabwertung

Vielorts findet eine Politik Zuspruch, die danach strebt, den Außenwert der eigenen Währung zu schwächen. Dadurch sollen Exporte und damit die heimische Wirtschaft belebt und wirtschafts- und finanzpolitische Probleme entschärft werden. Bekannt ist diese Politik als „den Nachbarn anzubetteln“ („Beggar-thy-neighbor-policy“). Die Überlegung ist dabei, dass eine abwertende Währung die Exporte eines Landes verbilligt und so die heimische Nachfrage stärkt. Doch in weltweit miteinander verflochtenen, arbeitsteilig organisierten Volkswirtschaften ist das eine verkürzte Sicht. Eine Währungsabwertung verteuert nämlich gleichzeitig auch die Importgüter und schmälert die Kapitalimporte. Beides schwächt die Wachstums- und Prosperitätsaussichten.

Japan und der Euroraum setzen jedoch ganz offensichtlich auf eine Abwertung der eigenen Währung, vor allem dadurch, dass die Zentralbanken die Leitzinsen auf null Prozent halten und die (Basis-)Geldmenge ausweiten. Auch ist denkbar, dass China sich von der jahrelangen Maxime, den Renminbi-Außenwert aufwerten zu lassen, abkehren könnte – was dann wahrscheinlich wäre, wenn das Ende des chinesischen „Häuser-Booms“ die Gesamtwirtschaft stärker abschwächen sollte, als es derzeit der Fall zu sein scheint. Das Bestreben vieler Länder, ihre Währung abzuwerten, könnte den Außenwert des US-Dollar weiter in die Höhe treiben.

Ausgewählte Einschätzungen

	Aktuell	Q1 15	Q2 15	Q3 15	Q4 15
I. Notenbankzinsen (in %)					
US Federal Reserve	0,00 - 0,25	0,00 - 0,25	0,00 - 0,25	0,50	0,75
EZB	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Bank von England	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Bank von Japan	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Schweizer Nationalbank	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
II. Staatsanleihen (in %)					
USA 10-J	1,73	1,80	1,90	1,80	1,75
Deutschland 10-J	0,45	0,50	0,48	0,48	0,45
Japan 10-J	0,24	0,28	0,25	0,20	0,20
Großbritannien 10-J	1,51	1,60	1,55	1,55	1,50
Schweiz 10-J	0,11	0,20	0,18	0,16	0,13
III. Währungen					
EURUSD	1,16	1,14	1,11	1,09	1,05
EURJPY	135,51	137,54	139,61	141,70	143,83
EURGBP	0,76	0,77	0,76	0,75	0,73
EURCNY	7,22	7,15	7,07	7,00	6,93
EURCHF	1,02	1,00	0,95	0,90	0,88
IV. Öl					
Ölpreis (Brent, Fass)*	46,20	44	42	44	48
Rohstoffpreise (S&P, USD)	382,72	364	345	366	395

Quelle: Bloomberg, eigene Schätzungen.

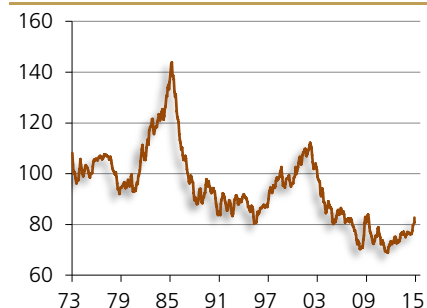
US-Dollar unter Aufwertungsdruck

Der US-Dollar hat sich gegenüber anderen Währungen schon merklich aufgewertet. Seit Herbst 2011 bis Ende Dezember 2014 betrug der Anstieg – in handelsgewichteter Rechnung – etwa zwanzig Prozent. Der Greenback ist nach wie vor die internationale Reservewährung; er ist das *internationale Grundpapiergeld*. Gründe für den erstarkenden US-Dollar könnten die Folgenden sein: Die US-Wirtschaft arbeitet sich aus der Finanz- und Wirtschaftskrise deutlich besser heraus als andere Volkswirtschaften (wie zum Beispiel Europa, Japan und die ‚aufstrebenden Volkswirtschaften‘) und stellt bereits höhere Renditen als anderswo in Aussicht. Zudem will die amerikanische Zentralbank ihren Leitzins erhöhen. Auch das belebt die Nachfrage nach US-Dollar.

Zudem sind die Investoren auf den Anleihe- und Aktienmärkten zusehends zurückhaltend geworden, ihr Geld in ‚aufstrebenden Volkswirtschaften‘ zu investieren, beziehungsweise ihr Kapital abzuziehen. Die Folge: Die Wechselkurse dieser Länder verfallen, es ergeben sich zunehmende Konjunkturrisiken, die wiederum die Nachfrage nach (vermeintlich) ‚sicheren‘ US-Dollar-Anlagen be-

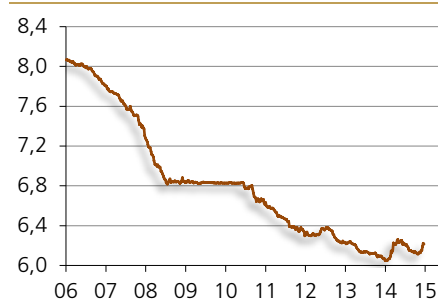
Seit Ende 2011 wertet der US-Dollar auf

Realer, effektiver US-Dollar-Wechselkurs*



Quelle: Bloomberg. *Ein Ansteigen (Absinken) der Linie bedeutet, dass sich der US-Dollar aufwertet (abwertet) gegenüber den Währungen der Handelspartner.

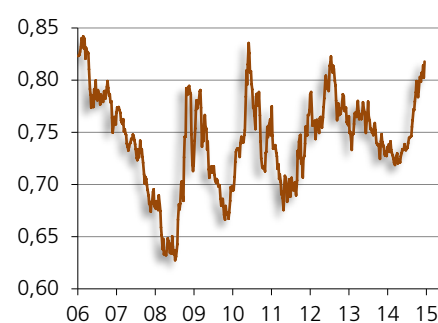
(a) Chinesische Renminbi pro US-Dollar



(b) Japanische Yen pro US-Dollar



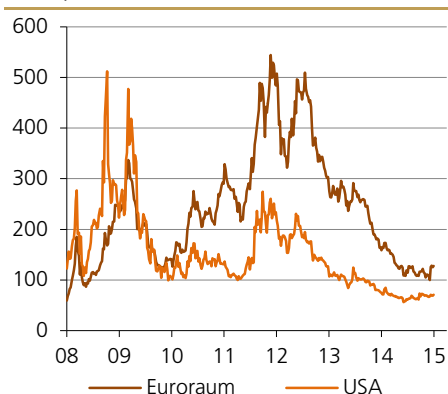
(c) Euro pro US-Dollar



Quelle: Bloomberg.

Geldpolitik hat Kreditausfallrisiken vertrieben

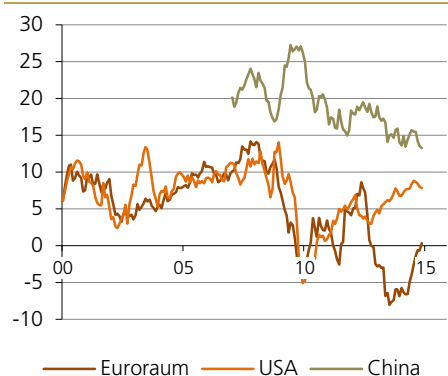
CDS Spreads für Banken, 5 Jahre, in Basispunkten



Quelle: Thomson Financial.

Euro-Bankensektor scheint seine ‚Schrumpfkur‘ zu beenden

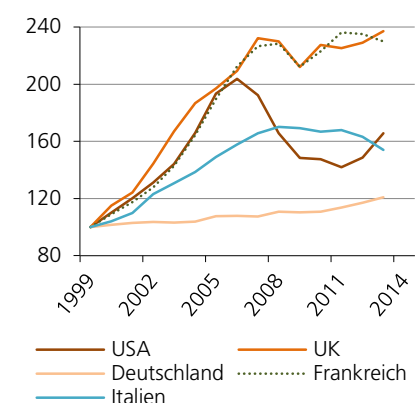
Jahresveränderung der Bankbilanzen in Prozent



Quelle: Thomson Financial, eigene Berechnungen.

Häuserpreisentwicklung seit Anfang 1999

Nationale Häuserpreise*



Quelle: Thomson Financial, BIZ. *1999 = 100.

fördert. Und nicht zuletzt befinden sich der Euro und der Japanische Yen in überaus schwierigem Fahrwasser. Spätestens mit dem Wiedererscheinen der Griechenlandkrise dürfte deutlich geworden sein, dass Euro-Investoren einem erheblichen Risiko ausgesetzt sind: Es besteht die Gefahr, dass die europäische Einheitswährung auseinanderbricht oder dass sie durch unablässiges Geldmengenvermehrten entwertet wird. Auch die Skepsis gegenüber dem Yen dürfte weiter zunehmen, wenn die japanische Zentralbank fortfährt, Staatsanleihen gegen Ausgabe von neuem Geld zu kaufen.

Das Weltfinanzsystem hängt am US-Dollar

Der derzeitige Drang in den US-Dollar ist nicht verwunderlich: Das weltweite Kredit- und Geldsystem ist ein *Dollar-Devisen-Standard*. Der Greenback ist sozusagen das *Grundpapiergeld* der Welt, die Reservewährung für alle anderen Währungen – ob für Euro, Chinesischen Renminbi, Britisches Pfund oder Schweizer Franken. Der US-Dollar ist die Basis, auf der die Vermehrung anderer Währungen stattfindet. Sollte folglich ein Rückzug aus anderen Währungen und eine Hinwendung zum US-Dollar einsetzen, stünde eine mitunter sehr starke US-Dollar-Aufwertung ins Haus. So etwas hat es in der Vergangenheit bereits gegeben. Zum Beispiel legte der US-Dollar-Außenwert von April 1995 bis Februar 2002 um 40 Prozent zu, von September 1980 bis März 1985 um 54 Prozent. Angesichts dieser Größenordnungen nimmt sich die Dollar-Aufwertung seit August 2011 bis Dezember 2014 mit etwa 20 Prozent noch bescheiden aus. Wertet der US-Dollar weiter auf, wird sich wohl früher oder später Widerstand aus der amerikanischen Industrie regen, die ihre Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigt sieht. Die „natürliche“ Reaktion wäre, dass die US-Zentralbank ihre in Aussicht gestellten Zinserhöhungen absagt – zumal ein gefallener Ölpreis und sinkende Importgüterpreise die US-Teuerungsrate tief halten werden. Der Renditevorteil der Dollar-Anlagen würde abnehmen, die Dollar-Nachfrage würde gedämpft und der Aufwertungsdruck gemildert. Doch wäre das ausreichend, um die Dollar-Aufwertung zu stoppen? Der letztlich entscheidende Faktor für die Entwicklung des US-Dollar-Außenwertes dürfte in den Geldpolitiken der anderen Länder liegen.

Schuldenmonetisierung

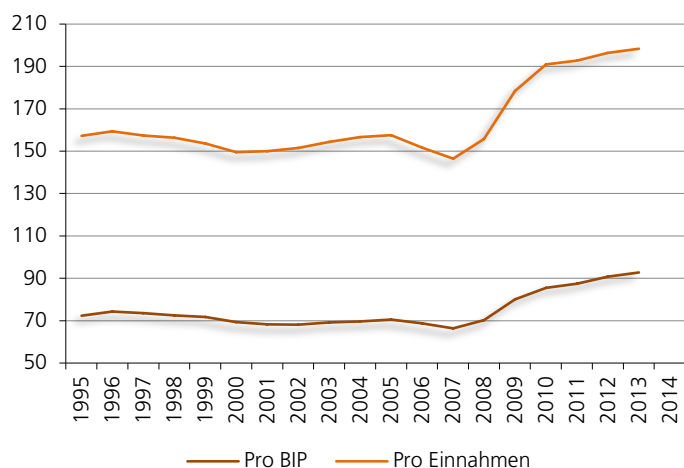
Die japanische Zentralbank kauft Staatsschulden auf und bezahlt mit neu geschaffenen (Basis-)Geld. Seit Ende 2012 wird diese Politik verfolgt, und seither ist der Yen-Außenwert drastisch gefallen. Doch die Hoffnung, dass diese Politik für Wachstum und Beschäftigung sorgen wird, hat sich bislang nicht erfüllt. Nun hat auch die EZB in Aussicht gestellt, dass sie – neben den Krediten, die sie Banken bereits abkauft – Euro-Staatsanleihen aufkaufen und die Käufe mit neu geschaffenen Euro bezahlen will. Allen Verlautbarungen und Beschönigungen zum Trotz läuft eine solche Geldpolitik auf eine Entwertung der Währung hinaus. Und nicht nur das. Die Geldvermehrungspolitik könnte eine *Währungskrise* auslösen.

Wenn Investoren zur Auffassung gelangen, dass die Geldmenge immer weiter ausgeweitet wird, wächst natürlich die Sorge vor Geldwertverlust. Die Nachfrage nach der betreffenden Währung nimmt ab, führt zu einer Flucht aus der Währung. Investoren würden dann beispielsweise ihre Anleihen verkaufen. Der Verkaufsdruck lässt die Zinsen steigen. Im Bestreben, den Zinsauftrieb abzuwehren, muss die Zentralbank vermehrt Anleihen im Kapitalmarkt kaufen und die Käufe mit neu geschaffenen Geld bezahlen. Dadurch kommt eine *Abwärtsspirale* in Gang: Die Geldmengenausweitung lässt das Vertrauen in die Währung weiter schwinden, die Flucht aus der Währung verschärft sich. Im Extremfall könnte das gesamte ungedeckte Papiergeldsystem in sich zusammenfallen.

Die staatliche Schuldenlast

Üblicherweise wird die staatliche Schuldenlast als Staatsschulden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) dargestellt. Danach betrug zum Beispiel Ende 2013 die Schuldenquote im Euroraum 92,7 Prozent. Allerdings kann man durchaus Zweifel an der Aussagekraft dieser Darstellung anmelden. Denn sie erweckt den Anschein, dass BIP stünde dem Staat voll und ganz zur Verfügung, um seine Schuldenlast zu schultern. Doch das ist nicht so. Der Staat hat in der Regel nur Anspruch auf einen Teil des BIP. Er könnte niemals Zugriff auf das gesamte BIP nehmen. Denn in einem solchen (Extrem-)Fall könnte die bisherige Wirtschaftsleistung, die das BIP anzeigt, nicht mehr erbracht werden. Angemessen ist daher, die Schulden in das Verhältnis zu den *laufenden Einnahmen* des Staates zu setzen. Bei einer solchen Darstellung lag die Schuldenlast aller Euroraum-Staatskredite Ende 2013 bei knapp 200 Prozent. Die Schuldenlast, die der ökonomischen Schuldenlast näher kommt, liegt folglich höher als die offizielle Darstellung es nahelegt. Genauer: mehr als doppelt so hoch.

Euro-Staatsschulden im Verhältnis zum BIP und im Verhältnis der laufenden Einnahmen, jeweils in Prozent



Quelle: Thomson Financial, eigene Berechnungen.

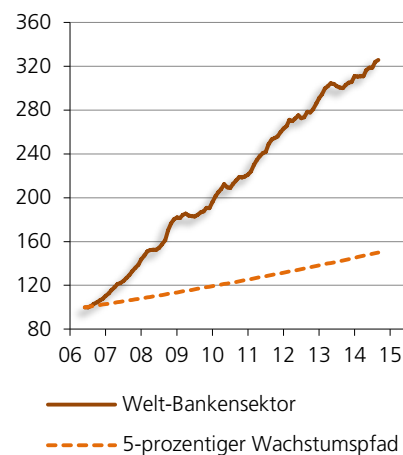
Der Ruf nach mehr „Deficit Spending“

Führende Ökonomen, insbesondere die aus den Vereinigten Staaten von Amerika, empfehlen den Regierungen im Euroraum, das Wirtschaftswachstum durch schuldenfinanzierte Ausgabenprogramme anzuhängen. Ein solches „Deficit Spending“ sei die einzige Möglichkeit, Produktion und Beschäftigung in der Währungsunion zu beleben; denn die Kraft der Geldpolitik der EZB, die ihre Zinsen auf de facto null Prozent abgesenkt hat, sei mehr oder weniger ausgezehrt. Diese Empfehlung wird häufig mit dem Hinweis auf die Erfahrung verbunden, die Japan Anfang der 1990er Jahre gemacht habe. Dort sei zu lang und zu zurückhaltend auf die geplatzte Blasenwirtschaft reagiert worden, so dass die Krise letztlich zu einer Stagnation-Deflation geführt habe.

Eine solche Politikempfehlung entspringt ganz und gar dem Keynesianischen Denken: Sie besagt, der Staat könne die Nachfrage beleben, indem er seine kreditfinanzierten Ausgaben erhöht. An dieser Stelle soll jedoch nicht die Qualität dieser Politikempfehlung diskutiert werden. Vielmehr sei nur darauf hingewiesen, dass ein Ausweiten der Staatsschuldenpolitik vermutlich in vielen Euro-Regierungen auf offene Ohren stößt. Insbesondere dann, wenn die EZB als Käufer von neu ausgegebenen Wertpapieren eingesetzt werden kann, um einen politisch nicht gewollten Zinsauftrieb zu verhindern. Zudem würde durch das Monetisieren der Staatsschulden ein „neuer Kanal“ entstehen, durch den die Euro-Geldmenge ausgeweitet werden kann, sollten Euro-Banken nicht mehr in der Lage oder willens sein, neue Kredite zu vergeben. Im Zuge eines solchen

Internationaler Bankensektor wächst weiter an

Zentral- und Geschäftsbankenbilanzen* sowie Wachstumspfad**



Quelle: Thomson Financial, eigene Berechnungen. *Summe aus USA, Euroraum, Japan, China, UK und Schweiz. **Nominales Wachstum von 5 Prozent p.a. Serien sind indiziert (Juli 2006 = 100).

Die Geldpolitiken rund um den Globus haben bewirkt, dass die Bilanzen von Zentral- und Geschäftsbanken in der Summe weiter angestiegen sind – und ihr Wachstum nach wie vor deutlich stärker verläuft als die „normale“ Wachstumsrate von zum Beispiel fünf Prozent pro Jahr. Dies zeigt in aller Deutlichkeit, dass die Geldpolitiken, die im Vorfeld der Finanz- und Wirtschaftskrise verfolgt wurden, unbeirrt weiter fortgeführt werden. Dies ist mit Sorge zu sehen: Schließlich war es die Geldpolitik der tiefen Zinsen und der fortgesetzten Kredit- und Geldmengenausweitung durch den Bankenapparat, die letztlich zur Krise geführt hat. So gesehen muss man in den aktuellen Geldpolitiken der Zentralbank die Ursache für neuerliche Krisen in der Zukunft erblicken. Es lässt sich zwar nicht sagen, in welcher Form und wo sie als nächstes auftreten werden, jedoch lässt sich schon jetzt sagen, dass sich neuerliche Ungleichgewichte aufbauen.

Zur Zukunft Griechenlands im Euroraum

Die Frage zur Zukunft Griechenlands im Euroraum ist wieder auf der Tagesordnung. Trotz Schuldenschnitts in Höhe von 107 Mrd. Euro in 2012 belaufen sich die griechischen Staatsschulden auf 320 Mrd. Euro oder etwa 175 Prozent des griechischen Volkseinkommens. Zuviel, um als ‚tragfähig‘ eingestuft zu werden. Technisch gesehen wäre ein Ausstieg Griechenlands möglich und durchführbar. Natürlich wäre das mit erheblichen Härten verbunden: Beispielsweise müssten Banken geschlossen und Euro-Verbindlichkeiten und –forderungen in eine neue griechische Währung umgestellt werden. Die griechische Wirtschaft würde vermutlich stark leiden, bis das neue Geld akzeptiert wird. Für die Gläubiger Griechenlands wird es teuer. Die Europäische Zentralbank (EZB) hält griechische Papiere in Höhe von 25 Mrd. Euro, der deutsche Steuerzahler und Unternehmen verlieren den Wert ihrer Zahlungsansprüche gegenüber Griechenland (ganz oder teilweise). Vor allem aber ist und bleibt die Frage über Griechenlands Verbleib im Euro eine politische. Dabei ist es fraglich, ob die Staatengemeinschaft Griechenlands tatsächlich den Austritt des Landes hinnehmen will, würde doch dadurch ein Präzedenzfall geschaffen, der zeigt, dass die Währungsunion nicht unauflösbar ist. Dies wiederum könnte auf den Finanzmärkten die Erwartung auslösen, andere Länder könnten ebenfalls ausscheiden, freiwillig oder eben zwangsweise. So ist es auch nicht verwunderlich, dass bereits der Vorschlag im politischen Raum steht, Griechenland seine Schulden teilweise zu erlassen – und zwar wieder einmal gegen das Versprechen, dass notwendige Reformen durchgesetzt werden. Wenn zum Beispiel den Griechen 120 Mrd. Euro erlassen werden, so würde der deutsche Steuerzahler (so das DIW) zwischen 40 und 50 Mrd. Euro verlieren. Ein Schuldenschnitt, verbunden mit neuerlichen Reform- und Verbesserungsversprechungen, scheint alles in allem wahrscheinlicher zu sein als ein Szenario, in dem Griechenland aus dem Euroraum hinausgeworfen wird. Das könnten letztlich vielleicht die griechischen Wähler auch so sehen.

„Deficit Spending“ würden die Euro-Staaten dann Aufträge (für zum Beispiel Infrastrukturprojekte) vergeben und sie mit neu geschaffenen Euro bezahlen. Es entstünde genau das, was der Maastricht-Vertrag verhindern wollte: Dass die EZB zur Finanzierung der Staatshaushalte eingesetzt wird. Zudem würden sich die Euro-Wirtschaften mit einer solchen Politik zusehends in staatlich gelenkte Gebilde verwandeln. „Gelenkte Volkswirtschaften“ stellen jedoch keine wirtschaftliche Prosperität in Aussicht. Sie lässt sich bekanntlich nur in einer freien Marktwirtschaft erzielen und mehren.

Preiswirkungen

Blickt man auf die bisherigen Geldpolitiken, so stellt man fest, dass die bisherige Geldmengenausweitung im Wesentlichen „nur“ innerhalb des Banken- und Finanzsystems stattgefunden hat. Indem die Zentralbanken die Basisgeldmengen ausweiten, wird das Kredit- und Zahlungsausfallrisiko der Banken und Staaten entschärft. Das Ausweiten der Geldmengen hat dennoch Preiswirkungen: Die Preise fallen höher aus – und zwar im Vergleich zu einer Situation, in der die Geldmenge nicht erhöht worden wäre. Bisher scheint die erhöhte Liquidität vor allem für steigende Wertpapierkurse zu sorgen – etwa für Aktien, vor allem aber für festverzinsliche Papiere –, aber auch hier und da für steigende Immobilienpreise. Mit anderen Worten: Die Nullzins- und Geldmengenvermehrungspolitik treibt die ‚Vermögenspreise‘ in die Höhe. Im laufenden Jahr ist es nicht wahrscheinlich, dass in den großen Volkswirtschaften die Teuerungsraten für die Konsumentenpreise stark ansteigen werden. Der gesunkene Ölpreis trägt dazu bei, die Lebenshaltungskosten merklich zu senken. Dabei sinken nicht nur die Energiepreise. Es ist auch zu erwarten, dass der Preisauftrieb anderer Güter, die von Energiekosten abhängen, gebremst wird. Weil der Ölpreis überaus stark gefallen ist, ist es sogar denkbar, dass in einigen Währungsräumen die Preissteigerungsraten, zumindest vorübergehend, negativ werden – zumal sie vielerorts bereits jetzt relativ niedrig liegen. Eine Deflation kündigt sich dadurch jedoch nicht an.

Eine Deflation – ein fortgesetztes Absinken der Preise auf breiter Front – ist nur denkbar, wenn die Geldmenge dauerhaft abnimmt. Das aber ist etwas, was sich in einem Papiergeldsystem abwenden lässt, wenn es politisch gewünscht ist. Die Zentralbank kann schließlich die Geldmenge jederzeit und in jeder beliebigen Menge ausweiten – durch beispielsweise Wertpapier- oder Devisenkäufe. Die Geldpolitiken, die in den großen Volkswirtschaften bereits verfolgt wurden, deuten eines schon jetzt unmissverständlich an: Einer Deflation soll keine Chance gegeben werden. Schon die Aussicht, es könnte künftig zur Deflation kommen, veranlasst zum Beispiel die EZB, zu Mitteln zu greifen, um die Geldmengen zu erhöhen.

Darin kommt eine tief sitzende „Inflationsneigung“ zum Ausdruck. Sie führt dazu, dass die Zentralbanken bereit sind, eher einer inflationären Geldpolitik zuzustimmen als einer, die möglicherweise deflationär wirkt. In Volkswirtschaften, in der die allgemeine Verschuldung hoch ist, ist es noch leichter, die Geldpolitik auf einen inflationären Kurs zu schicken. Denn für Verschuldete ist Deflation ein Graus, während Inflation sie tendenziell begünstigt. Zudem tritt bei einer Inflationpolitik der vermeintliche „Nutzen“ zuerst in Erscheinung (etwa in Form einer vorübergehenden Konjunkturbelebung), während die „Kosten“ einer solchen Politik erst später in Erscheinung treten (in Form von zum Beispiel Kaufkraftverlust des Geldes oder Konjunkturreinbruch und Rezession). Das mag zusätzlich erklären, warum die Gefahr der Inflation weitaus höher ist als die der Deflation: Die Geldpolitik ist eher bereit, einen „Inflationsfehler“ zu begehen als eine „Deflationsfehler“.

Achtung: Verlustrisiken

Häufig vollziehen sich Veränderung nach und nach. Und das erschwert es oft, die Richtung der Geschehnisse zu erkennen. Hier einige Beispiele. Wer hätte sich noch vor wenigen Jahren vorstellen können, dass die zehnjährigen Zinsen der Bundesanleihen auf 0,7 Prozent fallen – und dass selbst italienische Staatsanleiherenditen unter die Zwei-Prozent-Marke sinken? Kaum vorstellbar war vermutlich auch, dass Banken ihren Kunden negative Zinsen (Strafzinsen) in Rechnung stellen. Was derzeit noch auf „Großkunden“ beschränkt ist, wird bald alle treffen, die Bankeinlagen halten. Lange wurde gezögert, den EZB-Einlagenzins in den Negativbereich zu setzen. Doch die letzten Bedenken, die diesem Schritt noch entgegenstanden, sind beiseite gewischt. Mittlerweile ist dieser Zins $-0,2$ Prozent.

Am 6. September 2012 verkündete der Rat der EZB, Anleihen aufkaufen zu wollen (in Form des OMT-Programms). Daraufhin gab es Rechtsklagen. Das Bundesverfassungsgericht wurde angerufen. Doch bis heute gibt es keine abschließende Entscheidung, ob das rechtens ist oder nicht. Ungeachtet der Rechtslage stellt die EZB jetzt in Aussicht, über Anleihekäufe zu Beginn des Jahres 2015 befinden zu wollen. Die Anleihekäufe werden also gewissermaßen per Ansage auf den Weg gebracht. Die Skrupel, die noch vor einiger Zeit gegenüber einem „QE“ der EZB bestanden, sind so gut wie beseitigt. Mittlerweile wird QE nicht mehr als „Verzweigungstat“ gesehen, sondern als unverzichtbares Heilmittel.

Im Mai 2014 forderte der Internationale Währungsfonds (IWF), die Halter von Euro-Staatsanleihen mittels „Schuldenanpassungen“ (auf Englisch: „Reprofiling“) oder „Schuldenschnitten“ zur Ader zu lassen. Im Oktober 2013 hatte der IWF bereits gefordert, zur Staatsschuldensenkung eine Vermögenssteuer (in Höhe von zehn Prozent des Netto-Vermögens der privaten Haushalte) zu erheben. Im Januar 2014 sprach sich die Deutsche Bundesbank unumwunden dafür aus, dass in „außergewöhnlichen nationalen Notsituationen (...) auch vorhandenes privates Vermögen dazu beitragen kann, eine staatliche Insolvenz abzuwenden.“ Gemäß dem Motto: Enteigne in der Not.

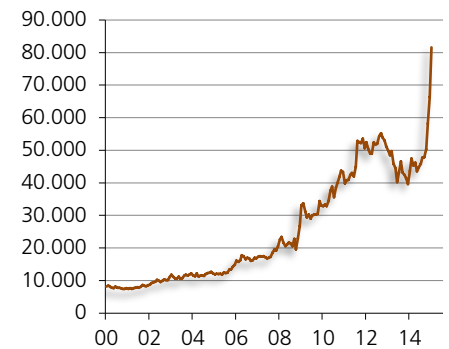
Alle Staatsanleihen, die seit dem 1. Januar 2013 in der EU ausgegeben werden, tragen eine „Collective Action Clause“ (CAC). Sie erschwert, dass sich ein kleiner Teil der Gläubiger erfolgreich gegen eine Schuldenrestrukturierung – zum Beispiel in Form einer Laufzeitverlängerung der Anleihe oder Zinsherabsetzung – stemmen kann. Weil fällige Staatsanleihen nach und nach durch neue ersetzt werden, die eine CAC tragen, werden bald alle ausstehenden Staatsanleihen in der EU mit CAC ausgestattet sein.

Es ist noch gar nicht lange her, da verstand man unter Preisstabilität noch eine Inflation, die positiv, aber nicht über zwei Prozent lag. Heute wird bei einer Inflation von 0,4 Prozent die Deflation ausgerufen – vor allem auch, um Geldpolitiken zu legitimieren, die die Inflation in die Höhe treiben sollen. Führende Ökonomen erklären der Öffentlichkeit nun allen Ernstes, der gleichgewichtige Zins sei mittlerweile negativ; und dass man am besten das Bargeld abschafft, damit die Bankkunden sich dem Negativzins nicht mehr durch Barabhebungen entziehen können. Die EZB macht sich ganz ungeübt daran, den Außenwert des Euro zu schwächen. Was unter den EZB-Präsidenten Duisenberg und Trichet noch undenkbar war, ist unter EZB-Präsident Draghi zur akzeptierten Realität geworden.

Mit anderen Worten: Die Regierungen haben bereits die Instrumente in Stellung gebracht, um die Schuldenlasten, die das ungedeckte Papiergeld in Jahrzehnten hat auflaufen lassen, zu reduzieren. Vermutlich werden sie schon bei der nächsten Krisenphase eingesetzt: in Form von Geldentwertung, Zahlungsausfällen, Schuldenschnitten und –umstrukturierungen oder Steuererhöhungen. Vor allem diejenigen, die ihr Geld in Schuldpapiere investiert haben, sollten sich dieser Verlustrisiken bewusst sein – und Absicherungsmöglichkeiten in Erwägung ziehen. Die Edelmetalle bieten hierfür eine Möglichkeit.

Russland in der Krise und Gold als „sicherer Hafen“

Goldpreis in Russischen Rubel pro Feinunze



Quelle: Bloomberg.

Wirtschaftssanktionen und gefallener Ölpreis haben die russische Wirtschaft in die Krise gestürzt. Der Außenwert des Russischen Rubel gegenüber dem US-Dollar hat sich seit Anfang 2013 bis heute etwa halbiert. Entsprechend hat sich der Goldpreis in Russischen Rubel gerechnet etwa verdoppelt. Mit dieser Entwicklung ist eine wichtige Einsicht verbunden.

Russland baut seit Jahren seine offiziellen Goldreserven auf; derzeit belaufen sie sich laut IWF-Statistik auf knapp 38,2 Millionen Feinunzen. Doch der Russische Rubel hat dadurch noch keine Golddeckung. Er ist immer noch – wie alle anderen Währungen auch – ein ungedecktes Papiergeld, das sich beliebig vermehren lässt, wenn der politische Wunsch dazu besteht. Folglich schwankt auch der Rubel (wie auch alle anderen ungedeckten Papierwährungen) gegenüber dem Gold.

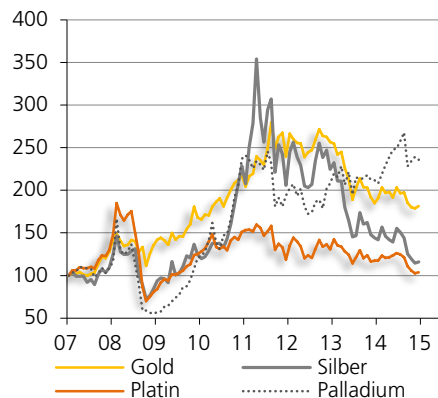
Dass eine Zentralbank Gold vorrätig hält, heißt nämlich noch nicht, dass die von ihr ausgegebene Währung nicht mehr gegenüber dem Gold auf- und abwerten wird.

Erst dann, wenn die Währung „fest“ an das Gold angebunden wird, würde sich das ändern. Würde beispielsweise der Rubel in eine vorab festgelegte physische Goldmenge eintauschbar gemacht, und bestünde das Vertrauen, dass das Einlöseversprechen verlässlich ist, würde der Rubel zu einem Goldäquivalent: Der Rubel wäre dann ein Ausdruck für eine bestimmte Feingoldmenge.

Bislang ist das aber nicht der Fall, und daher ist das Gold (und nicht der Rubel) in der aktuellen Krisensituation für die Russen (und für alle, die ungedecktes Papiergeld halten) ein „sicherer Hafen“.

Wie die Edelmetallpreise sich zueinander entwickelt haben

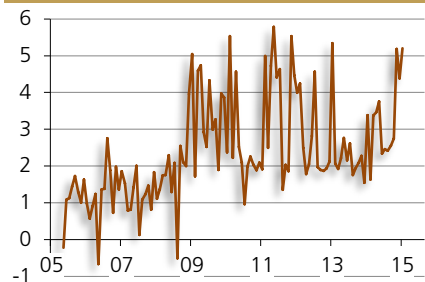
Edelmetallpreise (jeweils in USD/oz)



Quelle: Bloomberg. Januar 2007 = 100.

Relative Verteuerung des Münzgoldes in den letzten Monaten

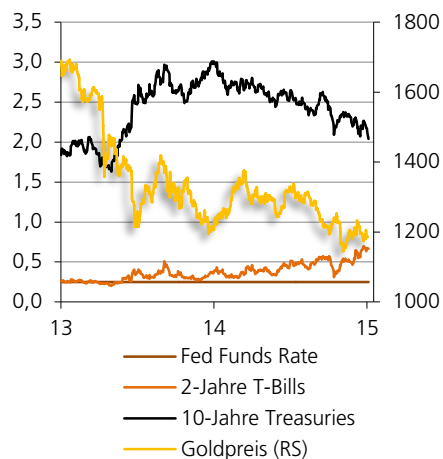
Preisprämie Krügerrand gegenüber Bullion-Preis (USD/oz) in Prozent



Quelle: Thomson Financial, eigene Berechnungen.

Steigende Zinsen haben den Goldpreis gedämpft

US-Zinsen in Prozent und Goldpreis (USD/oz)



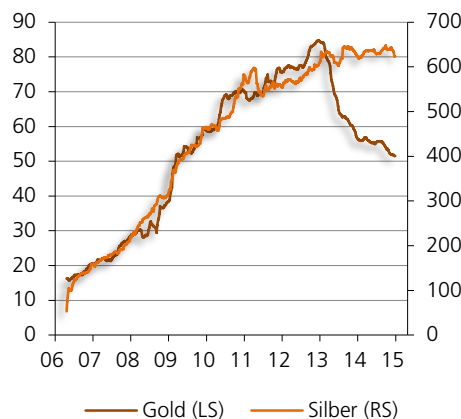
Quelle: Thomson Financial.

Edelmetalle

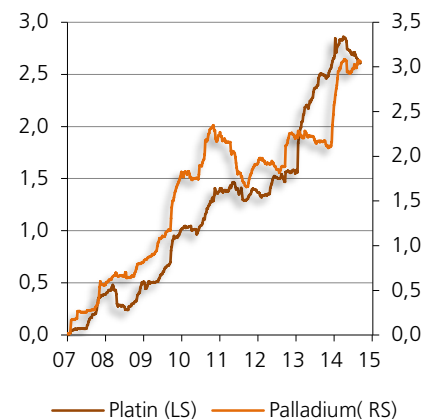
Die gesamte Jahresnachfrage nach Palladium kommt zu etwa 70 Prozent aus der Automobilindustrie (für Katalysatoren), bei Platin sind es immer noch etwa 40 Prozent, 34 Prozent stammen aus der Schmuckindustrie (Zahlen für 2014 nach Johnson Matthey vom November 2014). In den letzten Jahren konnte sowohl die Platin- als auch die Palladiumnachfrage nur durch Rückgriff auf überirdische Bestände vollständig bedient werden. Bei Platin (Gesamtnachfrage: 8,5 Mio./oz in 2014) lag die ‚Überschussnachfrage‘ bei etwa 1,1 Mio./oz, bei Palladium (Gesamtnachfrage: 10,5 Mio./oz) bei etwa 2,7 Mio./oz. Die Preisbildung dieser Metalle dürfte jedoch vor allem von der künftig zu erwarteten Angebots- und Nachfragesituation abhängen – und dabei wird insbesondere die erwartete konjunkturelle Lage eine bedeutsame Rolle spielen.

Investoreninteresse an Edelmetall-ETFs rückläufig

(a) Gold- und Silber-ETFs (Mio./oz)



(b) Platin- und Palladium-ETFs (Mio/oz)



Quelle: Bloomberg.

Dennoch laufen die Preise für Platin und Palladium nicht ganz unabhängig (zumindest richtungsmäßig) mit dem Goldpreis. (Eine Ausnahme war ab etwa Mitte 2012 der Palladiumpreis. Hier mögen Substitutionseffekte zwischen Platin und Palladium eine Rolle gespielt haben, die für einen fortgesetzten Preisaufrieb des Palladiums gesorgt haben. Jüngst könnte natürlich auch die Russland-Ukraine-Krise Einfluss auf den Palladiumpreis genommen haben – schließlich stammen mehr als 40 Prozent der Palladium-Jahresproduktion aus Russland.) Ähnliches gilt für den Silberpreis, der seit Herbst 2011 vor allem seine monetäre Wertkomponente eingebüßt zu haben scheint. Der Schlüssel für die Richtung der Edelmetallpreise im neuen Jahr sollte daher (wieder einmal) beim Goldpreis zu finden sein.

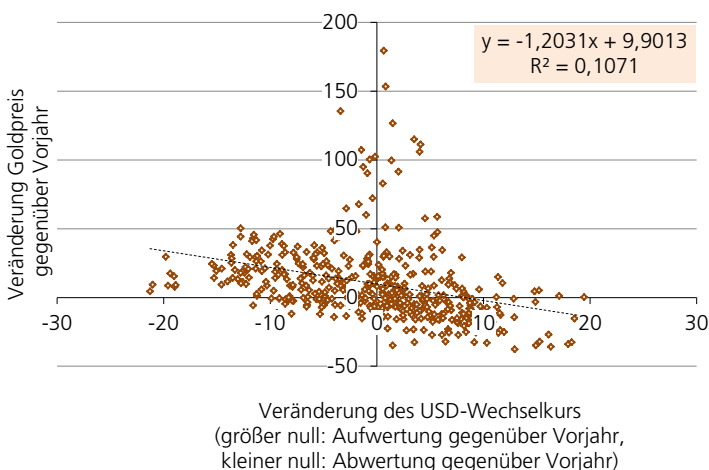
Beim Goldpreis lassen sich eine Reihe interessanter Abhängigkeiten feststellen, die helfen könnten, die künftigen Preisaussichten des gelben Metalls einzuschätzen. Ab etwa April 2013 hat sich die Erwartung in den Kapitalmärkten durchgesetzt, die US-Zentralbank werde früher oder später den Leitzins anheben. Mit den ansteigenden Lang- und Kurzfristzinsen kam der Goldpreis zusehends unter Druck. Nun boten nämlich vor allem kurzfristige US-Dollar-Anlagen wieder eine Rendite, wenn auch nur eine geringe. Das aber reichte schon aus, um die Goldnachfrage aufgrund von Absicherungs- und Investitionszwecken zu dämpfen. Seit etwa Anfang 2014 zeigt sich nun aber, dass ein Ansteigen der Kurzfristzinsen mit einem Nachgeben der Langfristzinsen einhergeht. Wie ist das zu erklären?

Die Marktakteure rechnen vermutlich damit, dass Zinserhöhungen der Fed, wenn es denn dazu kommen sollte, nur von kurzer Dauer sein werden, dass in den kommenden Jahren die Leitzinsen auf einem niedrigeren Niveau verharren oder wieder abgesenkt werden könnten. Das wäre ein günstiges Umfeld für Edelmetalle, insbesondere wenn der langfristige Realzins (also der um die Inflation bereinigte Nominalzins) niedrig bleibt. In langfristiger Betrachtung zeigt sich, dass ein absinkender Realzins mit einem steigenden Goldpreis einhergegangen ist – eine ökonomisch gesehen durchaus nachvollziehbare Entwicklung.

In der Vergangenheit hat sich gezeigt, dass eine Aufwertung des US-Dollar im Durchschnitt mit einem Rückgang des Goldpreises einhergegangen ist. Im Schnitt ging eine zehnpromtente Wechselkursaufwertung des US-Dollar mit einer zwölfprozentigen Verringerung des Goldpreises einher. Allerdings zeigte sich auch – und das ist wesentlich –, dass der Goldpreis (in USD/oz) unabhängig von der Wechselkursentwicklung in die Höhe geklettert ist: Und zwar um knapp zehn Prozent pro Jahr in der Zeit von Januar 1974 bis Dezember 2014. Darin kommt zum Ausdruck, dass der US-Dollar-Außenwert (wie übrigens auch die Zinsen) für „Schwingerungen“ des Goldpreises sorgen kann, dass aber der Trendverlauf des Goldpreises eine andere Ursache hat.

Den Trend des Goldpreises bestimmt nicht der US-Dollar

Goldpreis- und Dollar-Außenwertveränderungen in Prozent

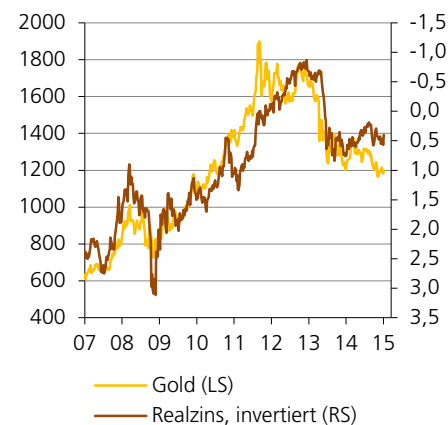


Quelle: Thomson Financial, eigene Berechnungen.
Periode: Januar 1974 bis Dezember 2014.

Die Einschätzung lässt sich folglich vertreten, dass eine Dollar-Aufwertung den Goldpreis nicht dauerhaft vermindert. Für den Trendverlauf des Goldpreises scheint uns vor allem die Geldmenge eine bedeutsame Rolle zu spielen: Weil das Ausweiten der Geldmenge durch die Zentralbanken die Kaufkraft des Geldes schmälert und das Gold langfristig seine Kaufkraft bewahrt, sollte in der langen Frist ein positiver Zusammenhang zwischen Goldpreis und Geldmenge bestehen. Seit der Freigabe des Goldpreises Anfang der 70er Jahre des vergangenen Jahrhunderts bis heute lässt sich dieser Zusammenhang näherungsweise zum Beispiel in den Vereinigten Staaten von Amerika recht gut beobachten. Zu beachten ist: Derzeit ist die Diskrepanz zwischen Goldpreis und US-Geldmenge (als Proxy) in Phasen, in der es keine Zentralbankgoldverkäufe gegeben hat, so hoch wie noch nie. Es lässt sich zwar nicht ausschließen, dass der Goldpreis nicht kurzfristig doch noch einmal nachgeben könnte. Aber vor diesem Hintergrund scheint es durchaus plausibel zu sein, dass der Goldpreis (in US-Dollar gerechnet) – und mit ihm die anderen Edelmetallpreise – bis Jahresende ansteigen.

Niedriger Realzins sollte den Goldpreis stützen

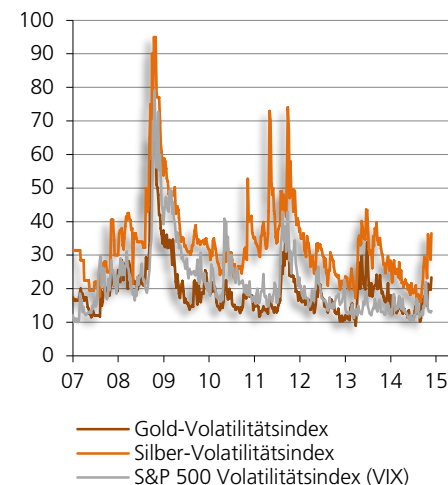
Goldpreis (USD/oz) und zehnjähriger US-Zins* in Prozent



Quelle: Thomson Financial. *Ermittelt aus inflationsindexierten US-Staatsanleihen.

Volatilität wieder merklich angestiegen

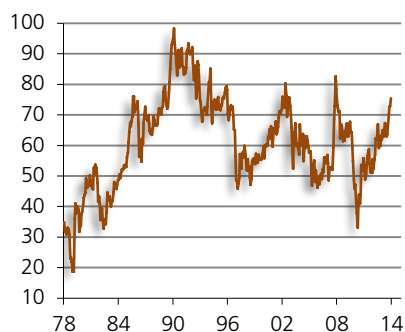
Aus Optionen ermittelte implizite Volatilitäten in Prozent



Quelle: Bloomberg.

Gold-Silberpreis-Relation als ‚Krisenindikator‘

Gold- im Verhältnis zum Silberpreis (USD/oz)



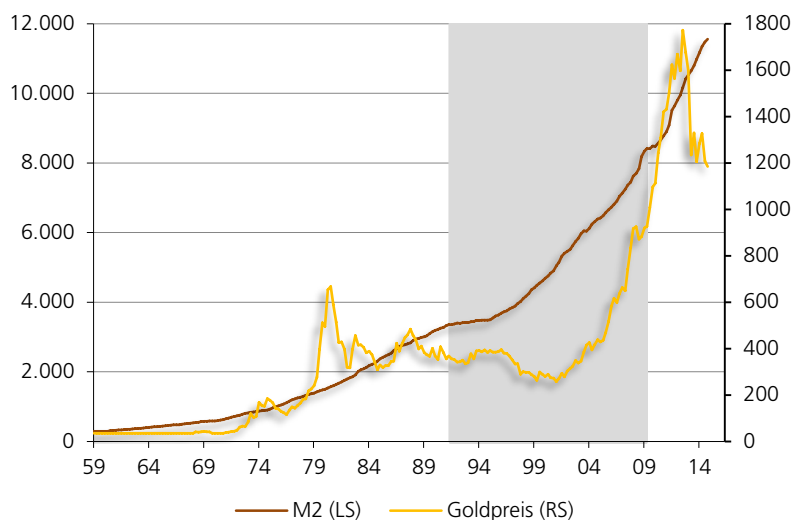
Quelle: Thomson Financial, eigene Berechnungen.

In der Vergangenheit war das Ansteigen des Goldpreises relativ zum Silberpreis häufig mit „krisenhaften“ Zuspitzungen in den Finanzmärkten verbunden. So stieg das Gold-Silberpreis-Verhältnis Mitte 2002 bis auf 80 - gewissermaßen ausgelöst durch die Erschütterungen, die das Platzen des „New Economy-Booms“ mit sich brachte. Als die „Kreditkrise“ Mitte 2007/Anfang 2008 ausbrach, stieg das Gold-Silberpreis-Verhältnis wieder an – und überstieg sogar das Niveau, das Mitte 2002 erreicht worden war.

Gleichwohl ist das Gold-Silber-Verhältnis ein Indikator, den man mit Umsicht interpretieren sollte. So stieg es von Ende der 1970er Jahre bis Anfang der 1990er Jahre stark an – weil der Silberpreis stärker nachgab als der Goldpreis; hier lag kein „Krisenfall“ vor. Daher erscheint das „Krisensignal“, das das Gold-Silberpreis-Verhältnis geben kann, eher in solchen Phasen Aufmerksamkeit zu verdienen, in denen der Goldpreis sowohl absolut als auch relativ zum Silberpreis steigt. Seit November 2014 scheint das wieder der Fall zu sein.

Langfristig sollte die Geldmenge den Goldpreistrend (mit-)bestimmen

Goldpreis (USD/oz) und US-Geldmenge M2 (Mrd. US-Dollar)



Quelle: Thomson Financial. Die grauen Flächen zeigen die Phase, in der weltweit die offiziellen Goldreserven netto abgebaut wurden.

Zusammengefasst scheinen sich die Preisaussichten für die Edelmetalle in den kommenden Monaten aufzuhellen: (1) Die Zinsen sollten auch in 2015 niedrig bleiben, beziehungsweise könnten vielerorts weiter fallen. (2) Die Zentralbanken – vor allem in Japan und im Euroraum – werden die Geldmengen weiter ausweiten. Daraus wird früher oder später ein Preisanstieg erwachsen, vermutlich wird er zunächst in den Vermögenspreisen (wie Aktien und Häuser) in Erscheinung treten, nachfolgend werden auch die Preise auf der Verbraucherstufe steigen. (3) Die Konjunktoren dürften in den kommenden Quartalen weiter in der Wachstumszone bleiben – vor allem aufgrund der tiefen Zinsen. (4) Bei all dem sollte nicht übersehen werden, dass die „Krise“ keinesfalls überwunden ist. Das „Rückfallpotenzial“ ist vielmehr groß, und Sparer und Investoren, die bislang auf Anlageformen wie Staatsanleihen, Bankeinlagen und – Bankschuldverschreibungen setzen, sollten sich bewusst sein, dass sie einem erheblichen Verlustrisiko ausgesetzt sind: durch Entwertung der Kaufkraft des Geldes oder Zahlungsausfälle beziehungsweise Schuldenschnitte.

Angesichts nach wie vor zunehmender Probleme in der internationalen Kredit- und Geldarchitektur empfehlen wir Anlegern zu Absicherungszwecken, einen Teil ihres Portfolios in Gold zu halten. Zudem scheint – mit Blick auf die Bewertungen in den Finanzmärkten – der Goldpreis nicht mehr „teuer“ zu sein und auch aus diesem Grund für steigende Edelmetallpreise zu sprechen. Für den Anleger im Euroraum kommt die Währungsentwicklung hinzu: Eine fortgesetzte Abwertung des Euro, insbesondere gegenüber dem US-Dollar, würde zugunsten der Edelmetallhalter verlaufen.

Edelmetallpreise, aktuell und Einschätzungen (pro Feinunze)

In US-Dollar

	Gold		Silber		Platin		Palladium	
I. Aktuell	1.262,7		17,0		1.259,9		766,8	
II. Gleitende Durchschnitte								
5 Tage	1.235,6		16,8		1.241,2		794,3	
10 Tage	1.221,1		16,5		1.228,0		794,7	
20 Tage	1.202,8		16,2		1.214,5		800,4	
50 Tage	1.197,7		16,2		1.215,4		793,5	
100 Tage	1.211,6		17,0		1.259,7		801,6	
200 Tage	1.253,5		18,4		1.359,1		821,9	
III. Einschätzungen								
	<i>Bandbreite</i>		<i>Bandbreite</i>		<i>Bandbreite</i>		<i>Bandbreite</i>	
	<i>Unten</i>	<i>Oben</i>	<i>Unten</i>	<i>Oben</i>	<i>Unten</i>	<i>Oben</i>	<i>Unten</i>	<i>Oben</i>
Q1 2015	1.160	1.270	15	18	1.150	1.290	740	840
Q2 2015	1.173	1.300	17	19	1.180	1.320	810	870
Q3 2015	1.199	1.340	18	20	1.210	1.360	800	910
Q4 2015	1.316	1.400	18	22	1.290	1.400	840	950
IV. Jahresdurchschnitte								
2012	1678		31,4		1556		648	
2013	1396		23,4		1473		725	
2014	1252		18,6		1370		805	
2015 (geschätzt)	1.270		18,6		1.275		845	

In Euro

	Gold		Silber		Platin		Palladium	
I. Aktuell	1.088,5		14,6		1.086,0		660,9	
II. Gleitende Durchschnitte								
5 Tage	1.049,6		14,3		1.054,3		674,6	
10 Tage	1.029,4		13,9		1.035,2		669,8	
20 Tage	1.000,3		13,5		1.010,0		665,3	
50 Tage	976,3		13,2		990,7		646,7	
100 Tage	967,4		13,5		1.005,2		639,9	
200 Tage	960,2		14,1		1.039,0		629,8	
III. Einschätzungen								
	<i>Bandbreite</i>		<i>Bandbreite</i>		<i>Bandbreite</i>		<i>Bandbreite</i>	
	<i>Unten</i>	<i>Oben</i>	<i>Unten</i>	<i>Oben</i>	<i>Unten</i>	<i>Oben</i>	<i>Unten</i>	<i>Oben</i>
Q1 2015	1.000	1.095	13	16	991	1.112	638	724
Q2 2015	1.056	1.171	15	17	1.063	1.189	730	784
Q3 2015	1.121	1.252	17	19	1.131	1.271	748	850
Q4 2015	1.265	1.346	18	22	1.240	1.346	808	913
IV. Jahresdurchschnitte								
2012	1.299		24,3		1.204		501	
2013	1.052		17,6		1.108		545	
2014	949		14,1		1.036		611	
2015 (geschätzt)	1.163		17,0		1.168		774	

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen. Prognosen der Degussa Goldhandel GmbH (jeweils für das Quartalsende). Schätzungen 'gerundet'.

Notizen:

Beiträge in bisher erschienenen Ausgaben

Ausgabe	Inhalt
16. Januar 2015	Ausblick 2015
19. Dezember 2014	Folgen der Russlandkrise Konjunkturrisiken nehmen zu Schweiz führt Negativzins ein Bald ohne Bargeld? Wirtschaftspolitischer Kommentar: Sorge vor Deflation Edelmetallmärkte: Zur US-Zinspolitik; Das Gold der Russen
5. Dezember 2014	Der „Illiquiditäts-Faktor“ als Krisentreiber Negativzins im Goldleihemarkt SNB im Euro-Kaufrausch Wirtschaftspolitischer Kommentar: Gutes Geld braucht freien Wettbewerb Edelmetallmärkte: Zum Gold-Silberpreis-Verhältnis
21. November 2014	Gold ist Geld Das „Japanrisiko“ steigt Der „Ur-Zins“ kann nicht negativ werden Wirtschaftspolitischer Kommentar: Zur Schweizer-Goldinitiative Edelmetallmärkte: Institutionelle halten sich (noch) zurück
7. November 2014	Öl, Gold und Zins Was man über die Schuldenwirtschaft wissen sollte Fed-Abrakadabra Wirtschaftspolitischer Kommentar: Ich sehe was, was du nicht siehst Edelmetallmärkte: Wechselkurs- versus Goldpreisbewegungen
24. Oktober 2014	Blasenwirtschaft Sorgen vor „Eurokrise 2.0“ EZB kauft ABS Wirtschaftspolitischer Kommentar: Ausweg „Währungswettbewerb“ Edelmetallmärkte: Mehr Chancen als Risiken; Schweizer Gold-Initiative
10. Oktober 2014	Tiefe Zinsen, hohe Schulden Mehr Inflation ist nicht besser Risikofaktor Japan Zurück zum Goldstandard Wirtschaftspolitischer Kommentar: Entparlamentarisiert Edelmetallmarkt-Bericht: US-Dollar und Goldpreis
26. September 2014	Der Goldpreis und der Spuk steigender Zinsen Chinas Wirtschaft schwächt sich ab Weltbevölkerung steigt stärker an Wirtschaftspolitischer Kommentar: Kein Entkommen aus der Tiefzinspolitik Edelmetallmarkt-Bericht: Gegenwind
12. September 2014	QE XXL Schock aus Schottland Wirtschaftspolitischer Kommentar: Talfahrt des Euro Edelmetallmarkt-Bericht: Zinserwartungen drücken Edelmetallpreise
29. August 2014	Dollar-Dominanz Zinswende bleibt aus. Gut für Gold. EZB will mehr Inflation Wirtschaftspolitischer Kommentar: Kredit und Vertrauen Edelmetallmarkt-Bericht: Goldanleihe
15. August 2014	Was die Euro-Bankenabwicklung wirklich bedeutet Warnsignale für die Konjunktur Zins, Inflation, Realzins Wirtschaftspolitischer Kommentar: Venezuelas Hochinflation Edelmetallbericht: Über das „Silberfixing“ und die Goldnachfrage
1. August 2014	Gold, nicht ungedecktes Papiergeld, verdient Vertrauen Amerikanische Behörde besorgt vor „Runs“ auf Geldmarktfonds Wirtschaftspolitischer Kommentar: Das Feigenblatt-Alibi der EZB Edelmetallmarkt-Bericht: Fed-Politik eröffnet Chancen für Edelmetalle

Der *Degussa Marktreport* ist zu beziehen unter:

www.degussa-goldhandel.de/de/marktreport.aspx

Alle bisherigen Ausgaben des Degussa Marktreports stehen dort auch zum Download zur Verfügung.

Disclaimer

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung ist Degussa Goldhandel GmbH, Frankfurt am Main, verantwortlich. Die Verfasser dieses Dokuments bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigenen Einschätzungen genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird. Der (bzw. die) in dieser Ausarbeitung genannte(n) Analyst(en) sind nicht bei der FINRA als Research-Analysten registriert/qualifiziert und unterliegen nicht der NASD Rule 2711.

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von in diesem Dokument genannten Edelmetallen und Wertpapieren beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die von der Degussa Goldhandel GmbH als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Die Degussa Goldhandel GmbH übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck.

Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinungen der Degussa Goldhandel GmbH wider. Die Degussa Goldhandel GmbH ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.


Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den positiven Anlageertrag einer in diesem Dokument beschriebenen Einschätzung kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass in diesem Dokument genannte Prognosen aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die von der Degussa Goldhandel GmbH oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

Weder die Degussa Goldhandel GmbH noch ihre Geschäftsleitungsorgane, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen.


Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, soweit sie in diesem Dokument aufgenommen werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch die Degussa Goldhandel GmbH. Die Degussa Goldhandel GmbH übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugänglichen Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen.

Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Degussa Goldhandel GmbH auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten. Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.

Impressum

Der Marktreport erscheint 14-tägig freitags und ist eine kostenlose Serviceleistung der Degussa  Goldhandel GmbH

Redaktionsschluss dieser Ausgabe: 16. Januar 2015

Herausgeber: Degussa  Goldhandel GmbH, Kettenhofweg 29, 60325 Frankfurt, Tel.: (069) 860068-0, Fax: (069) 860068-222

E-Mail: info@degussa-goldhandel.de, Internet: www.degussa-goldhandel.de

Redaktion: Dr. Thorsten Polleit, Julia Kramer

Degussa Marktreport ist im Internet abrufbar unter: <http://www.degussa-goldhandel.de/de/marktreport.aspx>

An- und Verkaufsniederlassungen:

Frankfurt (Ladengeschäft): Kettenhofweg 29 · 60325 Frankfurt
Telefon: +49-69-860 068 – 100 · frankfurt@degussa-goldhandel.de

Berlin (Ladengeschäft): Fasanenstraße 70 · 10719 Berlin
Telefon: +49-30-8872838 – 0 · berlin@degussa-goldhandel.de

Hamburg (Ladengeschäft): Ballindamm 5 · 20095 Hamburg
Telefon: +49-40-329 0872 – 0 · hamburg@degussa-goldhandel.de

Hannover (Ladengeschäft): Theaterstraße 7 · 30159 Hannover
Telefon: +49-511-897338 – 0 · hannover@degussa-goldhandel.de

Köln (Ladengeschäft): Gereonstraße 18-32 · 50670 Köln
Telefon: +49-221-120 620 – 0 · koeln@degussa-goldhandel.de

München (Ladengeschäft): Promenadeplatz 12 · 80333 München
Telefon +49-89-1392613 – 18 · muenchen@degussa-goldhandel.de

München (Altgold-Zentrum): Promenadeplatz 10 · 80333 München
Telefon +49-89-1392613 – 10 · muenchen-altgold@degussa-goldhandel.de

Nürnberg (Ladengeschäft): Prinzregentenauer 7 · 90489 Nürnberg
Telefon: +49-911-669 488 – 0 · nuernberg@degussa-goldhandel.de

Pforzheim (Scheideanstalt): Freiburger Straße 12 · 75179 Pforzheim
Telefon: +49-7231-58795 – 0 · pforzheim@degussa-goldhandel.de

Stuttgart (Ladengeschäft): Kronprinzstraße 6 · 70173 Stuttgart
Telefon: +49-711-305893 – 6 · stuttgart@degussa-goldhandel.de

Zürich (Ladengeschäft): Bleicherweg 41 · 8002 Zürich
Telefon: +41-44-40341 10 · zuerich@degussa-goldhandel.ch

London Sharps Pixley Ltd (Mitglied der Degussa  Gruppe)
1 Berkeley Street · Mayfair · London W1J 8DJ
Telefon +44-207 871 0532 · www.sharpspixley.com

Degussa 

GOLD UND SILBER.

Zentrale Frankfurt

Kettenhofweg 29 · 60325 Frankfurt

Telefon: +49-69-860 068 – 0 · info@degussa-goldhandel.de