

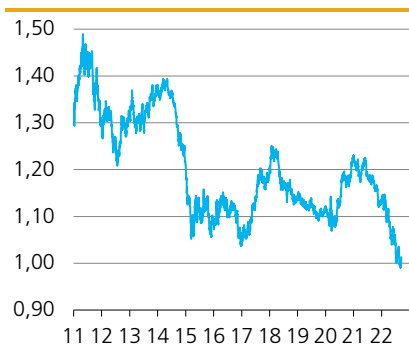
USD pro Feinunze Gold



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	1702,7	-2,0	-7,3	-3,1
Silber	19,5	3,2	-9,5	-12,2
Platin	894,7	3,6	-7,3	-7,1
Palladium	2110,3	0,0	5,5	10,5
II. In Euro				
Gold	1701,2	-2,4	-0,6	12,2
Silber	19,5	2,7	-2,8	1,8
Platin	893,9	3,3	-0,9	7,4
Palladium	2108,0	-0,3	13,1	27,9
III. Goldpreis in anderen Währungen				
JPY	243963,0	2,1	3,2	24,8
CNY	11851,1	-0,7	-3,3	4,7
GBP	1472,5	-0,4	1,0	13,0
INR	135219,9	1,9	-5,1	3,8
RUB	101651,2	-1,3	-8,2	-20,3

Quelle: Refinitiv; Berechnungen Degussa.

GEGEN HOCHINFLATION HILFT NUR STABILISIERUNGSREZESSION

„[...] Unter faulen Äpfeln hat man wenig Wahl.“
—William Shakespeare.

► **Ohne eine Stabilisierungsrezession wird sich die Hochinflation im Euro-Raum wohl nicht beenden lassen. Gerade der Euro-Raum steht vermutlich vor einer entscheidenden Bewährungsprobe.**

Dies- und jenseits des Atlantiks herrscht Hochinflation. Sie ist das Ergebnis einer gewaltigen Geldmengenausweitung durch die Zentralbanken in den vergangenen Jahren, die nun auf einen ungeheuren Kostenschock trifft: Die „grüne Politik“ verteuert die Energie in extremer Weise, Russlands Krieg in der Ukraine übt einen zusätzlichen Aufwärtsdruck auf die Energie- und Nahrungsmittelpreise aus, und die Nachwehen der Lockdown-Krise sorgen für verschärfte Güterknappheit und wirken preistreibend. Angesichts der hohen Kosten, die die Hochinflation für die breite Bevölkerung mit sich bringt, sehen sich die großen Zentralbanken nun gedrängt, die Zinsen anzuheben. Doch wie weit können und werden sie dabei gehen? Das fragen sich viele Investoren. Zumal viele der hochverschuldeten Volkswirtschaften steigende Zinsen nur schlecht oder gar nicht vertragen.

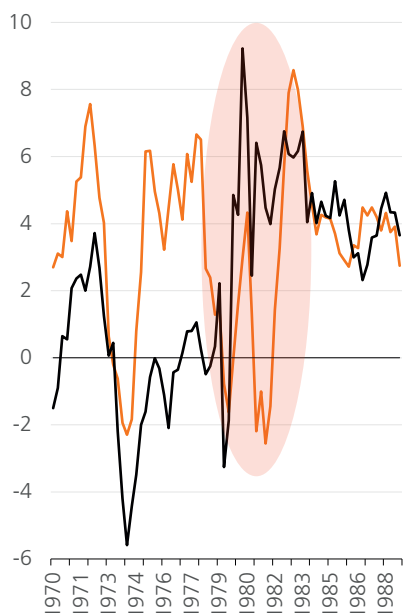
Anziehende Kreditkosten erhöhen den Druck auf Regierungen, politisch unliebsame Reformen – wie zum Beispiel die Steuern anzuheben und/oder Ausgabenkürzungen vornehmen – anzugehen. Sie erhöhen aber vor allem auch das Risiko, dass bei den Investoren Zweifel aufkommen, ob die staatlichen Schuldner ihren Schuldendienst noch vollumfänglich werden bedienen können. Schon die Erwartung, die Zentralbanken könnte wirklich ernst machen und die Zinsschraube fest anziehen, um die Hochinflation zu beenden, läuft Gefahr, einen Ausverkauf auf den Anleihemärkten zu provozieren. Und das könnte der Anfang eines wahrlich „perfekten Sturms“ sein: Heftig steigende Zinsen lösen Besorgnis aus vor um sich greifender Zahlungsunfähigkeit und damit einem möglichen Zusammenbruch der Kreditpyramide, der die Realwirtschaft mit in die Tiefe reißen könnte.

Das liefe auf eine Wiederholung der Kreditkrise hinaus, wie sie die Pleite der US-Investment Bank Lehman Brothers am 15. September 2008 auslöste, und durch die die Weltwirtschaft schwere Schlagseite bekam. Nur würde es diesmal vermutlich noch viel schlimmer kommen: Die weltweite Verschuldung liegt heute sehr viel höher als noch vor 14 Jahren. Im ersten Quartal 2022 hatte sie einen Rekordwert von 305 Billionen US-Dollar erreicht, das waren etwa 350 Prozent der globalen Wirtschaftsleistung. Rezession und stark steigende Zinsen würden den Investoren vermutlich Grund geben, das Ganze als Überschuldungssituation einzustufen, deren Offenlegung bislang durch extrem niedrige Zinsen übertüncht wurde. Die Frage ist: Lässt sich die Hochinflation beenden, ohne eine „Stabilisierungsrezession“ zu verursachen?

Unter einer Stabilisierungsrezession wird ein Wirtschaftsrückgang verstanden, durch den ein übermäßiger Auftriebstrend der Güterpreis-inflation, eine Hochinflation, gebrochen wird. Eine Stabilisierungsrezession wird dadurch ausgelöst, dass die Zentralbank die Zinsen stark anhebt, um die Kreditkosten merklich zu verteuern, das Wachstum des Kredit- und Geldmengenangebot abzubremsen. Das

Stabilisierungsrezession am Beispiel der Vereinigten Staaten von Amerika Anfang der 1980er Jahre

Wachstum US-Bruttoinlandsprodukt, *J/J* in %, Realzins in Prozent



Quelle: Refinitiv; Berechnungen Degussa.
*US-Leitzins minus Jahresinflation der US-Konsumgüterpreise.

Im Zuge der ersten Ölpreiskrise Anfang der 1970er Jahre ging die US-Wirtschaft in die Rezession. Um die Konjunktur zu stützen, lies die US-Zentralbank zunächst zu, dass die anschwellende Inflation den Leitzins überstieg. Die Folge war, dass der US-Realzins stark negativ wurde. Nachfolgend reichten die Leitzinsanhebungen nicht aus, den Realzins über die Nulllinie zu heben. Im August 1979 wurde dann jedoch Paul Volcker (1927–2019) Vorsitzender der US-Zentralbank und begann, die US-Geldpolitik zu straffen. Durch fortgesetzte Leitzinsanhebungen wurde der Realzins wieder positiv, erreichte 1980 etwa 8 Prozent. Die US-Wirtschaft durchlebte dabei eine schwere Stabilisierungsrezession. Ab 1980 war die Wirtschaftsleistung rückläufig. 1981 zog zwar die Konjunktur wieder an, fiel aber 1982 in die Rezession zurück angesichts einer nach wie vor straffen Geldpolitik. Noch Ende 1982 betrug die Arbeitslosenquote 10,7 Prozent. Die Stabilisierungsrezession, durch die die Hochinflation letztlich in die Knie gezwungen wurde, dauerte von Q2 1980 bis Q4 1982, und die Arbeitslosenquote ging erst in Q3 1983 zurück. Es bedurfte also einer recht langen Zeit der Anpassung, verbunden mit erheblichen Produktions- und Beschäftigungsverlusten, bis die Hochinflation gebrochen war und sich zurückbildete.

Wachstum des Bruttoinlandsproduktes soll nicht nur verringert werden, auch ein absoluter Rückgang der Produktion wird akzeptiert, wenn es nötig erscheint. Im Zuge einer Stabilisierungsrezession bleiben die Firmen aufgrund ausbleibender Nachfrage auf ihren Erzeugnissen sitzen, einige gehen Pleite. Viele sind gezwungen, ihre Produktion zu kürzen und die Absatzpreise ihrer Waren zu senken. Die Firmen erfahren die Entschiedenheit der Zentralbank, die Hochinflation zu beenden, gewissermaßen am eigenen Leib. Fortan rechnen sie damit, dass die künftige Inflation gering(er) ist. In ihrer Preisgestaltung berücksichtigen sie wieder die Inflation, die ihnen die Zentralbank in Aussicht stellt.

Wenn die Produzenten in einem Hochinflationsumfeld hingegen erwarten, dass die Zentralbank nicht bereit ist, eine Stabilisierungsrezession herbeizuführen – weil beispielsweise der politische Widerstand dagegen zu groß ist –, dann werden sie von einem Fortbestehen der Hochinflation ausgehen. Selbst wenn es eine Konjunkturabschwächung gibt, werden sie daher ihre Erzeugnisse nicht zu verminderten Preisen anbieten. Sie werden die Lagerhaltung bevorzugen in der Erwartung, früher oder später ihre gelagerten Produkte zu höheren Preisen verkaufen zu können. Wenn also die Produzenten die Entschiedenheit der Zentralbank bezweifeln, die Güterpreis-inflation absenken zu wollen, dann wird auch die Erwartung künftiger steigender Güterpreise nicht gebrochen. Der Güterpreisauftrieb mag zwar zeitweise stoppen, sein Aufwärtstrend bleibt jedoch intakt.

Erweist sich die Erwartung der Anbieter als richtig – macht also die Zentralbank mit ihrer Inflationspolitik weiter (und treibt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage mit der Ausgabe von neuem Geld an) –, können sie künftig ihre Lagerbestände und Neuerzeugnisse tatsächlich auch zu unveränderten beziehungsweise höheren Preisen verkaufen. Und wenn die Unternehmen bereits in der Vergangenheit die Erfahrung gemacht haben, dass die Zentralbank die Konjunktur „in Zeiten der Not“ gerettet, eine bereinigende Rezession nicht zugelassen hat, auch wenn dadurch die Inflation in die Höhe getrieben wurde, werden sie davon ausgehen, dass es auch künftig keine schwere Rezession geben wird. Ihre Strategie wird vielmehr sein, ihre Produktionskapazitäten in einer Konjunkturschwäche zu erhalten und bei Umsatzausfall auf zum Beispiel Überbrückungskredite zu setzen.

Keine Frage: Eine Stabilisierungsrezession ist schmerzvoll, verursacht Not und Elend für viele Menschen. Ist sie da überhaupt zu rechtfertigen, um Hochinflation zu beenden? Mit Inflation ist nicht zu spaßen. Sie erzeugt hohe volkswirtschaftliche Kosten, und sie kann – wird sie nicht schnell genug beendet – leicht außer Kontrolle geraten. Zu bedenken ist, dass die Inflation stets das Ergebnis einer politischen Entscheidung ist. Für Regierungen wird eine erhöhte Inflation zu einem probaten Mittel, sobald sich die Haushaltslöcher nicht mehr auf herkömmlichem Weg durch Steuererhöhungen und Neuverschuldung stopfen lassen, und wenn keine politischen und wirtschaftlichen Reformen ergriffen werden sollen oder können. Spätestens an dieser Stelle kommt die Zentralbank ins Spiel. Sie kauft dann neu ausgegebene Staatsschuld-papiere auf und bezahlt dafür mit sprichwörtlich neu geschaffenen Geld, und das heizt die Güterpreis-inflation an.

Weil die Ausgabenfreude der Regierungen bekanntlich keine Grenze kennt, so wird auch die Geldmengenermehrung rasch grenzenlos. In genau diese unheilvolle Abwärtsspirale sind die offiziellen Währungen geraten: US-Dollar, Euro & Co befinden sich bereits im Griff der Hochinflation. Und setzt sich die Erkenntnis durch, dass die Staaten zur Aufrechterhaltung ihrer Zahlungsfähigkeit immer mehr neu geschaffenes Geld benötigen und bereit sind, dafür höhere Inflation zu akzeptieren, haben die Marktakteure kaum mehr einen Grund, dem Geld noch zu vertrauen. Aus Inflation wird dann Hochinflation, und kann sich sogar noch weiter

verschärfen, wenn die Menschen beginnen, ihre Geldhaltung zu verringern – indem sie ihr Geld gegen Güter wie Aktien, Häuser und Edelmetalle eintauschen.

Im Extremfall kommt es zu einer Hyperinflation, einer Phase, in der die Güterpreise mit immer höheren Raten ansteigen, in der die Zentralbank die Geldmenge mit immer höheren Raten ausweitet, um mit den wachsenden Ausgaben des Staates (für zum Beispiel Wohngeld, Heizkosten, Lebensmittelkarten) Schritt zu halten. Eine solche Entwicklung führt absehbar in eine Krise (die man eigentlich durch die Inflationspolitik zu umgehen dachte). Versagt letztlich das Geld seinen Dienst als Transaktionsmittel und als Mittel für die Wirtschaftsrechnung, nimmt die arbeitsteilige Volkswirtschaft schweren Schaden, sie kollabiert. Je länger und stärker die Inflation gewütet hat, desto höher werden Produktionsausfälle und Arbeitsplatzverluste ausfallen, um die Hochinflation abzubremsen und zu beenden.

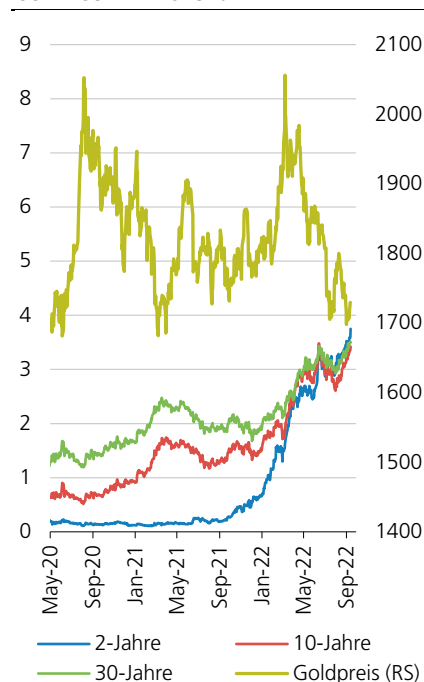
Die leidvolle Währungsgeschichte hält viele Beispiele bereit, die zeigen, dass es keinen „Trade Off“ zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit gibt – in dem Sinne, dass sich Massenarbeitslosigkeit vermeiden ließe, wenn nur die Inflation hoch genug ist beziehungsweise weiter steigt. In den Ländern, in denen Hochinflation herrscht – wie die Vereinigten Staaten von Amerika und dem Euroraum – bahnt sich so gesehen ein „Showdown“ an: Die aufgelaufene Hochinflation wird man ohne eine Stabilisierungsrezession sehr wahrscheinlich nicht in die Knie zwingen können. Eine Stabilisierungsrezession, die der *Feldzug gegen die Hochinflation* erfordert, wird vor allem den Euro-Volkswirtschaften eine tiefgreifende Neuausrichtung ihrer wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Verhältnisse abfordern – eine Bewährungsprobe gerade auch für das politische System. Mit Zahlungsausfällen von Staaten und Banken wäre zu rechnen, vielleicht auch mit dem Euro-Ende.

Scheut man hingegen den sofortigen Einstieg in die Beendigung der Hochinflation, löst sich das Hochinflationsproblem nicht etwa in Luft auf, sondern die mit ihm verbundenen Kosten werden immer stärker ansteigen und die unausweichliche Stabilisierungsrezession noch größer werden lassen. Dass die Europäische Zentralbank (EZB) nicht die Entschiedenheit an den Tag legt, die erforderlich ist, um die Hochinflation zu beenden, ist unübersehbar. Vermutlich ist es nicht nur die Scheu der EZB-Räte, eine Stabilisierungsrezession herbeizuführen, sondern vielmehr wird die Politik der Hochinflation bereits stillschweigend zum Pendant einer Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik eingestuft, die die Volkswirtschaften zusehends von der marktwirtschaftlichen Ordnung abbringt, sie hin zu einer staatlich gelenkten und befohlenen Wirtschaft und Gesellschaft führt.

Denn auch das bewirkt die steigende Inflation: Sie verarmt die breite Bevölkerung. Die Güternachfrage und der Ressourcenverbrauch nehmen ab – genauso wie es die „grüne Politik“ anstrebt. Immer mehr Menschen werden zudem abhängig von staatlichen Unterstützungszahlungen: für Miete, Nahrung, Energie. Und sie verlieren ihr Vertrauen in das Funktionieren und die Moral der freien Märkte, eröffnen damit anti-freiheitlichen, anti-kapitalistischen Kräften die Möglichkeit, die freien Märkte immer weiter zurückzudrängen, sie durch staatliche Lenkung und staatlichen Befehl zu ersetzen. Eine Kommandowirtschaft entsteht. Zieht man die weiteren Folgen einer solchen Entwicklung in Betracht, ist die Inkaufnahme einer Stabilisierungsrezession zur Beendigung der Hochinflation vielleicht doch das vergleichsweise kleinere Übel.

Zinssteigerungssorgen belasten Goldpreis (und Aktienkurse)

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



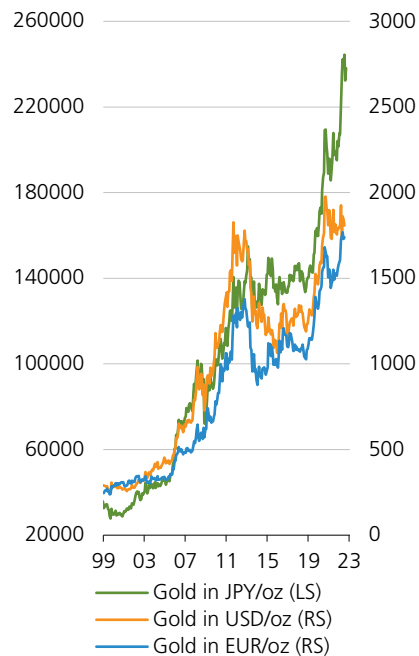
Quelle: Refinitiv; Graphik Degussa.

Am 12. September 2022 wurden die US-Inflationszahlen für den Monat August veröffentlicht. Die Konsumgüterpreise stiegen um 0,1% gegenüber dem Vormonat und 8,3% gegenüber dem Vorjahr (nach 8,5% im Juli). Die sogenannte „Kerninflation“ (also unter Ausschluss der Nahrungsmittel und Energie) stieg um 0,6% gegenüber dem Vormonat und 6,3% gegenüber dem Vorjahr. Die Märkte hatten mit einer niedrigeren Steigerung gerechnet – wie der Kursrückgang der Aktien und des Goldes kurz nach dem Veröffentlichungstermin signalisierten. Vor allem die US-Zinsen zogen an, die 2-Jahreszinsen erreichten 3,76%. Der Euro gab daraufhin erneut gegenüber dem US-Dollar stark nach. Die Märkte gehen offensichtlich davon aus, dass die US-Zentralbank (Fed) den Leitzins (er liegt derzeit $2\frac{1}{4}$ – $2\frac{1}{2}$ %) stärker anziehen wird als bisher gedacht. Sollte die US-Zentralbank tatsächlich die Zinsen noch viel weiter anheben (in Richtung $3\frac{1}{2}$ bis 4%), wird die Wahrscheinlichkeit eines weltweiten Konjunktur- und Finanzmarkteinbruchs sehr groß. So gesehen wäre ein „Crash-Szenario“, begleitet von hoher Inflation, durchaus ein mögliches Szenario für die kommenden Jahre, das Anleger im Zuge ihrer Entscheidungsfindung überdenken sollten.

„WELTGOLDPREIS“ IM AUFWÄRTSTREND

US-Dollar, Euro & Co werten gegenüber dem Gold ab

Goldpreis pro Feinunze in JPY, USD und Euro

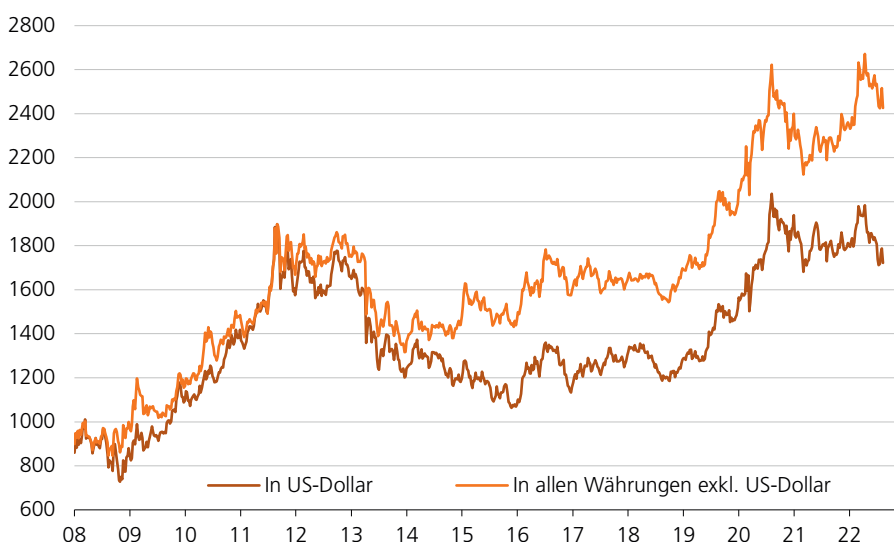


► **Die Märkte scheinen das Gold als eine Versicherung gegenüber dem US-Dollar als Weltreservewährung einzustufen.**

Weil der Goldpreis pro Feinunze meist in US-Dollar ausgewiesen wird, kann eine wichtige Entwicklung nur allzu leicht übersehen werden: Dass nämlich in den letzten Jahren der Goldpreis in vielen anderen Währungen viel stärker angestiegen ist als in US-Dollar gerechnet. Der Grund: Viele Währungen haben gegenüber dem US-Dollar kräftig an Wert verloren; man denke hier nur einmal an den Euro und den japanischen Yen. Ganz offensichtlich ist also der US-Dollar aus Sicht vieler Investoren immer noch „erste Wahl“ in der Fiat-Geldwelt. Viele Investoren setzen nach wie vor auf den Greenback im Vergleich zu anderen Fiatwährungen – jüngst vor allem auch deshalb, weil die US-Zentralbank mit ihren Zinsanhebungen stärker voranschreitet als andere Zentralbanken.

1 „Weltgoldpreis“ im Aufwärtstrend

Goldpreis in USD/oz und „Weltgoldpreis“ (exkl. US-Dollar, indiziert)*



Quelle: Refinitiv; Graphik Degussa. *Ermittelt aus dem Außenhandelskurs des US-Dollar; indiziert auf den USD-Goldpreis pro Feinunze im September 2011.

Langfristanalysen zeigen, dass der Goldpreis eine „autonome Steigerung“ im Zeitablauf vollzogen hat, er angestiegen ist unabhängig vom Auf und Ab des Außenwertes des US-Dollar. In kürzerer Sicht hat allerdings der Goldpreis auch zuweilen negativ reagiert, als der US-Dollar gegenüber den anderen Fiatwährungen aufgewertet hat. Das Gold wertet jedoch langfristig – so zeigt die Erfahrung unmissverständlich – gegenüber allen Fiatwährungen auf, gegenüber der einen mehr, gegenüber der anderen weniger. Das gilt auch gegenüber dem Greenback; denn nichts anderes besagt ein im Zeitablauf steigender Goldpreis in US-Dollar. So gesehen scheinen die Märkte im Gold eine Versicherung gegenüber der *Weltreservewährung US-Dollar* zu erblicken. – In einer Zeit, in der nun doch viele Anleger ihre US-Dollar-Abhängigkeit reduzieren wollen, ist mit einer zusätzlichen Nachfrage nach Gold zu rechnen, die sich für den Goldpreis positiv auswirken dürfte. Hinzu kommen die immer drängenderen Probleme in der internationalen Kredit- und Geldarchitektur. Das untrügliche Zeichen, dass diese Probleme zusehends eskalieren, ist die Hochinflation, die nun in vielen Ländern der Welt um sich greift, und die es sinnvoll macht, zumindest einen Teil des liquiden Vermögens in Form von physischem Gold und Silber langfristig zu halten.

ANATOMIE DER NOMINALZINS-ILLUSION

► **Die Chancen, dass die realen, also inflationsbereinigten Zinsen wieder positiv werden, ist sehr gering. Über diese Einschätzung näher nachzudenken, sollte sich für den Anleger im wahrsten Sinne des Wortes auszahlen.**

Nach vielen Jahren des Null- oder gar auch Negativzinses heben die Zentralbanken ihre Leitzinsen wieder an. So liegt der Zins der US-amerikanischen Zentralbank (Fed) seit Juli 2022 bei 2,25 – 2,50 Prozent, der Hauptrefinanzierungszins der Europäischen Zentralbank (EZB) seit Anfang September bei 1,25 Prozent und der Leitzins der Bank von England (BoE) seit August bei 1,75 Prozent. Diese Zinssätze sind historisch gesehen nach wie vor sehr niedrig. Interessanter als die *Nominalzinsen* sind jedoch die *Realzinsen* – verstanden als Nominalzins minus der Jahresinflation der Konsumgüterpreise. Die Realzinsen in den Vereinigten Staaten von Amerika, im Euroraum und in Großbritannien seit 1999 bis heute sind in Abb. 1 dargestellt.

1 Realzinsen tief im negativen Bereich

Ausgewählte Notenbankzinsen in realer Rechnung in Prozent*

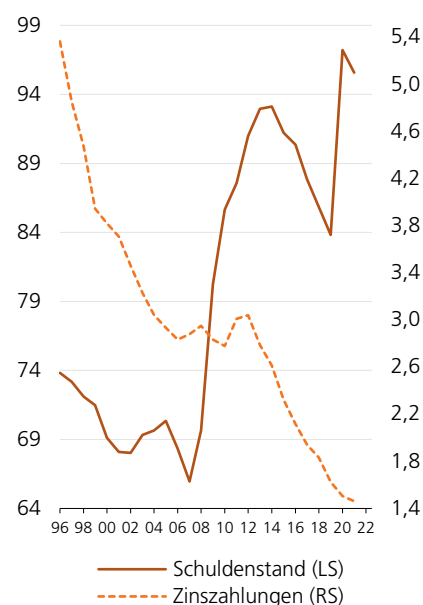


Quelle: Refinitiv; Graphik Degussa. *Leitzins abzüglich der Jahresveränderung des nationalen Konsumgüterpreisindex.

Wie mit bloßem Auge gut zu erkennen ist, befinden sich die Realzinsen der genannten Zentralbanken tief im negativen Bereich. Das heißt: Wer zu diesen Realzinsen sein Geld verleiht, der fährt Verluste ein. Entsprechend gewinnt der Kreditnehmer: Er leistet seinen Schuldendienst mit entwertetem Geld. Die bisherigen Zinserhöhungen haben an dieser „ungewöhnlichen Situation“ wenig geändert. Zudem wird in Abb. 1 deutlich, dass die Zinssätze nicht erst seit Kurzem unterhalb der Nulllinie liegen, sondern dass das schon lange der Fall ist: Die Realzinsen sind mit dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 *chronisch negativ gemacht worden*. Schließlich sind die negativen Realzinsen das Ergebnis der Zinspolitik. Die negativen Realzinsen sind kein Zufall, sondern sie haben System.

Fallende Zinskosten haben den gewaltigen Verschuldungsaufbau im Euroraum möglich gemacht

Euro-Staatsschulden pro Bruttoinlandsprodukt (BIP) und Zinszahlungen pro BIP in Prozent

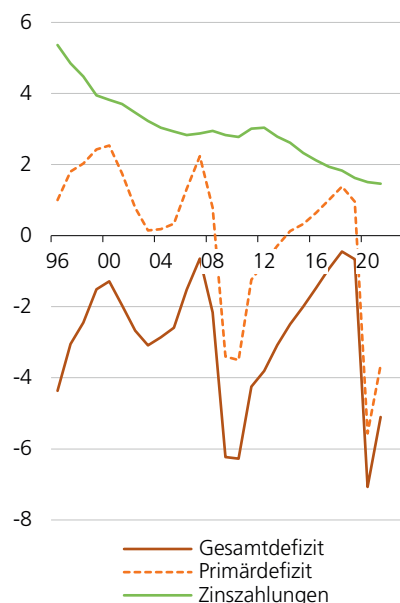


Quelle: Refinitiv; Berechnungen Degussa. Bis Ende 2021.

Im Euroraum sind die Staatsschulden im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) von 71,4 Prozent 1999 auf gut 95 Prozent Ende 2021 gestiegen. Der unterliegende Trendverlauf der Verschuldungsquote ist eindeutig nach oben gerichtet. In der gleichen Zeit sind die Zinskosten, die die Staaten auf ihre ausstehenden Schulden zahlen, von 3,8 in 1999 auf knapp 1,5 Prozent des BIP in 2021 gefallen. Der Grund dafür ist: Die Zinsen sind gesunken. Dafür hat vor allem auch die Europäische Zentralbank (EZB) gesorgt. Sie hat im Laufe der Jahre nicht nur die kurzfristigen Zinsen immer weiter heruntergeschleust. Seit 2010 tritt sie auch als Nachfrager von Anleihen im Markt auf. Dadurch hebt sie die Kurse der Schuldpapiere an und senkt deren Renditen ab. Im Grunde kontrolliert die EZB mittlerweile das gesamte Zinsspektrum. Es liegt auf der Hand, dass durch die Geldpolitik der EZB die Marktzinsen niedriger waren (und sind), als sie ohne derartige Markt eingriffe gewesen wären (sein würden). Wie angespannt die Lage der Staatsfinanzen im Euroraum dennoch ist, zeigt der Blick auf die Zusammensetzung des Haushaltsdefizits der Staaten. Es besteht aus zwei Komponenten: 1) dem Primärdefizit (also Defizit vor Zinszahlungen) und 2) den Zinszahlungen auf die Staatsschulden. Die Abbildung auf der nächsten Seite zeigt die Entwicklung in Zahlen.

Aktuell finanzieren die Euro-Staaten ihre Zinszahlungen auf die Staatsschulden mit neuen Krediten

Defizit der Staatshaushalte im Euro-Raum, Primärdefizit und Zinszahlungen, jeweils in Prozent des BIP



Quelle: Refinitiv; Berechnungen Degussa. Bis Ende 2021.

Seit 2020 haben die Staaten wieder ein Primärdefizit: Ihre Ausgaben sind schon vor Zinszahlungen höher als ihre Einnahmen. Das bedeutet, dass sie die Zinsen, die sie auf die Staatsschulden zu bezahlen haben, mit neuen Krediten finanzieren. Es handelt sich hier im Kern um eine „Ponzi-Game“-Situation. Dauerhaft kann das bekanntlich nicht gutgehen und der Bankrott steht ins Haus. Um ihn abzuwenden, sind politische Reformen nötig: Einnahmen erhöhen und/oder Ausgaben senken. Steigen nun aber die Zinsen, verteuert sich die Zinsrechnung der Staaten bei unverändertem beziehungsweise weiter steigendem Schuldenstand. Ausgaben zu kürzen und/oder Einnahmen zu erhöhen werden umso dringender (und auch politisch schwieriger), wenn die Zinsen steigen. Damit steigt gleichzeitig aber auch das Risiko, dass die Staaten die notwendigen Reformen nicht bewerkstelligen können oder wollen. Das wiederum erhöht die Gefahr, dass sich die Staaten immer ungehemmter durch das Anwerfen der elektronischen Notenpresse finanzieren: Haushaltslöcher werden mit der Ausgabe von immer mehr neuem Geld finanziert. Die Kaufkraft des Geldes schwindet dahin, die ausstehende Staatsschuld wird in realer Rechnung entwertet.

Und für dieses System gibt es eine Erklärung. Im Fiat-Geldsystem spielt der Zins beziehungsweise der Realzins eine ganz besondere Rolle. Um die Konjunktur zu beleben, setzt die Zentralbank den Zins unter den „natürlichen Zins“ – also den Zins, der sich einstellen würde, wenn die Zentralbank den Marktzins nicht beeinflussen würde. Angesichts nunmehr günstiger Kreditkosten finanzieren Konsumenten und Produzenten ihre Ausgaben nun (auch) durch Kreditaufnahmen bei Banken. Das Ergebnis ist ein konjunktureller Aufschwung (Boom), der aber früher oder später in einen Abschwung (Bust) mündet. Um Rezession und Arbeitslosigkeit abzuwehren, senkt die Zentralbank den Zins noch weiter ab, und das Spiel beginnt von neuem.

Es geschieht hier jedoch noch etwas: Die Bankkreditvergabe erhöht die Geldmenge in der Volkswirtschaft und treibt die Güterpreise in die Höhe (genauer gesagt: Die Güterpreise fallen höher aus im Vergleich zu einer Situation, in der die Geldmenge nicht erhöht worden wäre). Die dadurch erzeugte Inflation begünstigt die Entstehung eines Booms: Sie wirkt quasi wie eine Wohlstandsillusion: Unternehmen scheint plötzlich alles zu gelingen, die Gewinne sprudeln; und private Haushalte erfreuen sich darüber, dass sie Lohnsteigerungen erhalten, und dass die Marktpreise der Immobilien, die sie auf Pump erworben haben, in die Höhe klettern und sie dadurch „reicher“ werden.

Doch im Zeitablauf schwellen die Schulden stärker an, als die Einkommen in der Volkswirtschaft zunehmen. Das liegt daran, dass sich nicht alle Investitionen rechnen, dass die volkswirtschaftliche Leistungsfähigkeit nicht mit der Verschuldungszunahme Schritt hält. Private, Unternehmen, aber vor allem auch Staaten und Banken halsen sich eine immer höhere Verschuldung auf (relativ zu ihren Einkommen). Ihre Schuldentragfähigkeit schwindet. Um den Kollaps der immer größer werdenden Kreditpyramide zu verhindern, senken die Zentralbanken die Zinsen immer weiter ab. Das wiederum ermöglicht den Verschuldeten, fällig werdende Kredite durch neue Kredite zu ersetzen, die einen noch geringeren Zins tragen; und zudem können sie auch noch neue Schulden aufnehmen.

Für die Schuldner ist es natürlich besonders attraktiv, wenn die Zentralbanken die Zinssätze in realer, das heißt inflationsbereinigter, Rechnung in den Negativbereich drückt beziehungsweise sie dort (fest-)hält. Der Kreditnehmer zahlt dann nämlich sein Darlehen samt Zins mit einem Geld zurück, das eine geringere Kaufkraft hat als das Geld, das er sich zuvor geliehen hat. Der Schuldner wird auf Kosten des Gläubigers bessergestellt. Aber lassen sich das die Gläubiger gefallen? Warum verleihen sie ihr Geld zu einem negativen Realzins?

Eine mögliche Antwort lautet: Vermutlich treffen viele Menschen ihre finanziellen Entscheidungen auf Basis von nominalen, nicht realen Größen. Und so orientieren sie sich am Nominalzins, nicht am Realzins. Man könnte hier also von einer Art „Nominalzinsillusion“ sprechen, die die Marktakteure haben. In Zeiten, in denen es keine Inflation gibt, ist das kein Problem für sie. In einem inflationären Regime hingegen beschert die Nominalzinsillusion ihnen jedoch Verluste. Noch etwas kommt hinzu: Wenn das Vertrauen in die Zentralbank groß ist, werden die Anleger davon ausgehen, dass ein negativer Realzins ein „Versehen“ ist, nur von vorübergehender Art ist, bald wieder von der Zentralbank „korrigiert“ wird. Um unnötige Transaktionskosten zu vermeiden, halten sie daher auch dann an ihren Bankguthaben und Geldmarktfonds fest, wenn der Realzins negativ geworden ist.

Nun mag man einwenden: Die Anleger werden sich vielleicht das ein oder andere Mal in dieser Weise verhalten. Aber wenn der Realzins über Jahre hinweg nachweislich negativ gewesen ist, dann werden die Anleger ja wohl daraus lernen, ihre

Schlüsse ziehen und fortan ihr Geld nicht mehr zu negativen Realzinsen verleihen. Zu entgegen wäre hier: Vermutlich spielt die Erfahrung, dass der Realzins in den letzten Jahren negativ war, nicht notwendigerweise eine überragende Rolle für die Erwartungsbildung, wie der Realzins künftig ausfallen wird. Es kann ja sein, dass der Anleger denkt: Künftig wird es besser sein, wird der Realzins wieder positiv!

Dass Anleger ihren Erwartungsfehler aus der Vergangenheit nicht verwenden, um ihre Zukunftserwartung in Frage zu stellen, ist durchaus denkbar. Daran arbeiten ja die Zentralbankräte und Hauptstromökonom, die der Öffentlichkeit einflüstern: Die Zentralbanken sorgen für niedrige Inflation, sie bewahren den Geldwert; und wenn die Inflation doch einmal *unerwartet* zu hoch ausgefallen ist, dann werden die Zentralbanken sie alsbald wieder korrigieren. Im Bestreben, die Erwartungshaltung der Marktakteure zu steuern, belassen die Zentralbanken es nicht nur bei Worten. Hier und da erhöhen sie tatsächlich auch mal die Zinsen, um ihre Entschiedenheit, die Inflation „bekämpfen“ zu wollen, öffentlich unter Beweis zu stellen.

Welche Erklärung nun auch die richtige sein mag: Fest steht, dass negative Realzinsen, die sich rückblickend (ex post) beobachten lassen, *entweder* aus Unkenntnis zustande gekommen sind: Das heißt, die Anleger haben sich im Zeitpunkt der Entscheidung auf Einlage- beziehungsweise Kredittransaktionen eingelassen, die für sie unübersehbar nachteilig waren. *Oder* aber sie haben sich geirrt, wurden auf dem falschen Fuß erwischt, wurden getäuscht: Sie hatten mit einem positiven Realzins gerechnet, herausgekommen (ex ante) ist jedoch ein negativer Realzins – weil die Zentralbank eine *Überraschungsinflation* erzeugt hat, also für eine Inflation gesorgt haben, die höher ausgefallen ist, als sie den Anlegern beim Abschluss ihrer Transaktion versprochen wurde.

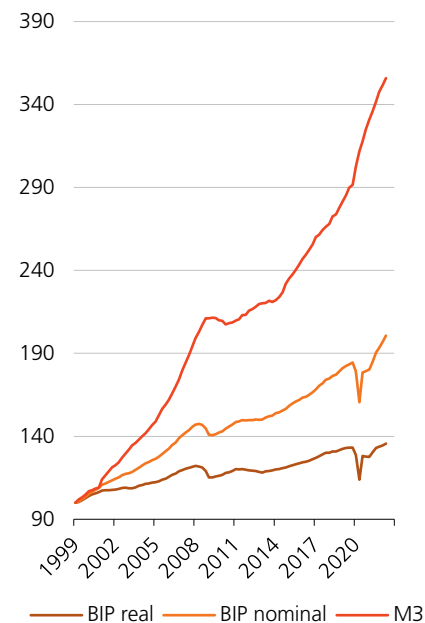
Es ist verständlich, wenn es Menschen schwerfällt, die Historie negativer Realzinsen als das Ergebnis einer bewussten Täuschung durch die Zentralbank zu werten. Denn das hieße ja, die Versprechungen der Zentralbankräte, der Politiker und die Aussagen vieler Hauptstromökonom waren im wahrsten Sinne des Wortes falsch; die negativen Realzinsen der Vergangenheit waren nicht etwa Zufall, sondern ein (geld-)politisch gewollt herbeigeführtes Ergebnis. Eine solche Interpretation ist vor allem für die Menschen schwer verdaulich, denen es schwerfällt, sich eigene Fehleinschätzungen einzugestehen; vor allem dann, wenn es sich um Fehleinschätzungen handelt, die eine Person für lange Zeit als richtig angesehen hat.

Das Festhalten an falschen Einschätzungen ist dabei so etwas wie ein Abwehrbeziehungsweise Verteidigungsmechanismus, eine Art *kognitive Dissonanz*: Die Erfahrung zeigt mir zwar, dass meine Einschätzung falsch war, aber ich beschließe, diese Erfahrung zu übersehen, sie nicht zu akzeptieren, weil mir das Eingeständnis, falsch gelegen zu haben, nicht behagt. Der Verweis auf eine verfestigte kognitive Dissonanz könnte also ebenfalls eine mögliche Erklärung sein, warum in den letzten 20 Jahren die nominalen Kurzfristzinsen nach Abzug der Inflation im negativen Territorium verharren haben, und es dennoch Anleger gegeben hat, die ihr Geld (sehenden Auges) zu negativen Realzinsen verleihen haben.

Und nicht zuletzt bleiben Zweifel. Denn aus Erfahrung klug zu werden, ist gar nicht so leicht! Selbst wenn der Realzins in den letzten 20 Jahren im Durchschnitt negativ war, so heißt das ja nicht notwendigerweise, dass er auch künftig negativ sein wird. Könnte es nicht sein, dass die Zentralbanken es künftig besser machen werden? Dass also die Interessen der Geldhalter künftig stärker berücksichtigt werden? Mit Vertrauensvorschuss sollten Anleger jedoch hier geizig sein. Das empfiehlt der Blick auf das Funktionieren des Fiat-Geldsystems (wie es voranstehend

Euro-Geldmenge M3 wächst zusehends stärker als das Bruttoinlandsprodukt zulegt

Euro-Geldmenge M3 sowie Euro-Bruttoinlandsprodukt, nominal und real



Quelle: Refinitiv; Berechnungen Degussa. Q1 1999 = 100. Bis Q2 2022.

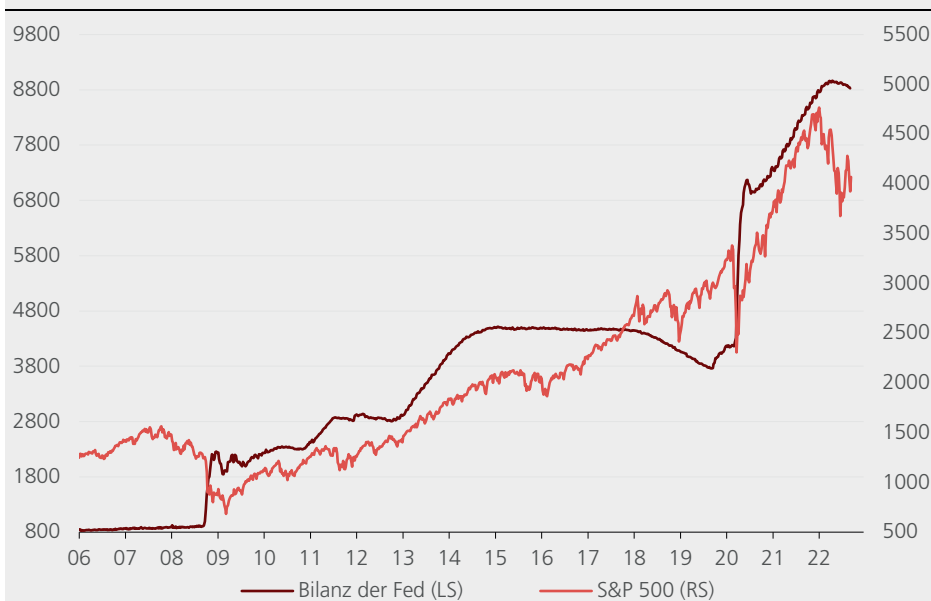
Seit Anfang 1999 bis heute hat die Euro-Geldmenge M3 deutlich stärker zugelegt als das nominale und reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Euro-Raum: Die Geldmenge wuchs um durchschnittlich 5,6 Prozent pro Jahr, das nominale BIP um 3 Prozent, das reale BIP um nur 1,3 Prozent. Die Geldmenge wuchs also gut vier Mal so stark wie das reale BIP! Ein Teil des Geldmengenwachses zeigte sich in steigenden Güterpreisen, schlug sich also in einer Erhöhung des nominalen BIPs nieder. Ein weiterer Teil des Geldmengenwachses beförderte die Preise der Vermögensbestände in die Höhe (Häuserpreise, Aktienkurse etc., die nicht im nominalen BIP enthalten sind). Und ein Teil der Geldmengen Zunahme zeigte sich in einer erhöhten Kassenhaltung der Menschen. Derzeit befindet sich das Verhältnis von Geldmenge zu nominalen BIP im Euroraum nahe einem Rekordhoch. Sollte das Vertrauen in die Wertstabilität des Euro (weiter) schwinden, werden die Menschen vermutlich ihre hohen Kassenstände abbauen. Volkswirtschaftlich gesehen würde das die Güterpreise (zusätzlich) in die Höhe befördern. So gesehen schlummert in der auffällig hohen Kassenhaltung der Menschen ein mitunter hohes Inflationspotential (das sich allerdings in seiner Inflationswirkung derzeit nicht verlässlich abschätzen lässt).

kurz skizziert wurde). Aber auch angesichts der weltweiten Verschuldungslage ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass die Politik des negativen Realzins fortgeführt wird, auch wenn die Nominalzinsen gerade etwas angehoben werden – und der Geldhalter weiterhin das Nachsehen haben wird.

DIE FED UND DIE AKTIENKURSE

In der Vergangenheit hat sich eine aufschlussreiche Verbindung gezeigt zwischen der Bilanzsumme der US-Zentralbank (Fed) und den Aktienkursen – und zwar eine positive. Das liegt daran, dass die Fed für eine chronische Ausweitung der Geldmenge sorgt, und diese zusätzliche Liquidität befördert unter anderem auch die Aktienkurse in die Höhe. Vor allem in Krisenzeiten hat die Fed immer wieder „Feuerwehr“ gespielt, die Zinsen gesenkt und die Geldmenge noch stärker erhöht. Am aktuellen Rand schrumpft nun die Fed-Bilanz, weil die Zentralbank dem Bankensektor Zentralbankgeld entzieht. In diesem Zuge haben nun die Aktienkurse nachgegeben. Daraus sollte man jedoch nicht notwendigerweise schließen, die Fed hätte sich davon verabschiedet, den Aktienmarkt, sollte es als politisch erforderlich angesehen werden, weiter zu unterstützen. Sie wird vermutlich einen weiteren Kursrutsch zulassen im Zuge ihrer Zinsanhebungen. Wenn jedoch der Aktien- und Häuserpreisverfall „systemgefährdend“ werden, ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass die Fed ihre Zinssteigerungen aussetzt und auch in die Kreditmärkte eingreift, um den ganz großen Crash abzuwehren. Die Wahrscheinlichkeit, dass eine solche Politik letztlich zu immer höherer Inflation führen muss, ist groß.

Bilanzsumme der Fed (Mrd. US-Dollar) und S&P 500



Quelle: Refinitiv; Graphik Degussa. *Bargeld plus Guthaben der Geschäftsbanken auf Konten der US-Zentralbank.

DER INFLATIONÄRE BOOM IST AUF SAND GEBAUT

► **Ein Interview, das Peter Rohner von Finanz und Wirtschaft mit Thorsten Polleit geführt hat, und das am 7. September 2022 veröffentlicht wurde**

FuW: In den USA lässt die Inflation bereits wieder etwas nach, liegt der schlimmste Teil der Geldentwertung hinter uns?

Thorsten Polleit: Kurzfristig wird die sogenannte «offizielle Inflationsmessung» stark von den Energiepreisen beeinflusst. Aber die Energiepreise verursachen keine Inflation – verstanden als ein dauerhaftes Ansteigen der Güterpreise auf breiter Front. Sie bestimmen nicht den Trend der Inflation. Für Entwarnung gibt es dennoch keinen Grund. Die Inflation kommt in Wellen, und sie wird in den kommenden Jahren vermutlich noch sehr hoch bleiben.

Was heisst sehr hoch?

Der Trend der Teuerung wird durch den Geldüberhang bestimmt, den die Zentralbanken mit ihrer expansiven Geldpolitik geschaffen haben. Beispielsweise hat die US-Zentralbank die Geldmenge M2 seit Anfang 2020 um 40% erhöht. Das Bruttoinlandprodukt ist aber nicht so schnell gewachsen. Der resultierende Geldüberhang von geschätzten 15 bis 20% baut sich nun vor allem auch über hohe Inflationsraten ab. Vermutlich mit einer Jahressteuerung in dieser Höhe oder einer Rate von ungefähr 8 bis 9% über zwei Jahre. Hinzu kommt der Preisauftrieb, den die fortgesetzte Geldmengenvermehrung mit sich bringen wird. Der Geldentwertungsdruck bleibt also beträchtlich und wird die Kaufkraft der Währung noch weiter reduzieren. Das ist nicht nur für die Konsumenten ein Problem, sondern auch für alle, die Anleihen halten, etwa Lebensversicherungen und Rentenfonds.

Die hohe Inflation ist demnach direkte Folge der expansiven Geldpolitik. Doch die hatten wir schon seit der Finanzkrise 2009.

Inflation ist immer ein monetäres Phänomen. Klar schlagen sich auch die steigenden Rohstoffpreise den offiziellen Inflationszahlen nieder. Aber dieser Kostenschub kann nur in einem erweiterten Geldmantel eine dauerhafte Wirkung erzielen. Das ist nur möglich, wenn die Geldmenge ausgeweitet wird, genauer: wenn sie zu stark ausgeweitet wird.

Weshalb war denn die Inflation bis 2020 eher rückläufig?

Diese Disinflation betraf nur Konsumgüterpreise. Vermögenspreise wurden spätestens seit dem Ende der 1980er Jahre schon aufgebläht, inflationiert: Aktien, Anleihen, Immobilien, Kunstwerke und vieles mehr sind massiv teurer geworden. Diese „Vermögenspreis-inflation“ wurde aber kaum diskutiert und problematisiert – obwohl sie den Geldwert genauso schädigt wie Konsumgüterpreis-inflation. Aber jetzt ist die Inflation auf der Konsumebene angekommen, ist für alle erkennbar, und ist zu einem gesellschaftlichen Problem geworden.

In Frankreich beträgt die Inflation rund 6%, in Estland um die 20%, aber beide unterliegen der gleichen Geldpolitik. Wie erklären Sie sich das?

Die Volkswirtschaften unterscheiden sich, der Energiemix variiert, und die Industrien und Unternehmen sind unterschiedlich stark von den steigenden Rohstoffpreisen betroffen. Unterschiedliche Inflationsraten sind daher nicht verwunderlich. Das widerspricht aber nicht meiner Beurteilung, dass die Ausweitung der Geldmenge das Preisniveau in der Volkswirtschaft bestimmt, beziehungsweise das die hohe Inflation Folge der gewaltigen Geldmengen- ausweitung ist.

Das hiesse umgekehrt auch, dass die Straffung der Geldpolitik und der Rückbau der EZB-Bilanz nun das Problem beheben?

Es stimmt, dass die Bilanz der EZB nun nicht mehr wächst, aber es besteht immer noch ein ähnlich hoher Geldüberhang wie in den USA. Denn auch im Euroraum wurde die Geldmenge massiv ausgeweitet. Die Frage ist nun, wie weit die EZB in der Normalisierung ihrer Politik gehen wird. Ich vermute, dass sie früher oder später wieder Staatsanleihen kauft, und die Bilanz wieder wächst, weil einige Mitgliedstaaten keine höheren Zinsen vertragen. Ich befürchte, es gibt keinen Ausweg mehr aus der Monetisierung der Staatsschulden.

Und dafür opfert die Zentralbank die Preisstabilität ...

Die EZB ist offensichtlich bereit, alles zu unternehmen, damit die Finanzierungskosten für die Staaten so tief wie irgend möglich bleiben. Die massiven geldpolitischen Interventionen und die hohe Inflation sind so gesehen kein Betriebsunfall, sondern es ist die Folge der politischen Entscheidungen im EZB-Rat. Das oberste Ziel der EZB ist nicht mehr die Wahrung der Preisstabilität, sondern die Staaten über Wasser zu halten.

Das heisst, die Inflation geht nicht mehr zurück?

Sie wird bestimmt nicht mehr zurück auf 2% gehen, auch weil eine höhere Teuerungsrate den Regierungen als Schuldner zugutekommt, also politisch gewünscht ist. Die Notenbanken werden mit Anleihekäufen dafür sorgen, dass die Zinsen unter der Inflationsrate bleiben. Mit negativen Realzinsen entschulden sich dann die Staaten weiter auf Kosten der Allgemeinheit. Das nennt man auch Finanzrepression. Die Zentralbanken sind keine Währungshüter, sie setzen vielmehr die Kaufkraft des Geldes systematisch herab. Auch in normalen Zeiten sorgt ihre Politik dafür, dass der Geldwert schwindet. Die Schweiz ist da privilegiert. Sie hat es geschafft, dass der Franken sich nicht so stark entwertet, und das hat positive Ergebnisse. Das sieht man am hohen Wohlstand der Schweizer.

Der Euro ist bereits sehr schwach. Aber auch der Dollar verliert mit der hohen Inflation an Kaufkraft. Welche Währung hat die besseren Karten?

Der US-Dollar ist aus Sicht vieler Investoren nach wie vor die relativ beste Wahl im aktuellen Umfeld. Er profitiert auch von den höheren Realzinsen. Ich war von Anfang an lange pessimistisch, was den Euro angeht – und lag damit auch immer wieder falsch. Aber jetzt könnte der Kurs in einem neuen Schub auf Allzeittiefs um etwa 0.85 \$ pro Euro fallen.

Was belastet den Euro zusätzlich zu den tiefen Realzinsen?

Die globalen Machtverhältnisse verschieben sich. Die Vormachtstellung der USA wird in Frage gestellt, Europa ist der große Verlierer. Der Krieg, genauer: die Sanktionen des Westens schneiden Europa von günstigen Energiequellen ab. Das hat langfristige Konsequenzen, weil es einen gewaltigen Standortnachteil bedeutet gegenüber den USA und China. Es wird vermutlich zu einer massiven Verlagerung der Produktion kommen und zu einem Kapitalabfluss. Auch das wird den Euro unter Druck setzen.

Werden die Kosten der Inflation unterschätzt?

Inflation wirkt wie eine Steuer, macht die Besteuerten ärmer. Sie trifft die sozial Schwächsten am härtesten, denn sie können ihr kaum oder gar nicht entkommen. In Deutschland haben sich die Gaspreise verzehnfacht. Wenn diese Preissteigerungen bei den Konsumenten so ankommen, sind vermutlich viele Haushalte und Firmen ruiniert. Vor allem ist zu beachten: Die Inflation verbittert die Menschen, weil sie Not und Leid schafft. Sündenböcke werden gesucht. Inflation bringt also sozialpolitischen Sprengstoff, wie die Bilder aus Indien, Sri Lanka oder Peru zeigen.

Dort sind auch viel mehr Leute arbeitslos. In Westeuropa aber herrscht vielerorts Vollbeschäftigung. Es wird zwar alles teurer, aber dafür hat man noch einen Job.

Das stimmt. Wir befinden uns nach wie vor in einem inflationären Boom. Aber der ist natürlich auf Sand gebaut. Er kann nicht ewig so weitergehen. Der inflationäre Boom basiert auf Überraschungsinflation. Er hält nur, solange die Inflation noch höher ist, als wir erwarten. Aber wenn man diese Dynamik nicht stoppt, wird sie zu einer immer höheren Inflation, und aus Hochinflation wird dann irgendwann Hyperinflation.

Wie können sich Anleger am besten gegen die Inflation absichern?

Um es vorauszusprechen: Leider werden nicht alle in Inflationszeiten ungeschoren davonkommen. Einige ja, aber nicht alle. Inflation bewirkt eine Umverteilung: Die einen gewinnen auf Kosten der anderen. Herrscht Inflation, ist es zudem extrem schwer, das Richtige zu tun, weil man nicht im Voraus weiss, welche Assets in Inflationsphasen profitieren und welche nicht. Sehr wahrscheinlich ist jedoch, dass das Kaufen und Halten von Anleihen für die nächsten Jahre kein kluges Investment sein wird. Man kann höchstens versuchen, Anleihen aktiv zu handeln. Verluste werden dem Anleger vermutlich auch Sicht-, Termin- und Sparguthaben bei Banken bescheren.

Oft werden Aktien als Mittel gegen Inflation propagiert.

In einem lesenswerten Aufsatz aus den Siebzigerjahren beschreibt Investorenlegende Warren E. Buffett, wie die meisten Geschäftsmodelle bei steigender Inflation Probleme bekommen. Wenn die Kosten steigen, müssen die Unternehmen diese weitergeben können. Aber das ist vielfach schwierig, wenn gleichzeitig wegen des Kaufkraftverlusts die Nachfrage zurückgeht. Vor allem kapitalintensive Branchen geraten in Schwierigkeiten. Sie werden gezwungen, neues Kapital aufzunehmen. Ihre Fremdkapitalkosten steigen, es gibt eine Verwässerung für Altaktionäre. Beides ist häufig nicht gut für den Aktienkurs.

Welche Aktien bzw. Unternehmen sind besser geschützt?

Unternehmen mit unersetzlichen Gütern stehen besser da, wenn die Inflation hoch ist. Das sind solche Firmen, die über Wettbewerbsvorteile verfügen: Sie stellen Produkte her, auf die die Konsumenten nicht verzichten können. Und Konkurrenten sind nicht in der Lage, diesen Markterfolg zu durchkreuzen. Im Grunde ist jetzt „Stock-Picking“ gefragt.

Negative Realzinsen sollten doch den Goldpreis in die Höhe treiben. Dennoch ist der Goldpreis seit März von 2000 \$ auf 1750 \$ pro Unze gefallen. Wir erklären Sie sich das?

Die Entwicklung ist auf den ersten Blick vielleicht enttäuschend: Die Geldmengenausweitung der letzten Jahre hätte einen viel höheren Goldpreis erwarten lassen. In der Tat: Der langfristige Zusammenhang zwischen Geldmenge, Realzinsen und Kreditmarktkonditionen spricht für einen Goldpreis von derzeit etwa 2.200 US-Dollar pro Feinunze. Warum ist der Preis nicht dort? Meine Interpretation: Gold ist derzeit viel zu billig. Sein Preis wird aber früher oder später wieder anziehen – und dem Anleger eine attraktive Rendite beschern. An dieser Stelle will ich noch erwähnen: Der durchschnittliche Anstieg des Goldpreises betrug in den vergangenen zwanzig Jahren etwa 8% pro Jahr. Das Gold hat also dem Anleger nicht nur einen Inflationsschutz gegeben, sondern auch einen realen Wertzuwachs. Ich denke, dass wird auch in den kommenden Jahren der Fall sein.

Wie beurteilen Sie die Aussichten von Minen-Aktien?

Das Geschäftsmodell der Minenunternehmen ist nicht sonderlich attraktiv. Explorationserfolge sind unsicher, das Ganze ist sehr kapitalintensiv. Bis das Gold gefördert ist, fallen erhebliche Kosten an für Maschinen, Löhne und Energie. In einer Inflationsphase wie aktuell kommen Minenunternehmen rasch in Bedrängnis. Beispielsweise weil die Produktionskosten stark ansteigen, das Gold aber noch nicht gefördert ist. Entweder verschulden sich die Firmen oder sie geben neue Aktien aus. Beides ist meist nicht förderlich für den Aktienkurs.

Dann doch lieber Gold.

Es ist etwas anderes, ob Sie Gold kaufen oder Goldaktien. Bei den Minenaktien gehen die Anleger ein betriebswirtschaftliches Risiko ein. Man muss sich auf das Management verlassen, im schlimmsten Fall kann das Unternehmen Pleite gehen. Man braucht sehr gute Kenntnisse, um mit Minenunternehmen erfolgreich Investitionen tätigen zu können. Physisches Gold ist, wie ich es gern bezeichne, das „Grundgeld der Menschheit“. Es trägt kein Pleiterisiko. Es ist aus meiner Sicht sinnvoll, zumindest einen Teil des Anlagevermögens in physischem Gold zu halten. Das gelbe Metall ist nicht zuletzt eine Versicherung, die im Fall der Fälle greift.

15. SEPTEMBER 2008: DIE PLEITE DER US-INVESTMENT BANK LEHMAN BROTHERS

Heute vor 14 Jahren ging die US-Investment Bank Lehman Brothers unter, wurde nicht „gerettet“. Zu dem Zeitpunkt war der Autor dieser Zeilen als Ökonom für eine britische Investmentbank tätig und hat die Ereignisse gewissermaßen hautnah auf dem Trading-Floor miterlebt. Die Nachricht, dass Lehman zahlungsunfähig ist, wurde Sonntagnacht bekannt, und als der Handel am frühen Montagmorgen in Asien begann, fielen die Märkte sofort ein. Für einen Moment hatte das weltweite Fiat-Geldsystem, so schien es, im wahrsten Sinne des Wortes seinen Kredit verspielt. Für viele Anleihen und Derivate gab es plötzlich keine Kursstellung mehr, der Interbankenmarkt trocknete ein, nichts ging mehr, die Aktienkurse rauschten in die Tiefe. Die Panik in der Banken- und Finanzwelt, bei Händlern und Sales-Leuten war quasi mit den Händen zu greifen. Doch dann erschien die „erlösende Nachricht“ auf dem Reuters-Bildschirm: Die EZB pumpt 30 Mrd. Euro in den Geldmarkt! Am Tag danach kamen 70 Mrd. Euro hinzu, und die anderen großen Zentralbanken machten das gleiche! Mit dem Ausweiten der Geldmenge – also einer Inflationspolitik – gelang es den Geldbehörden, die Märkte zu beruhigen, den großen Kollaps abzuwenden. Alles Weitere ist Geschichte. – Als Kritiker des Fiat-Geldsystems bin ich in den Jahren danach immer wieder gefragt worden: *Was hätten man denn anderes machen sollen?* Meine Antwort darauf ist bis auf den heutigen Tag die gleiche geblieben: *Man hätte das System kollabieren lassen sollen – denn die Probleme, die das Fiat-Geldsystem verursacht, werden mit jedem Tag größer, und auch die Bereinigungskrise, der man letztlich doch nicht entkommen wird, wird ebenfalls mit jedem Tag größer.* Die Geschehnisse um den 15. September 2008 haben dem Autor dieser Zeilen vor allem eines unmissverständlich klar vor Augen geführt: Dass nämlich in einer Notlage, die das Fiat-Geldsystem unweigerlich immer wieder hervorbringt, die Ausweitung der Geldmenge als die Politik des vergleichsweise kleinsten Übels angesehen wird – und dass das leider auch allseitigen Applaus findet. Und so ist die Inflation, die Hochinflation und letztlich auch die Hyperinflation das Ergebnis, auf das das weltweite Fiat-Geldsystem sehr wahrscheinlich zusteuert. Unbekannt bleibt aus heutiger Sicht nur der genaue Pfad, die Umwege und die zeitliche Erstreckung, die dieser Prozess nimmt.

PARKEN SIE IHRE WERTE SICHER.

Mit **Schließfächern** der
Degussa in Ihrer Nähe.

UNSERE SCHLISSFÄCHER:

- ◆ bankenunabhängig
- ◆ höchste Sicherheitsstandards
- ◆ diskret

DEGUSSA-SCHLISSFACH.DE

FINDEN SIE IHRE NIEDERLASSUNG:



JETZT SUCHEN

EDELMETALLPREISE

In US-Dollar pro Feinunze

	Gold		Silber		Platin		Palladium	
I. Aktuell	1705,6		19,5		893,0		2118,9	
II. Gleitende Durchschnitte								
10 Tage	1711,8		18,5		863,1		2084,5	
20 Tage	1729,6		18,8		875,3		2090,4	
50 Tage	1741,5		19,3		886,7		2071,0	
100 Tage	1792,5		20,5		918,1		2035,4	
200 Tage	1833,7		22,2		960,8		2137,1	
III. Schätzung Sommer 2023	2200		28		1070		2261	
(1)	29		44		20		7	
<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>
(1)	1800	2398	21,0	31,0	830	1280	1650	2400
	6	41	8	59	-7	43	-22	13
V. Jahresdurchschnitte								
2019	1382		16,1		862		1511	
2020	1753		20,2		878		2180	
2021	1804		25,5		1095		2422	

In Euro pro Feinunze

	Gold		Silber		Platin		Palladium	
I. Aktuell	1705,1		19,5		892,7		2118,3	
II. Gleitende Durchschnitte								
10 Tage	1712,8		18,6		863,6		2085,5	
20 Tage	1728,0		18,8		874,3		2088,2	
50 Tage	1721,9		19,0		876,6		2047,7	
100 Tage	1734,1		19,8		888,0		1971,0	
200 Tage	1707,1		20,6		893,4		1989,6	
III. Schätzung Sommer 2023	2281		29		1110		2345	
(1)	34		49		24		11	
<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>
(1)	1867	2487	21,8	32,1	860	1320	1710	2480
	9	46	12	65	-4	48	-19	17
IV. Jahresdurchschnitte								
2019	1235		14,4		770		1350	
2020	1535		17,6		769		1911	
2021	1519		21,5		921		2035	

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

(1) Geschätzte Preisveränderung bei aktuellem Preis in Prozent.

PREISENTWICKLUNGEN DER ANLAGEKLASSEN

Bitcoin in US-Dollar

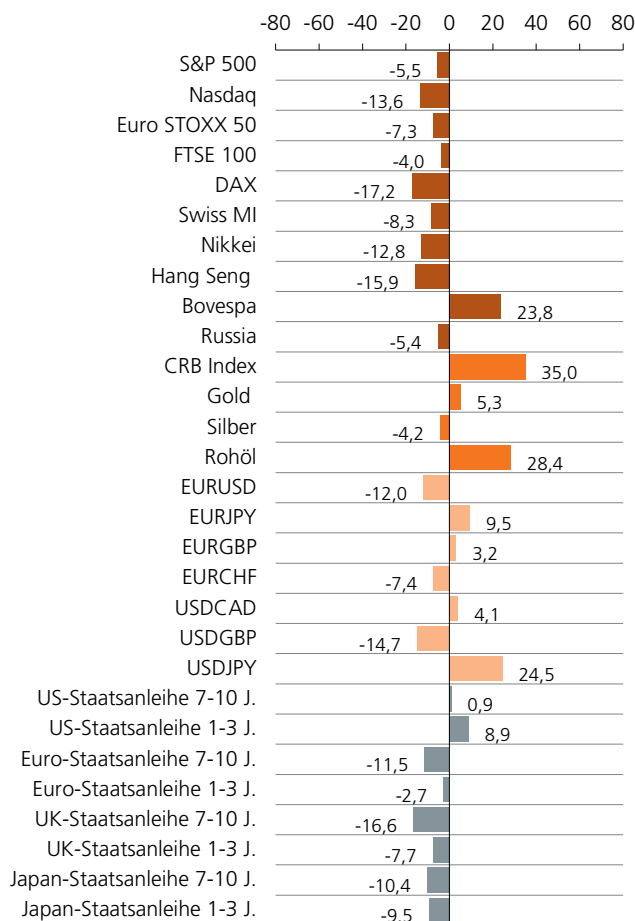
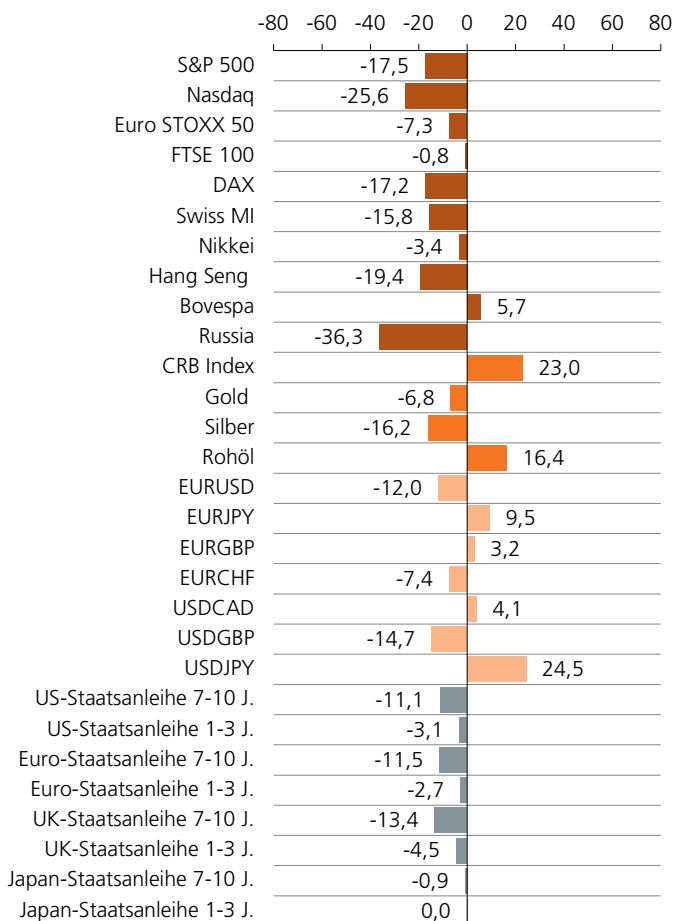


Quelle: Refinitiv; Graphik Degussa.

Wertentwicklung verschiedener Anlageklassen seit Jahresanfang in Prozent

(a) In nationaler Wahrung

(b) In Euro



Quelle: Refinitiv, Berechnungen Degussa.

Ausgabe	Inhalt	Zum Herunterladen
15. September 2022	Gegen Hochinflation hilft nur Stabilisierungsrezession ‚Weltgoldpreis‘ im Aufwind Anatomie der Nominalzinsillusion Ein Inflationsboom ist auf Sand gebaut	Pdf
1. September 2022	US-Dollar, Zins und Gold – was häufig übersehen wird Auf die „reale Geldmenge“ nicht auf die „nominale“ Geldmenge kommt es an Inflation, Hochinflation, Hyperinflation	Pdf
18. August 2022	Das Gold ‚outperformend‘ den US-Dollar Die Machtverhältnisse auf der Welt ordnen sich neu Inflation zerstört Vermögen. Sieben Punkte, die Sie wissen sollten	Pdf
4. August 2022	Antony C. Suttons „The War On Gold“ ist ein echter Klassiker, der begeistert Die Hochinflation ist Folge der exzessive Geldmengenausweitung Inflationsdruck im Euroraum weiter hoch Das System Fiatgeld: Schrecken ohne Ende statt Ende mit Schrecken	Pdf
21. Juli 2022	US-Dollar überschätzt, Gold unterbewertet Dollardominanz zwingt Euro und Yen in die Knie Umsichtig investieren in der Krise. Gold und Silber gehören dazu	Pdf
9. Juli 2022	Euro stürzt ab, Gold halten Die Post-Wachstumswelt. Der Abbau des Wohlstands und seine Folgen Über das Bestreben, Bargeld abzuschaffen und digitales Zentralbankgeld einzuführen	Pdf
23. Juni 2022	Inflationäre Zeiten, schlechte Zeiten. Auf Gold und Silber setzen Dem Euro droht das „Yen-Desaster“ Schrumpfwirtschaft und Inflationsinferno Russland will neue internationale Währung	Pdf
9. Juni 2022	Aussichten für höhere Gold- und Silberpreise verbessern sich Was passiert in Japan? Wohlstand für Alle – in Gefahr	Pdf
25. Mai 2022	Warum diese Inflation so besonders gefährlich ist Ich handle, also bin ich!	Pdf
12. Mai 2022	Gold versus Aktien und US-Dollar Der Perfekte Sturm Inflation mästet Staat	Pdf
28. April 2022	Trotz Zinsanhebungen: Die „finanzielle Repression“ bleibt Inflation als Suchtphänomen: Über die Folgen des Inflationismus Goldnachfrage in Q1 2022: Eine starke Belebung am Jahresanfang	Pdf
13. April 2022	Das ungelöste Weltgeldproblem und das Gold Wohlstand mit gutem Geld Gas gegen Rubel? Es geht um viel mehr	Pdf
31. März 2022	Der US-Dollar, die „Finanzielle Kriegsführung“ und das Gold Kurzsichtige Entscheidungen	Pdf
17. März 2022	Nicht der Krieg, sondern der Staat mit seiner Zentralbank verursachen Inflation Staat und Krieg	Pdf
3. März 2022	Die Russland-Sanktionen des Westens und Chinas Langfristinteresse Abrutschen in ein Inflationsregime	Pdf
17. Februar 2022	Inflation ist keine Naturkatastrophe. Sie ist menschengemacht Die Inflation wird für die Bevölkerung zum Dauerproblem	Pdf
3. Februar 2022	Hohe Inflation und negativer Realzins für länger Der Goldmarkt hat sich in Q4 2021 kräftig belebt Die marxistische Wurzel der Lockdown-Politik	Pdf
20. Januar 2022	Weltwirtschaft 2022: Mehr Inflation, weniger Wachstum	Pdf
16. Dezember 2021	Die Inflation, die Aktien, das Gold „Et hätt noch immer jot jegange“ Türkische Währungs-krise	Pdf
2. Dezember 2021	Es ist wie in Harry Potter: Die Wirkung des Euro, die niemand auszusprechen wagt ... Die Inflation ist gekommen, um zu bleiben	Pdf
18. November 2021	Inflation ist keine Naturkatastrophe. Sie ist menschengemacht Warum und wie der Sozialismus die Welt erobern will	Pdf
4. November 2021	Zins, Inflation, Gold und der „Great Reset“ Die US-Zentralbank beginnt das „Tapering“ - und kauft sich damit Zeit Es ist Zeit für den Ausstieg	Pdf
21. Oktober 2021	Der Aufstieg des Neo-Sozialismus „Das Inflationsproblem ist größer, als viele glauben“	Pdf
7. Oktober 2021	Das Inflationsbiest	Pdf
23. September 2021	Evergrande: Ist das Chinas ‚Lehman Moment‘? Preiskorrektur bei Platin, Palladium und Rhodium Wie Preiskontrollen den Weg in den Sozialismus ebnen (Ludwig von Mises)	Pdf
9. September 2021	Gold in Zeiten der Entwertung von US-Dollar, Euro & Co Was man als junger Mensch auf der Such nach Freiheit in der heutigen Zeit wissen? Die Chinarisierung des Westens	Pdf
26. August 2021	Die Abhängigkeit von der Inflationsdroge wird immer größer Das Ende von Bretton Woods vor 50 Jahren als Mahnung Globales Helikoptergeld: IWF schafft 650 Mrd. USD neue „SDR“	Pdf
12. August 2021	Der dunkle Schatten des Papiergoldmarktes 50 Jahre Geld ohne Gold Neuer Angriff auf das Bargeld	Pdf
29. Juli 2021	Der Kampf um die Währungshehoheit	Pdf
15. Juli 2021	Die EZB-Räte wollen den Euro noch stärker inflationieren Rohstoff- und Edelmetallmärkte Die Goldwährung	Pdf
1. Juli 2021	Wer zwischen Schein und Sein unterscheidet, der will Gold halten Die Interventionismus-Falle. Und wie wir ihr entkommen können Der narkotisierte Fluchtinstinkt	Pdf
17. Juni 2021	Der Inflationsboom. Verführerisch, betrügerisch, zerstörerisch Gold-ETFs/ETCs verzeichneten wieder Zuflüsse im Mai 2021 Warum Inflation eine Gefahr für die Freiheit ist	Pdf

<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 bestand, besteht oder bestehen wird. Der (bzw. die) in dieser Ausarbeitung genannte(n) Analyst(en) sind nicht bei der FINRA als Research-Analysten registriert/qualifiziert und unterliegen nicht der NASD Rule 2711.

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

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

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

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

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

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

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

Impressum

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

Redaktionsschluss dieser Ausgabe: 15. September 2022

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): Marktstraße 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