



## UNSER TOP-THEMA

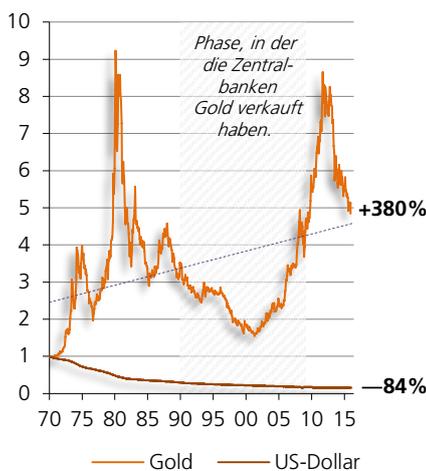
# Wachstum lahmt, Risiken steigen

### Zusammenfassung:

*„Ohne den Goldstandard gibt es keine Möglichkeit, die Ersparnisse vor der Enteignung durch Inflation zu schützen. ... Kreditfinanzierte Staatsausgaben sind schlicht und ergreifend ein System zur „versteckten“ Enteignung von Vermögen. Gold steht diesem hinterhältigen Prozess im Weg. Es steht für den Schutz des Eigentums. Wer das begriffen hat, versteht auch die Feindschaft der Etatisten gegen den Goldstandard.“*

—Alan Greenspan (\*1926), Gold and Economic Freedom, 1966 (eigene Übersetzung).

**Gold erhält seine Kaufkraft langfristig, ungedecktes Papiergeld nicht**  
Kaufkraft eines US-Dollar und einer Feinunze Gold\*



Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen; Verzinsung des US-Dollar nicht berücksichtigt. \*Gemessen anhand der amerikanischen Konsumentenpreise.

- ▶ Die Weltwirtschaft zeigt zwar Schwäche, aber sie wird vermutlich auch in 2016 expandieren.
- ▶ Die wirtschaftliche Entwicklung in China könnte noch zu einer ernststen Störquelle für die Weltkonjunktur werden.
- ▶ Die expansiven Geldpolitiken halten die Konjunkturen in Gang. Sie sorgen dabei jedoch für Fehlentwicklungen, die neue Krisen verursachen werden.
- ▶ Der Verfall der Rohstoffpreise – als Folge von Überkapazitäten – übt einen starken Abwärtsdruck auf die Verbraucherpreise aus ...
- ▶ ... und führt zu einer folgenreichen Einkommensumverteilung: Konsumenten-Länder gewinnen, Produzenten-Länder verlieren.
- ▶ Die „Zinswende“, auf die viele Anleger hoffen, lässt auf sich warten (wie S. Becketts „Godot“). Die Zentralbanken halten die Zinsen niedrig, ...
- ▶ ... und es ist sogar damit zu rechnen, dass die Politik des Negativzinses noch aggressiver eingesetzt wird - zum Leid der Sparer.
- ▶ Im globalen Finanz- und Wirtschaftssystem bauen sich weiter Risiken auf. Gold ist eine Versicherung mit Preissteigerungspotential gegen die Folgen.
- ▶ In 2016 schätzen wir den jahresdurchschnittlichen Goldpreis auf 1.145 USD/oz, den jahresdurchschnittlichen Silberpreis auf 14,6 USD/oz.

### Herausforderungen für Anleger

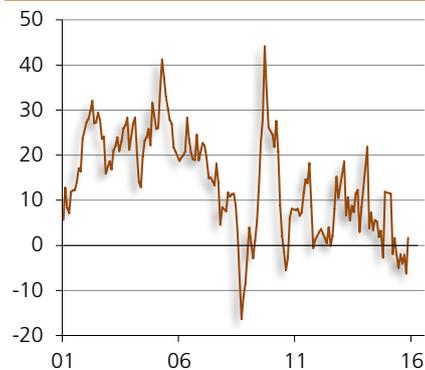
Das Jahr 2016 hat für die Anleger mit Paukenschlägen begonnen: Die Rohstoffpreise sind stark rückläufig, und insbesondere die Rohölpreise fallen auf Niveaus, die zuletzt in 2002 zu beobachten waren.<sup>1</sup> Die Regionen im Mittleren und Nahen Osten werden dadurch wirtschaftlich besonders schwer getroffen - und das dürfte die ohnehin instabilen Verhältnisse weiter dramatisieren. Europa - noch arg geschwächt von der schwelenden Eurokrise - sieht sich jetzt mit einer nie dagewesenen Flüchtlingsflut konfrontiert und wird zudem auch noch heimgesucht von einer neuen Dimension des Terrors. Die Konjunkturverlangsamung in China - der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt - befördert nun die Sorge vor einer weltweiten Wirtschaftsabschwächung.

Es ist also kein einfaches Umfeld für Anleger, die sich ohnehin schon in einem schwierigen Umfeld zurechtfinden müssen, weil die Zentralbanken die Zinsen auf Rekordtiefstände gedrückt haben. Die Folgen sind weitreichend. Traditionelle Sparformen wie Bankeinlagen und kurzlaufende Anleihen werfen de facto keine Rendite mehr ab - beziehungsweise sind nach Abzug der Teuerungsrate vielfach zum Verlustgeschäft geworden. Gleichzeitig verzerrt der künstlich niedrig gedrückte Zins, für den die Zentralbanken sorgen, im Grunde alle Preise in der

<sup>1</sup> Unsere Einschätzungen für das Jahr 2015, veröffentlicht am 16. Januar 2015, finden Sie [hier](#).

**Überkapazitäten in vielen Sektoren führen zu Produktionseinschränkung**

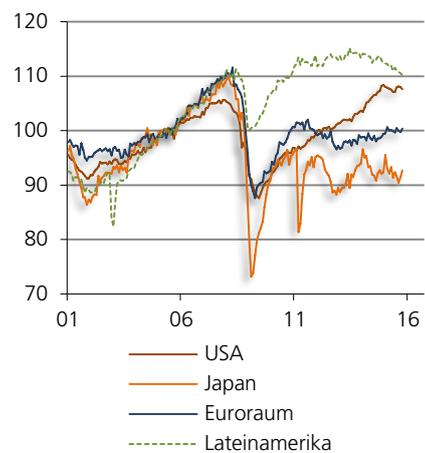
Chinas Stahlproduktion, Jahresveränderung in Prozent



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen.

**Weltweit erholt sich die Industrieproduktion nur langsam**

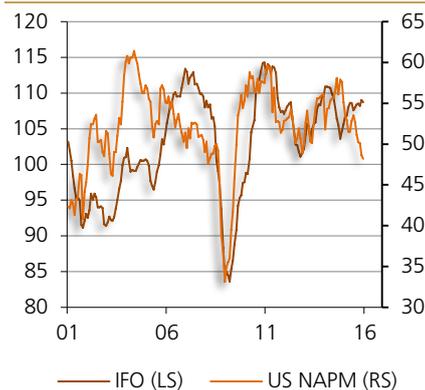
Industrieproduktion in ausgewählten Regionen\*



Quelle: Thomson Financial. Januar 2005 = 100.

**Die US-Konjunktur gibt derzeit ein Ermüdungssignal**

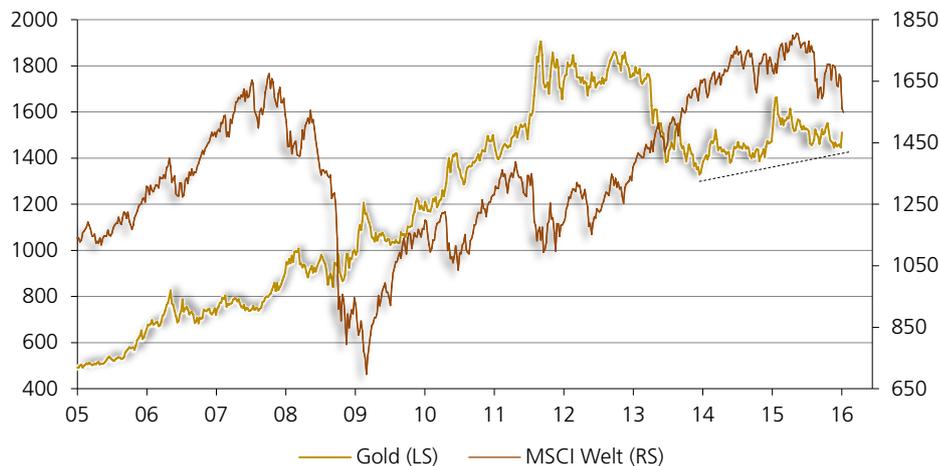
US-Einkaufsmanagerindex und deutscher IFO-Index



Quelle: Thomson Financial.

Volkswirtschaft. Er bläht die Finanzmarktpreise auf. Und er sorgt für einen instabilen „Scheinaufschwung“, der Kapitalfehlenkungen bewirkt und früher oder später wieder eine „harte Landung“ bringen wird.

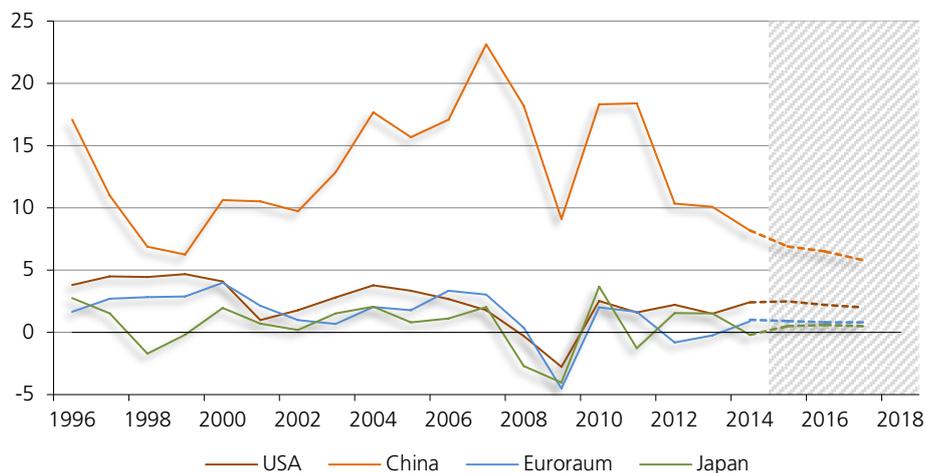
**Der „Weltgoldpreis“ steigt seit Anfang 2014**  
„Welt-Goldpreisindex“\* und Weltaktienmarktindex „MSCI Welt“



Quelle: Bloomberg. \*Ermittelt aus Goldpreis (USD/oz) und handelsgewichtetem Außenwert des US-Dollar. Der September 2011 wurde auf 1.900 indiziert (hier erreichte der US-Dollar-Preis des Goldes seinen bisherigen Höchststand von 1.900 pro Feinunze).

Im Folgenden sollen einige Entwicklungen näher betrachtet und bewertet werden, die - wie wir meinen - für Anleger von besonderer Bedeutung sein werden. Es wird deutlich werden, dass es nicht nur „Schatten“, sondern auch „Licht“ in der Weltwirtschaft gibt. Unsere Analyse zeigt, dass eine Wiederholung der Krise à la 2008/2009 - ein Rückfall der Weltwirtschaft in einen heftigen „Bust“ - nicht sehr wahrscheinlich ist. Zwar gibt es Zeichen der Konjunkturverlangsamung - nicht nur in China, sondern beispielsweise auch in den Vereinigten Staaten -, aber die Niedrigzinspolitiken der Zentralbanken, verbunden mit dem Monetisieren der Schulden, wirken einem Einbruch von Produktion und Beschäftigung entgegen. Die Kehrseite dieses Szenarios ist, dass die Volkswirtschaften unter dieser Politik nicht etwa „gesunden“, wie vielfach zu hören ist, sondern dass durch sie notwendige Reformen und Bereinigungen im Wirtschafts- und Finanzsystem abgeschwächt, verschleppt oder sogar verschlimmert werden.

**Aussicht auf verhaltenes Wirtschaftswachstum**  
Wirtschaftswachstum, real, Jahresraten in Prozent



Quelle: Thomson Financial; eigene Schätzungen. Ab 2015 geschätzt bis 2017.

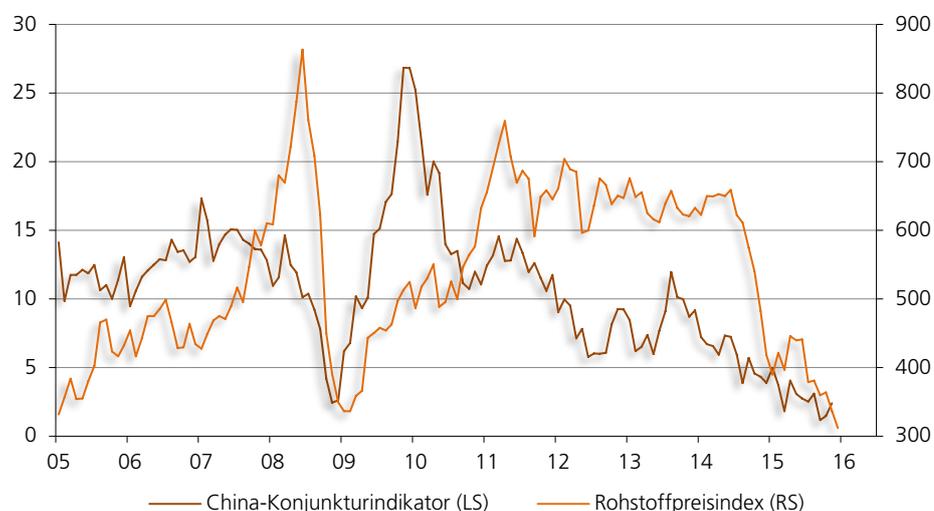
## Störfuer aus China

Chinas Wirtschaft lahmt. Das ist zum einen nicht überraschend. Denn mit dem steigenden Entwicklungsgrad der Volkswirtschaften nimmt meist auch ihr (Trend-)Wachstum ab. Allerdings folgt die Konjunkturverlangsamung, die in China um sich greift, auf einen fulminanten „Kreditboom“, in der die Wirtschaft angeheizt wurde durch das starke Vermehren der Kredit- und Geldmengen. Das erhöht wiederum die Gefahr, dass China einer „harten Landung“ entgegenläuft. In jedem Falle ist die lahrende Konjunktur in China folgenreich für die Weltwirtschaft. Denn China ist mittlerweile zur weltweit zweitgrößten Volkswirtschaft aufgestiegen, und zusehends eng in die internationale Arbeitsteilung und den Güterhandel integriert.

Zudem sind die Chinesen die bedeutendsten Nachfrager auf den internationalen Rohstoffmärkten. Die Konjunkturschwäche in China verdunkelt daher Aussichten für alle Regionen, die ihre Waren nach China exportieren. Dazu zählen beispielsweise Autobauer und Produzenten von Investitionsgütern in Deutschland beziehungsweise Europa. Vor allem aber leiden unter der chinesischen Konjunkturschwäche die Rohstoff exportierenden Regionen der Welt: ihnen brechen sprichwörtlich die Einnahmen weg. Bleiben die Rohstoffpreise niedrig, ist ihr „Geschäftsmodell“ in Frage gestellt. Doch der Verfall der Rohstoffpreise hat nicht nur negative, sondern auch positive Seiten.

### Lahrende Konjunktur in China lässt Rohstoffpreise verfallen

Chinesischer Konjunkturindikator\* und S&P Rohstoffpreisindex\*\*

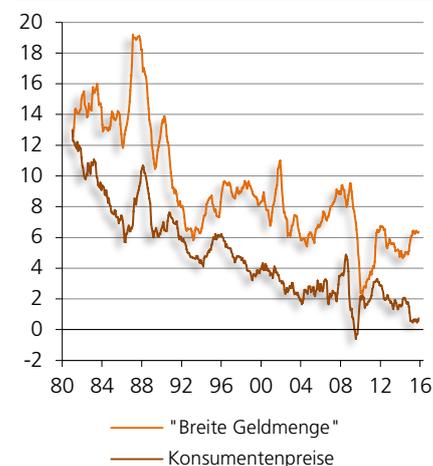


Quelle: Thomson Financial. \*"Li Ke Qiang Index. \*\*In US-Dollar.

In den Ländern, die Rohstoffe importieren beziehungsweise die sie verbrauchen, sinken die Kosten: Für Unternehmen und Verbraucher wirken niedrige Rohstoffpreise quasi wie eine Steuersenkung, die die verfügbaren Einkommen steigen lässt. Langfristig gesehen ist der Rohstoffpreisverfall zweifelsohne positiv - der Wohlstand baut darauf auf, dass das Angebot von Gütern steigt und ihre Preise sinken. Kurzfristig ist der „Netto-Effekt“ des Rohstoffpreisverfalls jedoch weniger eindeutig. Er führt zu einer weltweiten Einkommens- und Vermögensumverteilung. In den Rohstoff produzierenden Regionen kann es zu wirtschaftlicher und politischer Instabilität führen. Zu denken wäre an dieser Stelle beispielsweise an die Länder im Nahen und Mittleren Osten, denen angesichts der fallenden Rohölpreise die Einkommen verloren gehen - und beispielsweise neue Wanderungsbelegungen nach Kerneuropa auslösen.

### Eine weltweite Deflation zeichnet sich derzeit nicht ab

„Breite Geldmenge“ in der OECD und Inflation der Konsumentenpreise, Jahresveränderungen in Prozent

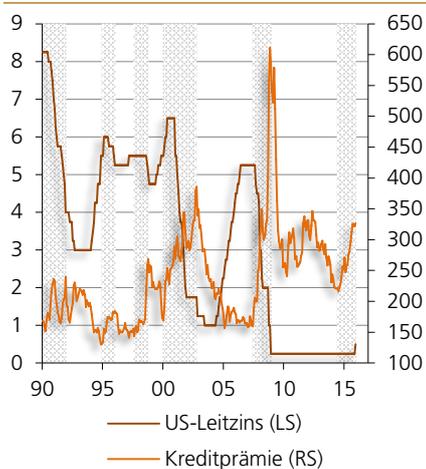


Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen.

Die sinkenden Rohstoffpreise werden die offiziellen Inflationszahlen stark herabdrücken. Sie können hier und da sogar negativ werden. Das bedeutet jedoch noch keine „Deflation“. Sinken die Preise für zum Beispiel Rohstoffe, steigt die Kaufkraft der Konsumenten und Unternehmen: Sie müssen nunmehr weniger bezahlen als vorher und können ihre Ausgaben für andere Käufe erhöhen. Dies wiederum wird die Preise der Güter ansteigen lassen, die zusätzlich nachgefragt werden. Es kommt folglich zu einer Veränderung der relativen Preise in der Volkswirtschaft. Dass alle Preise dauerhaft absinken, ist nur denkbar, wenn die Geldmenge schrumpft (beziehungsweise die Geldnachfrage das Geldangebot übersteigt). Dies geschah beispielsweise in der „Großen Depression“ von 1929 - 1933. Aufgrund von Bankzusammenbrüchen lösten sich Bankguthaben sprichwörtlich in nichts auf. Im ungedeckten Papiergeldsystem ist eine Deflation grundsätzlich möglich - und zwar dann, wenn es zu einer Netto-Rückzahlung der Bankkredite kommt. Dann nämlich schrumpft die Geldmenge - und wenn das fortgesetzt geschieht, werden auch die Güterpreise absinken. Einer solchen Entwicklung arbeiten die Zentralbanken entgegen - mit extremen Niedrigzinsen und dem Ausweiten der (Basis-)Geldmengen.

### Die Wahrscheinlichkeit, dass US-Zinsen weiter steigen, ist gering

US-Leitzins in Prozent und Kreditprämie in Basispunkten\*



Quelle: Thomson Financial. \*BBB-Anleihen minus US-Staatsanleiherendite. \*Abstand zwischen BBB- und Staatsanleihen in den USA. 100 Basispunkte = 1 Prozentpunkt.

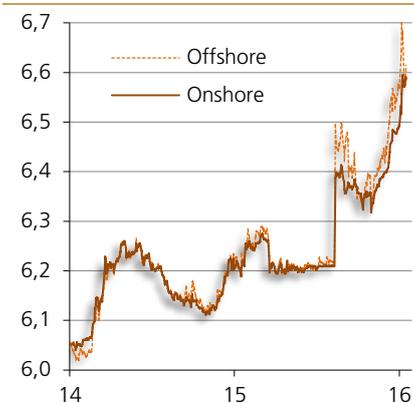
In obiger Grafik markieren die grauen Flächen Phasen steigender Kreditprämien. Es waren Phasen, in denen es Konjunkturprobleme und/ oder Finanzmarktkrisen gab. Stiegen die Kreditprämien an, hatte die US-Zentralbank (Fed) daraufhin in der Regel die Zinsen gesenkt. Seit Mitte 2014 steigen die Kreditprämien nun wieder an. Dass die Fed im Dezember 2015 den Leitzins erhöht hat, ist also sehr außergewöhnlich. Es stellt sich vor allem auch die Frage, ob dieser Zinsschritt von weiteren gefolgt werden wird, oder ob die Fed die anvisierten Zinsanhebungen aussetzt und den Märkten in Aussicht stellt, weitere Zinserhöhungen werde es erst in entfernter Zukunft geben. Wir denken ohnehin, dass eine „Zinswende“ ausbleibt, dass die Zinsanhebungen der Fed, sollten wirklich weitere erfolgen, insgesamt so gering ausfallen werden, dass die Langfristzinsen nicht ansteigen werden beziehungsweise sogar wieder fallen können. Angesichts der jüngsten Aktienmarkturbulenzen und vor allem der ansteigenden Kreditprämien scheint das „Zeitfenster“, in dem Zinsanhebungen möglich gewesen wären, wieder geschlossen zu sein. Diese Erwartungshaltung scheint sich mittlerweile auch in den US-Zinsmärkten zu verbreiten. Die 2- und 10-jährigen Renditen der Staatsanleihen sind mittlerweile wieder auf dem Rückzug, signalisieren also, dass weitere Zinsanhebungen in 2016 unwahrscheinlicher geworden sind.

### Abwertungsdruck auf den Renminbi nimmt zu

(a) Offizielle Währungsreserven in Mrd. US-Dollar



(a) Wechselkurs des Renminbi gegenüber US-Dollar



Quelle: Thomson Financial, Bloomberg.

Von besonderer Bedeutung für die Weltwirtschaft ist Chinas Wechselkurspolitik. Es ist aus unserer Sicht wahrscheinlich, dass der Außenwert des Renminbi weiter abwertet, um die heimische Wirtschaft zu stützen. Schon seit Mitte 2014 fallen die chinesischen Währungsreserven. Ein Indiz dafür, dass die chinesische Zentralbank die eigene Währung stützt, indem sie US-Dollar verkauft und Renminbi aufkauft. Der Grund: Der Renminbi ist unter Abwertungsdruck. Kapital wird aus China abgezogen, doch China stemmt sich noch gegen eine allzu rasche Abwertung. Die Erfahrung in vielen anderen Ländern hat jedoch gezeigt, dass politische Versuche, mittels Devisenmarkt eingriffen die Abwertung der eigenen Währung zu verhindern, früher oder später scheitern. Es wäre verwunderlich, wenn China hier eine Ausnahme darstellen sollte.

Wertet sich die chinesische Währung weiter ab, verbessert sich natürlich schlagartig die preisliche Wettbewerbsfähigkeit chinesischer Güter gegenüber den Angeboten aus zum Beispiel den Vereinigten Staaten von Amerika, Europa, Japan und Lateinamerika. Die Produzenten in den letztgenannten Regionen müssten, um ihre Marktstellung zu erhalten, Kosteneinsparungen vornehmen (beispielsweise die Beschäftigtenzahl verringern oder Löhne senken) und/oder die Produktivität erhöhen. Die Abwertung der chinesischen Währung würde folglich einen mitunter starken (weiteren) Preisabwärtsdruck in die Weltwirtschaft hineinragen.

In stark verschuldeten Volkswirtschaften - hierzu zählen die Vereinigten Staaten von Amerika, der Euroraum und Japan - wäre ein Rückgang der Preise auf breiter Front alles andere als willkommen. Denn dadurch verschlechtert sich die finanzielle Lage der Schuldner: Ihre nominalen Einkommen schrumpfen, während ihre nominalen Schulden unverändert bleiben. Ein Preisrückgang würde daher als „Gefahr“ angesehen und Rufe würden laut, die Zentralbanken sollen doch gegen den Preisverfall - gegen eine „zu niedrige Inflation“ - vorgehen. Die staatlichen Geldbehörden werden sich diesen Aufforderungen nicht verschließen und sich nicht von der Niedrigzinspolitik abkehren (können), beziehungsweise sie vermutlich noch weiter verschärfen.

### Die (un-)heilvolle Rolle der Zentralbanken

Die US-Zentralbank (Fed) hat zwar im Dezember 2015 den Leitzins auf nunmehr 0,5 Prozent angehoben. Doch sind Zweifel anzumelden, ob damit tatsächlich die „Zinswende“ eingeleitet ist. Die nach wie vor niedrige Teuerungsrate nimmt den Befürwortern weiterer Zinserhöhungen den Wind aus den Segeln. Vor allem ist zu beachten, dass die US-Wirtschaft so ohne Weiteres keine höheren Zinsen aus-

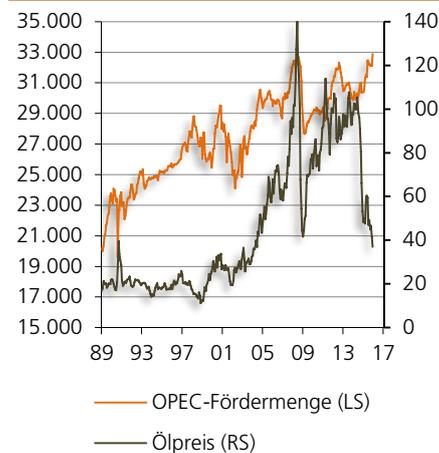
halten kann, ohne dass dadurch Wachstum und Beschäftigung leiden. Das zeigt sich bereits an den steigenden Kreditprämien, die eine Verschlechterung der Kreditmarktkonditionen signalisieren. In solchen Phasen zieht die Fed die Zinszügel nicht an - wie die Vergangenheit deutlich gezeigt hat.

In Japan sind keinerlei Anzeichen zu erkennen, dass die japanische Zentralbank sich von ihrer Nullzinspolitik abkehren und von ihren Anleihekäufen ablassen könnte. Derzeit kauft die Bank von Japan Wertpapiere jährlich in Höhe von 80 Billionen Yen (das entspricht etwa 661 Mrd. US-Dollar). Schreitet sie auf dem eingeschlagenen Pfad weiter voran, wird sie bis Ende 2016 allein etwa 43 Prozent der japanischen Staatsanleihen aufgekauft haben. Auch die chinesische Zentralbank ist bereits auf Expansion eingeschwenkt: Seit Ende 2014 hat die Peoples' Bank of Japan bereits sechs Mal die Leitzinsen gesenkt. Dass eine weitere Abwertung des Renminbi-Außenwertes mit weiteren Zinssenkungen begleitet sein würde, ist wahrscheinlich.

Im Euroraum steht die Europäische Zentralbank (EZB) bereits in den Startlöchern, um ihre Geldpolitik weiter zu lockern. Vermutlich wird die Bank ganz einfach noch mehr von dem tun, was sie bisher getan hat - also den Einlagenzins (der bereits -0,3 Prozent beträgt) noch weiter in den Negativbereich drücken und auch ihre Anleihekäufe noch weiter ausdehnen (betragsmäßig und/oder zeitlich). Wie sich aus dem jüngsten Sitzungsprotokoll des EZB-Rates entnehmen lässt, gibt es Ratsmitglieder, die bereits auf eine weitere Lockerung drängen. Eine solche Geldpolitik scheint vor allem angesichts der zunehmenden politischen Probleme in Europa unausweichlich. Die Bilanzvolumen der Zentralbanken- und Geschäftsbanken wachsen in den Vereinigten Staaten von Amerika, im Euroraum, in China, Japan und der Schweiz (siehe hierzu die Grafiken auf Seite 6). Ausnahme bildet allein Großbritannien.

**Fallender Ölpreis - vor allem getrieben durch Angebotsüberschuss**

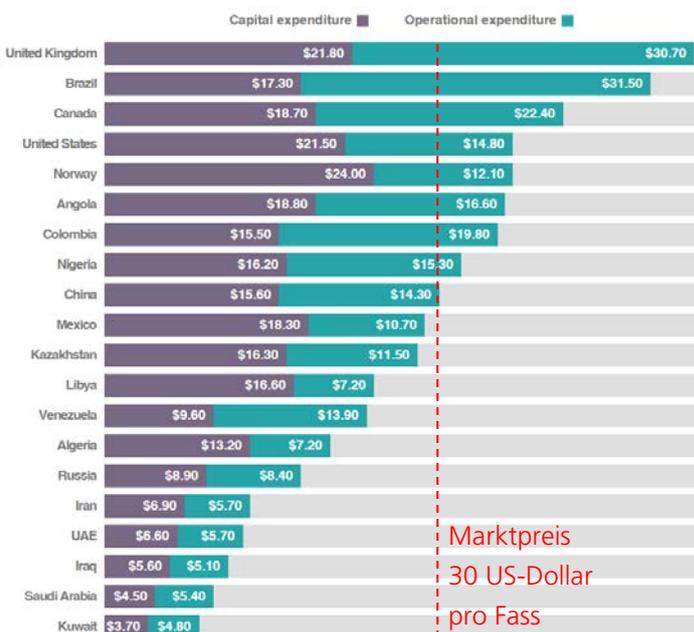
OPEC-Ölförderung (1000 Fass/Tag) und Ölpreis in US-Dollar\*



Quelle: Bloomberg. \*Sorte "West Texas Intermediate".

Das weltweite Wirtschaftswachstum hat - angeführt von China - merklich nachgelassen. Die damit verbundene Nachfrage hat zu einem Rückgang der Rohstoffe und insbesondere Ölpreise beigetragen. Die dramatisch gefallen Ölpreise haben viele Förderländer hart getroffen: Ihre Einkommen aus dem Ölgeschäft sind rasant geschwunden. Um den Einkommensverfall zu verhindern, haben daraufhin viele Förderländer ihre Fördermengen ausgeweitet. Es kommt zu einem Angebotsüberschuss, der die Ölpreise noch weiter herabdrückt. Wo kommt dieser Prozess zum Stillstand? Unter solchen Bedingungen können die Ölpreise theoretisch auf die variablen Produktionskosten, die *Grenzkosten*, der effizientesten Förderländer fallen, langfristig können sie jedoch nicht unter den gesamten Produktionskosten bleiben.

**Übersicht: Ölförderkosten in US-Dollar pro Fass nach Regionen**



Quelle: UCube by Rystad Energy; CNN.

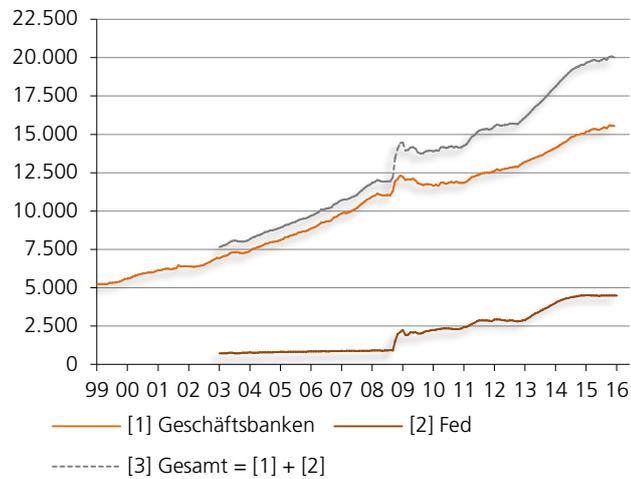
**Rohölproduktion weltweit**

	Millionen Fass pro Tag	Anteil an der Weltproduktion in Prozent
Großbritannien	0,9	0,9
Brasilien	2,3	2,9
Kanada	4,3	7,9
USA	11,6	12,3
Norwegen	1,9	2,0
Angola	1,7	2,0
Colombia	1,0	1,2
Nigeria	2,4	2,7
China	4,2	5,0
Mexiko	2,8	3,2
Kasachstan	1,7	1,9
Lybien	0,5	0,6
Venezuela	2,7	3,3
Russland	10,8	12,7
Iran	3,6	4,0
VAE	3,7	4,0
Irak	3,3	3,8
Saudia Arabien	11,5	12,9
Kuwait	3,1	3,6
Rest	14,7	13,1
<b>Welt</b>	<b>88,7</b>	<b>100</b>

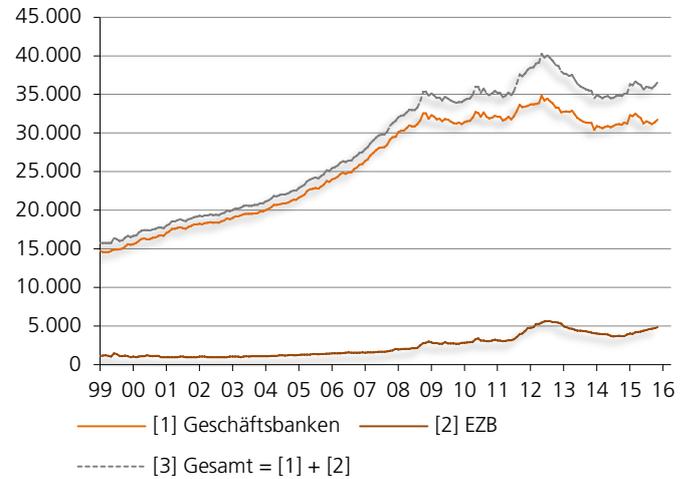
Quelle: BP Statistical Review of World Energy, Juni 2015.

## Weltweite Liquiditätsentwicklung

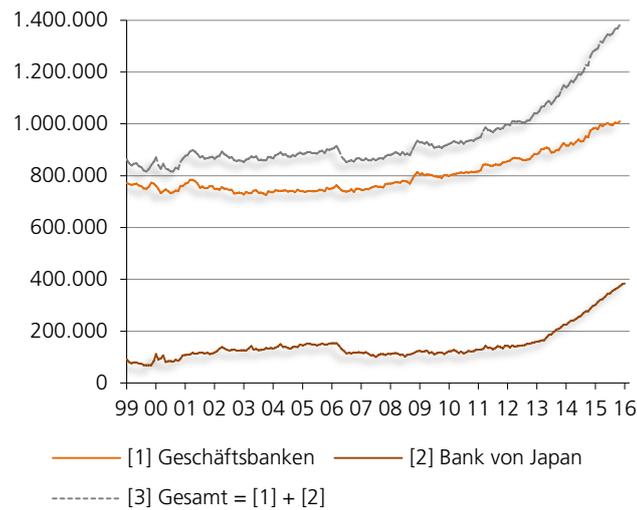
(a) USA, Mrd. US-Dollar



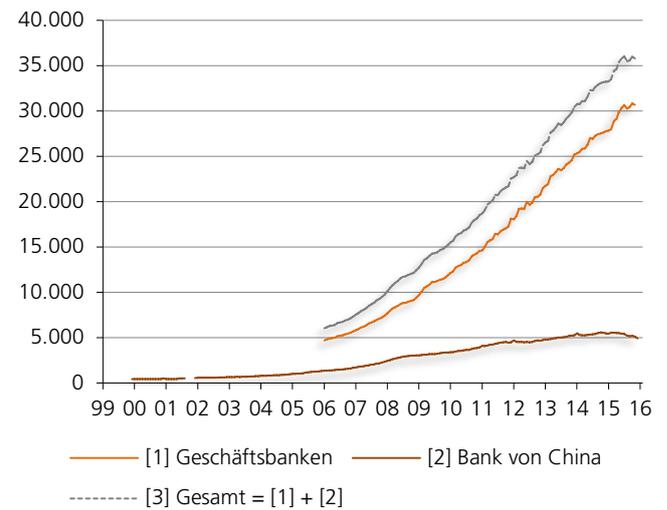
(b) Euroraum, Mrd. Euro



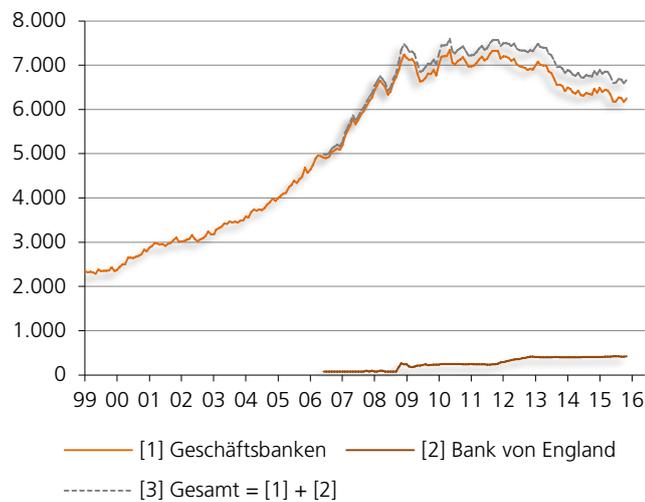
(c) Japan, Mrd. Yen



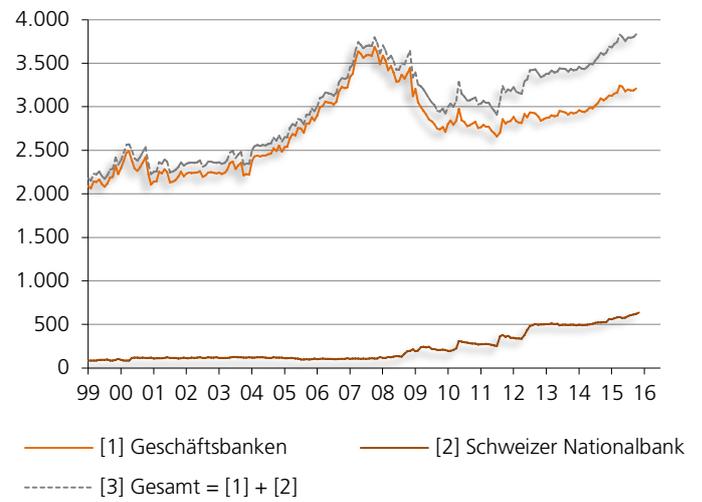
(d) China, Mrd. US-Dollar



(e) Großbritannien, Mrd. Pfund



(f) Schweiz, Mrd. Franken



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen.

## Exkurs: Hyperinflation - ein finsternes Lehrstück

Wer meint, Hochinflation oder gar Hyperinflation sei etwas, das es nur in der Währungsgeschichte gibt, muss sich eines Besseren belehren lassen. Die brutale Zerstörung der Kaufkraft des Geldes ist eine leidvolle Erfahrung, die immer wieder mit dem ungedeckten Papiergeld, das in beliebiger Menge produziert werden kann, gemacht wird.<sup>2</sup> Ein aktuelles Beispiel bietet nun Venezuela. Das Land durchleidet zurzeit eine Hochinflation. Ende 2011 waren 100 Bolivar noch 1 US-Dollar wert. Mittlerweile bekommt man für sie nur noch 0,14 US-Dollar. Die heimische Inflation (wenn man den öffentlichen Zahlen Glauben schenken möchte) soll sich Ende 2015 auf mehr als 140 Prozent belaufen haben - eine Preissteigerung, die an Hyperinflation erinnert.<sup>3</sup> Eine solche Inflation fällt nicht vom Himmel, sie wird politisch gemacht. Das illustrieren die Geschehnisse um das Scheitern des sozialistischen Experiments in Venezuela nur zu deutlich. Als Hugo Chavez 1999 die Macht übernahm, nationalisierte er zunächst die heimische Ölindustrie. Der „Petro-Sozialismus“ erlaubt ihm lange an der Macht zu bleiben: Er konnte die Bevölkerung mit Ernährungs- und Gesundheitssubventionen bei Laune halten. Die um sich greifende Misswirtschaft lähmte dann jedoch schnell die verstaatlichte Ölproduktion. Als die Ölpreise zu fallen begannen, versiegten die Erträge für das Regime. Das, was noch übrig geblieben war vom Wirtschaftsleben, brach vollends zusammen.

Mangelwirtschaft war die Folge. Darauf reagierte das Regime mit Rationierung und Preiskontrollen. Unterversorgung und wachsende Kriminalität führten im Frühjahr 2014 zu öffentlichen Protesten, auf die die Regierung mit Gewalt reagierte. Oppositionelle wurden misshandelt und umgebracht. Nach einem Besuch in Venezuela wurde der ehemalige spanische Wirtschaftsminister, Felipe Gonzalez, zitiert, Augusto Pinochets Diktatur in Chile wäre respektvoller gegenüber den Menschenrechten gewesen als es das Regime unter Nicolás Maduro, Chavez Nachfolger seit 2013, sei. Bei der Wahl im Dezember 2015 errang die Opposition eine Zweidrittelmehrheit im Parlament. Maduro erließ daraufhin Notstandsgesetze, durch die die Opposition kaltgestellt wurde. Seine offenen Rechnungen finanziert das Regime mit der Notenpresse. Das ist wenig überraschend.

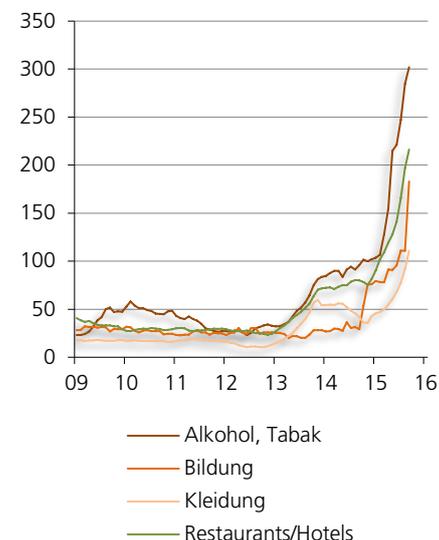
Das Inflationieren erscheint für eine Regierung - und nicht selten auch für die Regierten - meist vorteilhafter zu sein, als offen den Staatsbankrott zu erklären. Doch die volkswirtschaftlichen Kosten der Geldwertzerstörung sind immens. Inflationäres Geld erschwert das Wirtschaften, und es sorgt für eine soziale Zerrüttung und moralische Vergiftung des Gemeinwesens. Inflation trifft vor allem die Ärmsten. Sie sind nicht in der Lage, sich den Kosten der Inflation zu entziehen. Venezuela ist ein besonders düsteres Lehrstück: Es ist nämlich eine Erinnerung daran, dass sozialistische Experimente zum Scheitern verurteilt sind, und dass die Geldwertzerstörung - das ungehemmte Drucken von immer mehr Geld - gewissermaßen die letzte Stufe des sozialistischen Niedergangs ist. In einer Zeit, in der sozialistische Ideen nahezu überall auf der Welt wieder im Aufwind sind, in der die Marktkräfte durch immer mehr Staatsaktivitäten zurückgedrängt und ausgeschaltet werden, steigt natürlich auch andernorts die Gefahr, dass das ungedeckte Geld entwertet wird. Venezuela ist zwar ein extremes, aber keinesfalls ein an den Haaren herbeigezogenes Lehrstück für viele Länder der westlichen Welt - einschließlich den Ländern im Euroraum, die das Überleben ihrer Einheitswährung vom Rotieren der elektronischen Notenpresse abhängig gemacht haben.

<sup>2</sup> Siehe hierzu zum Beispiel Hanke, S. H., Krus, N. (2012), **World Hyperinflations**, Cato Institute, Working Paper, August 15.

<sup>3</sup> Es sei angemerkt, dass man üblicherweise von Hyperinflation erst dann spricht, wenn die monatliche Preissteigerung 50 Prozent übertrifft.

### Hochinflation in Venezuela - die zu Hyperinflation werden kann

Jahresinflation ausgewählter Gütergruppen in Prozent



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen.

Nun wäre es jedoch vorschnell, würde man die Gefahr einer Hyperinflation nur in der Regierungsform einer Diktatur sehen. Sie tritt auch - und gerade auch - in der Demokratie auf. So schrieb der Ökonom Ludwig von Mises (1881 – 1973) im Januar 1923,

*„daß eine Regierung sich immer dann genötigt sieht, zu inflationistischen Maßnahmen zu greifen, wenn sie den Weg der Anleihebegebung nicht zu betreten vermag und den der Besteuerung nicht zu betreten wagt, weil sie fürchten muß, die Zustimmung zu dem von ihr befolgten System zu verlieren, wenn sich seine finanziellen und allgemein wirtschaftlichen Folgen allzu schnell klar enthüllen. So wird die Inflation zu dem wichtigsten psychologischen Hilfsmittel einer Wirtschaftspolitik, die ihre Folgen zu verschleiern sucht. Man kann sie in diesem Sinne als ein Werkzeug antidemokratischer Politik bezeichnen, da sie durch Irreführung der öffentlichen Meinung einem Regierungssystem, das bei offener Darlegung der Dinge keine Aussicht auf die Billigung durch das Volk hätte, den Fortbestand ermöglicht.“*

Mises, L. v. (1923), Die geldtheoretische Seite des Stabilisierungsproblems, S. 32.

## Anhaltende Investitionsschwäche im Euroraum

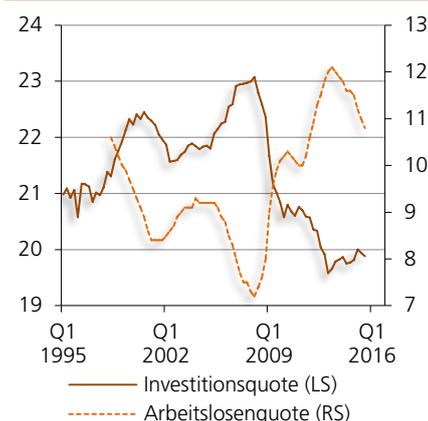
Investitionen, real, Mrd. Euro



Quelle: Thomson Financial.

## Investitionen zu gering, um Arbeitsmarkt merklich zu verbessern

Investitions- und Arbeitslosenquote in Prozent



Quelle: Thomson Financial.

## Marktbewertung der Euroraum Banken nach wie vor gering

Aktienkurse der US- und Euro-Banken\*



Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen. \*Januar 2007 = 100.

## Zerreißprobe für die Europäische Einheit

Die „Eurokrise“ der letzten Jahre hat den Zusammenhalt der Euro-Länder bereits sehr stark strapaziert. Nun stellt sich eine neuerliche Belastung: die Flüchtlingskrise, in der Deutschland mit seiner Migrationspolitik der offenen Tore einen Alleingang praktiziert hat, und deren Folgen nun auch alle anderen EU-Nationen zu spüren bekommen. Als Reaktion darauf sind die EU-Länder bereits auf Distanz zueinander gegangen. Der Traum eines Europas ohne Binnengrenzen (wie es das Schengen-Abkommen versinnbildlicht) ist bereits zerplatzt, und das ist ein schwerer Rückschlag für die angestrebte Integration. Die wirtschaftlichen Folgen werden spürbar sein. Neuerliche Grenzkontrollen im Euroraum bedeuten beispielsweise abnehmende Freiheitsgrade, und das sind keine guten Nachrichten für die Wachstums- und Beschäftigungsperspektiven im Euroraum.

Eine wachsende Uneinigkeit zwischen den Euro-Ländern schwächt zudem auch die Zuversicht der Investoren, dass die Gemeinschaft künftig weiterhin in der Lage sein wird, unliebsame Politikmaßnahmen durch die nationalen Parlamente zu bringen, um den Euro zu stützen. Hierzu zählt beispielsweise die Zustimmung der nationalen Parlamente zur „Bankenunion“ beziehungsweise zu ihrem wichtigsten „Pfeiler“, der gemeinsamen Einlagensicherung. Doch genau das wird nötig sein: Nur wenn die „stärkeren“ Länder bereit sind, die „schwächeren“ Länder weiter und unter Umständen noch stärker als bisher zu subventionieren, lässt sich die angeschlagene Euro-Konstruktion - zumindest vorübergehend - vor dem Zusammenbruch bewahren. Es ist zu vermuten, dass wachsende Zweifel an der Funktionsfähigkeit des Euroraums schon heute die Investitionsfreude der Unternehmen aus dem In- und Ausland schmälern - und dadurch die Produktions- und Beschäftigungsaussichten im Einheitswhrungsgebiet verschlechtern. Genau das mag auch eine - bisweilen wohl wenig beachtete - Erklärung sein für die nur sehr schwerfällige Erholung der Euro-Wirtschaften. Die Investitionstätigkeit im Euroraum gibt in der Tat Anlass zur Sorge: Sie hat noch nicht wirklich angezogen und den Krisenmodus abgeschüttelt. Wächst der Kapitalstock jedoch nicht, so werden auch die realen Einkommen nicht zunehmen können - und die Massenarbeitslosigkeit, von der viele Euro-Länder immer noch heimgesucht sind, wird nicht abgebaut.

Ein möglicher Ausstieg Großbritanniens aus der EU - dem, folgt man den jüngsten Umfragen, eine mittlerweile hohe Wahrscheinlichkeit zuzuschreiben ist - wäre folgenreich. Nicht nur für die Briten selbst, sondern vor allem auch für die verbleibende Rest-EU. Großbritannien ist quasi ein Korrektiv, dass allzu marktfeindlichen, allzu zentralistischen Vorhaben in Kontinentaleuropa entgegentritt. Es wäre vor allem ein Signal, dass ein Austritt aus der EU keine Unmöglichkeit ist - und das wiederum würde den Schluss nahelegen, dass auch ein Austritt aus dem Euroraum keine Unmöglichkeit wäre. Ein Ausstieg der Briten - über den noch 2016 abgestimmt wird - könnte das EU-Projekt schwer beschädigen, im Extremfall ganz aus der Bahn werfen.

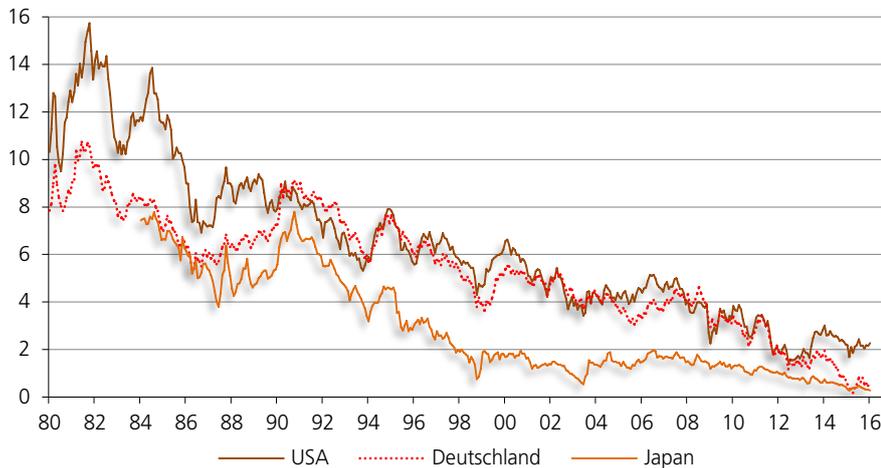
## Zinswende lässt auf sich warten

Der langfristige Zinssenkungstrend, der in den frühen 1980er Jahren eingesetzt hat, war zunächst von sinkenden Inflationserwartungen angeführt. In den letzten Jahren dürfte jedoch eine andere Kraft die Oberhand gewonnen haben: Die Zentralbanken drücken durch ihre Käufe von Anleihen die Renditen auf extrem niedrige Niveaus. Die Zentralbanken haben unbeschränkte Kaufmacht - sie können nämlich das Geld, mit dem sie bezahlen, in unbegrenzter Menge selbst herstellen. Daher können sie auch die Langfristzinsen punktgenau steuern. Dass die Zinsen mittlerweile extrem niedrig sind und es keine Anzeichen gibt, dass sie wieder

ansteigen könnten, hat einen Grund: Die weltweiten Schuldenlasten können nur noch mit extrem niedrigen Zinsen getragen werden. Die Zentralbanken werden alles daran setzen, dass es keine „ungewollten Zinssteigerungen“ geben wird.

### Der Trend sinkender Zinsen

Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen in Prozent



Quelle: Thomson Financial.

Mittlerweile hat die EZB ihre Wertpapierkäufe auf Unternehmensanleihen (hierzu zählen Unternehmenskredite beziehungsweise „ABS“-Papiere) ausgeweitet. Damit übt sie nun auch auf diesen Märkten einen Abwärtsdruck auf die Zinsen aus. Verstärkt wird der Abwärtszog auf die Zinsen durch den negativen EZB-Einlagezins. Er verleitet Euro-Banken dazu, zusätzlich Anleihen nachzufragen. Denn so können sie dem EZB-Strafzins entgehen. Die EZB manipuliert damit das ganze Euro-Zinsuniversum nach unten. Die Wirkung erreicht natürlich auch die kreditgebenden Banken. Die EZB garantiert dadurch im Grunde bereits die Bankkredite. Daher sind Banken jetzt bereit, wieder neue Kredite zu vergeben - denn sie können darauf setzen, dass sie ihre Kreditrisiken bei Bedarf an die EZB gegen Bezug von neuem Geld weiterreichen können.

### Finanzielle Repression: negative Zinsen

Die Idee, die Zentralbanken sollten ihre Leitzinsen in den Negativbereich schleusen, scheint immer mehr Anhänger zu finden. Die Notenbanken von Schweden und Dänemark und der Schweiz sowie - mit ihrem Einlagenzins - die Europäische Zentralbank - haben die Politik des Negativzinses auf den Weg gebracht. Auf die Problematik einer solchen Maßnahme hatten wir verschiedentlich hingewiesen.<sup>4</sup> Für Anleger bedeutet es zunächst, dass (früher oder später) die Banken auch Zinsen erheben werden für Bankguthaben, die Kunden bei ihnen halten. Bankguthaben werden zum Verlustgeschäft für die Kunden. Diese Verluste entsprechen den Erträgen, die Banken einnehmen. Überspitzt formuliert: Die Kundenguthaben schrumpfen zu Gunsten des Eigenkapitals der Banken.

Ein Blick auf die Schweiz zeigt, dass dort selbst die langfristigen Zinsen mittlerweile im Negativbereich angekommen sind. Glück im Unglück: In der Schweiz sinken derzeit die Preise (die laufende Inflation beträgt etwa minus 1 Prozent), und das entschädigt für den Entwertungseffekt des Negativzinses.

<sup>4</sup> Siehe hierzu zum Beispiel „Der „Urzins“ ist stets positiv, er kann niemals negativ sein“, Ludwig von Mises Institut Deutschland, 19. Juni 2015; auch „Negativer Realzins - uns seine Folgen“, in: IFO Schnelldienst, 2/2015, 68 Jg., 29. Januar, S. 18 - 21.

Degussa 

GOLD UND SILBER.

**SO SELTEN  
WIE DAS  
PLATIN, AUS  
DEM SIE  
GEMACHT  
IST.**

Als Anlagebarren ist das Platin von Degussa bereits eine bewährte Wertanlage. In unserer streng limitierten Platinuhr verbinden wir nun das Nützliche mit dem Schönen: 61 Gramm des seltenen Edelmetalls sind in Gehäuse, Schließe und Krone der Limited Edition 15 verbaut. Das renommierte Schweizer Handaufzug-Uhrwerk ETA/Peseux 7001 sorgt für höchste Präzision, das Design vermittelt kühlen technischen Charme. Entscheiden Sie sich jetzt für diese ganz besondere Art, die Zeit zu messen. Ab sofort erhältlich in unserem Goldgeschenke-Shop und in unseren Niederlassungen.

**GOLDGESCHENKE.DE**

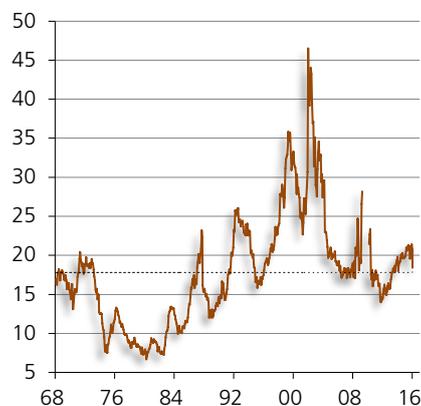


Limitiert auf  
25 Stück



**US-Aktienmärkte scheinen nicht übermäßig teuer zu sein**

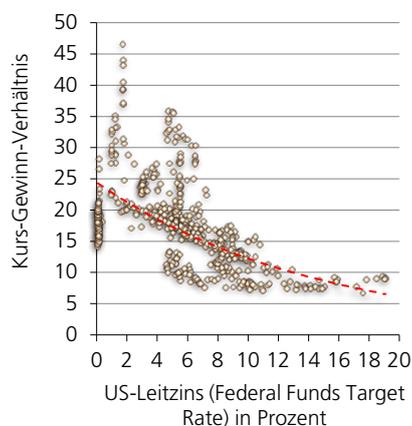
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des S&P 500 Aktienmarktindex\*



Quelle: Thomson Financial; Bloomberg.

**Extrem tiefe Zinsen führen zu höheren Aktienbewertungen**

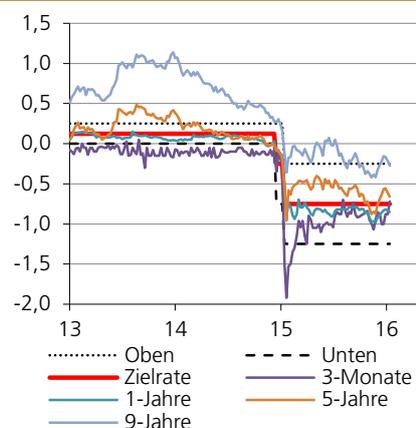
KGV des S&P 500 und US-Leitzins in Prozent



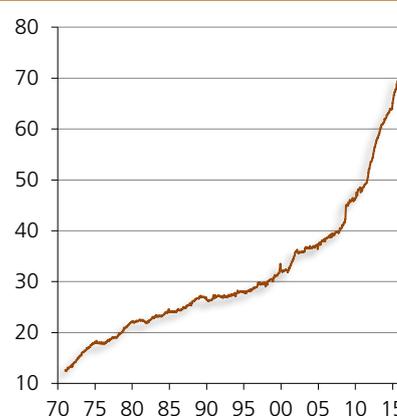
Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen. Periode: Januar 1968 bis Januar 2016.

**Schweizer Zinsen unter der Nulllinie**

(a) Schweizer Zinsen in Prozent



(b) Schweizer Bargeld in Mrd. CHF



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen.

Im Falle der Schweiz können Anleger dem Negativzins entkommen, indem sie ihre Franken-Bankguthaben in Bargeld (Münzen und Banknoten) tauschen. (Dann ist natürlich sicherzustellen, dass ein verlässlicher Verwahrort gefunden werden kann.) Wenn die Zentralbanken jedoch die Bargeldverwendung einschränken, wird es brenzlig. Dann ist dem Anleger eine entscheidende „Fluchtoption“ versperrt. Zunächst aber würde ein Verschärfen der Negativzinspolitik vermutlich immer mehr Anleger in die Vermögensmärkte wie zum Beispiel die Immobilien- und Aktienmärkte drängen lassen und dort für Preisaufrtrieb sorgen.

**Schwankungsanfälligkeit der Aktienmärkte steigt**

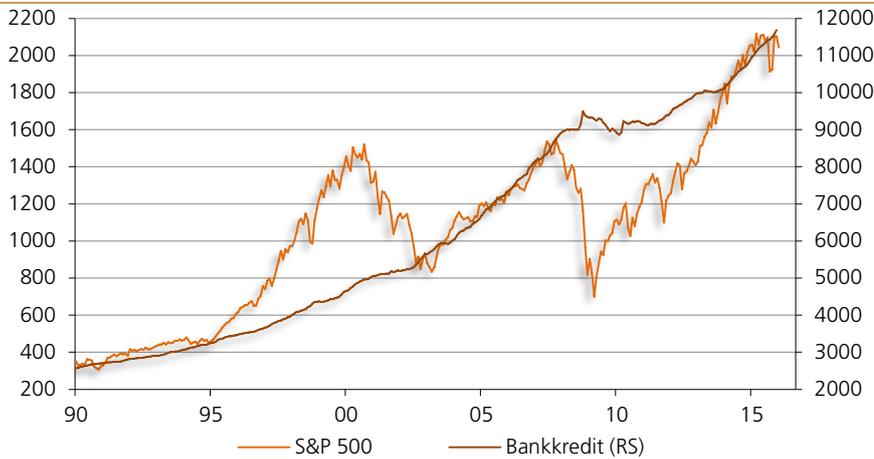
Anhaltend niedrige Zinsen, beziehungsweise ein Umfeld negativer Zinsen treiben auf verschiedenen Wegen die Vermögenspreise beziehungsweise die Aktienkurse in die Höhe. Zum einen senken sie die Diskontierungsrate ab, mit der künftige Gewinne abgezinst werden. Das erhöht die Aktienkurse. Zusätzlich dazu verringern die niedrigen Zinsen die Kapitalkosten der Unternehmen und erhöhen dadurch ihre Gewinne. Und auch das schlägt sich in höheren Aktienkursen nieder. In entscheidendem Maße aber werden die Aktienmärkte natürlich von den Gewinnaussichten angetrieben - beziehungsweise von den weltweiten Wachstumsaussichten. Hier könnte es in der Tat Enttäuschungen geben.

Dem wäre entgegenzuhalten, dass anhaltend niedrige Zinsen für höhere Bewertungsniveaus der Aktien sprechen. Ein Blick auf die Zahlenhistorie zeigt, dass niedrige Zinsen einhergegangen sind mit höheren Kurs-Gewinn-Verhältnissen (KGVs), während hohe Zinsen mit niedrigen KGVs verbunden waren. Angesichts der nach wie vor extrem niedrigen US-Leit- und Kapitalmarktzensen erscheint das derzeitige KGV nicht überhöht zu sein; sie haben kein Niveau angenommen, das eine ausgeprägte Abwärtskorrektur zwangsläufig macht. Insbesondere in Zeiten der extrem expansiven Geldpolitik könnten Anleger noch verstärkt Aktien nachfragen zu Lasten von Anleihen und auch auf diese Weise die Aktienmarktbewertungen relativ hoch halten.

Die Schwankungsanfälligkeit der Aktienmärkte hat jüngst zugenommen. Für den Trendverlauf der Aktienmärkte spielt jedoch insbesondere die Kredit- und Geldmengenversorgung eine sehr bedeutende Rolle. Steigende Kredit- und Geldmengen sorgen dafür, dass alle Preise - einschließlich der Aktienkurse - im Zeitablauf ansteigen. Solange die Kredit- und Geldmengen weiter anschwellen, werden die Kursrückschläge auf den Aktienmärkten nur vorübergehender Natur sein, wird ein „Bust“ sehr wahrscheinlich ausbleiben. In den Vereinigten Staaten von Ame-

rika - die das weltweite Aktienmarktgeschehen maßgeblich (mit-)bestimmen - zeigen sich bislang noch keine Ermüdungstendenzen bei der Kreditausweitung.

**Steigende Kreditmengen, steigende Aktienkurse**  
US-Bankkredite (Mrd. US-Dollar) und S&P 500 Aktienmarktindex



Quelle: Thomson Financial.

**Der US-Dollar erstarkt**

Der US-Dollar, die nach wie vor unangefochtene Nummer eins unter den ungedeckten Papierwährungen, ist wieder gefragt. Der Außenwert des US-Dollar steigt übrigens schon seit etwa Mitte 2011 wieder gegenüber allen seinen Handelspartnerwährungen. Der US-Dollar geht gewissermaßen gestärkt aus der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise hervor. Die US-Wirtschaft hat schneller Fuß gefasst als die meisten anderen Volkswirtschaften. Zudem haben die Investoren mit Blick auf das weltweite Verschuldungsproblem ganz offensichtlich mehr Vertrauen in den US-Dollar im Vergleich zum Euro, japanischem Yen oder chinesischem Renminbi.

Die Rückbesinnung auf den US-Dollar hat bereits eine Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften unter Druck gesetzt. Anleger ziehen ihr Kapital ab, und das sorgt für steigende Finanzierungskosten für die dortigen Banken und Unternehmen. Der Boom in diesen Ländern, der vor allem finanziert wurde durch billiges Auslandskapital, ist vorerst vorbei. Viele aufstrebende Volkswirtschaften müssen fortan mit geringerem Wachstum vorlieb nehmen als noch vor kurzem prognostiziert wurde. Für die Weltwirtschaft ist das überaus bedeutsam, denn es waren ja vor allem die aufstrebenden Volkswirtschaften, die in den letzten Jahren signifikant positive Wachstumsbeiträge beigetragen haben.

**Gold: die Versicherung mit Wertsteigerungspotential**

Die Ursachen, die 2008/2009 zu den Erschütterungen in dem weltweiten Finanz- und Wirtschaftssystem geführt haben, sind nicht beseitigt. Auch nach all den schlimmen Turbulenzen scheint die Welt sich nicht losmachen zu können vom „Fiat-Geld“: dem staatlich monopolisierten Geld, das per Kreditvergabe sprichwörtlich aus dem Nichts geschaffen wird. Das Verwenden von Fiat-Geld führt zwangsläufig zu Störungen im Wirtschaftsablauf. Die Fehlentwicklungen, für die das Fiat-Geld sorgt, entladen sich in Krisen. Doch die Krisen - deren ökonomischer Zweck es ist, die Volkswirtschaften von den Fehlentwicklungen zu befreien - werden regelmäßig „bekämpft“ mit einem Absenken der Zinsen und einem Vermehren der Kredit- und Geldmengen. So gesehen ist es gewissermaßen nur eine Frage der Zeit, bis es zu einer neuerlichen Erschütterung kommt.

**Außenwert des US-Dollar wieder im Aufwind**

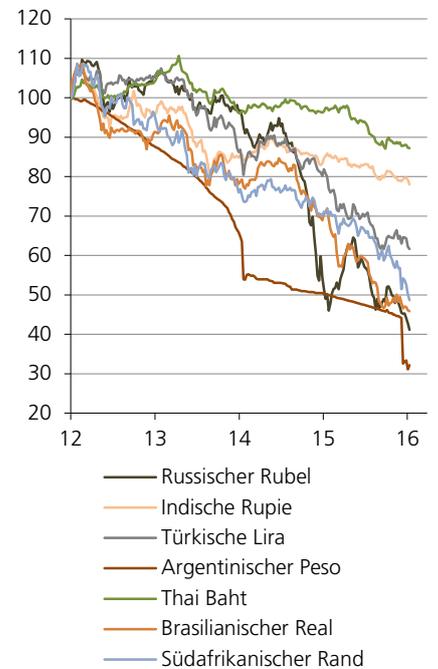
Handelsgewichteter Außenwert des US-Dollar\*



Quelle: Thomson Financial. \*Ein Ansteigen der Linie steht für eine Aufwertung des US-Dollar, ein Fallen für eine Abwertung des US-Dollar.

**„Emerging Market“-Währungen unter Druck**

Außenwert ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen. Januar 2012 = 100.

### Welche Faktoren den Goldpreis beeinflussen - eine Anmerkung

Ökonomisch betrachtet dürften folgende Faktoren eine bedeutsame Rolle für den Goldpreis spielen:

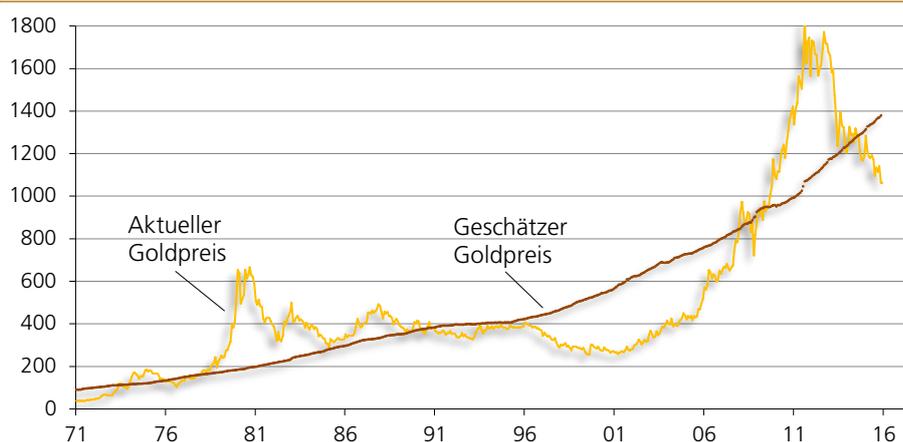
- ▶ Steigt (schrumpft) die Geldmenge, steigen (fallen) die Güterpreise, einschließlich des Goldpreises.
- ▶ Fallen (steigen) die Zinsen, wird die Goldhaltung attraktiver (weniger attraktiv): Das Halten von Gold kostet weniger (mehr). Die Nachfrage nach Gold und der Goldpreis steigen (fallen).
- ▶ Steigt (fällt) die Inflation, wird das Halten von Gold attraktiver (weniger attraktiv). Goldnachfrage und Goldpreis steigen (fallen).

▶ Steigt das Risiko von Kreditausfällen, wird das Goldhalten attraktiver (und umgekehrt): Denn das Gold trägt kein Zahlungsausfallrisiko. Bei steigenden (fallenden) Kreditausfallrisiken wäre folglich mit einer steigender Goldnachfrage und steigendem Goldpreis zu rechnen. Es mag weitere Faktoren geben. Diese Überlegungen mögen jedoch schon ausreichen, um deutlich zu machen, dass der Goldpreis - wie übrigens auch alle anderen Güterpreise - nicht unabhängig sind von den Preisen der übrigen Güter. Die Faktoren, die auf die Goldnachfrage und das Goldangebot einwirken, entstammen folglich nicht dem Goldmarkt, sondern sie haben ihren Ursprung auch in anderen Gütermärkten. Ökonomen sprechen in diesem Zusammenhang über „relative Preise“: Bewegt sich der Preis eines Gutes, so hat das Rückwirkungen auf die Preise anderer Güter. Allerdings gibt es - zumindest in der kurzen Frist - meist keine konstanten Beziehungen zwischen dem Preis für Gold und den Faktoren, die ihn bestimmen. Zudem ist die Bestimmung eines „fairen“ Goldpreises schwierig, weil Gold, anders als Aktien oder Anleihen, keine laufenden Zahlungen erzielt. Bei Aktien und Anleihen lässt sich beispielsweise im Zuge von Barwertberechnungen ein Gegenwartswert ermitteln. Bei Gold ist das so nicht möglich. Eine Möglichkeit, das „Bewertungsproblem“ des Goldes zu handhaben, ist, auf ökonomisch „robuste“ Langfristbeziehungen zu setzen wie zum Beispiel auf die Beziehung zwischen dem Goldpreis, der Geldmenge und den Zinsen. Abweichungen zwischen dem aktuellen und geschätzten gleichgewichtigen Goldpreis sind ein Indiz für Über- oder Unterbewertungen des Goldpreises.

Welche Bedeutung kommt vor diesem Hintergrund dem Gold als Bestandteil des Vermögensportfolios zu? Gold ist - so unsere Auffassung - Geld: Es ist das „ultimative Zahlungsmittel“. Der Blick in die Währungsgeschichte zeigt unmissverständlich, dass das Gold immer, wenn die Menschen frei waren, ihr Geld zu wählen, die bevorzugte Geldart war. Es hat alle physischen Eigenschaften, die „gutes Geld“ haben muss: Es ist knapp, homogen, haltbar, teilbar, lagerbar, prägbar, und es verkörpert einen hohen ökonomischen Wert pro Gewichtseinheit. Über alle Währungsexperimente hinweg hat das Gold daher auch stets seinen Geldcharakter bewahren können. Diese Erkenntnis ist in den letzten Jahrzehnten bei vielen Marktteilnehmern vielleicht etwas „verblasst“. Denn weil das ungedeckte Papiergeld (in Form von Bankeinlagen) Zinsen abgeworfen hat, erschien es ihnen vorteilhafter und attraktiver als das Gold.

Nun aber gibt es auf absehbare Zeit keine Zinsen mehr auf Bankeinlagen und kurzlaufende Bank- und Staatsschuld-papiere. Ja, nun drohen Euro-Anlegern in festverzinslichen Papieren sogar Verluste. Man denke nur einmal daran, dass die europäischen Regierungen gezielt Maßnahmen auf den Weg gebracht haben, um unliebsame Schulden aus der Welt zu schaffen. Beispielsweise ist seit Anfang 2016 im Euroraum die „Bank Recovery and Resolution Directive“ scharfgeschaltet. Ihr Kernstück ist das „Bail-in“: Halter von Bankverbindlichkeiten werden an den Verlusten der Banken beteiligt. Angesichts der praktischen Probleme, die mit Schuldenschnitten verbunden sind, wäre es jedoch eine Überraschung, wenn nicht auch die Inflationspolitik - verstanden als die Politik der Geldmengenvermehrung - verstärkt zum Einsatz kommt. Denn für Regierende und Regierte - gerade wenn viele von den Regierten von staatlichen Zuwendungen abhängen - ist die Kaufkraftentwertung des Geldes die Politik des vergleichsweise kleinsten Übels.

### Steigende Geldmenge spricht für steigenden Goldpreis US Geldmenge M2 (Mrd. US-Dollar) und Goldpreis (USD/oz)



Quelle: Bloomberg.

Nun spielt eine große Vielzahl von Faktoren eine Rolle für den Goldpreis. Aus unserer Sicht ist jedoch für den Goldpreis mittel- bis langfristig betrachtet die Ausdehnung der (Welt-)Geldmenge von sehr großer Bedeutung. Blickt man beispielsweise auf den langfristigen Zusammenhang zwischen der US-Geldmenge M2 und dem Goldpreis in US-Dollar, so zeigt sich mittlerweile eine erhebliche Diskrepanz: Der Goldpreis scheint merklich „zu niedrig“ zu sein. In der Tat: Mit der gebotenen Vorsicht schätzen wir, dass der Goldpreis derzeit bei knapp 1.400 USD/oz stehen müsste - unterstellt man, dass die langfristige Beziehung zwischen Geldmenge und Goldpreis, die sich in der Vergangenheit gezeigt hat, nach wie

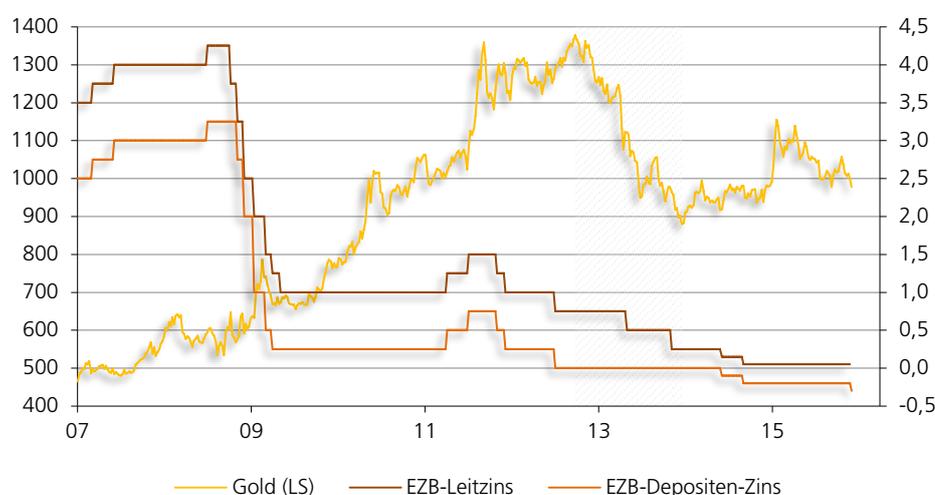
vor besteht.<sup>5</sup> Diese Abschätzung soll jedoch nicht besagen, dass der Goldpreis notwendigerweise rasch auf das geschätzte Niveau steigen wird. Das kann noch etwas Zeit in Anspruch nehmen. Die Abschätzung zeigt lediglich, dass es gute ökonomische Gründe gibt, mit einem künftig ansteigenden Goldpreis zu rechnen. Wohlgemerkt: Bei einer krisenhaften Entwicklung im internationalen Finanz- und Wirtschaftssystem kann der Goldpreis natürlich auch merklich über die geschätzte Marke hinaus ansteigen.

Anleger im Euroraum sollten ein „Euro-Klumpenrisiko“ in ihrem Portfolio vermeiden. Mit Blick auf die Zusammensetzung der liquiden Mittel bietet sich für den Euro-Anleger zum Beispiel folgende Streuung an: US-Dollar, Schweizer Franken (wobei hier an Bargeldhaltung zu denken ist, um dem Negativzins zu entgehen) und Gold. Das Gold ist insbesondere auch als Alternative zu längerfristigen Termin- und Spareinlagen zu sehen. Letztere werden ja in der Regel mittel- bis langfristig gehalten, um liquide zu bleiben. Da sie jedoch keine Zinsen mehr einbringen und zudem die Gefahr besteht, dass sie ebenfalls zur Deckung der Verluste, die Banken erleiden, herangezogen werden, ist die Goldhaltung quasi eine „natürliche Alternative“ zu diesen Bankeinlagen.

Übrigens wird der Negativzins, den die EZB auf Bankguthaben erhebt, dazu führen, dass irgendwann auch die Zinsen negativ werden, die Banken auf Kundeneinlagen erheben. [Das geschieht übrigens bereits: Fonds zahlen Strafzinsen auf ihre Bankguthaben. Die Kosten trägt natürlich in letzter Konsequenz der Halter von Fondsanteilen.] Negativzinsen werden die Nachfrage nach Euro schmälern. Kapital wird aus dem Euroraum in andere Währungsräume drängen. In diesem Zuge ist ein Abwerten des Euro-Außenwertes sehr wahrscheinlich. Aus dieser Perspektive betrachtet, erscheint das Halten von Gold für Anleger im Euroraum also doppelt attraktiv zu sein. Zum einen - wie bereits ausgeführt - gibt es ökonomische Gründe für die Erwartung eines künftig steigenden Goldpreises in US-Dollar gerechnet. Zum anderen würden Goldhalter von einem sich abwertenden Euro-Außenwert zusätzlich profitieren.

**Der Goldpreis in Euro gerechnet steigt seit Anfang 2014 wieder**

Euro-Zinsen in Prozent und Goldpreis (Euro/oz)



Quelle: Thomson Financial. Straffierte Fläche: Rückgang des Euro-Goldpreises.

**Das Vertrauen in das ungedeckte Papiergeld ist nach wie vor groß**

US-Geldmenge M2 relativ zum Bruttoinlandsprodukt („Kassenhaltungsquotient“)



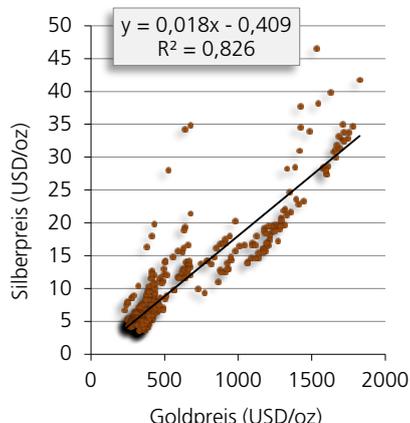
Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen. Graue Fläche: Phase der steigenden „Kassenhaltung“.

Ein Indikator für das ausgeprägte Vertrauen in das ungedeckte Geld ist der „Kassenhaltungsquotient“. Er beschreibt das Verhältnis von Geldmengenhaltung zur Wirtschaftsleistung. In den Vereinigten Staaten von Amerika fiel der Kassenhaltungsquotient seit den 1970er Jahren bis etwa Mitte der 1990er Jahre. Die Erklärung dafür könnten zum einen verbesserte Zahlungstechniken sein, die die Geldhaltung verringert haben. Zum anderen war von den 1970er Jahren bis zu den 1990er Jahren die Inflation noch relativ „sichtbar“, und das dürfte die Dollar-Halter bewogen haben, ihre Ersparnisse weniger in Bankeinlagen, sondern in höher verzinslichen Wertpapieren anzulegen. Seit Anfang des 21. Jahrhunderts schnellte der Kassenhaltungskoeffizient in die Höhe. Ein untrügliches Zeichen für das ausgeprägte Vertrauen in die Werthaltigkeit des US-Dollar, das bei Banken gehalten wird. Auch die Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 änderte daran nichts. Solange der Kassenhaltungskoeffizient nicht einknickt, haben die Zentralbanken freie Hand: Sie können neues Geld schaffen, das die Menschen nachfragen und auf ihren Konten halten, ohne dass sie es nachfrage- und preiswirksam einsetzen. Daraus resultiert ein erhebliches Inflationspotential, das dann für alle sichtbar zutage tritt, wenn die Geldnachfrage zu einem künftigen Zeitpunkt einmal einknicken sollte.

<sup>5</sup> Siehe hierzu auch „Der Feldzug gegen den Zins und die Folgen für den Goldpreis“, Degussa Marktreport, 6. November 2015, insb. S. 11.

**Zum langfristigen Preiszusammenhang von Silber und Gold**

Silberpreis relativ zu Goldpreis (in USD/oz)



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen.

Die obige Grafik zeigt das langfristige Preisverhältnis von Silber und Gold (jeweils in US-Dollar pro Feinunze für die Zeit 1978 bis Anfang 2016). Sie zeigt zum einen, dass das Ansteigen des Goldpreises mehr oder weniger Hand in Hand gegangen ist mit steigenden Silberpreisen. Der Silberpreis hat sich jedoch weitaus schwankungsanfälliger erwiesen als der Goldpreis.

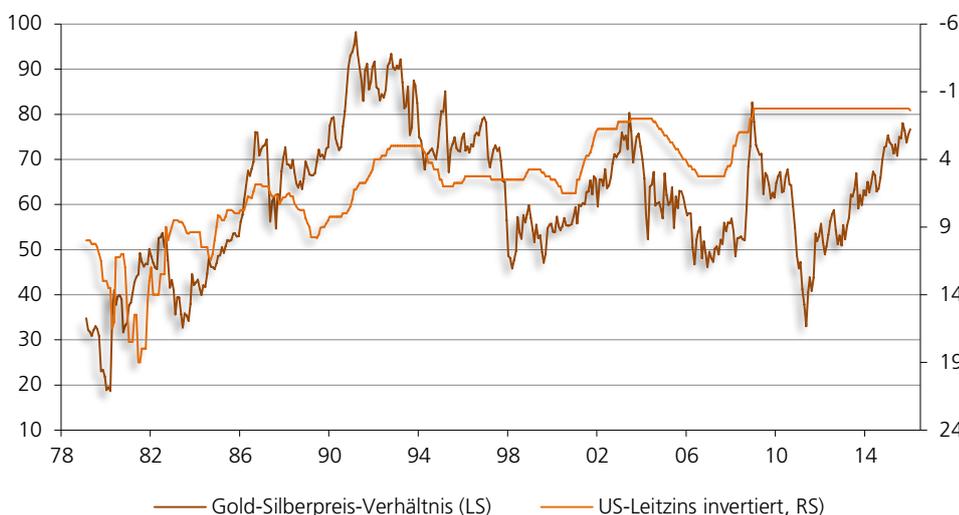
Einschränkend ist jedoch anzumerken, dass man nicht davon ausgehen kann, dass es zwischen Silber- und Goldpreis stets eine konstante Relation gibt. Es mag Perioden geben (beziehungsweise gegeben haben), in denen eine bestimmte Preiserhöhung des Goldes (sagen wir einen 1-prozentigen Anstieg) mit einer bestimmten Erhöhung (sagen wir einen 1,5-prozentigen Anstieg) des Silberpreises verbunden war.

Vielmehr scheint der Preisverbund beider Metalle „regimeabhängig“ gewesen zu sein. In Zeiten des Rohstoffpreis-Booms zu Beginn des 21. Jahrhunderts stieg der Goldpreis markant an, noch stärker stieg jedoch der Silberpreis. Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 fielen die Preissteigerungen des Goldes hingegen stärker aus als die des Silbers.

Das Silber - dessen Nachfrage vor allem durch industrielle Verwendungszwecke getragen wird - scheint in den letzten Jahren seine monetären Qualitäten mehr und mehr eingebüßt zu haben. Das jedenfalls deutet die ausgeprägte Entkopplung des Silberpreises vom Goldpreis an. Interessant in diesem Zusammenhang ist nun, dass das Preisverhältnis zwischen Gold und Silber - in der Tendenz - einen Bezug zum Zinsniveau hat: Ein hoher (niedriger) Zins geht mit einem niedrigen (hohen) Gold-Silberpreisverhältnis einher. Bleibt also der Zins niedrig (wie wir meinen), besteht wenig Anlass zur Erwartung, dass sich das Gold-Silber-Preisverhältnis markant verändern wird. Für Anleger, die mit steigenden Goldpreisen rechnen, ist auch das Silber interessant, weil der Silberpreis den Goldpreisbewegungen in der Regel verstärkt nacheifert (und zwar sowohl in der Aufwärts- als auch in der Abwärtsbewegung).

**Tiefe Zinsen, hohes Gold-Silberpreis-Verhältnis**

Goldpreis dividiert durch Silberpreis (jeweils in USD/oz) und US-Leitzins



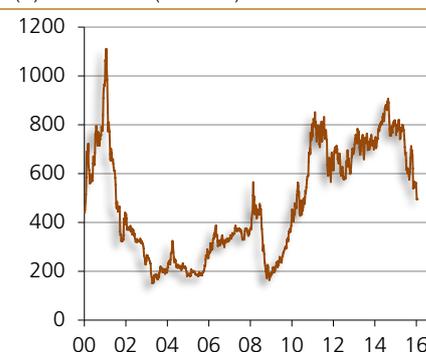
Quelle: Thomson Financial.

**Weißmetallpreise unter Druck**

(a) Platin (USD/oz)



(b) Palladium (USD/oz)



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen.

Die Preise der Weißmetalle sind in besonderem Maße von der industriellen Nachfrage - insbesondere von der Autoindustrie, aber auch von der Schmuckindustrie (soweit Platin betroffen ist) - abhängig. In den letzten Jahren hat jedoch der Platinpreis auffällig stark verloren, insbesondere im Vergleich zum Palladiumpreis. Das lässt sich vermutlich nach wie vor erklären durch die Erwartung, Palladium könnte sich in der Benzin- und Dieselmotor-Katalysatorteknik zusehends gegen Platin durchsetzen. Eine damit verbundene tendenzielle Preisangleichung

beider Metalle spräche (weiterhin) für eine relative Outperformance des Palladium- gegenüber dem Platinpreis. Obgleich die Märkte für die Weißmetalle weiterhin im Defizit verbleiben sollten (d. h. die nachgefragte Menge die Neuproduktion übersteigen sollte), könnte die Unsicherheit über den Fortgang der Weltkonjunktur durchaus dazu führen, dass die Preise für Platin und Palladium zumindest kurzfristig weiter nachgeben könnten.

### Einschätzung der künftigen Preisentwicklung

Die nachstehende Tabelle zeigt unsere neuen Einschätzungen für die Edelmetallpreise für das Jahr 2016; eine detaillierte Übersicht findet sich auf der nächsten Seite. Beim Gold- und Silberpreis haben wir nur geringe Anpassungen vorgenommen. Sowohl der Gold- als auch der Silberpreis haben aus unserer Sicht ein beträchtliches Aufwärtspotential - wie die geschätzten Bandbreiten andeuten. Die Preisentwicklung von Platin und Palladium sollte verhaltener und merklich schwankungsanfälliger verlaufen als bisher angenommen.

### Überblick über Einschätzung der Preise in 2016 (USD/oz)

	Jahres- durchschnitt	Unteres Preisband	Oberes Preisband	Bisherige Einschätzung*
Gold	<b>1.145</b>	1.020	1.300	1177
Silber	<b>14,55</b>	13,10	16,25	14,8
Platin	<b>830</b>	730	1.055	924
Palladium	<b>520</b>	400	580	569

Quelle: Eigene Einschätzungen. \*Vom Dezember 2015, umfasst den Durchschnitt von Q1 bis Q3 2016.

Auf Seite eins dieses Degussa-Marktreports haben wir Alan Greenspan, den ehemaligen Vorsitzenden der US-Notenbank, zitiert mit einem Satz, den er im Jahr 1966 veröffentlicht hat. Mit einem weiteren Zitat von Alan Greenspan soll dieser Degussa-Marktreport seinen Abschluss finden. Es stammt aus dem Jahr 2014 und lautet: „*Gold is a good place to put money these days given its value as a currency outside of the policies conducted by governments.*“<sup>6</sup> Übersetzt heißt das: „Gold ist ein guter Ort, um sein Geld in diesen Tagen zu halten, denn sein Wert als Währung ist außerhalb der Reichweite der Regierungspolitiken.“ Es ist eine zeitlose Erkenntnis.

<sup>6</sup> Zitiert nach **Wall Street Journal vom 29. Oktober 2014** (es wird dort allerdings nicht als direkte Rede ausgewiesen). Ein sehenswertes Interview mit Alan Greenspan aus dem Jahr 2014, in dem er über das Gold spricht, finden Sie *hier*.

## Edelmetallpreise, aktuell und Schätzungen (pro Feinunze)

### In US-Dollar

	Gold		Silber		Platin		Palladium	
I. Aktuell	1.097,0		14,1		825,1		500,0	
II. Gleitende Durchschnitte								
5 Tage	1.095,1		14,1		822,4		496,0	
10 Tage	1.091,7		14,0		830,6		490,4	
20 Tage	1.084,9		14,0		856,8		516,1	
50 Tage	1.076,3		14,1		855,5		536,3	
100 Tage	1.105,1		14,7		908,2		591,7	
200 Tage	1.132,5		15,2		986,3		641,8	
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 2016	1.020	1.127	13,1	14,7	720	870	400	538
Q2 2016	1.050	1.180	14,1	15,1	680	900	500	540
Q3 2016	1.095	1.230	14,0	15,6	730	970	510	560
Q4 2016	1.196	1.300	13,9	16,3	720	1.050	530	580
Q1 2017	1.260	1.370	14,4	16,9	940	1.100	560	600
IV. Jahresdurchschnitte								
2013	1396		23,4		1473		725	
2014	1252		18,6		1370		805	
2015	1227		16,8		1191		775	
2016 (geschätzt)	1.145		14,6		830,0		520,0	

### In Euro

	Gold		Silber		Platin		Palladium	
I. Aktuell	1.012,8		13,0		761,7		461,5	
II. Gleitende Durchschnitte								
5 Tage	1.006,2		12,9		755,6		455,8	
10 Tage	1.003,7		12,9		763,7		450,9	
20 Tage	998,1		12,9		788,2		474,8	
50 Tage	994,3		13,0		790,3		495,5	
100 Tage	1.005,7		13,3		826,0		537,9	
200 Tage	1.024,8		13,7		892,0		580,3	
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 2016	936	1.034	12,0	13,5	661	798	367	494
Q2 2016	981	1.103	13,2	14,2	636	841	467	505
Q3 2016	1.043	1.171	13,4	14,9	695	924	486	533
Q4 2016	1.173	1.275	13,6	16,0	706	1.029	520	569
Q1 2017	1.260	1.370	14,4	16,9	940	1.100	560	600
IV. Jahresdurchschnitte								
2013	1.052		23,4		1.473		725	
2014	949		18,6		1.370		805	
2015	1.045		16,8		1.191		775	
2016 (geschätzt)	1.145		14,6		830		520	

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

## Die Zinswende bleibt noch lange Zeit eine Illusion

**Das herrschende Papiergeld-System hat ethische Defizite, sorgt für Boom-und-Bust-Zyklen und führt in die Überschuldung. Notenbanken müssen dennoch den Glauben an eine Zinswende aufrechterhalten.**

Die amerikanische Zentralbank (Fed) hat am 16. Dezember 2015 nach sieben Jahren den Leitzins um 25 Basispunkte auf 0,5% erhöht. Ist damit die Rückkehr zum «normalen» Zinsniveau eingeleitet? Wohl nicht. Das offenbart ein Blick auf die weltweite Kredit- und Geldarchitektur. Sie ist ein ungedecktes Papiergeld-System oder besser Fiat-Geld-System. Staatliche Zentralbanken haben das Geldangebotsmonopol inne. Sie vermehren – in enger Kooperation mit privaten Geschäftsbanken – die Geldmenge durch Kreditvergabe – durch Kredite, denen keine echten Ersparnisse gegenüberstehen. Es ist eine Geldschaffung «aus dem Nichts».

### Laufende Notenpressen

Das Fiat-Geld-System leidet unter ökonomischen und ethischen Defiziten. Fiat-Geld bereichert wenige auf Kosten vieler. Es ist inflationär, es sorgt für Wirtschaftsstörungen (Boom-and-Bust-Zyklen), lässt den Staat expandieren und führt in die Überschuldung. In den letzten Jahrzehnten hat die Fiat-Geld-Vermehrung für einen fulminanten künstlichen Aufschwung (Boom) gesorgt, der 2007/08 in einen Abschwung (Bust) umkippte. Die Zentralbanken haben daraufhin noch niedrigere Zinsen und noch mehr Kredit und Geld verabreicht. Staaten und Banken wurden dadurch vor der Zahlungsunfähigkeit und die Konjunktur vor dem Zusammenbruch bewahrt.

Die niedrigen Zinsen haben jetzt die Volkswirtschaften geradezu in einen Drogenrausch versetzt. Die Preise von Vermögenswerten sind in die Höhe geschossen – wie zum Beispiel jene für Aktien und Häuser. Sorgen über mögliche Kreditausfälle sind plötzlich wie weggeblasen. Unternehmerische Erfolge stellen sich ein, und die Beschäftigungslage hat sich aufgehellt. Vor allem aber dreht sich das unheilvolle Verschuldungskarussell schwingungsvoll weiter, und die Schuldenpyramide wird immer höher. Sollte die Droge der niedrigen Zinsen entzogen werden, ist absehbar, was passieren wird: Der Boom wird in einen Bust umschlagen.

Steigende Zinsen führen nämlich zu Deflation und Bilanzverlusten. Das jüngst erstarkte Eigenkapital der Banken verpufft. Die Fähigkeit und Bereitschaft der Banken, neue Kredite zu vergeben, schwindet. Schuldner, die gewohnt sind, fällige Kredite durch neue Kredite zu refinanzieren, finden keine Geldgeber mehr. Die Investitionen brechen ein, die Arbeitslosigkeit steigt. Ein systembedrohender Kredit-Abwärtszyklus kommt in Gang. Das Wohl und Wehe der Volkswirtschaften der Welt ist mehr denn je abhängig von niedrigen Zinsen und dem Versprechen der Zentralbanken, den Boom mit der Notenpresse in Gang zu halten.

Warum aber hat dann die Fed – die führende Zentralbank der Welt – den Zins erhöht? Weil Anleger die Erwartung hegen müssen, sie könnten im Kreditmarkt etwas verdienen – sonst droht Ungemach. Würde sich bei Investoren die Erwartung durchsetzen, dass die Zinsen «ewig» an der Nulllinie verharren, bricht das Kreditangebot zusammen: Termin- und Spareinlagen, Staats- und Bankschuld-papiere, Lebensversicherungen sowie Geldmarkt- und Anleihefondsanteile wären für Anleger nicht mehr attraktiv. Der Kollaps des Fiat-Geld-Systems wäre einge-

Degussa 

GOLD UND SILBER.

## SETZEN SIE IHRE IDEE IN GOLD UND SILBER UM.

Auf unserer Online-Plattform [www.degussa-crowdfunding.de](http://www.degussa-crowdfunding.de) können Sie, ohne finanzielles Risiko, eigene Produktideen mit Hilfe von Degussa präsentieren. Ist Ihre Idee so überzeugend, dass sich genügend Interessenten über Crowdfunding an der Finanzierung beteiligen wollen, dann steht einer Realisierung nichts mehr im Weg. Damit ist die Degussa das erste Unternehmen in Deutschland, das die Herstellung individueller Produkte im Bereich Edelmetall mit dem Crowdfunding-Prinzip verbindet. Die ersten Projekte werden von der Degussa mit jeweils 1000 Euro unterstützt

**DEGUSSA-CROWDFUNDING.DE**



läutet. Die Geldpolitiker sind daher bestrebt, den Eindruck aufrechtzuerhalten, die Zinsen seien nur vorübergehend niedrig und würden bald steigen.

Wenn das erwartet wird, werden Anleger nicht aus ihren festverzinslichen Anlagen fliehen, sondern ausharren. In einer Tiefzinsphase ist es überlebenswichtig für das Fiat-Geld-System, dass eine Zentralbank die Erwartung steigender Zinsen wachhält. Zugleich muss es ihr gelingen, die Zinsnormalisierung immer weiter in die Zukunft zu schieben – ohne dass der Zins tatsächlich jemals wieder normalisiert wird. Die Fed praktiziert dieses Spiel meisterhaft. Es scheint das Drehbuch von «Warten auf Godot» studiert zu haben. Wenngleich nicht auszuschliessen ist, dass der US-Leitzins noch etwas weiter erhöht wird, so ist doch eine Rückkehr zum Vorkrisen-Niveau sehr unwahrscheinlich.

### **Angst vor dem Kollaps**

Die Logik des Fiat-Geld-Systems hält nämlich jede Zentralbank dazu an, ihren Leitzins auf die Nulllinie oder gar darunter zu drücken. Nur so lässt sich der Zusammenbruch des Fiat-Geld-Booms abwenden. Diese Erkenntnis ist eine ökonomische Gesetzmässigkeit. Sie gilt nicht nur für die USA, sondern auch für den Euro-Raum, China, Japan, Grossbritannien und die Schweiz – und alle weiteren Wirtschaften, die Fiat-Geld verwenden. Die Fed wie auch alle anderen Zentralbanken setzen daher ihre Zinspolitik ein, um den Boom aufrechtzuerhalten, den sie durch ihre Fiat-Geld-Vermehrung in Gang gesetzt haben. Es ist zu befürchten, dass das «Inflationieren» der Preise – besonders der Aktienkurse – weitergeht, mit allen wirtschaftlich und politisch destruktiven Folgen, und dass der «große Crash», das Platzen der Inflationsblase, auf sich warten lässt.

Die Macht der Fiat-Geld produzierenden Zentralbanken ist gewaltig. Anleger sollten daher nicht der Illusion verfallen, mit festverzinslichen Anlagen lasse sich bald wieder eine positive Realrendite erzielen. Die Zentralbanken werden das verhindern. Sie haben der Jahrzehnte währenden Hausse für Schuldpapiere längst ein Ende gesetzt. In den nächsten Jahren sollten Aktien und auch Gold attraktiv sein. Gute Firmen können eine positive Realrendite auf das eingesetzte Kapital erwirtschaften; und Gold ist ein über Jahrtausende erprobter Schutz gegen den Zerfall der Kaufkraft des ungedeckten Geldes. Beide Anlageformen dürften vom Ausbleiben der Zinswende profitieren.

*Dieser Beitrag wurde am 4. Januar 2016 in der Neue Zürcher Zeitung veröffentlicht.*

**Beiträge in bisher erschienenen Ausgaben**

Ausgabe	Inhalt
22. Januar 2016	Wachstum lahm, Risiken steigen
18. Dezember 2015	Das Spiel mit der Zinswende Yuan unter Abwertungsdruck Rohstoffpreis-Bust Kommentar: „ANFA“. Oder: Wie mit dem Euro umverteilt wird Edelmetallmarkt-Bericht
03. Dezember 2015	EZB japanisiert uns in kleinen Schritten Chinas Renminbi steigt auf Im Sicherheitsnetz der Zentralbanken Super-Monetisierung Dollar, Schweizer Franken in bar, Gold Kommentar: Nicht weitgehend genug Edelmetallmarkt-Bericht
20. November 2015	Verzerrte Werte Weniger Euro, mehr Gold Risikofaktor Euro(pa) Kommentar: Das Delirium der Euro-Billionen Edelmetallmarktbericht
06. November 2015	Der Feldzug gegen den Zins und die Folgen für den Goldpreis
23. Oktober 2015	Positive Signale für Gold Gefangen in der „Japan-Falle“ Negativzins und Euro-Abwertung Brasilien – eine Wirtschaft stürzt ab Wirtschaftspolitischer Kommentar: Es geht nur mit dem Kapitalismus Edelmetallmarkt-Bericht
09. Oktober 2015	Hang zur Inflation China und das Gold US-Zinsen bleiben niedrig „Mutual Funds“-Industrie wächst stark Wirtschaftspolitischer Kommentar: Frieden und Wohlstand brauchen Eigentum Edelmetallmarkt-Bericht
25. September 2015	Der „Vollendungsplan“ für Europa Warten auf die Zinswende – ist wie ‚Warten auf Godot‘ Gold statt Bankeinlagen Warten auf den Crash Wirtschaftspolitischer Kommentar: Die gewollte Abwertung des Euro Edelmetallmarkt-Bericht
11. September 2015	Die 4.760.000.000.000 Euro Lücke
28. August 2015	Verführt und irregeleitet mit „QE“ Kein Grund für Europhorie Risiko, „Mr. Market“ und Gold Inflation in Brasilien Wirtschaftspolitischer Kommentar: Der Bund zwischen US-Dollar und Gold Edelmetall-Marktbericht
14. August 2015	China wertet ab Die Macht der US-Zinsen Euro-Staatsschulden werden monetisiert „Krisenzeiten“ und Goldpreis Kapitalverkehrskontrolle in Griechenland Wirtschaftspolitischer Kommentar: Mehr Geld und künstlich gesenkte Zinsen schaffen kein Wirtschaftswachstum Edelmetallmarkt-Bericht
31. Juli 2015	Gold in Zeiten von Boom und Bust

Der *Degussa Marktreport* ist zu beziehen unter:

**[www.degussa-goldhandel.de/de/marktreport.aspx](http://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 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:** 22. Januar 2016

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

E-Mail: [info@degussa-goldhandel.de](mailto:info@degussa-goldhandel.de), Internet: [www.degussa-goldhandel.de](http://www.degussa-goldhandel.de)

**Redaktion:** Dr. Thorsten Polleit

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

# Degussa

## GOLD UND SILBER.

### Zentrale Frankfurt

Kettenhofweg 29 · 60325 Frankfurt  
Telefon: +49-69-860068-0 · [info@degussa-goldhandel.de](mailto:info@degussa-goldhandel.de)

### An- und Verkaufsniederlassungen:

**Frankfurt** (Ladengeschäft): Kettenhofweg 29 · 60325 Frankfurt  
Telefon: +49-69-860068-0 · [frankfurt@degussa-goldhandel.de](mailto:frankfurt@degussa-goldhandel.de)

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

**Hamburg** (Ladengeschäft): Ballindamm 5 · 20095 Hamburg  
Telefon: +49-40-3290872-0 · [hamburg@degussa-goldhandel.de](mailto:hamburg@degussa-goldhandel.de)

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

**Köln** (Ladengeschäft): Gereonstraße 18–32 · 50670 Köln  
Telefon: +49-221-120620-0 · [koeln@degussa-goldhandel.de](mailto:koeln@degussa-goldhandel.de)

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

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

**Nürnberg** (Ladengeschäft): Prinzregentenauer 7 · 90489 Nürnberg  
Telefon: +49-911-669488-0 · [nuernberg@degussa-goldhandel.de](mailto:nuernberg@degussa-goldhandel.de)

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

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

### An- und Verkaufsniederlassungen weltweit:

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

**Genf** (Ladengeschäft): Quai du Mont-Blanc 5 · 1201 Genève  
Telefon: +41-229081400 · [geneve@degussa-goldhandel.ch](mailto:geneve@degussa-goldhandel.ch)

**Madrid** (Ladengeschäft): Calle de Velázquez 2 · 28001 Madrid  
Telefon: +34-911-982-900 · [info@degussa-mp.es](mailto:info@degussa-mp.es)

**Singapur** (Ladengeschäft): Degussa Precious Metals Asia Pte. Ltd.  
22 Orchard Road, 01-01 · Singapur 238885 [info@degussa-pm.sg](mailto:info@degussa-pm.sg)

**London** Sharps Pixley Ltd (Mitglied der Degussa  Gruppe)  
Telefon: +44-2078710531 · [www.sharpspixley.com](http://www.sharpspixley.com)