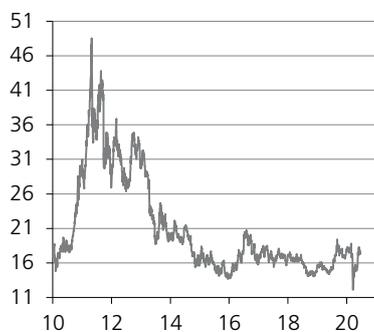




USD pro Feinunze Gold



USD pro Feinunze Silber



EURUSD



Quelle: Refinitiv; Graphiken Degussa.

| Edelmetallpreise | | | | |
|--|----------------|---------------------------------------|-------|------|
| | Aktuell (Spot) | Veränderungen gegenüber (in Prozent): | | |
| | | 2 W | 3 M | 12 M |
| I. In US-Dollar | | | | |
| Gold | 1727.3 | -0.5 | 9.5 | 15.5 |
| Silber | 17.5 | -1.9 | 4.6 | 15.6 |
| Platin | 818.3 | -2.4 | -4.9 | -1.4 |
| Palladium | 1924.5 | -1.0 | -23.7 | 24.4 |
| II. In Euro | | | | |
| Gold | 1536.6 | -1.4 | 7.7 | 25.3 |
| Silber | 15.6 | -3.2 | 3.7 | 16.2 |
| Platin | 728.0 | -3.7 | -6.0 | -1.0 |
| Palladium | 1712.0 | -2.2 | -24.5 | 24.9 |
| III. Goldpreis in anderen Währungen | | | | |
| JPY | 184764.0 | -0.9 | 7.3 | 23.1 |
| CNY | 12235.8 | -0.8 | 10.6 | 29.1 |
| GBP | 1376.1 | -1.8 | 10.4 | 25.7 |
| INR | 131754.7 | 1.9 | 13.8 | 38.2 |
| RUB | 120431.2 | -0.7 | 14.5 | 38.1 |

Quelle: Refinitiv; Berechnungen Degussa.

GOLD HALTEN ZAHLT SICH AUS. VOR ALLEM FÜR LANGFRIST-ANLEGER

► *Es gibt gute Gründe, Gold im Portfolio zu halten – und es vor allem auch langfristig zu halten. In der Vergangenheit hat sich das als ertragssteigernd und risikomindernd erwiesen – und diese Erfahrung ist sehr wahrscheinlich wegweisend für die kommenden Jahre.*

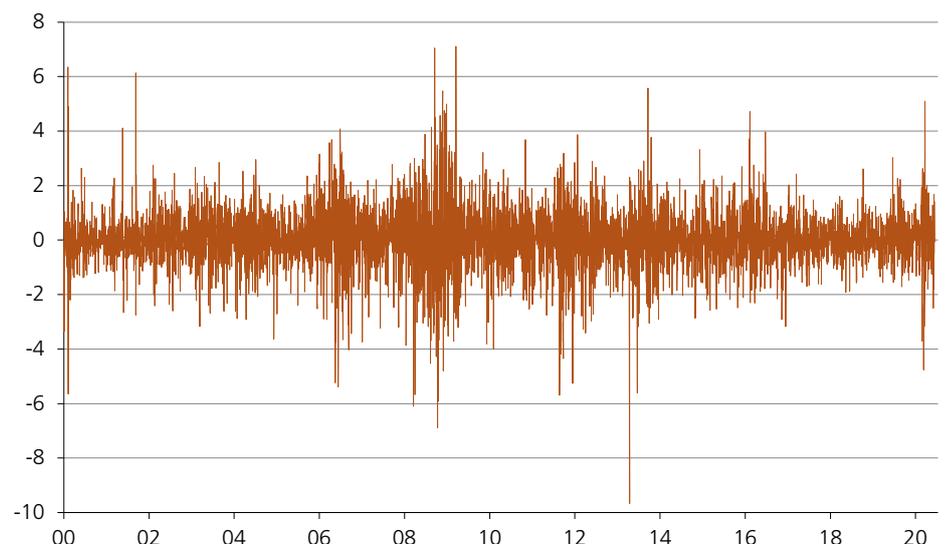
„Ausdauer wird früher oder später belohnt – meistens aber später.“
—Wilhelm Busch

„MARKT-TIMING“

Wer am 3. Januar 2000 Gold gekauft und bis zum 11. Juni 2020 gehalten hat, der erzielte eine jahresdurchschnittliche Rendite von 9,4 Prozent. In dieser Phase hat es sich ganz offensichtlich gelohnt, die Kauf-und-Halte-Strategie („Buy-and-Hold“) angewendet, also langfristig auf Gold gesetzt zu haben. Vielfach wird Anlegern allerdings zu kurzatmigen Käufen und Verkäufen geraten. Gerade wenn es krisenhafte Ereignisse gibt, sind die Finanzmagazine und Zeitungen voll von Empfehlungen, Gold zu kaufen. Und wenn die Börsen haussieren, ist zu lesen, der Anleger trenne sich jetzt besser vom Gold und investiere in Aktien.

1 Die Schwierigkeit, kurzfristige Goldpreisänderungen vorherzusehen

Tägliche Veränderungen des Goldpreises (USD/oz) in Prozent



Quelle: Refinitiv; Berechnungen Degussa. Periode: 3. Januar 2000 bis 11. Juni 2020. Tagesdaten.

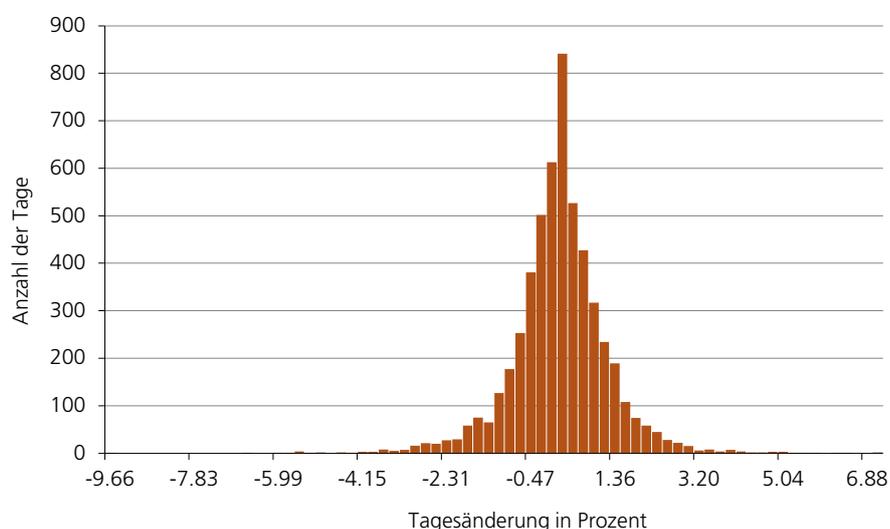
Doch derartige „Timing“-Strategien erweisen sich für viele Anleger als unvorteilhaft. Die meisten von ihnen reagieren bei Preiseinbrüchen verspätet, das heißt, sie verkaufen erst dann, wenn die Kurse bereits im Keller sind; und sie kaufen zu spät, also erst dann, wenn die Kurse schon wieder ihre Höchststände erreicht haben. Zudem fallen bei all dem noch Transaktionskosten an, die die Rendite des

eingesetzten Kapitals zusätzlich schmälern. Eine treffende Börsenweisheit lautet nicht umsonst: „Hin und Her macht Taschen leer!“ Abb. 1 soll andeuten, wie schwierig es ist, in kurzer Frist die Preisbewegungen treffsicher einzuschätzen.

Man kann etwas Ordnung in die Daten bringen, indem man sie in einem Histogramm präsentiert. Abb. 2 zeigt auf der horizontalen Achse verschiedene Niveaus der Tagesveränderungen des Goldpreises, und die vertikale Achse zeigt die Anzahl der Tage, an denen das jeweilige Niveau der Goldpreisveränderung vorkam. Bei den insgesamt 5.335 Tagen gab es 2.931 Tage (also 55 Prozent aller Tage), an denen der Goldpreis gegenüber dem Vortag anstieg; an 2.404 Tagen (also an 45 Prozent aller Tage) fiel der Goldpreis. Im Durchschnitt stieg der Goldpreis um 0,039 Prozentpunkte gegenüber dem Vortrag an.

2 Häufigkeitsverteilung der täglichen Goldpreisänderungen

Histogramm der täglichen Veränderungen des Goldpreises (USD/oz)



Quelle: Refinitiv; Berechnungen Degussa. Periode: 3. Januar 2000 bis 11. Juni 2020. Tagesdaten.

Ebenfalls in Abb. 2 ist zu erkennen, dass es starke Ausreißer nach oben und unten gab. Den höchsten Preisanstieg gab es am 19. März 2009 in Höhe von 7,1 Prozent gegenüber dem Vortrag. Der größte Preisrückgang zeigt sich am 14. April 2013: Um 9,7 Prozent fiel der Goldpreis. Vor dem Hintergrund der mitunter beträchtlichen Schwankungen der täglichen Goldpreise lässt sich erahnen, wie riskant eine Markt-Timing-Strategie sein kann: Man läuft Gefahr, dass man nicht zur richtigen Zeit im Markt ist – also nicht an den relativ wenigen Tagen, an denen der Goldpreis stark ansteigt.

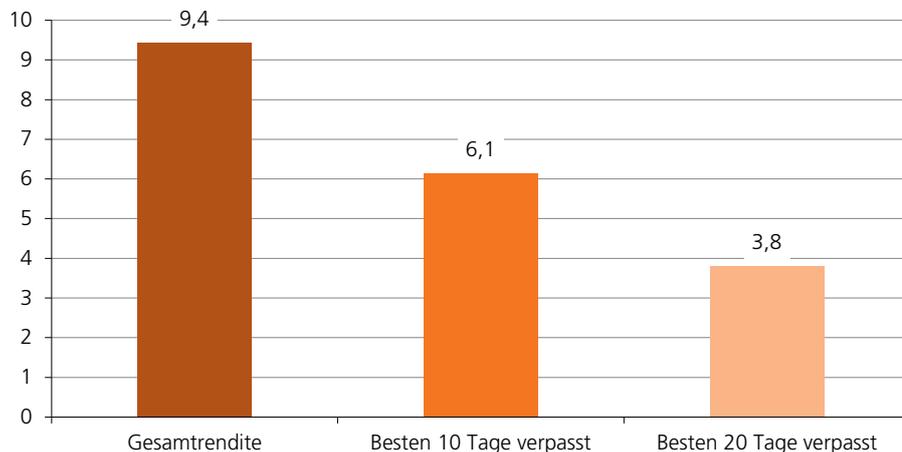
Um die Problematik der Timing-Strategie besser verständlich zu machen, nehmen wir an, die für den Anleger relevante Anlageperiode war vom 3. Januar 2000 bis zum 11. Juni 2020. Wer am Anfang dieser Zeitperiode Gold gekauft und bis heute gehalten hat, der erzielte – wie einleitend bereits angemerkt – eine Preissteigerung von 9,4 Prozent pro Jahr im Durchschnitt (Abb. 3). Nehmen wir an, der Anleger hätte eine Timing-Strategie verfolgt, wäre also häufig (aufgrund seiner persönlichen „Markteinschätzung“) in den Goldmarkt eingestiegen und auch häufig wieder ausgestiegen.

Wenn er dabei die besten zehn Tage verpasst hätte, wäre seine jahresdurchschnittliche Rendite nur noch 6,1 Prozent gewesen. Anders ausgedrückt: Wenn er Gold am 3. Januar 2000 zu dem damaligen Marktpreis von 291 USD/oz gekauft hätte, hätte er bis heute nur eine Goldpreissteigerung auf 991 USD/oz er-

zielt (hätte also bei weitem nicht das heutige Niveau von 1.730 USD/oz erreicht). Und hätte er die besten 20 Tage verpasst, wäre seine jahresdurchschnittliche Rendite lediglich 3,8 Prozent gewesen. Um im Bild zu bleiben: Für ihn wäre der Goldpreis nur auf 645 USD/oz gestiegen.

3 Langer Atem zahlt sich aus

Rendite für das Halten von Gold (USD/oz) in Prozent



Quelle: Refinitiv; Berechnungen Degussa. Periode: 3. Januar 2000 bis 11. Juni 2020. Tagesdaten.

EINE FRAGE DES WERTES

Diese Zahlen deuten an: Das langfristige Halten von Gold hat sich ausgezahlt, beziehungsweise Markt-Timing-Strategien bergen Verlustrisiken, wenn man nicht sicher sein kann, dass man das kurzfristige Auf und Ab der Goldpreise verlässlich abschätzen kann. Damit sind in erster Linie nicht Verlustrisiken im Sinne von dauerhaften Kapitalverlusten gemeint; schließlich ist es ganz unwahrscheinlich, dass das Gold in einem weltweiten ungedeckten Papiergeldsystem dauerhaft entwertet wird. Die Verlustrisiken bestehen vielmehr in entgangenen Erträgen, die man mit anderen Anlagen hätte erzielen können.

Ein weiteres, ganz grundsätzliches Problem soll hier zur Sprache kommen, das sich bei Markt-Timing-Strategien stellt: Man muss hier wissen, wann etwas zu teuer ist, und wann etwas zu billig ist. Mit anderen Worten: Man braucht eine Vorstellung darüber, wo der „faire Wert“ der Sache liegt, die man kaufen oder verkaufen will. Der faire Wert bei zum Beispiel Aktien lässt sich – zumindest theoretisch – ermitteln als die Summe der auf die Gegenwart abgezinsten Unternehmensgewinne. *Wo aber liegt denn der faire Wert des Goldes? Wie lässt er sich bestimmen?*

Es gibt leider keine hieb- und stichfeste Bewertungsformel für Gold. Das gilt übrigens auch für alle anderen Währungen beziehungsweise deren Austauschrelationen (also für die Wechselkurse). Viele Goldanleger ziehen daher die Charttechnik zu Rate, andere (wie der Autor dieses Aufsatzes) wenden empirische Schätzmodelle an, um den Goldpreis anhand von makroökonomischen Entwicklungen zu erklären und abzuschätzen. Die Beurteilung, wann Gold „teuer“, „billig“ oder „richtig“ bewertet ist, bleibt jedoch eine schwierige, eine mit erheblicher Unsicherheit behaftete Angelegenheit, und daher ist das Markt-Timing risikoreich.

4 Goldpreis im Aufwärtstrend

Goldpreis (USD/oz)



Quelle: Refinitiv; Graphik Degussa. Gestrichelte Linie: Linearer Trend.

Nehmen wir an, die gestrichelte Linie in Abb. 3 wäre eine Annäherung des fairen Wertes des Goldpreises. Hätte man beispielsweise im Januar 2004 gekauft und im März 2008 verkauft, hätte man einen Preiszuwachs von 35 Prozent erzielt (das heißt eine annualisierte Rendite von durchschnittlich 7,4 Prozent). Bei einem Kauf im September 2011 hingegen hätte man bis November 2015 gut 38 Prozent verloren (das entsprach einer annualisierten Rendite von *minus* 10,6 Prozent). Doch es gibt eine Möglichkeit, die ganze Sache besser in den Griff zu bekommen – und zwar über die Wahl eines langen Anlagehorizontes.

DER LANGE ATEM

Je länger der Anlagehorizont ausfällt, desto geringer ist tendenziell die Bedeutung des Kaufzeitpunktes für die Anlagerendite. Die Erklärung dafür lautet wie folgt: Der Goldpreis bildet eine im Zeitablauf ansteigende Zeitreihe. Ein entscheidender Grund dafür ist, dass die Zentralbanken, in enger Kooperation mit den Geschäftsbanken, die Geldmengen immer weiter ausdehnen. Das lässt die Güterpreise im Zeitablauf ansteigen, einschließlich des Goldpreises. Je länger also der Anlagehorizont, desto geringer fällt tendenziell ins Gewicht, ob man zu teuer oder zu billig gekauft hat.

Indem man sich bemüht, Aufschluss über den fairen Preis zu gewinnen (soweit das möglich ist), und indem man vor allem aber auch einen möglichst langen Anlagehorizont wählt, lässt sich die Unsicherheit verringern, lassen sich prinzipiell bessere Anlageergebnisse erzielen. Denn ersteres hält dazu an, nicht zum falschen Zeitpunkt zu kaufen, zweiteres senkt die Gefahr, eine einmal getroffene gute Entscheidung nicht überhastet rückgängig zu machen. Hinzu kommt eine ganz geringe Wahrscheinlichkeit, dass der Anleger mit dem Halten von Gold etwas falsch machen könnte in den kommenden Jahren.

Das internationale System des ungedeckten Geldes gerät zusehends aus den Fugen. Die politisch diktierte „Lockdown-Krise“ hat die Schuldenragfähigkeit des Systems drastisch verschlechtert – weil die Wirtschaftsleistung abgesunken ist, und weil die Verschuldung von Privaten und Staaten weiter in die Höhe schnellte. Die Zentralbanken finanzieren die neuen Schulden mit extrem niedrigen Zinsen und einer drastischen Ausweitung der Geldmengen. Eine baldige Abkehr von dieser Geld- beziehungsweise Inflationspolitik ist nicht erkennbar. In diesem Umfeld wird Gold für Anleger und Investoren zusehends attraktiver.

Die Kaufkraft des Goldes kann durch die Geldpolitik nicht herabgesetzt werden, und das Gold leidet auch nicht – anders als Bankguthaben – unter einem negativen Realzins. Zudem trägt Gold kein Kredit- beziehungsweise Zahlungsausfallrisiko wie die bei Banken gehaltenen Guthaben. Das alles spricht dafür, Gold im Portfolio zu halten, auch und gerade mit einem langen Zeithorizont. Das Halten von Gold hat sich in der Vergangenheit ausgezahlt, insbesondere für Anleger, die einen langen Atem, die Durchhaltevermögen hatten. Die Wahrscheinlichkeit ist sehr groß, dass das auch künftig so sein wird.

Wertentwicklung Gold (USD/oz) und USD-Anlagen (nominal) in Prozent Stand 15. Juni 2020

| | Gold | Verzinsliche US-Dollar-Anlagen | | | | Inflation ⁽¹⁾ |
|-----------------------------------|-------|--------------------------------|--------|---------|----------|--------------------------|
| | | 3 Monate | 1 Jahr | 5 Jahre | 10 Jahre | |
| I. Absolut | | | | | | |
| 20 Jahre | 500.9 | 35.1 | 41.5 | 68.8 | 93.0 | 48.7 |
| 10 Jahre | 41.4 | 6.1 | 7.9 | 16.9 | 25.4 | 17.6 |
| 5 Jahre | 48.0 | 5.7 | 7.0 | 9.6 | 11.4 | 7.4 |
| 2 Jahre | 36.1 | 3.4 | 3.7 | 3.8 | 4.2 | 1.7 |
| 1 Jahr | 29.2 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 0.1 |
| 3 Monate | 10.3 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | -0.9 |
| II. Pro Jahr⁽²⁾ | | | | | | |
| 20 Jahre | 9.4 | 1.5 | 1.7 | 2.7 | 3.3 | 2.0 |
| 10 Jahre | 3.5 | 0.6 | 0.8 | 1.6 | 2.3 | 1.6 |
| 5 Jahre | 8.2 | 1.1 | 1.4 | 1.8 | 2.2 | 1.4 |
| 2 Jahre | 16.7 | 1.7 | 1.8 | 1.9 | 2.1 | 0.9 |
| 1 Jahr | 29.2 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 0.1 |
| 3 Monate | 47.9 | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.7 | -3.5 |

Quelle: Thomson Financials; Berechnungen Degussa.

⁽¹⁾ Ermittelt aus dem Index der Konsumgüterpreise.

⁽²⁾ Stetige, auf das Jahr hochgerechnete Veränderungsrate. Ohne Berücksichtigung von Steuern.

Entwicklung Goldpreis (EUR/oz) und Euro-Anlagen (nominal) in % zum Stand vom 15. Juni 2020

| | Gold | Verzinsliche Euro-Anlagen | | | | Inflation ⁽¹⁾ |
|-----------------------------------|-------|---------------------------|--------|---------|----------|--------------------------|
| | | 3 Monate | 1 Jahr | 5 Jahre | 10 Jahre | |
| I. Absolut | | | | | | |
| 20 Jahre | 408.8 | 37.1 | 43.3 | 45.5 | 64.6 | 38.5 |
| 10 Jahre | 53.5 | 1.4 | 4.2 | 2.3 | 9.9 | 12.8 |
| 5 Jahre | 46.6 | -1.4 | -0.7 | -1.9 | 0.9 | 4.5 |
| 2 Jahre | 39.4 | -0.7 | -0.5 | -1.0 | -0.2 | 1.2 |
| 1 Jahr | 27.8 | -0.3 | -0.3 | -0.7 | -0.4 | -0.1 |
| 3 Monate | 14.0 | 0.0 | 0.0 | -0.2 | -0.1 | 0.2 |
| II. Pro Jahr⁽²⁾ | | | | | | |
| 20 Jahre | 8.5 | 1.6 | 1.8 | 1.9 | 2.5 | 1.6 |
| 10 Jahre | 4.4 | 0.1 | 0.4 | 0.2 | 0.9 | 1.2 |
| 5 Jahre | 7.9 | -0.3 | -0.1 | -0.4 | 0.2 | 0.9 |
| 2 Jahre | 18.1 | -0.3 | -0.2 | -0.5 | -0.1 | 0.6 |
| 1 Jahr | 27.8 | -0.3 | -0.3 | -0.7 | -0.4 | -0.1 |
| 3 Monate | 68.7 | -0.2 | -0.2 | -0.7 | -0.5 | 0.6 |

Quelle: Thomson Financial; Berechnungen Degussa.

⁽¹⁾ Ermittelt aus dem Index der Konsumgüterpreise.

⁽²⁾ Stetige, auf das Jahr hochgerechnete Veränderungsrate. Ohne Berücksichtigung von Steuern.

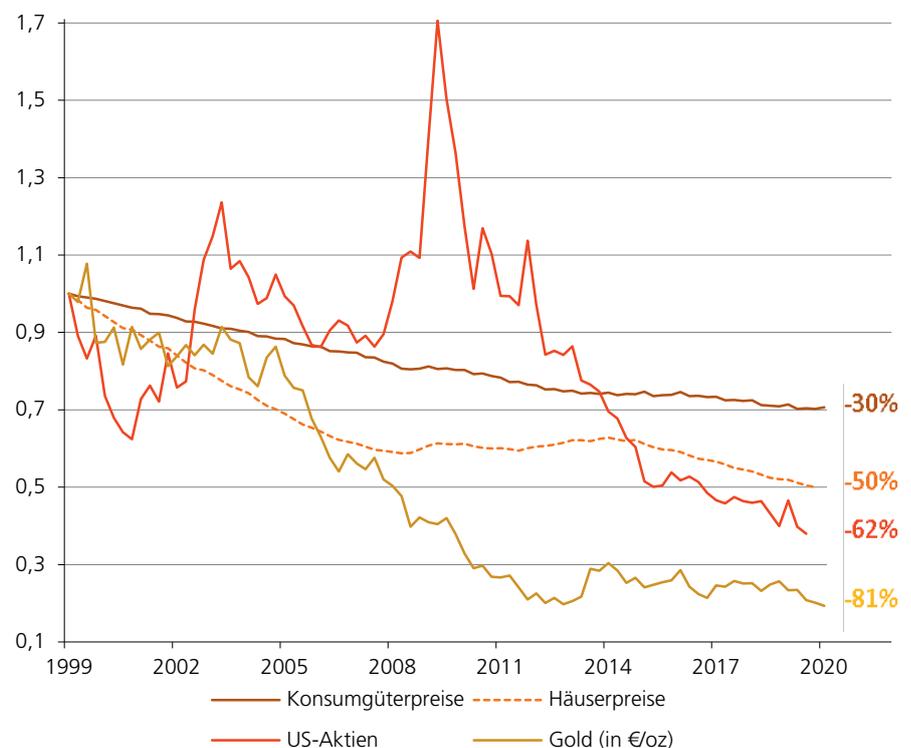
LASSEN SIE SICH NICHTS VOR- MACHEN: DIE KAUFKRAFT DES EURO VERFÄLLT

► **Der Euro ist nicht „stabil“, er verliert vielmehr seine Kaufkraft im Zeitablauf – und vermutlich stärker, als viele Menschen meinen.**

Die nachstehende Graphik soll zeigen, dass der Euro chronisch inflationiert wurde und wird – dass es also nicht richtig ist zu sagen, der Euro sei „stabil“, und dass es keine Inflation gäbe.

Gemessen auf Basis der Konsumgüterpreise, hat der Euro seit seiner Einführung 1999 bis heute 30% seiner Kaufkraft eingebüßt.

Kaufkraft des Euro gegenüber verschiedenen Gütern



Quelle: Refinitiv; Berechnungen Degussa. Die Kaufkraft wurde berechnet, indem 1 geteilt wurde durch den jeweiligen Preisindex. Sodann wurde die Zeitreihe indiziert (Januar 1999 = 1). Häuserpreise: Häuserpreisindex für den gesamten Euroraum. US-Aktien: Marktwerte.

Legt man die Häuserpreise im Euroraum zugrunde, betrug der Kaufkraftverlust des Euro 50%.

Legt man die Preise der US-Aktien zugrunde, beläuft sich der Euro-Kaufkraftverlust auf 62%.

Und gegenüber dem Gold hat der Euro 81% seiner Kaufkraft verloren.

Euro zu halten, war und ist also ein Verlustgeschäft. **Der Euro ist nicht stabil, er wird chronisch inflationiert!**

WARUM DAS BARGELD VERTEIDIGT WERDEN MUSS

► **Die Kräfte, die das Bargeld abschaffen wollen, nutzen ungeniert die Gelegenheit, die ihnen die Coronakrise bietet.**

Jetzt, da viele Menschen verunsichert und verängstigt sind, sich in einer Art kollektiven Hysterie befinden, fragen sie: Wenn Münzen und Scheine tagtäglich von Hand zu Hand gereicht werden, befördert das nicht die Virusausbreitung? Wäre es nicht sinnvoll, das Bargeld aus dem Verkehr zu ziehen, oder besser noch, ganz abzuschaffen?

Doch leider: Die Infektologen spielen nicht mit. Sie geben vielmehr Entwarnung. Krankheitserreger wie das Coronavirus werden über winzige Tröpfchen verbreitet, die durch Husten oder Niesen entstehen. Vom Verwenden von Münzen und Scheinen beim Bezahlvorgang geht dabei kein besonderes Ansteckungsrisiko aus. Gewissheit gibt es hier natürlich zwar nicht. Aber die Praxis zeigt unmissverständlich: Bargeld überträgt das Coronavirus ganz offensichtlich nicht, sonst wären die Fallzahlen viel höher.

«Es gibt Pläne der Kommission der Europäischen Union, die 1- und 2-Eurocent-Münzen abzuschaffen»

Das aber entmutigt die Bargeldfeinde nicht. Schliesslich setzen sie auf die Strategie der vielen kleinen Nadelstiche, mit denen den Menschen das Bargeld madig gemacht werden soll. Sie behaupten zum Beispiel, mit Bargeld werden Drogengeschäfte und Terrorismus bezahlt. Oder sie stigmatisieren große Banknoten – so geschehen im Euroraum: Hier hat die Europäische Zentralbank (EZB) die Entscheidung getroffen, den 500-Euroschein aus dem Verkehr zu ziehen. Seit Ende 2018 wird er nicht mehr in Umlauf gebracht, und kehrt er im regulären Zahlungsverkehr zur EZB zurück, wird er nicht wieder herausgegeben.

Es gibt zudem Pläne der Kommission der Europäischen Union (EU), die 1- und 2-Eurocent-Münzen abzuschaffen. In Brüssel sagt man, diese Münzen seien verzichtbar, und die Abschaffung der Euro-Kleinmünzen würde Einzelhändlern und Konsumenten unnötige Kosten ersparen. Doch halt: Nach der Logik, die der Abschaffung des Euro-Kleingeldes zugrunde liegt, müssten nach und

nach auch alle anderen Euro-Münzen abgeschafft werden – denn die EZB sorgt schliesslich für Preisinflation, und dadurch wird alles teurer, und die Verwendung von Euro-Münzen wird natürlich «aufwändiger».

«Die Volksweisheit «Wer den Pfennig nicht ehrt, ist des Talers nicht wert» wird mit den Füßen getreten»

Das ist noch nicht alles: Fallen die kleinen Münzeinheiten weg, wird auch im Bewusstsein der Menschen die „Historie der Kaufkraft des Geldes“ ausgelöscht. Die chronische Inflation der Güterpreise, für die die EZB mit ihrer Geldpolitik sorgt, machen zusehends höhere Nominalwerte bei Münzen und Noten erforderlich. Mit dem Verschwinden der kleinen Münzeinheiten verwischt sich daher auch die inflationäre Spur der inflationären Geldpolitik, und die Kritikmöglichkeit an der fortgesetzten Inflationspolitik wird geschwächt.

Zu bedenken ist auch: Die Volksweisheit «Wer den Pfennig nicht ehrt, ist des Talers nicht wert» wird mit den Füßen getreten. Kleine Münzen stehen symbolisch für die Wertschätzung kleiner Tätigkeiten und Geschäfte, und sie ermuntern jeden Menschen, verantwortungsvoll und gewissenhaft mit dem Geld umzugehen und auf diese Weise zum finanziellen Erfolg zu gelangen. Kleingeld hat so gesehen etwas mit aufgeklärter und ausgereifter Geldkultur zu tun.

«Es gibt zwei zentrale Gründe, warum das Bargeld abgeschafft werden soll»

Natürlich haben Banken, Kreditkartenfirmen und Anbieter von elektronischen Zahlungsdienstleistungen ein vitales Interesse daran, dass weniger mit Bargeld gezahlt wird. Sie wirken entsprechend auf Politiker durch gezielte Lobbyarbeit ein. Aber sie sind nicht entscheidend, warum man von Regierungsseite dem Bargeld zu Leibe rücken will. Es gibt vielmehr zwei zentrale Gründe, warum das Bargeld abgeschafft werden soll.

Der erste Grund ist die aus dem Ruder laufende weltweite Überschuldung. Um die Verbindlichkeiten von Staaten und Banken zu verringern, sollen die Zentralbanken eine dauerhafte negative Zinslandschaft erzeugen. Staaten können sich dann durch Aufnahme von Krediten mit Minuszinsen entschulden, Banken ihre Verbindlichkeiten gegenüber Kunden abbauen. Doch solange es das Bargeld gibt, sind der Negativzinspolitik Grenzen gezogen: Die Kunden entziehen sich dem Minuszins, indem sie

sich ihre Einlagen in bar auszahlen lassen. Deshalb soll das Bargeld verschwinden.

«Ist das Bargeld fort, braucht der Staat keinerlei Zurückhaltung mehr zu üben»

Der zweite Grund ist, dass Bargeld dem Weg in den Überwachungsstaat entgegensteht; und der Staat (wie wir ihn heute kennen) will alles wissen und steuern und wird nicht eher ruhen, bis er sein Ziel erreicht hat. Und wenn erst einmal das Bargeld abgeschafft ist, dann sind die Menschen vollends gläsern, ist auch die finanzielle Privatsphäre der Menschen perdö. Dann gibt es keine Möglichkeit mehr, der Zudringlichkeit des Staates zu entkommen. Ist das Bargeld fort, braucht der Staat keinerlei Zurückhaltung mehr zu üben gegenüber seinen Untertanen, er wird allmächtig.

Die Übelstände, die man mit einer Bargeldabschaffung aus der Welt zu vertreiben vorgibt, werden absehbar andere, noch viel größere Übelstände heraufbeschwören. Der Versuch, im Windschatten der aktuellen Coronavirus-Pandemie den Kampf gegen das Bargeld weiterzutreiben, zeigt, wie ernst es den Bargeldfeinden ist – und wie entschieden der Widerstand derjenigen ausfallen muss, die das, was von der Freiheit der Bürger und Unternehmer noch übrig ist, bewahren beziehungsweise wiedergewinnen wollen: Das Bargeld muss verteidigt werden und erhalten bleiben.

Degussa 

GOLD UND SILBER.

3 GEWINNT BEI DEGUSSA.

Warten Sie nicht auf die Senkung der Mehrwertsteuer. Mit dem Code 3GEWINNT erhalten Sie schon jetzt 3% Ersparnis auf Alle Produkte im Goldgeschenke-Shop!

-3%
WIR SCHENKEN
IHNEN
DIE MwSt.-SENKUNG
SCHON JETZT! *

CODE: 3GEWINNT



GOLDGESCHENKE.DE

Augsburg Berlin Düsseldorf
Frankfurt Hamburg Hannover
Köln München Nürnberg
Pforzheim Stuttgart
Zürich Genf Madrid London

DIE EZB UND DAS VERBOT DER MONETÄREN STAATSFINANZIERUNG. EIN (ER-)KLÄRUNGSVERSUCH

► **Ökonomisch betrachtet gibt es gute Gründe, die Anleihekäufe der EZB als ein Verstoß gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung nach Artikel 123 AEUV einzustufen.**

Ein zentraler Baustein in der Euro-Architektur ist das Verbot für die Europäische Zentralbank (EZB) und die nationalen Euro-Zentralbanken, die öffentlichen Haushalte zu finanzieren. Er ist folgender Einsicht zu verdanken: Politiker und Regierungen, die wiedergewählt werden wollen, finanzieren die Wohltaten, die sie ihrer Wählerschaft zuschanzen wollen, nur allzu gern mit neuen Schulden. Denn die Kreditaufnahme stößt meist auf weniger politischen Widerstand als das Anziehen der Steuerschraube.

In Demokratien, in sogenannten „Wohlfahrtsstaaten“, ist der Anreiz, die Staatsverschuldung in die Höhe zu treiben, besonders stark ausgeprägt. Doch ist ein Staat erst einmal hoch verschuldet, und droht ihm gar die Zahlungsunfähigkeit, ist absehbar, dass die Zentralbank angewiesen wird, die elektronische Notenpresse anzuwerfen, um die offenen Rechnungen mit neu geschaffenen Geld zu bezahlen. Mit anderen Worten: Auf die Überschuldung folgt die Inflationspolitik.

ZWEI SCHUTZWÄLLE

Um also zu verhindern, dass es überhaupt so weit kommen kann, haben die Euro-Konstrukteure zwei „Schutzwälle“ errichtet:

Zum einen wurde 1997 ein Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) beschlossen. Er sollte die Haushaltsdefizite der Staaten im Zaume halten: Die Obergrenze des Schuldenstands wurde mit 60 Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP) festgeschrieben, das Haushaltsdefizit auf maximal 3 Prozent des BIP begrenzt. Doch leider: Seit 1999 lag die Schuldenquote des Euroraums nicht in einem Jahr bei oder unter 60 Prozent. Und im März 2020 wurde der SWP aufgrund der Coronavirus-Krise außer Kraft gesetzt.

Zum anderen hat man den nationalen Euro-Zentralbanken wie auch der Europäischen Zentralbank (EZB)

per Gesetz untersagt, die Haushalte der Euro-Staaten (direkt) zu finanzieren. Im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union liest sich dieses Verbot wie folgt:

Art. 123 AEUV (ex-Artikel 101 EGV)

(1) Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der Europäischen Zentralbank oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten (im Folgenden als "nationale Zentralbanken" bezeichnet) für Organe, Einrichtungen oder sonstige Stellen der Union, Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften oder andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten sind ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die Europäische Zentralbank oder die nationalen Zentralbanken.

(2) Die Bestimmungen des Absatzes 1 gelten nicht für Kreditinstitute in öffentlichem Eigentum; diese werden von der jeweiligen nationalen Zentralbank und der Europäischen Zentralbank, was die Bereitstellung von Zentralbankgeld betrifft, wie private Kreditinstitute behandelt.

Die EZB und die nationalen Euro-Zentralbanken dürfen den Staaten also keine Direktkredite (in Form von Kassenkrediten oder anderen Darlehensformen) gewähren. Heutzutage zapfen die Staaten die Kreditmärkte allerdings nicht primär über Darlehen an, sondern vor allem über die Ausgabe von Anleihen beziehungsweise Schuldtiteln. Verboten ist der EZB und den nationalen Euro-Zentralbanken nur der „unmittelbare Erwerb“ von Euro-Staatsschulden, ihr „mittelbarer Erwerb“ ist nicht untersagt.

Das Anleihekaufverbot gilt demnach für den Erwerb von Anleihen im *Primärmarkt*. Der Primärmarkt ist der Markt, auf dem eine neue Anleihe erstmalig gehandelt wird, beziehungsweise hier bildet sich ihr erster Marktpreis. Im *Sekundärmarkt* werden bereits im Umlauf befindliche Anleihen gehandelt. Der Grund, warum der EZB und den nationalen Euro-Zentralbanken der „unmittelbare Erwerb“ von Staatsanleihen (also der Kauf im Primärmarkt) verboten ist, liegt auf der Hand: Es soll sichergestellt werden, dass die Staaten sich zu „marktüblichen“ Konditionen verschulden. Die Euro-Baumeister hofften wohl, auf diese Weise einer übermäßigen Verschuldung der Staaten entgegenwirken zu können.

Denn nimmt ein Staat immer mehr Schulden auf, ist in einem ungehemmten Kapital(-sekundär-)markt zu erwarten, dass die Kreditzinsen ansteigen, und dass die Verteuerung der Kredite die Staaten entmutigt, sich immer weiter zu verschulden. Wäre es hingegen der EZB und den nationalen Euro-Zentralbanken erlaubt, Staatsanleihen im Primärmarkt zu erwerben, kämen ganz sicher keine marktüblichen, sondern „politische“ Zins-

konditionen zustande: Die Staaten würden ihre Zentralbanken drängen, ihnen Kredite zu den geringsten Kreditkosten bereitzustellen, und die Attraktivität der Verschuldung würde gefördert.

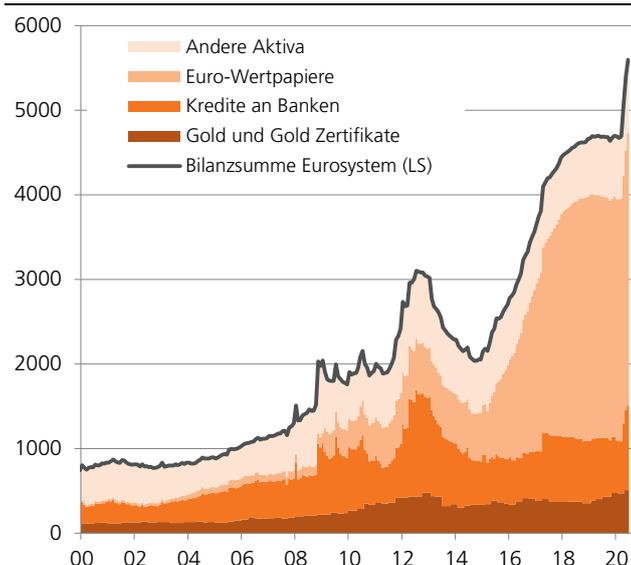
Paradoxerweise muss man hier anmerken: Allein dadurch, dass die Zentralbanken Staatsanleihen als Pfand im Kreditgeschäft akzeptieren, privilegieren sie diese Schuldpapiere und sorgen dafür, dass der Zins der Staatsanleihen geringer ausfällt (im Vergleich zu einer Situation, in der die Zentralbanken keine Staatsanleihen beleihen oder aufkaufen). Die privilegierte Stellung, die die Zentralbanken den Staatsanleihen einräumen, lässt sich natürlich bereits als eine Form der monetären Staatsfinanzierung auslegen. Doch sie gilt heutzutage als akzeptabel, wird meist nicht weiter problematisiert.

WENN DER SEKUNDÄRMARKT DEN PRIMÄRMARKT BESTIMMT

Im Zuge der Anleiheaufkaufpolitik der EZB und der nationalen Euro-Zentralbanken ist eine Situation entstanden, die die Abgrenzung zwischen der Preisfindung auf dem Primärmarkt und der auf dem Sekundärmarkt zum Verschwinden bringt, beziehungsweise in der die Preisfindung auf dem Sekundärmarkt von den Zentralbanken maßgeblich bestimmt wird. Die Folge: Die Konditionen im Sekundärmarkt bestimmen die Konditionen im Primärmarkt. Dazu die folgenden Überlegungen:

1 Die Bilanzen der Euro-Zentralbanken schwellen stark an durch Anleihekäufe

Bilanz EZB und nationale Euro-Zentralbanken in Mrd. Euro



Quelle: Refinitiv; Graphik Degussa.

(1) Die Kursbildung der Anleihen im Primärmarkt erfolgt stets mit Blick auf den Sekundärmarkt: Die Teilnehmer im Primärmarkt werden für eine Anleihe nicht mehr bezahlen als den Preis, den sie mit der Anleihe im Sekun-

därmarkt erzielen können. Wäre zum Beispiel der erwartete Preis der Anleihe im Sekundärmarkt 99 Euro, so würde niemand im Primärmarkt mehr als 99 Euro zahlen. Die erwarteten Kurse (beziehungsweise Zinsen) im Sekundärmarkt bestimmen folglich die Kurse (die Zinsen) im Primärmarkt.¹

(2) Die EZB und die nationalen Euro-Zentralbanken kaufen mittlerweile Euro-Staatsanleihen im Sekundärmarkt in großem Stil. Sie bestimmen dadurch in entscheidendem Maße die Zinsbildung auf dem Sekundärmarkt und damit folglich auch die auf dem Primärmarkt: Die Zentralbank fragt eine Anleihe im Sekundärmarkt nach, und das treibt deren Kurs in die Höhe (im Vergleich zu einer Situation, in der die Zentralbank nicht als Käufer auftritt). Entsprechend fallen die Anleihekurse (Anleiherenditen) im Primärmarkt höher (niedriger) aus, als sie ohne den Eingriff der Zentralbank ausfallen würden.

(3) Die EZB und die nationalen Euro-Zentralbanken treten als Käufer für nahezu alle Laufzeiten auf.² Daher unterliegen auch die Kreditkonditionen für nahezu alle Laufzeiten im Sekundärmarkt maßgeblich dem Einfluss der Zentralbankpolitik; und entsprechend fallen die Konditionen im Primärmarkt aus. Die Frage drängt sich auf: Setzen die EZB und die nationalen Euro-Zentralbanken „durch die Hintertür“ die Zinskonditionen im Primärmarkt? Und wenn ja, hieße das ökonomisch gesehen nicht auch, dass die Zentralbanken gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung verstoßen, wie es in Artikel 123 AEUV niedergelegt ist?

(4) Man könnte an dieser Stelle einwenden: Die Käufe der Zentralbanken sind betragsmäßig nicht unbegrenzt, sondern begrenzt. Zum Beispiel verkündete die EZB am 22. Januar 2015, sie werden pro Monat Anleihen von Eurostaaten und EU-Institutionen in Höhe von 60 Mrd. Euro bis September 2016 kaufen. Folglich konnten die Investoren nicht versichert sein, dass die Zentralbank im Fall der Fälle alle angebotenen Anleihen kaufen wird. So gesehen hat die Zentralbank zwar die Marktpreisbildung der Anleihen beeinflusst, aber sie hat sie nicht vollends ausgehebelt – denn zumindest etwas Unsicherheit war für die Investoren verblieben. So gesehen war der Primärmarkt zwar geldpolitisch beeinflusst, aber er büßte seinen Bezug zur Marktrealität nicht vollständig ein.

(5) In der Praxis reihen die Zentralbanken jedoch ein Anleiheaufkaufprogramm an das andere, sie verlängern

¹ Zwischen dem Kurs und der Rendite eines festverzinslichen Schuldpapiers besteht ein inverser Zusammenhang: Steigt der Kurs der Anleihe, fällt ihre Rendite; und fällt der Kurs, steigt die Rendite.

² Beim „Public Sector Purchase Programme“ (PSPP) beträgt die Laufzeit der Schuldpapiere mindestens 1 Jahr, maximal weniger als 31 Jahre. Beim „Pandemic Emergency Programme“ (PEPP) beträgt die Laufzeit mindestens 70 Tage, maximal weniger als 31 Jahre.

und erweitern bestehende Kaufprogramme. Das beeinflusst die Markterwartungen ganz entscheidend: Die Marktakteure können mit guten Gründen darauf wetten, dass die Zentralbanken, wenn sie erst einmal Staatsanleihen aufgekauft und ihre Aufkaufprogramme Stück für Stück erweitert haben, sich nicht so ohne weiteres von dieser Politik abkehren werden. Das gilt insbesondere dann, wenn Investoren vermuten können, dass die bereits erfolgten Käufe einen „kritischen Schwellenwert“ überschritten haben.

Das wäre beispielsweise dann der Fall, wenn (a) die Zentralbanken schon so viele Staatsanleihen aufgekauft haben und in ihren Bilanzen ausweisen, dass sie es sich schlichtweg nicht mehr leisten können, mit den Schuldpapierkäufen aufzuhören, weil die Schuldner ansonsten zahlungsunfähig würden und den Zentralbanken ruinöse Abschreibungen drohen. (b) Ein Beenden der Staatsanleihekäufe droht, die Zinsen ansteigen und damit das gesamte Wirtschafts- und Finanzsystem zusammenbrechen zu lassen, ein Ereignis, das mit allen politischen Mitteln verhindert werden soll.

DAS VERNEINEN DER MONETÄREN STAATSFINANZIERUNG

Durch ihre Anleihekäufe können die Zentralbanken die Marktkurse auch direkt setzen. Dazu signalisieren sie beispielsweise der Investorenschaft (in klaren Worten), welche Kurse beziehungsweise Renditen geldpolitisch gewünscht sind. Sie setzen dadurch gewissermaßen einen *Mindestpreis* für Anleihen (eine Maximalrendite). In diesem Fall spiegeln die Kurse dann die erwarteten Kaufpreise der Zentralbanken wider, die kaum mehr oder gar nichts mehr zu tun haben mit der Risikolage der Schuldner. Die gesetzliche Vorgabe, dass die Zentralbanken Anleihen nur im Sekundärmarkt, nicht aber im Primärmarkt erwerben dürfen, verliert die ihr zuge dachte Wirkung. Artikel 123 AEUV (1) ist ausgehebelt, eine monetäre Staatsfinanzierung durch EZB nationale Euro-Zentralbanken zu konstatieren.

Mit seinem Urteil vom 11. Dezember 2018 hat der Europäische Gerichtshof (EuGH) entschieden, dass das „Public Sector Purchase Programme“ oder kurz „PSPP“ der EZB nicht gegen das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung verstoße (und dass es übrigens auch nicht über das Mandat der EZB hinausgehe). Am 5. Mai 2020 hat deutsche Bundesverfassungsgericht über die Klage gegen die Zulässigkeit des PSPP geurteilt.³ Einen

³ Siehe Bundesverfassungsgericht, Beschlüsse der EZB zum Staatsanleihekäufprogramm kompetenzwidrig, Pressemitteilung Nr. 32/2020 vom 5. Mai 2020. Das Gericht kam zum Schluss, Bundesregierung und Bundestag haben das deutsche Grundgesetz verletzt. Denn sie haben es unterlassen dagegen vorzugehen, dass die EZB bei Ihrer Entscheidung, Staatsanleihen aufzukaufen, weder geprüft noch dargelegt hat,

Verstoß gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung, wie es in Artikel 123 AEUV niedergelegt ist, haben die Karlsruher Richter beim PSPP ebenfalls ausdrücklich nicht festgestellt. Der Argumentation, dass die Anleihekäufe über ihre Wirkung auf die Sekundär- und Primärmärkte Artikel 123 AEUV aushebeln könnte, hat man sich nicht angeschlossen. Aus Sicht der Richter ist das PSPP nicht als eine Form der monetären Staatsfinanzierung einzustufen, „weil

- das Volumen der Ankäufe im Voraus begrenzt ist,
- die vom Eurosystem getätigten Käufe nur in aggregierter Form bekannt gegeben werden,
- eine Obergrenze von 33 % je Internationaler Wertpapierkennnummer eingehalten wird,
- Ankäufe nach dem Kapitalschlüssel der nationalen Zentralbanken getätigt werden,
- nur Anleihen von Körperschaften erworben werden, die aufgrund eines Mindestratings Zugang zum Anleihemarkt besitzen und
- Ankäufe begrenzt oder eingestellt und erworbene Schuldtitel wieder dem Markt zugeführt werden sollen, wenn eine Fortsetzung der Intervention zur Erreichung des Inflationsziels nicht mehr erforderlich ist.“⁴

Vor dem Hintergrund einer solchen Bewertung stellt sich die Frage, wie denn das allerneueste Anleiheaufkaufprogramm der EZB mit Namen „PEPP“ (Abkürzung für „Pandemic Emergency Purchase Programme“) zu beurteilen ist. Reicht es schon aus, wenn das PEPP gegen eines dieser Kriterien verstößt, um die Anleihekäufe als monetäre Staatsfinanzierung einzustufen? Oder müssen mehrere der aufgeführten Kriterien oder alle Kriterien verletzt sein? Während die Richter hier vermutlich reichlich Interpretations- und Urteilsspielraum erblicken, ist die ökonomische Sachlage (auch hier) recht klar.

dass diese Politik „verhältnismäßig“ ist. Der EZB hält das Gericht vor, die Auswirkungen ihrer Anleihekäufe nicht nach Verhältnismäßigkeitsgesichtspunkten abgewogen zu haben. Die Deutsche Bundesbank darf an den EZB-Anleihekäufen bis auf Weiteres nicht mehr mitwirken, so die Richter – allerdings erst nach einer Übergangsfrist von höchstens drei Monaten.

⁴ Siehe hierzu Bundesverfassungsgericht, Verfassungsbeschwerden und Organstreitverfahren gegen das OMT-Programm der Europäischen Zentralbank erfolglos, Pressemitteilung Nr. 34/2016 vom 21. Juni 2016, hier Punkt 3 (e). Anmerkung: Am 4. März 2015 hat der EZB-Rat die Ankaufobergrenze auf 25% festgelegt. Der Grund: Viele Anleihen, die die EZB kauft, sind mit einer „Collective Action Clause“ (CAC) ausgestattet. Die CAC besagt, dass die Vertragsbedingungen einer Anleihe geändert werden können (z. B. Laufzeitverkürzung, Herabsetzung des Nennwertes), wenn 75 Prozent der Anleihebesitzer der Änderung zustimmen. Die EZB wollte anfänglich nicht in die Situation zu geraten, hier eine Sperrminorität zu haben. Am 3. September 2015 wurde die Ankaufobergrenze auf 33% heraufgesetzt. Die Ankaufsgrenze ist so gesehen also kein hartes, unverrückbares Kriterium.

DER BESTE SCHUTZ VOR GELDENTWERTUNG. DER DEGUSSA GOLDSPARPLAN.

DEGUSSA-GOLDSPARPLAN.DE

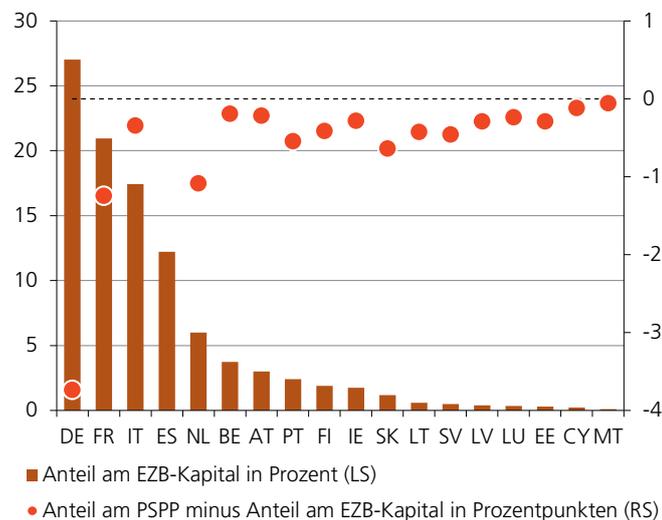


DIE UNENDLICHE GESCHICHTE: ANLEIHE-AUFKAUFPROGRAMME

Ein Hinweis zur Beantwortung der Frage, ob die EZB monetäre Staatsfinanzierung betreibt oder nicht, könnte man am Verhältnis zwischen den gekauften nationalen Staatsanleihen und dem jeweiligen Kapitalanteil der nationalen Euro-Zentralbanken am Eigenkapital der EZB festmachen. Wenn die EZB „normale“ Geldpolitik betreibt, dürfte sie kein Land bevorzugen oder benachteiligt; sie müsste anteilig gleichmäßig Anleihen der Euroländer kaufen. Würde hingegen der Anteil einer nationalen Anleihe im EZB-Portfolio den Kapitalanteil der nationalen Euro-Zentralbank am EZB-Eigenkapital übersteigen, wäre das eine Bevorzugung des betreffenden Landes.

Die Zusammensetzung des EZB-PSPP-Portfolios für Ende Mai 2020 zeigt allerdings keine derartigen Auffälligkeiten (Abb. 2): Die Anteile der nationalen Schuld-papiere am EZB-PSPP-Portfolio überstiegen nicht die nationalen Anteil am EZB-Kapital („Kapitalschlüssel“). Schuld-papiere aus Deutschland, Frankreich und den Niederlanden waren allerdings etwas unterrepräsentiert.

2 Anteil der nationalen Zentralbanken am EZB-Kapital in %⁽¹⁾ und Anteil nationaler Schuld-papiere am EZB-PSPP minus nationaler Anteil am EZB-Kapital in Prozentpunkten%⁽²⁾

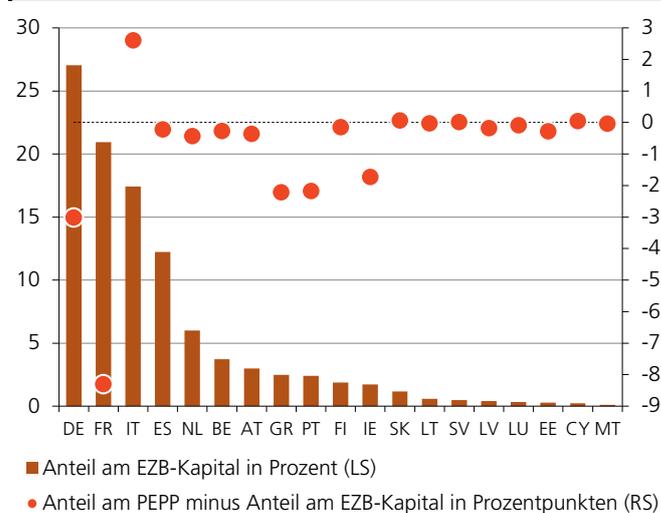


Quelle: EZB; eigene Berechnungen. Anleiheportfolio am 12. Juni 2020. Griechische Anleihen werden unter dem PSPP nicht gekauft. ⁽¹⁾ Das in die EZB eingezahlte Kapital der nationalen Euro-Zentralbanken beträgt 7,6 Mrd. Euro. Die nationalen Euro-Zentralbanken halten damit 81,3 Prozent des EZB-Kapitals. ⁽²⁾ Am 12. Juni 2020 hielten die EZB und die nationalen Euro-Zentralbanken insgesamt 2.234 Mrd. Euro unter dem PSPP (inklusive Schulden in Höhe von 232,8 Mrd. Euro, die von supranationalen Institutionen gekauft wurden).

Beim PEPP zeigt sich bis Ende Mai 2020 eine Bevorteilung Italiens: Der Anteil der gekauften italienischen Anleihen lag mit 20 Prozent an den Gesamtkäufen des

PEPP deutlich höher als der Anteil der Italiener am Eigenkapital der EZB in Höhe von 17,41 Prozent (Abb. 3). Frankreich und auch Deutschland wurden hingegen „benachteiligt“. Die Ankäufe wurden also nicht entsprechend dem Kapitalschlüssel der nationalen Zentralbanken getätigt. Ein Kriterium, dessen Erfüllung das Bundesverfassungsgericht genannt hat, damit kein Verstoß gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung vorliegt, ist also verletzt.

3 Anteil der nationalen Zentralbanken am EZB-Kapital in % und Anteil nationaler Schuld-papiere am EZB-PEPP minus nationaler Anteil am EZB-Kapital in Prozentpunkten%⁽¹⁾



Quelle: EZB; eigene Berechnungen. Anleiheportfolio für die Monate März bis Mai 2020. Griechenland nimmt am PEPP teil. ⁽¹⁾ Ende Mai 2020 hielten die EZB und die nationalen Euro-Zentralbanken Euro-Staatsschulden von insgesamt 186,6 Mrd. Euro unter dem PEPP (einschließlich Schulden in Höhe 13,9 Mrd. Euro ein, die von supranationalen Institutionen gekauft wurden).

An dieser Stelle ist zudem zu bedenken, dass die Tilgungsbeträge aus fälligen Anleihen reinvestiert werden. Die EZB und die nationalen Euro-Zentralbanken werden daher bis auf Weiteres aktive Kreditgeber bleiben. Dass die Anleihen jemals wieder zurückgezahlt oder in den Markt verkauft werden und damit aus den Bilanzen der Zentralbanken verschwinden, ist aus heutiger Sicht sehr unwahrscheinlich: Das würde zur Vernichtung der Geldmenge führen, die zuvor neu geschaffen wurde; und dadurch würden wirtschaftspolitisch unerwünschte Folgen in Gang gesetzt wie Rezession und Preisdeflation.

Das PEPP ist im Kern nichts anderes als ein noch gewaltigerer Anleiheaufkauf in einer Reihe gewaltiger Anleiheaufkaufprogramme: Mit ihm sollen nicht nur noch mehr Staatsanleihen monetisiert werden, sondern nun auch Unternehmensschulden. Auch das PEPP wird bereits, wie seine Vorgänger, über die Zeitachse immer größer gemacht: Es wurde im März 2020 mit einem Volumen von 750 Mrd. Euro verkündet. Bereits am 4. Juni

2020 wurde es um weitere 600 Mrd. Euro auf insgesamt 1,35 Billionen Euro aufgestockt. Das PEPP ist ein weiterer Schritt, die geldpolitische Hoheit über den Sekundärmarkt der Euro-Staatsanleihen zu vervollkommen, so dass die Zinsen auf dem Sekundärmarkt mehr denn je die Zinsen auf dem Primärmarkt bestimmen.

Aus ökonomischer Sicht gibt es überzeugende Gründe, die EZB und die nationalen Euro-Zentralbanken zu bezichtigen, mit ihren Anleiheaufkaufprogrammen – vor allem auch mit dem PEPP – gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung, wie es Artikel 123 AEUV ausspricht, zu verstoßen: Die Geldpolitik diktiert die Zinsen im Sekundärmarkt und damit auch die Zinsen im Primärmarkt. Wenn sich die Rechtsprechung darauf einlässt, die von den Zentralbankräten selbsterfundene Programm-Kriterien als Prüfstein zu akzeptieren, ob eine monetäre Staatsfinanzierung stattfindet oder nicht, dann muss man den Verdacht haben, sie verliert Sinn und Zweck des Artikels 123 AEUV aus dem Auge.

EINE UNBEQUEME WAHRHEIT

Zweifellos ist eine (nicht nur für Richter) heikle Situation entstanden, die jedoch alles andere als überraschend ist: Der Euro repräsentiert ungedecktes Geld (wie übrigens auch der US-Dollar, japanische Yen und chinesischer Renminbi). Er wird durch Kreditvergabe im wahrsten Sinne des Wortes aus dem Nichts geschaffen, und vor allem die Staaten haben kräftig Gebrauch gemacht von den Verschuldungsmöglichkeiten, die der ungedeckte Euro ihnen bietet. Mittlerweile ist eine Situation entstanden, in der die Finanzierung vieler Euro-Staaten ohne weitreichende Markteingriffe der Zentralbanken nicht mehr möglich ist.

Die Lage auf den Finanzmärkten ist nur deswegen „entspannt“, weil Investoren damit rechnen, dass die Zentralbanken Gewähr bei Fuß stehen, um bei Problemen einzuspringen: Sollte eine Verkaufswelle durch die Anleihemärkte fegen, werden die Zentralbanken schon auf der Käuferseite stehen und einen Kurseinbruch der Euro-Staatsanleihen und damit steigende Zinsen abwehren – so denken viele Investoren, und zwar weil die Zentralbankräte so denken. Verbieten die Richter der EZB und den nationalen Euro-Zentralbanken, die Staatsschulden zu monetarisieren, wäre es vorbei mit der Ruhe auf den Märkten und vermutlich auch mit dem Euro.

Denn Regierende und Regierte machen keine Anstalten, aufgelaufene Staatsschulden zurückzuzahlen. Und in einer „Notlage“ lebt man erst recht ganz ungeniert auf Pump. Der politisch diktierte Lockdown als Folge der Coronavirus-Ausbreitung ist dafür ein gutes Beispiel: Um dem vermeintlich größten Übel – der Rezession – zu

entkommen, wird ein vermeintlich kleineres Übel (noch größere Verschuldung) akzeptiert. Und wenn irgendwann der Schuldenkollaps droht (ein großes Übel), ist absehbar, dass man im Ausweiten der Geldmenge das vergleichsweise kleinere Übel erblicken wird.

Die unbequeme Wahrheit lautet: Ohne die monetäre Staatsfinanzierung durch die EZB und die nationalen Euro-Zentralbanken droht der „Euro-Systemkollaps“. Anders gesagt: Der *nominale* Erhalt des Euro und der wirtschaftlichen und politischen Strukturen, die er hervorgebracht hat, wird ohne Verstoß gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung nicht möglich sein. Das muss nicht nur Zweifel an der künftigen Kaufkraft des Euro wecken. Denn wenn das Ziel, die Staaten um jeden Preis flüssig zu halten, alle anderen Ziele beginnt zu überlagern, dann werden auch die Grundlagen der freien Gesellschaft und Wirtschaft aufgehoben.

EDELMETALLPREISE

In US-Dollar pro Feinunze

| | Gold | | Silber | | Platin | | Palladium | |
|---------------------------------|---------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|---------------|-------------|
| I. Aktuell | 1724.6 | | 17.5 | | 814.0 | | 1935.2 | |
| II. Gleitende Durchschnitte | | | | | | | | |
| 10 Tage | 1714.1 | | 17.6 | | 825.3 | | 1942.2 | |
| 20 Tage | 1721.0 | | 17.5 | | 829.5 | | 1951.1 | |
| 50 Tage | 1712.6 | | 16.3 | | 790.5 | | 1963.8 | |
| 100 Tage | 1654.6 | | 16.2 | | 819.9 | | 2127.2 | |
| 200 Tage | 1577.6 | | 16.9 | | 874.2 | | 1992.7 | |
| III. Schätzung Ende 2020 | 2040 | | 25 | | 1256 | | 1536 | |
| (1) | 18 | | 42 | | 54 | | -21 | |
| <i>Bandbreiten</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> |
| | 1710 | 2230 | 19.8 | 28.8 | 1020 | 1492 | 1300 | 1772 |
| (1) | -1 | 29 | 13 | 65 | 25 | 83 | -33 | -8 |
| V. Jahresdurchschnitte | | | | | | | | |
| 2017 | 1253 | | 17.1 | | 947 | | 857 | |
| 2018 | 1268 | | 15.8 | | 880 | | 1019 | |
| 2019 | 1382 | | 16.1 | | 862 | | 1511 | |

In Euro pro Feinunze

| | Gold | | Silber | | Platin | | Palladium | |
|-------------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|---------------|-------------|
| I. Aktuell | 1532.2 | | 15.5 | | 723.2 | | 1719.3 | |
| II. Gleitende Durchschnitte | | | | | | | | |
| 10 Tage | 1516.6 | | 15.6 | | 730.2 | | 1718.4 | |
| 20 Tage | 1542.5 | | 15.7 | | 743.5 | | 1748.8 | |
| 50 Tage | 1559.2 | | 14.8 | | 719.3 | | 1787.9 | |
| 100 Tage | 1507.4 | | 14.8 | | 746.7 | | 1937.8 | |
| 200 Tage | 1431.4 | | 15.3 | | 792.7 | | 1808.0 | |
| III. Schätzung bis Ende 2020 | 1910 | | 23 | | 1180 | | 1440 | |
| (1) | 25 | | 50 | | 63 | | -16 | |
| <i>Bandbreiten</i> | <i>Tief</i> | <i>Hoch</i> | <i>Tief</i> | <i>Hoch</i> | <i>Tief</i> | <i>Hoch</i> | <i>Tief</i> | <i>Hoch</i> |
| | 1600 | 2090 | 18.6 | 27.1 | 950 | 1400 | 1220 | 1660 |
| (1) | 4 | 36 | 20 | 75 | 31 | 94 | -29 | -3 |
| IV. Jahresdurchschnitte | | | | | | | | |
| 2017 | 1116 | | 15 | | 844 | | 760 | |
| 2018 | 1072 | | 13 | | 743 | | 863 | |
| 2019 | 1235 | | 14 | | 770 | | 1350 | |

Quelle: Thomson Financial; Berechnungen und Einschätzungen Degussa. Beachte: Die Zahlen sind gerundet.

(1) Geschätzte Preisveränderung bei aktuellem Preis in Prozent.

GOLD UND SILBER

Der „Weltgoldpreis“ steigt im Trendverlauf

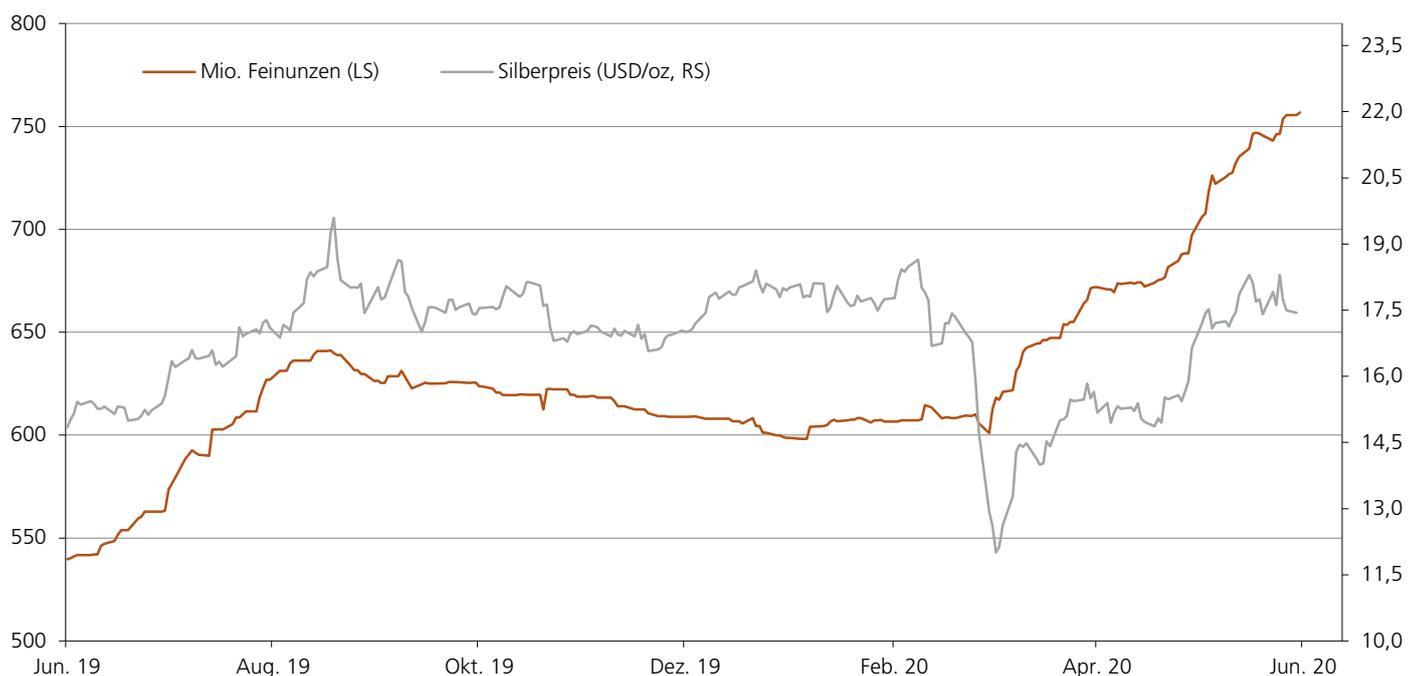
Goldpreis in USD/oz und in allen übrigen Währungen exkl. USD



Quelle: Refinitiv; Berechnungen Degussa. Ermittelt aus Goldpreis (USD/oz) und handelsgewichtetem Außenwert des US-Dollar. In der Zeitreihe wurde der September 2011 auf 1.900 indiziert (hier erreichte der US-Dollar-Preis des Goldes seinen bisherigen Höchststand von 1.900 pro Feinunze.)

Stark steigende Nachfrage nach Silber-ETFs seit Mitte März 2020

Bestände der Silber-ETFs (Mio. Feinunzen) und Silberpreis (USD/oz)



Quelle: Refinitiv; Graphik Degussa.

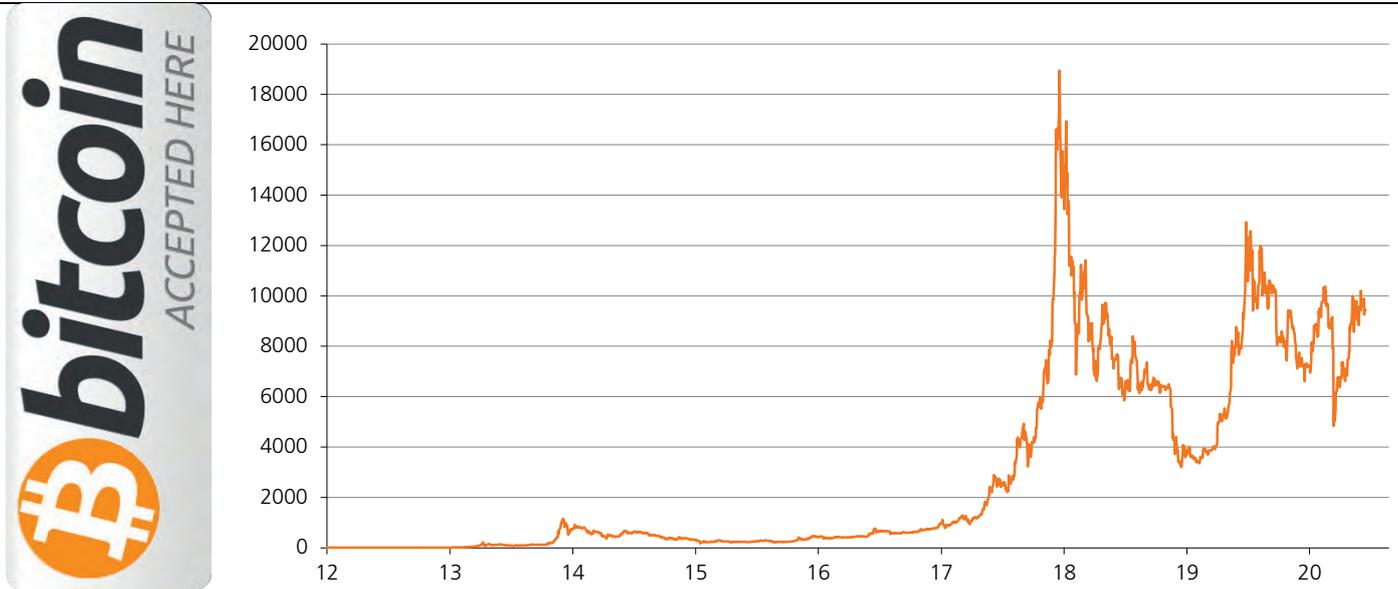
STAATSANLEIHEN VERGEHEN, GOLD UND EDELMETALLE BESTEHEN.

DEGUSSA-GOLDHANDEL.DE



Bitcoinpreis und Wertentwicklungen verschiedener Anlageklassen

Bitcoin in US-Dollar

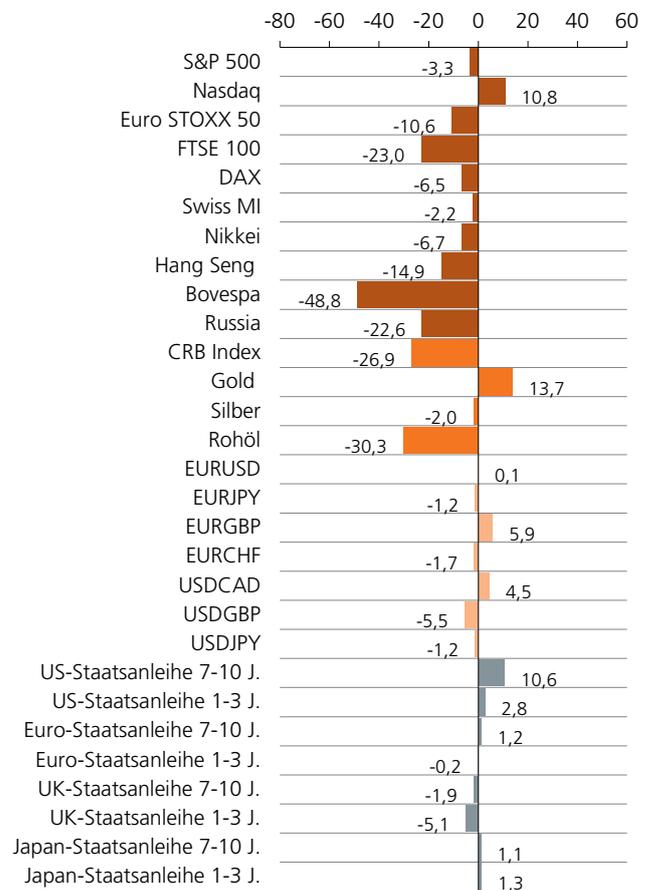
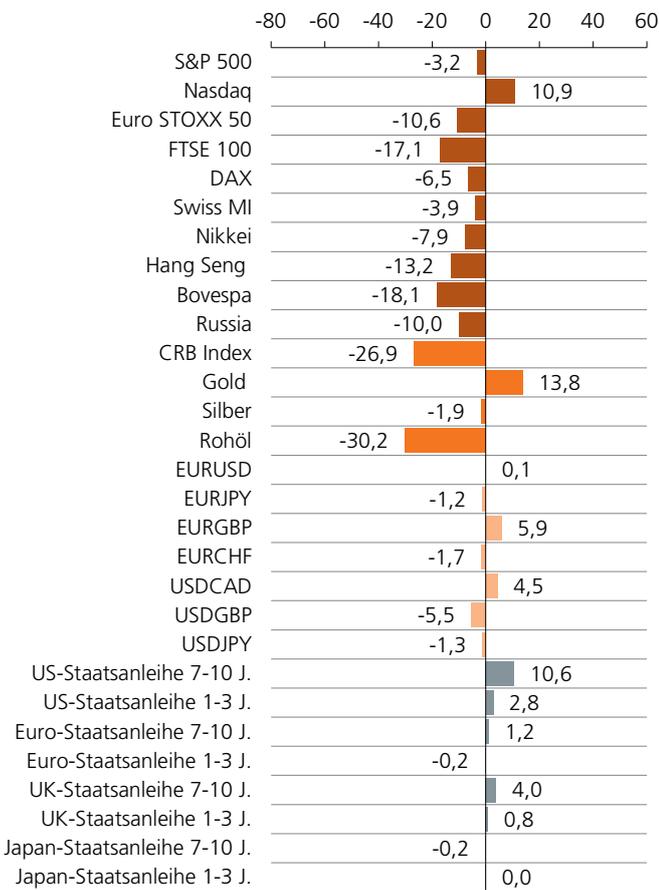


Quelle: Refinitiv; Graphik Degussa.

Wertentwicklung verschiedener Anlageklassen seit Jahresanfang in Prozent

(a) In nationaler Wahrung

(b) In Euro



Quelle: Refinitiv, Berechnungen Degussa.

Beiträge in bisher erschienen Ausgaben

| Ausgabe | Inhalt | Zum Herunterladen |
|--------------------|--|---------------------|
| 18. Juni 2020 | Gold halten zahlt sich aus. Vor allem für Langfristanleger Lassen Sie sich nichts vormachen: Die Kaufkraft des Euro verfällt Warum das Bargeld verteidigt werden muss Die EZB und die monetäre Staatsfinanzierung. Ein (Er-)Klärungsversuch | Pdf |
| 4. Juni 2020 | Der mühsame Weg aus der Lockdown-Krise. Warum Sie weiter auf Gold setzen sollten Neues Geld für ausufernde Staatsdefizite Kriminelle Intelligenz und Inflation | Pdf |
| 20. Mai 2020 | Gold und Silber: Der Bullenmarkt nimmt Fahrt auf Geldflut bringt Geldentwertung | Pdf |
| 7. Mai 2020 | Jetzt kommt die Geldflut Weltweite Finanz- und Wirtschaftslage Der Goldmarkt im ersten Quartal 2020 Der britische Corona-Trick Bundesverfassungsgericht und EZB: Das Urteil ist nicht die Lösung | Pdf |
| 23. April 2020 | Der Lockdown-Virus infiziert das Schuldgeldsystem Weltweite Finanz- und Wirtschaftslage Warum Corona-Bonds keine gute Idee sind Der Ölpreis: Katastrophe mit Lichtblick | Pdf |
| 9. April 2020 | Die US-Zentralbank, das Geld drucken, der Goldpreis Der Flirt mit dem Inflationsschock Bargeld in Zeiten der Viruskrise Weltvirus-Sozialismus | Pdf |
| 26. März 2020 | Der „Mega Bail Out“: Wie die Weltwirtschaftskrise bekämpft wird | Pdf |
| 12. März 2020 | Boom. Crash. Jetzt Bust? Oder doch zurück zum Boom? Der Demokratische Sozialismus – eine destruktive Ideologie | Pdf |
| 27. Februar 2020 | Das Gold ist mehr als nur ein „sicherer Hafen“ Vorsicht: digitales Zentralbankgeld | Pdf |
| 13. Februar 2020 | Es gibt gute Gründe, auf physisches Gold und nicht auf Gold-ETFs zu setzen Die Geschäftsgrundlage des Euro schwindet Das Zeitalter von Boom und Bust ist nicht vorbei Rettet die 1- und 2-Eurocent-Münzen | Pdf |
| 30. Januar 2020 | Die Währungsgeschichte der Deutschen. Ein Trauerspiel in fünf Akten Fed hält Zins unverändert, bleibt auf inflationärem Kurs | Pdf |
| 23. Januar 2020 | Gold und Silber: Bullenmärkte, keine Blasenmärkte | Pdf |
| 19. Dezember 2019 | Was uns der Goldpreis über die Krisengefahren des Geldsystems sagt Zur Palladium-Preisexlosion Wie die EZB Europa umzustürzen droht Die Lagarde-EZB und der Euro | Pdf |
| 5. Dezember 2019 | „Grüne Geldpolitik“: Die Globalisten erobern die EZB Das gefährliche Spiel mit der Verschuldung Achtung: Minuszinsen bald auch bei Ihrer Bank Interview: „Der Goldpreis wird noch mächtig steigen“ | Pdf |
| 21. November 2019 | Vorsicht vor Spekulationsblasen – Gold ist eine Versicherung Märkte im Blick Die dunkle Macht im Euro-Tower | Pdf |
| 7. November 2019 | So gelangen Sie zu Ihrem goldrichtigen Portfolio Große Krisen sind Folge der Zentralbankpolitiken Merkel lobhudelt Draghi. Darüber sollten Sie nicht verwundert sein Gold-ETFs treiben Goldnachfrage in Q3 2019 | Pdf |
| 24. Oktober 2019 | Die Fed sorgt für tiefere Zinsen und treibt den Goldpreis weiter in die Höhe Ausgewählte Konjunktur- und Finanzmarktindikatoren Ein freier Markt für Geld. So einfach geht's! Zinsmanipulation als Massenvernichtungswaffe | Pdf |
| 10. Oktober 2019 | Über Geld im Überfluss und die Knappheit des Goldes Nicht alles Gute kommt von oben: Helikoptergeld Wie inflationäres Geld uns ärmer macht Über Sozialismus, Konservatismus und Liberalismus | Pdf |
| 26. September 2019 | Null- und Negativzinsen in den USA – und das Geldchaos ist perfekt Die Verschärfung der Meldepflichten im Edelmetallmarkt dient nicht den Bürgern EURUSD unter Abwertungsdruck, Gold bleibt attraktiv | Pdf |
| 12. September 2019 | „Wo viel Geld ist, geht immer ein Gespenst um“ Die EZB führt den Euroraum noch tiefer in die Negativzinswelt Befreit den Franken aus der Euro-Falle Wie Negativzinsen unsere Wirtschaft zerstören - eine Erklärung des Zinsphänomens | Pdf |
| 29. August 2019 | Wahres statt Bares - Goldgeld im neuen Glanz Der Grund, warum ein negativer Urzins widersinnig ist "Crashkurs Geld" - das Vorwort | Pdf |

Der *Degussa Marktreport* ist zu beziehen unter: <http://www.degussa-goldhandel.de/marktreport/>
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 donnerstags und ist eine kostenlose Serviceleistung der Degussa  Goldhandel GmbH

Redaktionsschluss dieser Ausgabe: 18. Juni 2020

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

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

Degussa 
GOLD UND SILBER.

Zentrale Frankfurt

Kettenhofweg 29 · 60325 Frankfurt
Telefon: 069-860068-0 · info@degussa-goldhandel.de

An- und Verkaufsniederlassungen:

Augsburg (Ladengeschäft): Maximiliansstraße 53 · 86150 Augsburg
Telefon: 0821-508667-0 · augsburg@degussa-goldhandel.de

Berlin (Ladengeschäft): Fasanenstraße 70 · 10719 Berlin
Telefon: 030-8872838-0 · berlin@degussa-goldhandel.de

Düsseldorf (Ankaufszentrum): In der KÖ Galerie
Königsallee 60 / Eingang Steinstraße · 40212 Düsseldorf
Telefon: 0211-1306858-0 · duesseldorf@degussa-goldhandel.de

Frankfurt (Ladengeschäft): Kettenhofweg 25 · 60325 Frankfurt
Telefon: 069-860068-0 · frankfurt@degussa-goldhandel.de

Hamburg (Ladengeschäft): Ballindamm 5 · 20095 Hamburg
Telefon: 040-3290872-0 · hamburg@degussa-goldhandel.de

Köln (Ladengeschäft): Gereonstraße 18–32 · 50670 Köln
Telefon: 0211-120620-0 · koeln@degussa-goldhandel.de

Hannover (Ladengeschäft): Theaterstraße 7 · 30159 Hannover
Telefon: 0511-897338-0 · hannover@degussa-goldhandel.de

München (Ladengeschäft): Promenadeplatz 12 · 80333 München
Telefon: 089-1392613-18 · muenchen@degussa-goldhandel.de

München (Ankaufszentrum): Promenadeplatz 10 · 80333 München
Telefon: 089-1392613-10 · muenchen-altgold@degussa-goldhandel.de

Nürnberg (Ladengeschäft): Prinzregentenufer 7 · 90489 Nürnberg
Telefon: 0911-669488-0 · nuernberg@degussa-goldhandel.de

Pforzheim (Scheideanstalt): Freiburger Straße 12 · 75179 Pforzheim
Telefon: 07231-58795-0 · pforzheim@degussa-goldhandel.de

Stuttgart (Ladengeschäft): Kronprinzstraße 6 · 70173 Stuttgart
Telefon: 0711-305893-6 · stuttgart@degussa-goldhandel.de

An- und Verkaufsniederlassungen weltweit:

Zürich (Ladengeschäft): Bleicherweg 41 · 8002 Zürich
Telefon: 0041-44-40341-10 · zuerich@degussa-goldhandel.ch

Genf (Ladengeschäft): Quai du Mont-Blanc 5 · 1201 Genève
Telefon: 0041-229081400 · geneve@degussa-goldhandel.ch

Madrid (Ladengeschäft): Calle de Velázquez 2 · 28001 Madrid
Telefon: 0034-911-982-900 · info@degussa-mp.es

London Sharps Pixley Ltd (Mitglied der Degussa  Gruppe)
Telefon: 0044-2078710531 · info@sharpspixley.com