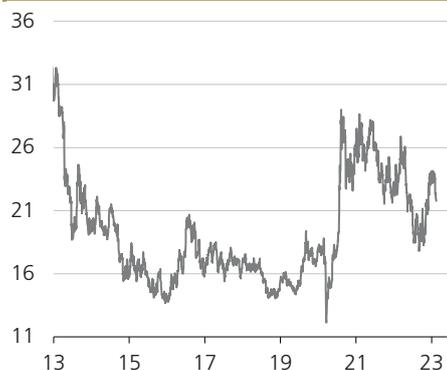


Goldpreis (USD/oz)



Silberpreis (USD/oz)



EURUSD



Quelle: Refinitiv; Graphiken Degussa.

Edelmetallpreise

	Aktuell (Spot)	Veränderungen gegenüber (in Prozent):		
		2 W	3 M	12 M
I. In US-Dollar				
Gold	1837,1	-4,7	12,5	-3,7
Silber	21,6	-8,3	12,9	-11,5
Platin	915,2	-9,6	-1,1	-12,3
Palladium	1454,2	-10,2	-21,0	-41,6
II. In Euro				
Gold	1716,3	-3,2	3,9	0,9
Silber	20,2	-6,9	4,3	-7,3
Platin	855,1	-8,2	-8,8	-8,0
Palladium	1359,0	-8,7	-27,1	-38,7
III. Goldpreis in anderen Währungen				
JPY	245858,0	-1,8	1,2	12,0
CNY	12592,9	-3,7	5,6	4,6
GBP	1524,6	-1,9	7,1	7,2
INR	151758,3	1,9	12,3	5,3
RUB	137414,3	2,5	37,8	-28,7

Quelle: Refinitiv; Berechnungen Degussa.

ÜBER DAS VERHÄLTNIS ZWISCHEN AKTIENKURSEN UND DEM GOLDPREIS

„In reality there is no such thing as an inflation of prices, relatively to gold. There is such a thing as a depreciated paper currency.“
—Lysander Spooner

► **Das Verhältnis zwischen Aktienkursen und Goldpreis stößt bei Investoren immer wieder auf großes Interesse. In diesem Aufsatz zeigen wir auf, wie es sinnvoll interpretiert werden kann, und was sich daraus für die Kapitalanlage ableiten lässt.**

DER CHARME DER LANGEN ZEITREIHE

Es gibt eine ganze Reihe sehr faszinierender, immer wieder Aufmerksamkeit erregender langer Datenzeitreihen. Eine davon ist das Verhältnis zwischen dem US-Aktienmarktindex Dow Jones Industrial und dem Goldpreis (USD/oz) im Zeitablauf. Abb. 1 zeigt es für die Zeit von Januar 1915 bis Februar 2023. Im Folgenden soll das Aktienmarkt-Goldpreis-Verhältnis näher erklärt werden, und es soll dabei herausgearbeitet werden, was man als Anleger von diesem Verhältnis lernen kann – und was nicht.

1 Aktienkurse relativ zum Goldpreis

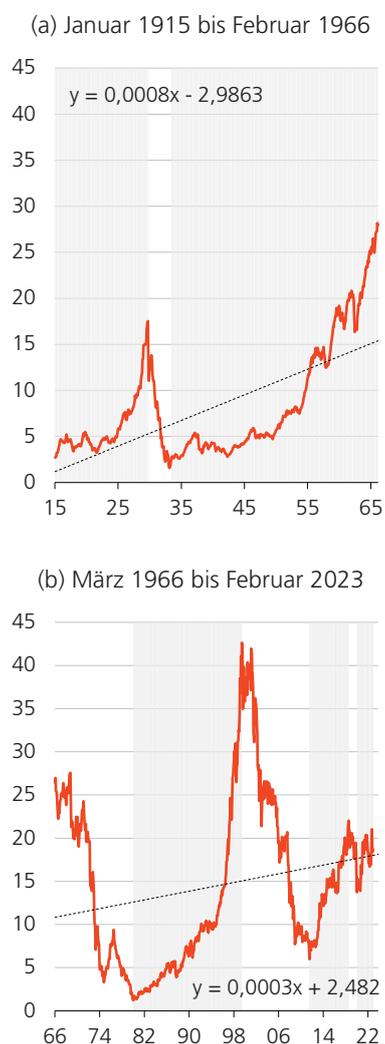
Dow-Jones-Industrial dividiert durch Goldpreis (USD/oz)



Quelle: Refinitiv, Federal Reserve Bank of St. Louis; Berechnung Degussa. Periode: Januar 1915 bis Februar 2023. Die gestrichelte Linie repräsentiert den geschätzten Trendverlauf der Zeitreihe. Steigt (fällt) die Zeitreihe, so bedeutet das, dass sich die Aktien verteuern (verbilligen) relativ zum Gold. Schattierte Flächen: Aktienkurse stiegen stärker als der Goldpreis.

Der Blick auf lange Zeitreihen ist lehrreich. Er zeigt, dass Zyklen auf den Finanzmärkten mitunter sehr lange anhalten können. Und zwar auch so lange, dass ganze Generationen von Investoren und Analysten nur einen Teil des Zyklus kennenlernen – dass sie beispielsweise ihre Berufskarriere ausschließlich im Regime steigender Aktienkurse oder Regime fallender Zinsen verbringen – und den anderen Teil des Zyklus nicht erfahren. Umsichtige Anleger sind daher gut beraten, die Finanzmarktgeschichte nicht aus den Augen zu verlieren.

Verhältnis von US-Aktienkursen und Goldpreis in verschiedenen Zeitperioden



Quelle: Refinitiv; Berechnungen Degussa. In den Graphiken sind die linearen Trendverläufe der Zeitreihen (gepunktete schwarze Linien) eingetragen. Sie entsprechen den angegebenen Formeln (wobei y = Verhältnis von Aktienkursen zum Goldpreis; x = Anzahl der Monate; die Zahl vor dem x steht für die Steigung der Trendgeraden; und die Zahl am Ende der Gleichung stellt die Konstante dar). Graue Flächen: Aktien vorteilhafter als Gold.

In der Zeit des Systems von Bretton Woods, in der der Goldpreis in US-Dollar fixiert war (Abb. a), stieg das Verhältnis von US-Aktienkursen und Goldpreis stärker an im Vergleich zur Periode nach Beendigung des Systems von Bretton Woods (Abb. (b)). Der Grund: Mit der Freigabe des Goldpreises konnte sich der Marktwert des gelben Metalls an die allgemeinen Wirtschafts- und Finanzmarktbedingungen anpassen. Dadurch wurde die Abkopplung der Aktienkurse im Zeitablauf vom Preis des Goldes tendenziell abgebremst. Am äußeren Rand fällt der Langfristtrend, wie in Abb. 1 gezeigt, in etwa mit dem Trendwert in Abb. (b) zusammen.

Doch zurück zu Abb. 1. Das Verhältnis zwischen Aktienmarktindex und Goldpreis zeigt, wie viele Goldunzen aufgewendet werden müssen, um den Aktienmarktindex zu erwerben. Ist das Aktienmarktindex-Goldpreis-Verhältnis hoch (niedrig), müssen viele (wenige) Goldunzen aufgewendet werden, um den Aktienmarkt zu kaufen. Ein hohes (niedriges) Aktienmarktindex-Goldpreis-Verhältnis bedeutet also, dass Aktien teuer (billig) sind gegenüber Gold.

Weiterhin muss man bei der Interpretation der Zeitreihe beachten, dass der Marktpreis des Goldes bis Ende der 1960er Jahre offiziell fixiert war: Bis Ende 1933 lag er bei 20,67 US-Dollar pro Feinunze, im Januar 1934 änderte die US-Administration das Austauschverhältnis auf 35 US-Dollar pro Feinunze. (Dadurch wurde der US-Dollar um gut 40 Prozent gegenüber dem Greenback abgewertet.) Gegen Ende der 1960er Jahre löste sich der Marktpreis des Goldes jedoch zusehends von seiner offiziellen Vorgabe, und seither wird er (mehr oder weniger) frei im Markt bestimmt.

Das heißt, bis etwa 1968 sind die Schwankungen des Dow-Jones-Goldpreis-Verhältnisses allein durch die Schwankungen der Aktienkurse zu erklären (mit der Ausnahme des Jahres 1934, in dem, wie bereits erwähnt, der offizielle Goldpreis in US-Dollar einmalig erhöht wurde). Nach 1968 erklärt sich die Veränderung des Dow-Jones-Goldpreis-Verhältnisses entsprechend durch die Veränderungen beider Größen, der Aktienkurse und des Goldpreises.

Wie die gestrichelte Linie in Abb. 1 zeigt, ist das Verhältnis zwischen Aktienmarktindex und Goldpreis im Zeitablauf gestiegen. Das heißt, über den gesamten Zeitraum betrachtet, fielen die Kurssteigerungen der Aktien durchschnittlich höher aus als die Zuwächse des Goldpreises. Das ist ökonomisch gesehen verständlich. Aktien repräsentieren Anteile am volkswirtschaftlichen Produktionskapital. Und Firmen, wenn sie erfolgreich wirtschaften, vergrößern ihre Märkte, steigern ihre Gewinne und zahlen Dividenden, werden wertvoller, und das zeigt sich in einem Anstieg ihrer marktgehandelten Aktienkurse.

Das Gold hingegen verzeichnet keine derartigen produktiven Zuwächse. Es dient den Menschen als Rohstoff, vor allem aber als Geldersatz, als verlässliches Wertaufbewahrungsmittel, als „Geld in Wartestellung“. So gesehen ist zu erwarten, dass der Goldpreis langfristig gesehen im Einklang mit der Geldentwertungsrate steht, dass er sich in Krisenphasen verteuert (dass also die Versicherungsprämie des Goldes an Wert gewinnt), dass aber in „Normalphasen“ der Preis des Goldes im Zeitablauf weniger stark steigt als der Wertzuwachs beim Produktivkapital.

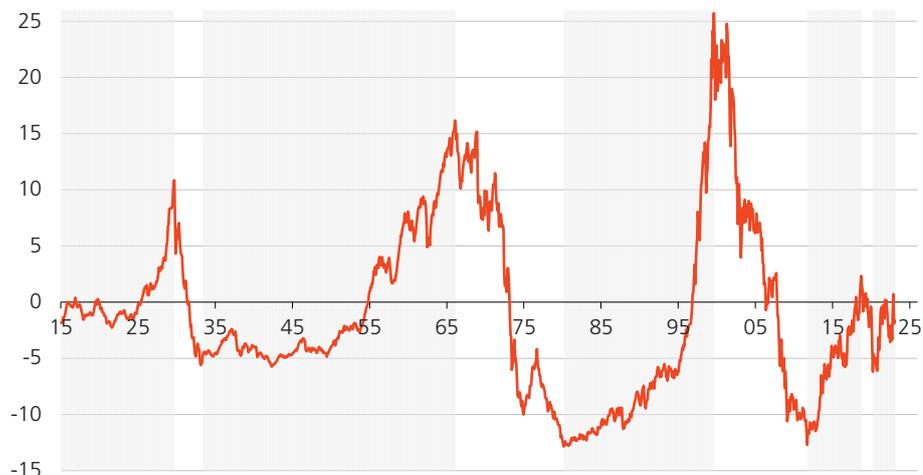
WAS ES ZU BEACHTEN GILT

Das Verhältnis zwischen dem Aktienmarktindex und dem Goldpreis hat stark geschwankt, wie der Blick auf Abb. 1 unübersehbar vermittelt.¹ So lag es im August 1929 bei 17,4, im Februar 1933 bei 1,6. Der Hochpunkt war im September 1999 mit 42,6. Da aber, wie bereits gesagt, das Dow-Jones-Industrial-Goldpreis-Verhältnis einen positiven Aufwärtstrend im Betrachtungszeitraum aufweist, ist es sinnvoll, eine Trendbereinigung der Zeitreihe vorzunehmen. Das Ergebnis ist in Abb. 2 dargestellt. Durch die „Methode des genauen Hinschauens“ erkennt man, dass die Schwingungen in der Zeitreihe im Betrachtungszeitraum tendenziell größer geworden sind: Die Ausschläge nach oben und unten relativ zum Trendverlauf haben in den letzten Jahrzehnten also zugenommen.

¹ Es sollte angemerkt werden, dass der hier betrachtete Aktienmarktindex Dividendenzahlungen (beziehungsweise ihre Reinvestition) unberücksichtigt lässt. Das berührt die grundlegenden Überlegungen in diesem Artikel jedoch nicht.

2 Aktienkurse relativ zum Goldpreis – trendbereinigt

Abweichung des Dow-Jones-Industrial-Goldpreis-Verhältnisses vom Trend



Quelle: Refinitiv, Federal Reserve Bank of St. Louis; Berechnung Degussa. Periode: Januar 1915 bis Februar 2023. Steigt (fällt) die Zeitreihe, so bedeutet das, dass sich die Aktien verteuern (verbilligen) relativ zum Goldpreis. Schattierte Flächen: Aktienkurse stiegen stärker als der Goldpreis.

WAS MAN FÜR KAPITALANLAGE LERNEN KANN

Welche Empfehlungen lassen sich für das Investieren ableiten?

Geht man davon aus, dass die bisherige Trendentwicklung zwischen Aktienkursen und Goldpreis auch künftig weiterhin Bestand haben wird, besteht eine Anlagestrategie darin, eine Position „Aktien long only“ einzunehmen. Dabei ist jedoch zu bedenken, dass man dazu einen langen Atem, Durchhaltevermögen braucht: Die zyklischen Schwünge im Dow-Jones-Industrial-Goldpreis-Verhältnis können sehr langgestreckt sein, wie die Erfahrung zeigt. So war es zum Beispiel von April 1966 bis Dezember 1980 vorteilhaft, Gold anstelle von Geld zu halten. Ab Dezember 1980 bis Mai 2001 galt das Umgekehrte.

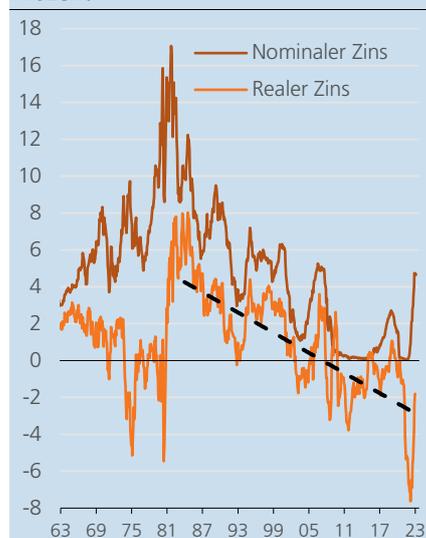
Alternativ könnte man versucht sein, ein „Market-Timing“ zu verfolgen: die zyklischen Schwünge im Aktienkurs-Goldpreis-Verhältnis auszunutzen. Dazu müsste man jedoch die Zeitpunkte kennen, an denen die Vorteilhaftigkeit von Aktien versus Gold (beziehungsweise das Umgekehrte) beginnt. Diese Information lässt sich jedoch nicht direkt aus dem historischen beziehungsweise aktuellen Aktienkurs-Goldpreis-Verhältnis ablesen. Angesichts der langen und recht trägen Schwingung des Aktienkurs-Goldpreis-Verhältnisses in der Vergangenheit liegt jedoch die Vermutung nahe, dass die jüngste zyklische Bewegung, die zum Trendwert geführt hat, sich noch etwas weiter fortsetzen könnte.

Seit September 2011 beziehungsweise Oktober 2020 ist das Aktienkurs-Goldpreis-Verhältnis gestiegen, hat aktuell seinen langfristigen Trendwert erreicht, und angesichts des zyklischen Verlaufs der Zeitreihe erscheint ein weiterer Anstieg wahrscheinlich. Das wiederum kann folgendes bedeuten: (1.) Die Aktienkurse steigen stärker als der Goldpreis, (2.) die Aktienkurse bleiben unverändert, während der Goldpreis nachgibt, oder (3.) der Goldpreis fällt stärker als die Aktienkurse. Für den Anleger hieße (1.) Aktien halten und Gold abgeben, während (2.) und (3.) eine Kassenhaltung nahelegen.

Man erkennt bereits: Es handelt sich hier um eine nicht-triviale Entscheidung! Und eine weitere Schwierigkeit sei genannt: Die Schwingungen im Aktienkurs-

Der Trend fallender Realzinsen in den USA

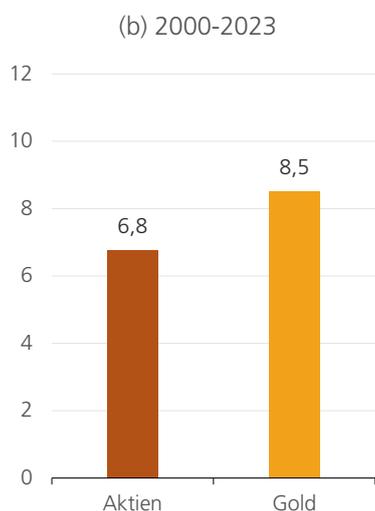
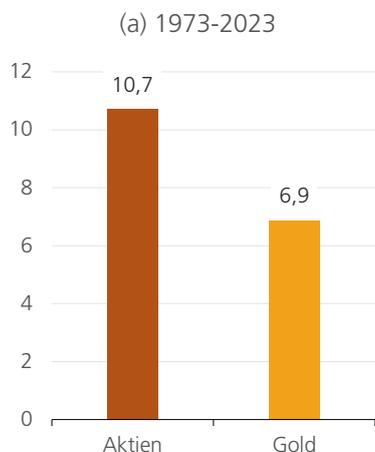
US-1-Jahreszins, nominal und real, in Prozent



Quelle: Refinitiv; Berechnungen Degussa. Die schwarz gestrichelte Linie markiert den Trend der realen US-Zinsen ab Oktober 1984.

Wie aus der obigen Abbildung zu erkennen ist, sinken die kurzfristigen US-Zinsen seit Anfang der 1980er Jahre im Trendverlauf. Der Trend fallender Zinsen war verbunden mit einem Rückgang der nominalen und auch realen (d. h. inflationsbereinigten) Kurzfristzinsen. Beginnend mit dem Jahr 2005 sind die Kurzfristzinsen mehr oder weniger dauerhaft unter die Nulllinie gerutscht. Im Durchschnitt betrug der durchschnittliche reale Kurzfristzins bis Ende 2022 gut minus 1 Prozent. Das bedeutet, dass das Halten von US-Dollar-Bankguthaben und von kurzlaufenden Schuldtiteln dem Anleger (ex post betrachtet) Verluste beschert hat. Von der Antwort auf die Frage „Wohin entwickeln sich die realen Zinsen hängt ganz entscheidend ab, welchen Kurs die Weltwirtschaft, die Finanzmärkte und auch die Edelmetallpreise nehmen werden. Siehe hierzu die beiden Aufsätze auf S. 6 ff. und S. 10 ff.“

Jahresdurchschnittliche Rendite der US-Aktien und Gold (USD/oz)



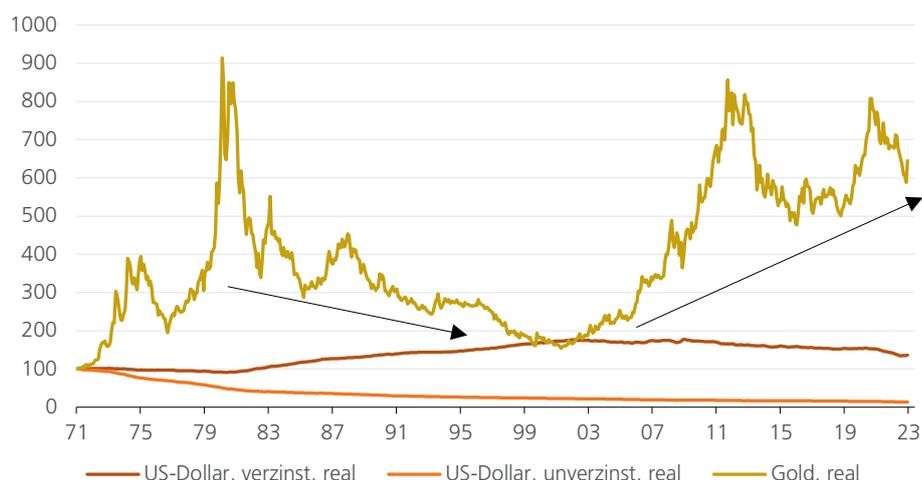
Quelle: Refinitiv; Berechnungen Degussa. Ermittelt als stetige Verzinsung. Aktien: Kursveränderungen und Reinvestition der Dividenden. Keine Berücksichtigung des Steuereffektes.

Goldpreis-Verhältnis spiegeln keine Naturgesetzlichkeit wider, ihre Richtung und Ausprägung folgen keiner Formel. Sie sind vielmehr Ergebnis einer Vielzahl von wirtschaftlichen, politischen und institutionellen Faktoren. Und nicht zuletzt verbirgt sich hinter ihr auch die Bedeutung des Goldes in den weltweiten Spar- und Investitionsentscheidungen der Menschen. All diese Erklärungsfaktoren sind nicht konstant, sie unterliegen vielmehr Veränderungen.

Vor allem kann es in diesem Zusammenhang zu „Strukturbrüchen“ kommen (Abb. 3). Zu denken ist beispielsweise an die Zeit ab den frühen 1980er Jahren: Nach der Hochinflation in den 1970er Jahren kehrte durch die Zinserhöhungen der US-Zentralbank Vertrauen zurück in das ungedeckte Geldsystem. Der US-Dollar und andere Währungen zeichneten sich wieder durch einen positiven Realzins aus, und die Attraktivität des Goldes schwand aus Sicht vieler Anleger. Anfang des 21. Jahrhunderts kam dieser Trend jedoch zu einem Ende. Die Realzinsen in vielen Währungsräumen fielen unter die Nulllinie, Gold gewann seine Attraktivität als Wertaufbewahrungsmittel zurück.

3 Kaufkraft von US-Dollar und Gold

Kaufkraft des US-Dollar (unverzinst und verzinst) und des Goldes (USD/oz)



Quelle: Refinitiv, Berechnung Degussa. Periode: Januar 1971 bis Dezember 2022. Serien sind indiziert (Januar 1971 = 100). Annahme, dass sich die Bankguthaben mit dem 3-Monatszins verzinsen. Keine Berücksichtigung des Steuereffektes. Real: Nominalwerte deflationiert mit dem US-Konsumgüterpreisindex.

In diesem Zusammenhang sollte man sich vor Augen führen, dass das Gold nicht im direkten Wettbewerb zu Aktien (oder Anleihen und Immobilien) steht. Ökonomisch gesehen ist das Gold eine Alternative zu den offiziellen Währungen, die für mittel- bis langfristige Anlagezwecke gehalten werden. Wie hat das Gold dabei abgeschnitten? Die Kaufkraft des US-Dollar, soweit er unverzinslich gehalten wurde, ist seit Anfang der 1970er Jahre bis Ende 2022 um etwa 87 Prozent gefallen, in verzinsten Form hat er ungefähr 36 Prozent hinzugewonnen (Abb. 3). Die Kaufkraft des Goldes ist in dieser Zeit um 545 Prozent gestiegen.

Wie Abb. 3 verdeutlicht, war es jedoch nicht immer vorteilhaft, Gold zu halten. Wer beispielsweise zu Beginn der 1980er Jahre Gold erwarb, der verbuchte bis Anfang des 21. Jahrhunderts kräftige (Opportunitäts-)Verluste. In dieser Phase gewann der US-Dollar an Kaufkraft: Die reale Verzinsung des US-Dollar war positiv. Das Bild änderte sich ab dem Jahr 2001: Die Kaufkraft des US-Dollar begann nachzugeben, die Kaufkraft des Goldes legte hingegen kräftig zu. Eine wichtige Beobachtung – denn sie führt zu ganz entscheidenden Fragen: Bedeuten die Zinserhöhungen der Zentralbanken ein Ende des Trends sinkender Realzinsen? Werden

die Realzinsen wieder über die Nulllinie steigen? Diesen Fragen gehen die beiden nun folgenden Aufsätze nach (siehe S. 6 ff. und S. 10 ff.).

An dieser Stelle lassen sich die bisherigen Überlegungen wie folgt festhalten: (1.) Einen Blick auf die lange Zeitreihe zu werfen, die das Aktienkurs-Gold-Verhältnis zeigt, ist lehrreich. Es führt uns vor Augen, wie lange finanzielle Zyklen (in denen Aktien vorteilhafter sind als Gold und umgekehrt) andauern können, und es zeigt auch, dass Fehlpositionierungen im Zyklus mit beträchtlichen Opportunitäten (also verpassten Gewinnmöglichkeiten) verbunden sein können. (2.) Es ist allerdings nicht trivial, verlässliche Investitionsentscheidungen aus der Betrachtung des Aktienkurs-Goldpreis-Verhältnisses abzuleiten: Die Zyklen und ihr künftiger Verlauf folgen keiner (vorab bekannten) Gesetzmäßigkeit.

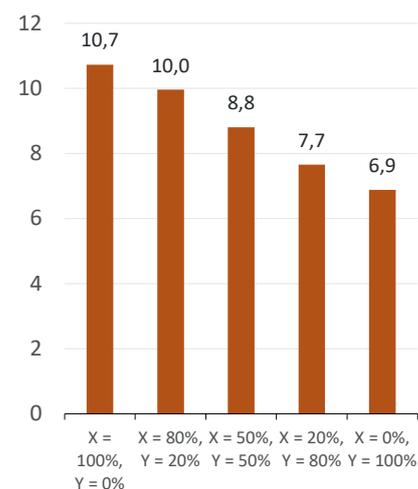
(3.) Das aktuelle Verhältnis zwischen US-Aktienkursen und Goldpreis (USD/oz) entspricht dem langfristigen Trendwert. Die jüngste zyklische Bewegung des Aktienkurs-Goldpreis-Verhältnisses – die seit etwa 2011 in Gang gekommen ist – ist nach oben gerichtet. Und angesichts der in der Vergangenheit beobachtbaren Zeitdauer derartiger Bewegungen könnte man schlussfolgern, dass die Wahrscheinlichkeit recht hoch ist, dass das Verhältnis zwischen Aktienkursen und Goldpreis in den kommenden Jahren weiter ansteigt.

(4.) Im Vorgriff auf die nachstehenden Überlegungen (siehe S. 6 ff.) ist aus unserer Sicht das wahrscheinlich(st)e Szenario, dass dabei Aktien und Gold im Preis steigen. Berücksichtigt man die Erfahrungswerte der letzten Dekaden, und erachtet man es zudem als sinnvoll, einen Teil des Portfolios in liquiden Mitteln zu halten, empfiehlt es sich, liquide Mittel in Form von physischem Gold und nicht in Form der offiziellen Währungen zu halten. Physisches Gold im Portfolio zu haben, empfiehlt sich auch aus Versicherungszwecken. Eine Anlageempfehlung, zu der man aus der langfristigen Betrachtung des Aktienkurs-Goldpreis-Verhältnisses gelangen kann, lautet, auf den Punkt gebracht: Aktien & physisches Gold.

Aktien & Gold versus Aktien & US-Dollar im Portfolio – die Renditen in Prozent

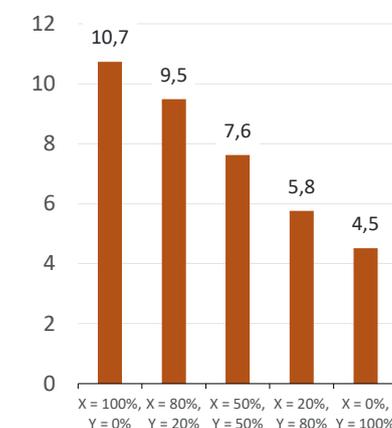
In der Zeit von Februar 1973 bis Februar 2023 hat man mit US-Aktien 10,7% pro Jahr im Durchschnitt verdient, mit dem Halten von Gold 6,9% (Abb. a). Mit einer Mischung von zum Beispiel 50% Aktien und 50% Gold ließen sich 8,8% erzielen.

(a) Aktien und Gold



X = Anteil US-Aktien im Portfolio in %, Y = Anteil Gold in %.

(b) Aktien und verzinslicher US-Dollar*



X = Anteil US-Aktien im Portfolio in %, Y = Anteil US-Dollar, verzinst, in%. *3-Monatszins.

Quelle: Refinitiv; Berechnungen Degussa. Periode: Februar 1973 bis Anfang Februar 2023.

Hätte man statt dessen auf 50% Aktien und 50% verzinsliche US-Dollar gesetzt, hätte die Rendite nur 7,6% betragen. Anleger, die Gold als eine Form des Geldes ansehen, das mit US-Dollar, Euro & Co konkurriert, hatten also gute Gründe, auf Gold und nicht (wie in diesem Beispiel) den Greenback zu setzen. Anders gesagt: Langfristig gesehen hat sich das Gold als das bessere Kassenhaltungsmedium erwiesen.

1 OZ KRÜGERRAND ZUM AKTIONSPREIS: SPAREN SIE 10 EURO BEI ÄLTEREN JAHRGÄNGEN.

DEGUSSA-GOLDHANDEL.DE



VERKAUFSAKTION – NUR SOLANGE DER VORRAT REICHT.

IM ZEICHEN DES ZINSES (TEIL 1): FRIEDRICH NIETZSCHES „UMWERTUNG ALLER WERTE“ – UND WAS DAS MIT DEM ZINS ZU TUN HAT

► Die „Zeitpräferenztheorie des Zinses“ öffnet den Blick auf die Ursache des Zinsphänomens und die überaus weitreichenden gesellschaftlichen Effekte, die Veränderungen des Zinses nach sich ziehen. Eilige Leser können diesen Teil überspringen und sogleich Teil 2 lesen, ohne dadurch den Faden zu verlieren.

Die großen Zentralbanken der Welt heben die Leitzinsen an – nachdem sie sie über viele Jahre hinweg auf extrem niedrigen Niveaus gehalten haben. Die Wirkung, die von der Kreditverteuerung ausgeht, ist überaus weitreichend. Sie betrifft nicht nur in abstrakter Weise Wirtschaft und Finanzmärkte, sondern beeinflusst auch ganz konkret das Verhalten und Handeln der Menschen. Das erschließt sich, wenn man einige Erkenntnisse aus der Zinstheorie, genauer: der Zeitpräferenztheorie des Zinses zu Rate zieht. Und vor diesem Hintergrund drängen sich dann auch die mächtigen Worte „Umwertung aller Werte“ auf, die Friedrich Nietzsche (1844–1900) im Jahre 1886 prägte und die nachfolgend wiederholt in seinen Schriften der Philosophie und Moralkritik zu finden sind.

“Time-value is the difference between the values of things at different times.”

—Frank A. Fetter

ETWAS ZINSTHEORIE

Was heißt „Zeitpräferenz“?² Ein vermutlich nicht unmittelbar einsichtiger Begriff. In der Ökonomik bezeichnet er die Tatsache, dass der handelnde Mensch die frühere Erfüllung eines Bedürfnisses höher wertschätzt als eine spätere (unter sonst gleichen Umständen). Er bewertet folglich das Gegenwartsgut (also das gegenwärtig verfügbare Gut zur Erfüllung seines Bedürfnisses) höher als das Zukunftsgut (also das erst künftig verfügbare Gut zur Bedürfnisbefriedigung). Anders gesagt: Das Zukunftsgut erleidet einen *Wertabschlag* gegenüber dem Gegenwartsgut. Und in eben diesem Wertabschlag manifestiert sich der Zins, der „Urzins“.

Zeitpräferenz und ihre Manifestation, der Urzins, sind aus dem menschlichen Handeln nicht wegzudenken, ohne einen logischen Widerspruch zu verursachen. Sie beide stecken gewissermaßen (denknotwendig) in jedem Handelnden.

Haben die Menschen eine hohe Zeitpräferenz, bevorzugen sie das Gegenwartsgut in besonderem Maße gegenüber dem Zukunftsgut. Entsprechend stark fällt der Wertabschlag des Zukunftsgutes gegenüber dem Gegenwartsgut aus, sprich: der Urzins ist hoch. Wenn die Menschen eine niedrige Zeitpräferenz haben, so bedeutet das, dass sie das Gegenwartsgut zwar weiterhin höher bewerten als das

² Es sei an dieser Stelle betont, dass es weitere Zinstheorien gibt: wie zum Beispiel die Liquiditätspräferenztheorie des Zinses, die Produktivitätstheorie des Zinses, die Abstinenztheorie des Zinses. An dieser Stelle soll jedoch die Zeitpräferenztheorie des Zinses zu Wort kommen – was nicht heißt, dass damit die Aussagen der anderen Zinstheorie in Gänze in Abrede gestellt würden. Siehe hierzu zum Beispiel Herbener, J. M., Hrsg., (2011), *The Pure Time-Preference Theory*; Fetter, F. A. (1905), *The Principles of Economics*, Chapter 17;

Zukunftsgut, dass aber der Wertabschlag des Zukunftsgutes vergleichsweise gering ausfällt gegenüber dem Gegenwartsgut – und der Urzins ist niedrig.

Die Zeitpräferenz der Menschen und damit der Urzins sind nicht konstant. Sie hängen von vielen anderen Faktoren ab, und verändern sich auch im Zeitablauf. Menschen, die nahe am Subsistenzniveau ihr Leben fristen, haben in der Regel eine hohe Zeitpräferenz: Das Einkommen, das verfügbar ist, wird verzehrt, für die Zukunft wird nicht vorgesorgt. Wächst der materielle Wohlstand der Menschen, nimmt auch ihre Zeitpräferenz ab: Nur ein Teil des Einkommens wird konsumiert, der andere Teil wird gespart, in fortgeschrittenen Gesellschaften auch investiert, um in der Zukunft besser mit Gütern versorgt zu sein.

Vom Urzins, der wie gesagt in jedem einzelnen Menschen steckt, ist der Marktzins zu unterscheiden. In einer „reinen Marktwirtschaft“ bildet sich der Marktzins durch das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage: Die einen bieten entsprechend ihrer Zeitpräferenz Ersparnisse an, die anderen fragen sie (ebenfalls entsprechend ihrer Zeitpräferenz) zu Investitionszwecken nach. Der markträumende Zins bringt Angebot und Nachfrage zum Ausgleich, er entspricht dem gesamtwirtschaftlichen Urzins.

Nimmt hier beispielsweise das Ersparnisangebot zu bei unveränderter Nachfrage nach Ersparnissen, sinkt der markträumende Zins. Und der markträumende Zins steigt, wenn zum Beispiel die Nachfrage nach Ersparnissen steigt, während das Angebot von Ersparnissen unverändert bleibt.

BOOM & BUST

Unsere Welt ist aber keine reine Marktwirtschaft. Und das hat Folgen für die Zinsbildung. Im heutigen ungedeckten Geldsystem (einem Fiatgeldsystem) steigt die Geldmenge, wenn Zentralbanken und Geschäftsbanken ihr Kreditangebot erhöhen. Das führt dazu, dass der Marktzins künstlich abgesenkt wird: Er fällt unter das Niveau, das sich einstellen würde, wenn es keine Ausweitung von Bankkredit und Geldmenge gegeben hätte. Das wiederum hat bedeutsame Folgen. Ein Aufschwung wird so in Gang gesetzt: Der gesunkene Zins entmutigt das Sparen, lässt den Konsum ansteigen, und mit dem neu geschaffenen Geld (dem keine echte Ersparnis gegenübersteht) werden zusätzliche Investitionen angeregt.

Der monetären Konjunkturtheorie der Österreichischen Schule der Nationalökonomie zufolge handelt es sich jedoch dabei um einen „Boom“, der früher oder später zusammenbrechen muss. Im Boom kommt es zu Fehlentwicklungen: zu Überkonsum und Fehlinvestitionen. Wenn der Zufluss von neuem Kredit und neuem Geld versiegt (weil beispielsweise Banken bei der Darlehensvergabe auf die Bremse treten oder Investoren nicht mehr bereit sind, zu niedrigen Zinsen Schuldpapiere zu erwerben), dann offenbart sich eine Verzerrung der Produktions- und Beschäftigungsstruktur in der Volkswirtschaft, die im Zuge der künstlich gesenkten Zinsen aufgebaut wurde. Steigt der Zins, fällt der Konsum, die Ersparnis nimmt zu, und das Investitionsvolumen geht zurück. Der Boom kippt in einen Bust um.

STEIGENDE ZEITPRÄFERENZ

In der Phase des Booms (der Phase der künstlich abgesenkten Zinsen) geschieht jedoch noch etwas: Die Zeitpräferenz der Menschen steigt. Das heißt, das Gegenwärtige wird noch bedeutsamer als das Zukünftige. Warum ist das so? Wird der Zins künstlich abgesenkt, sparen die Menschen aus ihrem laufenden Einkommen weniger und konsumieren mehr (im Vergleich zu einer Situation, in der der Zins

*Der (Ur-)Zins ist die Manifestation des menschlichen Wertens und Handelns. 1 Euro, der in einem Jahr verfügbar ist, hat heute einen Marktwert von, sagen wir, 0,95 Euro. Das heißt, er handelt mit einem Wertabschlag gegenüber 1 Euro, der gegenwärtig verfügbar ist. In diesem Wertabschlag kommt der (Ur-)Zins zum Ausdruck. Er beträgt in diesem vereinfachten Beispiel 5,26 Prozent (d. h. $(1 / 0,95 - 1) * 100$).*

nicht abgesenkt worden wäre). Die Erfüllung der Wünsche im Hier und Jetzt, das Konsumieren, wird höher wertgeschätzt als die Erfüllung der Wünsche zu einem künftigen Zeitpunkt, und die erst durch Sparen möglich werdende künftige Güterversorgung wird entsprechend geringer bewertet.

In einem Fiatgeldsystem tritt also eine geradezu paradoxe Situation ein: Der Marktzins, zu dem Kredite erhältlich sind, sinkt künstlich ab, signalisiert folglich, dass die Zeitpräferenz der Menschen gesunken sei. Tatsächlich ist sie das aber gar nicht. Es wird nicht mehr gespart und weniger konsumiert. (Die Zinssenkung ist allein durch die Vermehrung von Kredit und Geld herbeigeführt worden, denen keine echte Ersparnis gegenübersteht.) Das Gegenteil ist vielmehr der Fall: Das Sparen geht zurück, und der Konsum nimmt zu. Das heißt also, die Gegenwartsorientierung wird verstärkt relativ zur Zukunftsorientierung. Welche Auswirkungen hat das auf das menschliche Handeln in concreto? Man kann an dieser Stelle etwas spekulieren.

„Wenn neugedruckte Noten im Kreditwege ausgegeben werden, so vollzieht sich dies unter vorübergehendem Sinken des Zinsfußes – und hat Überinvestitionen zur Folge“.

—Fritz Machlup

(1.) Man kann beispielsweise daran denken, dass mit der Förderung der Gegenwartsorientierung (auf Kosten der Zukunft) ein erhöhter Ressourcenverbrauch verbunden ist: Zur Erfüllung erhöhter Konsumwünsche werden verstärkt Ressourcen genutzt und verbraucht – in stärkerem Maße, als es in einem Umfeld der Fall wäre, in dem die Zeitpräferenz nicht künstlich in die Höhe befördert worden wäre.

(2.) Auch erscheint plausibel, dass eine Erhöhung der Zeitpräferenz das menschliche Miteinander erschwert, Streitigkeiten befördert: Wenn die Neigung ausgeprägt ist, seine Wünsche in verstärktem Maße jetzt und sogleich zu erfüllen, steigen die Kosten für Warten, Rücksichtnahme und Kompromisse – und sie werden zusehends gescheut, mit der Folge von zunehmenden zwischenmenschlichen Konflikten.

(3.) Ein künstlich gesenkter Zins befördert Überschwang, Übertreibung und auch Schwindel. Er sorgt für eine Illusion des Überflusses. Der Niedrigzins macht nahe jedes Investitionsprojekt attraktiv, lockt vermehrt knappes Kapital in Verwendungen, von denen sich letztlich nicht alle als rentabel erweisen. Überzogene Erfolgsversprechungen werden gemacht. Der künstlich gesenkte Zins sorgt für Spekulationsblasen – wie überzogene Bewertungen bei Aktien und Anleihen, Häusern, ganzer Branchen –, die früher oder später platzen, hält Unternehmen über Wasser, die bei unverfälschten Kredit- und Kapitalkosten nicht entstanden wären („Zombiefirmen“).

Vor diesem Hintergrund erscheint es dann auch gerechtfertigt zu sein, von einer „Umwertung aller Werte“ zu sprechen, wie es Friedrich Nietzsche formulierte: Die Vermehrung des ungedeckten Geldes durch Kreditvergabe beeinflusst die Werte und Einstellungen der Menschen, mit überaus weitreichenden Folgen.

UMKEHR

Ist das Ende des künstlich tief gehaltenen Zinses jetzt eingeleitet? Werden die Fehlentwicklungen, die der Jahrzehnte währende Niedrigzins angerichtet hat, bereinigt? Der Kurswechsel der Zentralbanken, der in 2022 eingesetzt hat, mag das nahelegen.

Am 16. März 2022 hat die US-Zentralbank (Fed) den Leitzins, der seit März 2020 bei de facto null Prozent lag, auf 0,25 bis 0,50 Prozent angehoben. Bis zum Februar 2023 hat sie ihn stufenweise weiter auf 4,50 bis 4,75 Prozent erhöht. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat den Zins bis Februar 2023 auf 3 Prozent

angehoben, Mitte 2022 lag er noch bei null Prozent. Auch die Bank von England, die Schweizer Nationalbank, die Schwedische Reichsbank, die Dänische Nationalbank und andere haben ihre Leitzinsen angehoben.

Zinsanhebungen bereinigen die Fehlentwicklungen, die größten Verwerfungen und Ungleichgewichte, die eine vorangegangene Phase künstlich niedrig gehaltenen Zinsen verursacht haben. Das ist aber natürlich mit Anpassungskosten verbunden, die umso höher ausfallen, je größer die aufgelaufenen Fehlentwicklungen sind. Das erfolgt in der Regel im Zuge einer Rezession, das heißt mit Produktions- und Beschäftigungsverlusten.

So lange jedoch neues Geld per Bankkreditvergabe erzeugt wird, bleibt das Grundproblem bestehen: Das künstlich ausgeweitete Kreditangebot, das nicht durch echte Ersparnis gedeckt ist, hält den Marktzins weiterhin unter dem Niveau, das sich einstellen würde, wenn es kein künstliches Kreditangebot geben würde. Und folglich kommt es weiterhin zu Überkonsum und Fehlallokation, zu Boom und Bust.

Je näher allerdings der Marktzins, den die Banken durch ihr Kreditangebot „herunterdrücken“, am gesamtwirtschaftlichen (unverfälschten) Urzins verbleibt, desto geringer werden die Fehlentwicklungen sein. Wie ist vor dem Hintergrund der Zinsmarktentwicklung die aktuelle Lage einzuschätzen?

Auch nach den bisherigen Zinserhöhungen befinden sich die inflationsbereinigten, die realen Zinsen unterhalb der Nulllinie – und damit unter dem zwar in seiner Höhe nicht beobachtbaren, dem „unbekannten“ gesamtwirtschaftlichen Urzins, bei dem wir aber (denknotwendigerweise) davon ausgehen müssen, dass er positiv ist. So gesehen ist einerseits davon auszugehen, dass in der Vergangenheit aufgelaufene Fehlentwicklungen zwar teilweise abgebaut werden, dass sie aber nicht vollständig korrigiert werden, und dass neue Fehlentwicklungen hinzukommen.

Andererseits zeigen die Zinserhöhungen der Zentralbanken an anderer Stelle bereits Wirkung. Die aktuelle Hochinflation verringert die realen Einkommen vieler Konsumenten und Produzenten. Angesichts gestiegener Zinsen geraten sie daher zusehends in Bedrängnis, ihren Schuldendienst zu leisten. Fällig werdende Kredite, die nicht zurückgezahlt werden können (weil sie durch neue Kredite ersetzt werden sollten), unterliegen nunmehr einem höheren Kreditzins – und das setzt die Kreditnehmer unter Druck. Banken verschärfen ihre Kreditvergabestandards.

Die Kernfrage für die Geldanleger lautet: Wie weit ziehen die Zentralbanken die Zinsen noch an? Wird es eine Abkehr von negativen Realzinsen geben? Im nun folgenden Teil 2 werden die aus unserer Sicht wichtigen Bedingungen besprochen, die für die Beantwortung dieser Fragen von besonderer Bedeutung sind.

BARES FÜR WAHRES

Jeden Donnerstag

In Ihrer Degussa Niederlassung

MACHEN SIE DEN KOSTENLOSEN **GOLDSCHMUCK-CHECK.***

Prüfen Sie den Wert Ihrer Gold- und Silber-
schmuckstücke **jeden Donnerstag** in Ihrer
Degussa Niederlassung.

IHRE VORTEILE, WENN SIE BEI DEGUSSA VERKAUFEN:

- ◆ Professionelle Beratung und Analyse durch unsere Edelmetallexperten.
- ◆ Schnelle Prüfung Ihrer Edelmetalle.
- ◆ Genaue Wertermittlung durch Anwendung verschiedenster Prüfmethode.
- ◆ Sie entscheiden: Möchten Sie Bargeld, eine Überweisung oder neues Edelmetall mitnehmen.

DEGUSSA-ANKAUF.DE

* Maximal 10 Schmuckstücke pro Kunde können geprüft werden. Edelsteine können nicht bewertet und angekauft werden.



IM ZEICHEN DES ZINSES (TEIL 2): NACH 40-JAHREN FALLENDER ZINSEN, WIE GEHT ES WEITER?

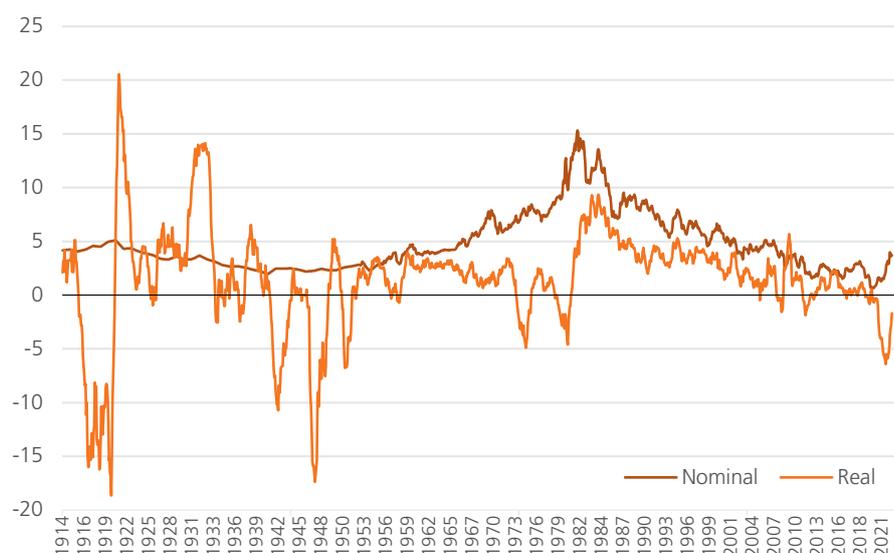
► **Wohl kein anderer Faktor ist so bedeutend für das künftige Finanzmarktgeschehen wie die weitere Zinsentwicklung. Wir nennen eine Reihe von Bedingungen, die dagegen sprechen, dass sich die (realen) Zinsen in den kommenden Jahren „normalisieren“.**

ZINSBEWEGUNGEN

Abb. 1 zeigt die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe in Prozent von Januar 1914 bis Februar 2023, sowohl in nominaler als auch in realer (d. h. inflationsbereinigter) Rechnung. Mit Blick auf die lange Zeitreihe lassen sich zahlreiche interessante Aspekte in der Zinshistorie herausstellen. Wir wollen uns hier auf vier konzentrieren.

1 Der US-amerikanische Langfristzins seit 1914

10-jährige Rendite der US-Staatsanleihe in Prozent, nominal und real*



Quelle: Shiller, Refinitiv, Berechnung Degussa. *Nominal abzüglich der Jahresveränderung der Preise für US-Konsumgüter.

(1.) Mit dem Ende des Systems von Bretton Woods gegen Ende der 1960er Jahre stieg der Langfristzins nachhaltig über die 5-Prozentmarke – und fiel erst im Jahr 2005 wieder merklich unter dieses Niveau – die „Phase des erhöhten Langfristzinses“ dauerte also ungefähr 40 Jahre. (2.) Der „Bärenmarkt“ für US-Anleihen (fallende Kurse) dauerte indessen von den frühen 1941er Jahren (mit Zinsen von 2 bis 2 ½ Prozent) bis zu den frühen 1980er Jahren (mit einem Zinshöchststand von gut 15 Prozent im Herbst 1981) – das war eine Dauer von etwa 40 Jahren. Danach setzte der „Bullenmarkt“ ein (steigende Kurse): Die Zinsen fielen bis auf 0,56 Prozent im Sommer 2020. Er dauerte ebenfalls ungefähr 40 Jahre.

(3.) In der Zeit von 1914 bis Mitte der 1960er Jahre betrug der durchschnittliche nominale Langfristzins 3,3 Prozent, der Realzins 0,9 Prozent. Von Mitte der 1960er Jahre bis Anfang 2023 belief sich der durchschnittliche langfristige Nominalzins hingegen auf 6 Prozent, der Realzins auf 2,0 Prozent. (4.) Mittlerweile, in der

ersten Hälfte Februar 2023, liegt der Langfristzins bei etwa 3,70 Prozent – und damit deutlich über der Trendlinie, die den Zinsabwärtsbewegung der letzten Jahrzehnte markiert. Ist das der Einstieg in einen erneuten, vielleicht Jahrzehnte währenden Bärenmarkt für Anleihen?

WEICHE LANDUNG, HARTE LANDUNG

Die lange Phase der fallenden Zinsen, insbesondere auch die extrem niedrigen Zinsen der letzten 15 Jahre, hat für beträchtliche (Pfad-)Abhängigkeiten gesorgt. Und letztere lassen sich nicht so einfach überwinden und ungeschehen machen.

Im Zuge der sehr niedrigen Zinsen hat sich die weltweite Verschuldung weiter in die Höhe geschraubt. Das International Institute of Finance (IIF) schätzt, dass im dritten Quartal 2022 sich die globalen Schulden (von Privaten, Firmen, Banken und öffentlichen Stellen) auf 290 Billionen US-Dollar beliefen, das entsprach etwa 343 Prozent der weltweiten Wirtschaftsleistung. Weiter stark steigende Zinsen könnten nur allzu leicht viele Schuldner in Probleme bringen, ihren Schuldendienst zu leisten.

Eine neuerliche Kreditklemme, in der Investoren fürchten (müssen), dass Kreditnehmer ihre Zins- und Tilgungszahlungen nicht vollumfänglich leisten können, und in der die Bereitschaft der Geldgeber, Kredite zu vergeben, schwindet, kann sich schnell zu einer großen Krise auswachsen – wie beispielsweise 2008/2009 und auch 2020 eindrücklich gezeigt haben. Und diese Ereignisse haben auch deutlich gemacht, dass die Zentralbanken „in der Not der Stunde“ rasch umsteuern.

Man kann hier einwenden: Heute ist die Lage anders, weil die Inflation der Konsumgüterpreise mittlerweile sehr hoch ist, und daher der Handlungsspielraum der Zentralbanken stark eingeschränkt ist. Dem ist Folgendes entgegenzuhalten: Das weltweite Fiatgeldsystem gerät in Probleme, wenn der Kreditmotor zu stottern beginnt, beziehungsweise wenn Schuldnerausfälle drohen. Die gesamtwirtschaftliche Bedrängnis, die daraus erwachsen kann, kann die Menschen nur allzu leicht verleiten, im Fortbestand hoher Inflation das vergleichsweise kleinere Übel zu erblicken, um einem vermeintlich größeren Übel (Rezession und Arbeitslosigkeit) zu entgehen.

Nicht zuletzt ist in Rechnung zu stellen, dass die Zentralbanken in letzter Konsequenz die Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik der Regierungen unterstützen. Dazu gehört insbesondere auch, die Lücken in den Staatshaushalten mit bezahlbaren Krediten zu finanzieren. Das trifft insbesondere im aktuellen Umfeld zu, in dem die Regierungen einen weitreichenden Umbau der Volkswirtschaften anstreben (Stichwort: Abkehr von fossilen Energieträgern), und der Erfolg dieser Vorhaben entscheidend von üppigen staatlichen Transferzahlungen abhängt.

Während allgemeine wirtschafts- und gesellschaftspolitische Faktoren gegen eine „echte Zinswende“ sprechen (etwa in dem Sinne, dass die Zentralbanken für einen Bärenmarkt sorgen wie beispielsweise ab Ende der 1960er Jahre, um die Inflation abzusenken), ist die Wahrscheinlichkeit eines solchen Szenarios nicht Null. Man denke nur einmal an die Möglichkeit, dass das Vertrauen der Menschen in den Geldwert ernstlich schwindet (beispielsweise ausgelöst durch eine Naturkatastrophe oder sonstige exogene Effekte), und die Zentralbank gezwungen ist, eine anhaltende Hochzinspolitik zu verfolgen, um die Währung zu erhalten.

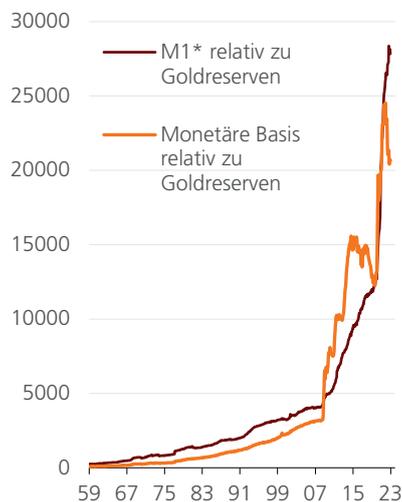
Doch die Erfahrung mit der Hochzinspolitik der Fed, die in den späten 1960er bis hin zu den frühen 1980er Jahren gemacht wurde, gibt vermutlich keine Hinweise

darauf, mit welchen Folgen für Wirtschaft und Finanzmärkten heutzutage zu rechnen wäre. Zum einen war die allgemeine Verschuldung deutlich geringer. Ende der 1970er Jahre lag sie bei etwa 160 Prozent des US-Volkseinkommens, während sie gegen Ende 2022 bei etwa 360 Prozent lag. Zudem waren die Kreditkosten, mit denen die Schulden damals refinanziert wurden, deutlich höher als heute.

Weiterhin ist zu beachten, dass die „Überdehnung“ des ungedeckten Geldsystems noch nie so ausgeprägt gewesen ist wie heute – wenn man als Maßstab die Relation zwischen der ausstehenden ungedeckten Geldmenge und den offiziellen Goldreserven zugrundelegt (Abb. 2). Ende der 1970er Jahre standen einer Feinunze Reservegold noch knapp 600 US-Dollar in Form der monetären Basis gegenüber beziehungsweise etwa 1.400 US-Dollar in Form der Geldmenge M1* (Bargeld und Sichtguthaben bei Banken). Heute dagegen steht 1 Feinunze der US-Goldreserve 20.000 US-Dollar in Form des Basisgeldes beziehungsweise knapp 28.000 US-Dollar der Zahlungsmittelmenge (M1*) gegenüber.

2 Vermehrung der US-Geldmengen vis-a-vis den offiziellen Goldreserven der USA

Relation zwischen ausstehender US-Geldmenge und offiziellen Goldreserven*



Quelle: Refinitiv, Berechnung Degussa. M1* = Sichtguthaben bei Banken plus ausstehende Bargeldmenge (eigene Kalkulation). Die Goldreserven der USA bestehen aus dem Gold, das in der Bilanz der US-Zentralbank ausgewiesen ist, plus dem Goldbestand des US-Schatzamtes.

In den frühen 1980er Jahren – der Goldpreis lag bei ungefähr 600 USD/oz (in der Spitze erreichte er kurzfristig 850 USD/oz im Januar 1981) – hätte man daher vermutlich relativ unproblematisch zu einer Golddeckung des US-Dollar zurückkehren können, wäre dies zur Stützung des US-Dollar-Währungswertes als erforderlich angesehen worden. Heutzutage sind jedoch die ausstehenden Geldmengen derart stark ausgeweitet worden im Verhältnis zu den verfügbaren offiziellen Goldreserven, dass eine Wiederverankerung des US-Dollar im gelben Metall sehr wahrscheinlich mit extremen wirtschaftlichen Turbulenzen verbunden wäre.³

Die aktuellen Zinssteigerungen der Zentralbanken sollten nicht darüber hinwegtäuschen, dass eine Rückkehr zu „normalen Zinshöhen“ mit gewaltigen Anpassungskosten verbunden sein würde; und dass auf diesem Weg überaus große wirtschafts- und gesellschaftspolitische Hindernisse zu überwinden wären. Aus unserer Sicht ist es daher wahrscheinlich, dass sich der derzeitige Zinsauftrieb – der sich durchaus noch etwas weiter fortsetzen kann – letztlich doch als eine zeitlich begrenzte Erscheinung erweisen wird, gefolgt von wieder gemäßigeren Zinshöhen, herbeigeführt durch eine Wiederaufnahme der Schuldpapierkäufe durch die Zentralbanken. Ein Szenario, in dem die realen, das heißt inflationsbereinigten Zinsen wieder über die Nulllinie gehoben werden, erscheint uns hingegen nicht sonderlich wahrscheinlich zu sein.

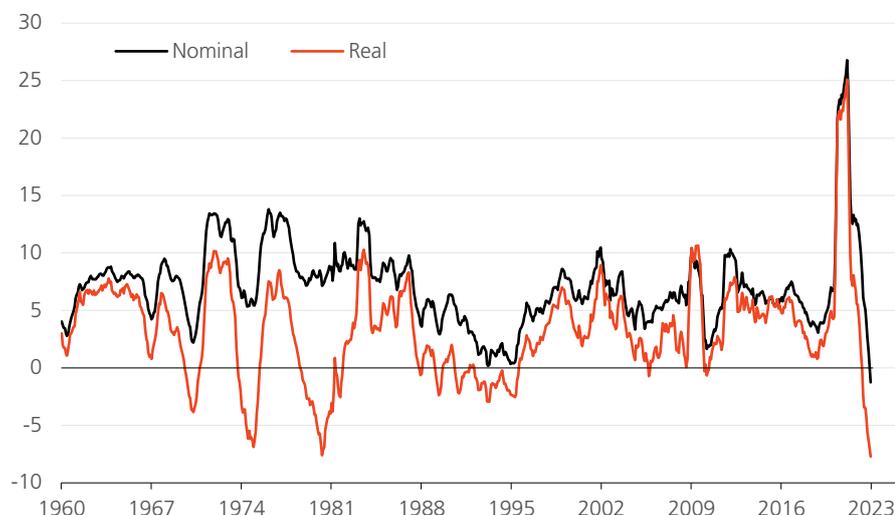
³ Übrigens gibt es derartige Vorschläge (wieder). Siehe hierzu **Degussa Marktreport, 13. Oktober 2022, Vorschlag im US-Kongress: Wiedereinführung der Golddeckung für den US-Dollar.**

WARUM SCHRUMPFT DIE US-GELDMENGE M2?

Im Dezember 2022 war das Jahreswachstum der US-Geldmenge M2 (Bargeld plus kurzlaufende Bankguthaben) erstmals seit 1960 negativ (Abb. 1). Die Geldmenge ist also geschrumpft. Das verschärft den Rückgang der „realen Geldmenge“, also der um die Inflation bereinigten Geldmenge. Sie ging im letzten Monat des vergangenen Jahres um 7,3 Prozent auf Jahresbasis zurück – und damit so stark wie zuletzt in den frühen 1980er Jahren, in denen es in den Vereinigten Staaten von Amerika zu einer schweren Rezession kam.

1 US-Geldmenge M2 schrumpft

Jahreswachstum der US-Geldmenge in Prozent, nominal und real*



Quelle: Refinitiv, Berechnung Degussa. *Nominal abzüglich der Jahresveränderung der Preise für US-Konsumgüter.

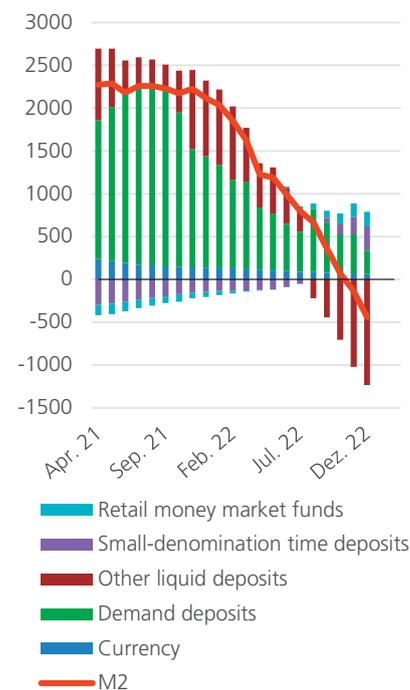
Blickt man auf die Zusammensetzung der Geldmenge M2, so zeigt sich ein Rückgang von 442,3 Mrd. US-Dollar im Dezember 2022 gegenüber dem Vorjahr. Zu erkennen ist, dass sich der Zuwachs der Sichtguthaben seit Sommer 2021 merklich verlangsamt hat, und dass vor allem auch die sonstigen liquiden Bankguthaben (sie machen fast die Hälfte der Geldmenge M2 aus) ab August 2022 abgenommen haben. Was könnten die Gründe dafür sein?

Um diese Frage zu beantworten, sollte zunächst ein Blick auf die Bankkreditvergabe geworfen werden – denn sie ist sozusagen die Hauptquelle der Geldmengenentstehung. Die Kreditvergabe der US-Banken hat sich zwar seit August 2022 verlangsamt – und zwar von einem Jahreszuwachs von gut 1,6 auf zuletzt knapp 1,0 Billionen US-Dollar –, jedoch hat das zweifelsohne dazu beigetragen, die Geldmenge weiter zu erhöhen.

Gleichzeitig ist zu beobachten, dass die Bilanzsumme des US-Bankenapparates weiter angestiegen ist – zuletzt um 399 Mrd. US-Dollar gegenüber dem Vorjahr. Daraus lässt sich schließen, dass auch von dieser Entwicklung kein „Schrumpfeffekt“ auf die Geldmenge M2 ausgegangen ist.

Vor diesem Hintergrund scheinen *Umschichtungsprozesse*, die durch die steigenden Zinsen angestoßen wurden, die wahrscheinlich(st)e Ursache für die Schrumpfung der Geldmenge M2 zu sein. Beispielsweise bieten Banken ihren Kunden

Zusammensetzung der US-Geldmenge M2, Jahresveränderungen in Mrd. US-Dollar



Quelle: Refinitiv; Berechnungen Degussa.

Jahresveränderungen der Bilanzsumme des US-Bankensektors und der US-Bankenkredite in Billionen US-Dollar



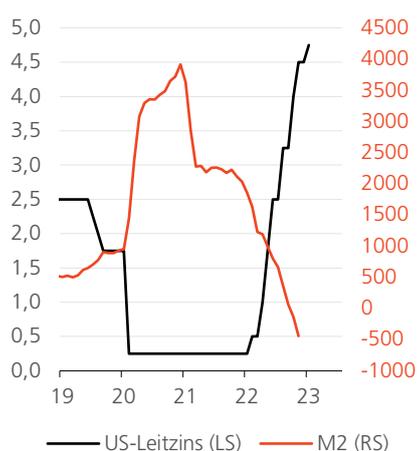
Quelle: Refinitiv; Berechnungen Degussa.

„Reverse Repo Operations“ der US-Zentralbank, Mrd. US-Dollar



Quelle: Refinitiv; Graphik Degussa. Die US-Zentralbank (Fed) bietet ausgewählten Marktparteien – Geschäftsbanken, Geldmarktfonds, staatlichen Stellen, ‚Primary Dealers‘ – die Möglichkeit, Kassenguthaben über Nacht bei der Fed anzulegen. Dazu überweisen die Marktparteien ihre im Bankensektor gehaltenen Kassenguthaben und erhalten im Gegenzug ein Wertpapier von der Fed. Am nächsten Tag wird das Geschäft rückabgewickelt. Die Fed zahlt den Marktparteien für die Guthaben, die sie bei ihr halten, einen Zins (Rate on Reserve Balances (I-ORB)), der derzeit bei etwa 4,65 Prozent und damit relativ nahe am US-Leitzins liegt.

US-Leitzins in Prozent und Jahresveränderung der Geldmenge M2 in Mrd. US-Dollar



Quelle: Refinitiv; Graphik Degussa.

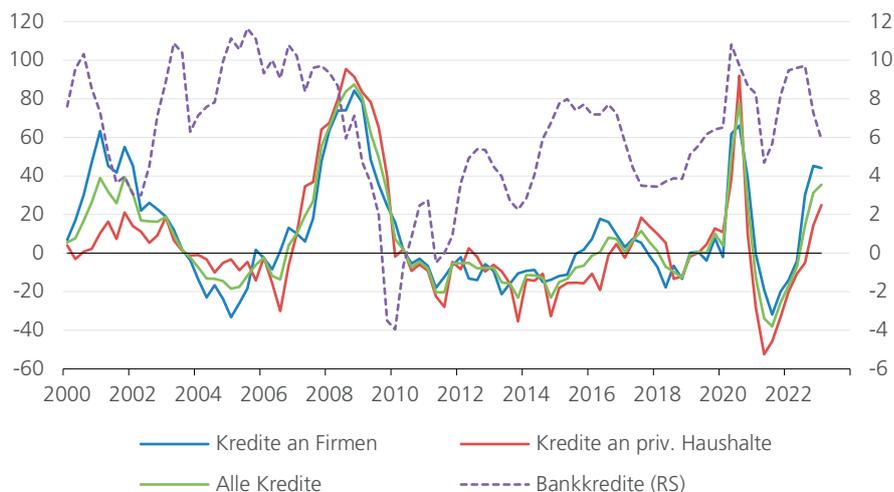
höhere Zinsen, wenn sie ihre Sicht- und Termineinlagen in Bankschuldverschreibungen tauschen. Da letztere nicht in der Geldmenge M2 enthalten sind, bewirkt ein solcher Tauschvorgang einen Rückgang des monetären Aggregats.

Weiterhin ist zu beachten, dass die US-Zentralbank die Zentralbankgeldmenge zurückführt (was auch als „Quantitative Tightening“, kurz „QT“ bezeichnet wird, also als „mengenmäßige Verknappung“ von Zentralbankgeld). Das macht sie beispielsweise dadurch, dass sie die Zins- und Tilgungszahlungen, die sie für die Anleihen, die sich in ihrer Bilanz befinden, nicht mehr im Kapitalmarkt reinvestiert. Zahlungen vom Geschäftsbankensektor an die Zentralbanken reduzieren die Zentralbankgeldmenge sowie auch die Guthaben im Geschäftsbankensektor.

Die US-Zentralbank führt auch sogenannte „Reverse Repo Operations“ mit ausgewählten Marktparteien durch. Auch das kann dazu führen, dass Guthaben, die Teil der Geldmenge M2 sind, ausgebucht werden und das monetäre Aggregat entsprechend reduzieren. Zu denken ist beispielsweise an Hedge Funds, Pensionsfonds oder Family Offices, denen der Zugang zu Geschäften mit der Fed eröffnet wurde, und die ihre bisher bei Geschäftsbanken gehaltenen Guthaben an die Fed überweisen.

2 Kreditstandards verschärfen sich, Kreditvergabe wird abgebremst

Kreditvergabestandards der US-Banken und Bankkreditvergabe JJJ in %



Quelle: Refinitiv, Berechnung Degussa. Steigen (fallen) die Linien, die die Kreditvergabestandards repräsentieren, verschlechtert (verbessert) sich die Erhältlichkeit von Bankkrediten.

Die Zinserhöhungen haben seit Mitte 2022 zu einer merklichen Verschärfung der Kreditvergabestandards bei den US-Banken geführt (Abb. 2). Setzt sich diese Tendenz fort, spräche das für eine (weitere) Verlangsamung der Kreditvergabe und damit der Geldschaffung durch den Bankensektor – und könnte so den Schrumpfkurs der Geldmenge noch verstärken. – Insgesamt gesehen, so ist unsere Schlussfolgerung an dieser Stelle, sendet die Geldmenge – vor allem die reale, das heißt inflationsbereinigte Geldmenge – kein verzerrtes, sondern ein überaus klares Signal: Die Zinserhöhungen der Fed greifen bereits, sprechen nicht nur für eine Abnahme des künftigen Inflationsdrucks, sondern mittlerweile auch für eine (heftige) Bremsung der Konjunktur. Für Anleger ist es daher sinnvoll, die weitere Entwicklung der US-Geldmenge M2 im Auge zu behalten.

EDELMETALLPREISE

In US-Dollar pro Feinunze

	Gold		Silber		Platin		Palladium	
I. Aktuell	1837		21,6		916		1455	
II. Gleitende Durchschnitte								
10 Tage	1877,8		22,4		981,4		1619,4	
20 Tage	1901,8		23,1		1005,7		1655,9	
50 Tage	1857,9		23,4		1021,0		1731,5	
100 Tage	1780,3		21,9		986,6		1863,6	
200 Tage	1775,9		21,0		949,5		1945,5	
III. Schätzung Ende 2023	2200		29		1250		1450	
(1)	20		34		36		0	
<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)	1900	2360	23,3	32,9	1060	1380	1300	1670
	3	28	8	52	16	51	-11	15
V. Jahresdurchschnitte								
2020	1753		20,2		878		2180	
2021	1804		25,5		1095		2422	
2022	1798		21,7		956		2154	

In Euro pro Feinunze

	Gold		Silber		Platin		Palladium	
I. Aktuell	1716,7		20,2		855,7		1359,4	
II. Gleitende Durchschnitte								
10 Tage	1742,8		20,8		910,7		1502,8	
20 Tage	1758,7		21,3		929,9		1531,1	
50 Tage	1734,0		21,9		953,1		1617,0	
100 Tage	1714,3		21,0		950,1		1803,2	
200 Tage	1719,6		20,3		919,2		1890,1	
III. Schätzung Ende 2023	2111		28		1200		1392	
(1)	23		38		40		2	
<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)	1823	2265	22,4	31,6	1010	1320	1240	1600
	6	32	11	57	18	54	-9	18
IV. Jahresdurchschnitte								
2020	1535		17,6		769		1911	
2021	1519		21,5		921		2035	
2022	1704		20,6		905		2041	

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

(1) Geschätzte Preisveränderung bei aktuellem Preis in Prozent.

PREISENTWICKLUNGEN DER ANLAGEKLASSEN

Bitcoin in US-Dollar

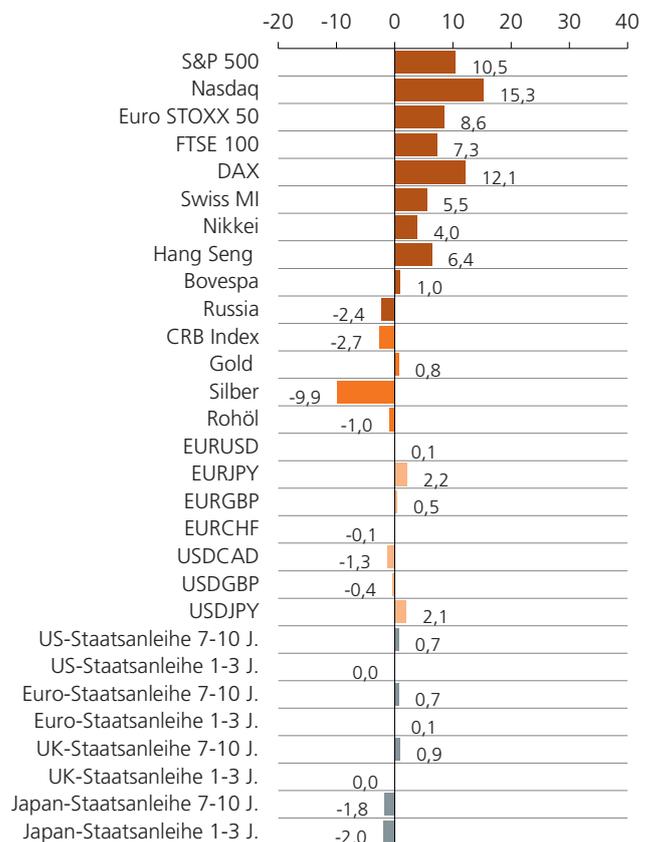
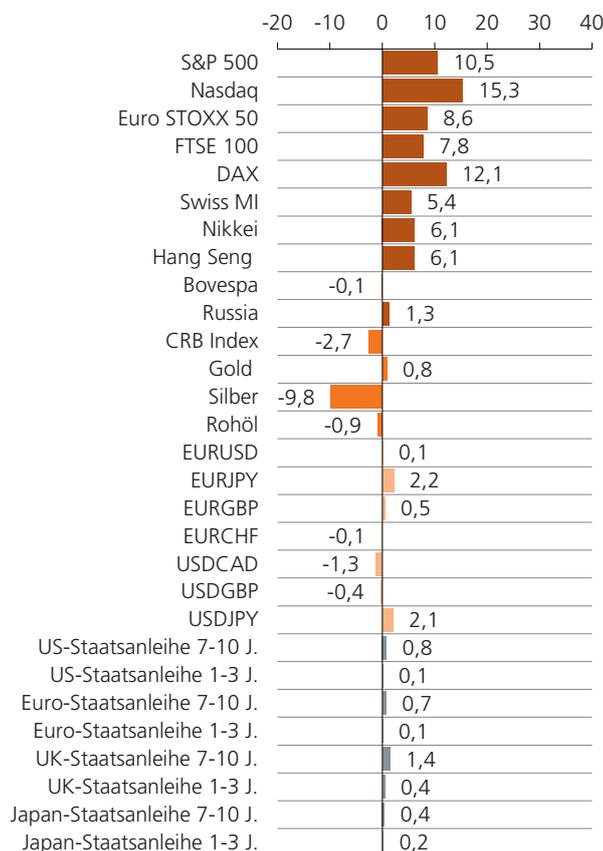


Quelle: Refinitiv; Graphik Degussa.

Wertentwicklung verschiedener Anlageklassen seit Jahresanfang in Prozent

(a) In nationaler Wahrung

(b) In Euro



Quelle: Refinitiv, Berechnungen Degussa.

Datum	Inhalte	Zum Herunterladen
16. Februar 2023	Über das Verhältnis zwischen Aktienkursen und dem Goldpreis Im Zeichen des Zinses (Teil 1): Die „Umwertung aller Werte“, und was der Zins damit zu tun hat Im Zeichen des Zinses (Teil 2): Nach 40 Jahren fallender Zinsen, wie geht es weiter? Warum schrumpft die US-Geldmenge M2?	Pdf
2. Februar 2023	Langer Atem zahlt sich aus für Goldhalter Weltweite Goldnachfrage erreichte in 2022 den höchsten Stand seit 2013 Zur Ökonomik der Kriegswirtschaft und ihrer Inflation Rezession: Das dicke Ende kommt erst noch	Pdf
19. Januar 2023	Ausblick 2023: Wachstum verlangsamt sich. Geldentwertung geht weiter. Auf Gold und Silber setzen	Pdf
22. Dezember 2022	Gold in Krisenzeiten Warum auch ein vorübergehender Inflationsausreißer problematisch ist Die Gefahr, dass die Zinssteigerungen in einem Bust enden, ist größer als Sie vielleicht denken Der Euro – Ausweg(e) aus einer historischen Fehlentscheidung	Pdf
8. Dezember 2022	Halten Sie dem Gold die Treue. Die Kaufkraft von US-Dollar, Euro & Co schwindet weiter Das Ende steigender Kapitalmarktzinsen Die Zentralbanken finanzieren den „Great Reset“ Einspruch Professor Harari: Der „freie Wille“ lässt sich nicht vom Tisch wischen, verneinen	Pdf
24. November 2022	Das neu entfachte Interesse der Zentralbanken am Gold Kurze Anatomie der Geldwertzerüttung Inflation und Rezession Ein Albtraum namens ‚digitaler Neofeudalismus‘	Pdf
10. November 2022	Zwischen Skylla und Charybdis: Inflation und Rezession Starke Goldnachfrage in Q3 2022 US-Dollar, Renminbi, Gold & Krypto: Die Suche nach dem Weltgeld	Pdf
27. Oktober 2022	Steigende Zinsen. Jetzt wird es ernst für das Schuldgeldsystem Warum Freiheit einen freien Markt für Geld braucht Stabiles Geld, freie Wirtschaftsordnung, freie Gesellschaft	Pdf
13. Oktober 2022	Vorschlag im US-Kongress: Wiedereinführung der Golddeckung des US-Dollar Steuererhöhung auf Silbermünzen. Keine gute Idee Das Fiatgeldsystem gerät ins Rutschen Turbulenzen, Inflation und kein Ende	Pdf
29. September 2022	Wer genau hinsieht, der wird erste Anzeichen einer Währungskrise erkennen Warum ist der Goldpreis so niedrig? Der Goldpreis und die US-Aktienmärkte Die ‚Modern Monetary Theory‘ gaukelt Wohlstand vor und schädigt die Volkswirtschaft	Pdf
15. September 2022	Gegen Hochinflation hilft nur Stabilisierungsrezession ‚Weltgoldpreis‘ im Aufwind Anatomie der Zinsillusion 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 Währungskrise	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

<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: 16. Februar 2023

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