

# Wachstum lahmt, Risiken steigen

25.01.2016 | [Prof. Dr. Thorsten Polleit](#)

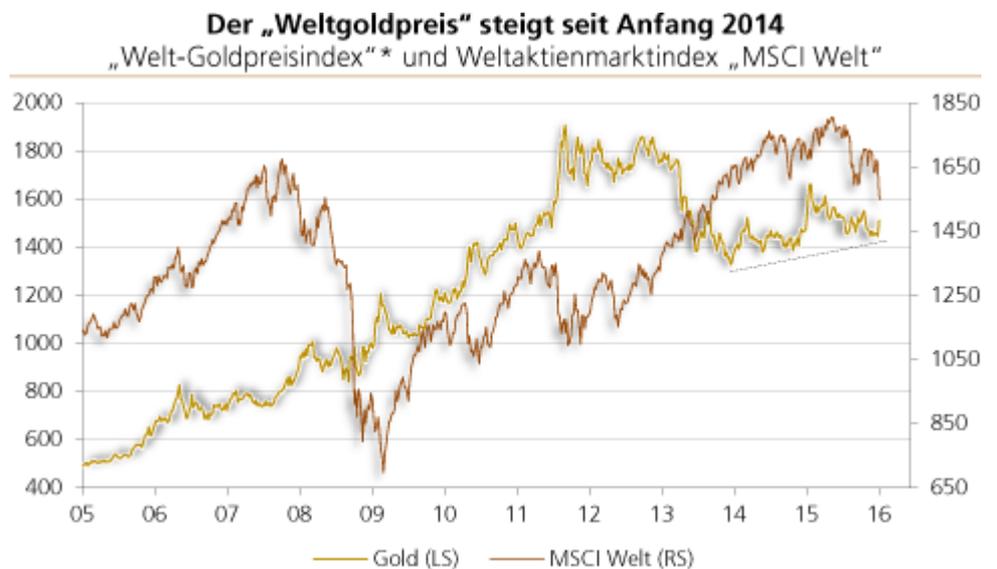
## Zusammenfassung:

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

## Herausforderungen für Anleger

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

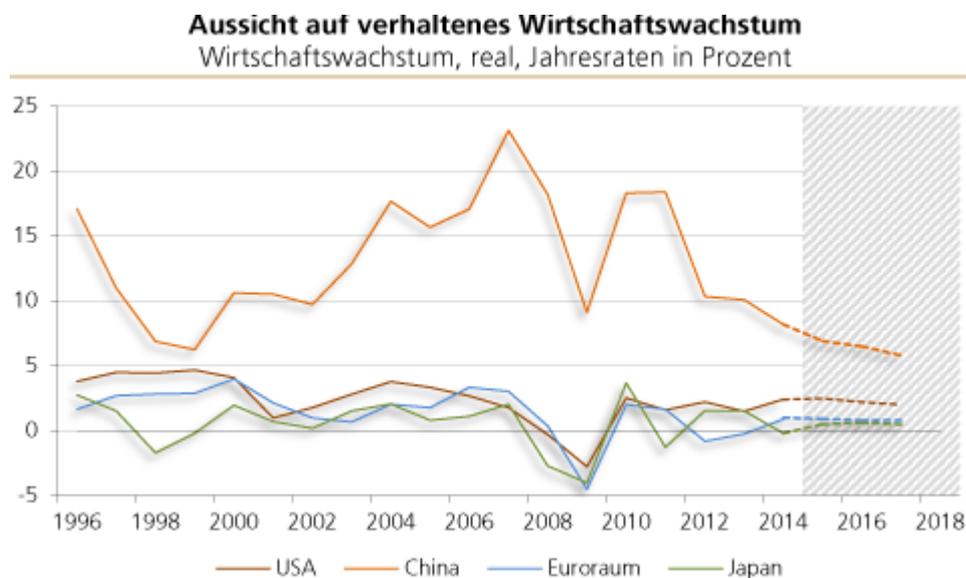
Es ist also kein einfaches Umfeld für Anleger, die sich ohnehin schon in einem schwierigen Umfeld zurechtfinden müssen, weil die Zentralbanken die Zinsen auf Rekordtiefstände gedrückt haben. Die Folgen sind weitreichend. Traditionelle Sparformen wie Bankeinlagen und kurzlaufende Anleihen werfen de facto keine Rendite mehr ab - beziehungsweise sind nach Abzug der Teuerungsrate vielfach zum Verlustgeschäft geworden. Gleichzeitig verzerrt der künstlich niedrig gedrückte Zins, für den die Zentralbanken sorgen, im Grunde alle Preise in der Volkswirtschaft. Er bläht die Finanzmarktpreise auf. Und er sorgt für einen instabilen "Scheinaufschwung", der Kapitalfehlenkungen bewirkt und früher oder später wieder eine "harte Landung" bringen wird.



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

Im Folgenden sollen einige Entwicklungen näher betrachtet und bewertet werden, die - wie wir meinen - für Anleger von besonderer Bedeutung sein werden. Es wird deutlich werden, dass es nicht nur "Schatten", sondern auch "Licht" in der Weltwirtschaft gibt. Unsere Analyse zeigt, dass eine Wiederholung der Krise à la 2008/2009 - ein Rückfall der Weltwirtschaft in einen heftigen "Bust" - nicht sehr wahrscheinlich ist.

Zwar gibt es Zeichen der Konjunkturverlangsamung - nicht nur in China, sondern beispielsweise auch in den Vereinigten Staaten von Amerika -, aber die Niedrigzinspolitiken der Zentralbanken, verbunden mit dem Monetisieren der Schulden, wirken einem Einbruch von Produktion und Beschäftigung entgegen. Die Kehrseite dieses Szenarios ist, dass die Volkswirtschaften unter dieser Politik nicht etwa "gesunden", wie vielfach zu hören ist, sondern dass durch sie notwendige Reformen und Bereinigungen im Wirtschafts- und Finanzsystem abgeschwächt, verschleppt oder sogar verschlimmert werden.



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

### Störfeuer aus China

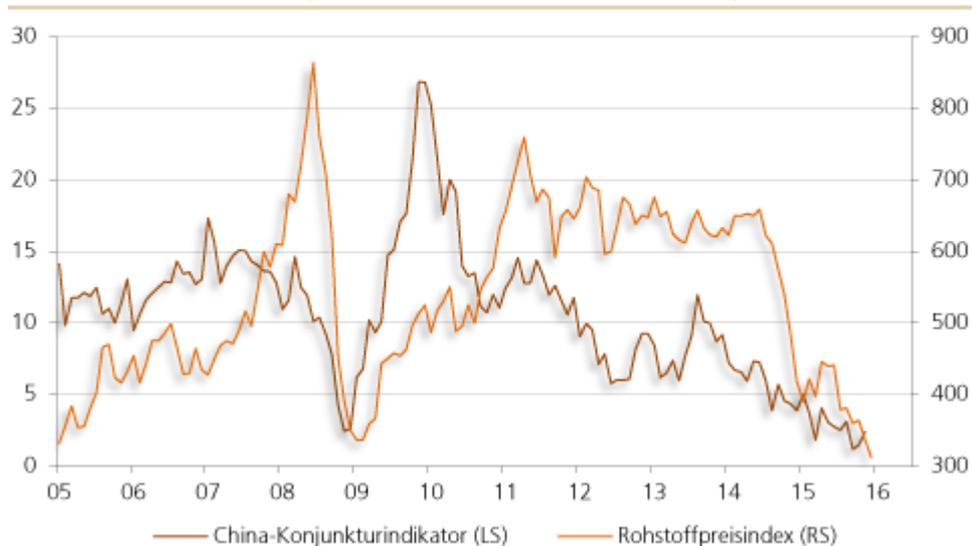
Chinas Wirtschaft lahmt. Das ist zum einen nicht überraschend. Denn mit dem steigenden Entwicklungsgrad der Volkswirtschaften nimmt meist auch ihr (Trend-)Wachstum ab. Allerdings folgt die Konjunkturverlangsamung, die in China um sich greift, auf einen fulminanten "Kreditboom", in der die

Wirtschaft angeheizt wurde durch das starke Vermehren der Kredit- und Geldmengen. Das erhöht wiederum die Gefahr, dass China einer "harten Landung" entgegenläuft. In jedem Falle ist die lahrende Konjunktur in China folgenreich für die Weltwirtschaft. Denn China ist mittlerweile zur weltweit zweitgrößten Volkswirtschaft aufgestiegen, und zusehends eng in die internationale Arbeitsteilung und den Güterhandel integriert.

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

### Lahrende Konjunktur in China lässt Rohstoffpreise verfallen

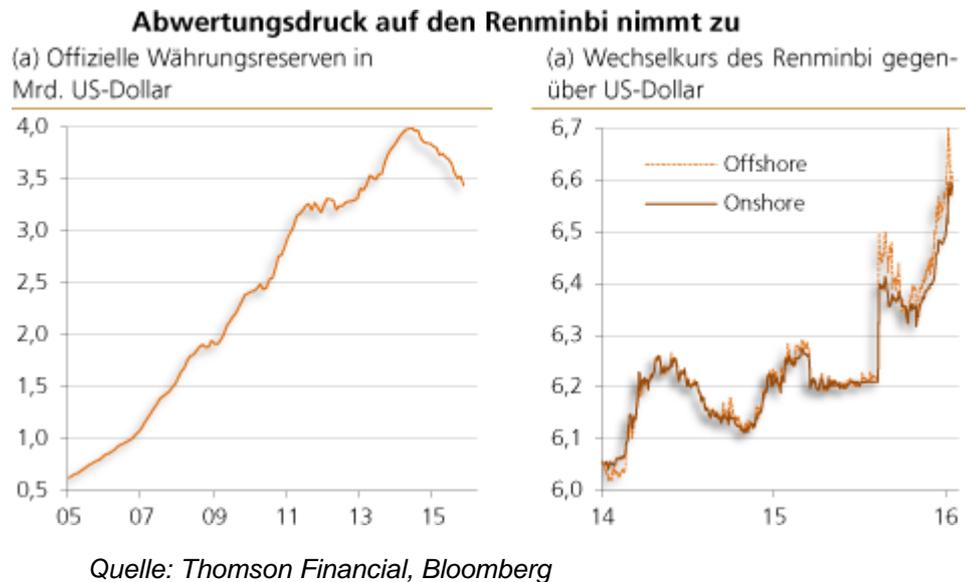
Chinesischer Konjunkturindikator\* und S&P Rohstoffpreisindex\*\*



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

In den Ländern, die Rohstoffe importieren beziehungsweise die sie verbrauchen, sinken die Kosten: Für Unternehmen und Verbraucher wirken niedrige Rohstoffpreise quasi wie eine Steuersenkung, die die verfügbaren Einkommen steigen lässt. Langfristig gesehen ist der Rohstoffpreisverfall zweifelsohne positiv - der Wohlstand baut darauf auf, dass das Angebot von Gütern steigt und ihre Preise sinken.

Kurzfristig ist der "Netto-Effekt" des Rohstoffpreisverfalls jedoch weniger eindeutig. Er führt zu einer weltweiten Einkommens- und Vermögensumverteilung. In den Rohstoff produzierenden Regionen kann es zu wirtschaftlicher und politischer Instabilität führen. Zu denken wäre an dieser Stelle beispielsweise an die Länder im Nahen und Mittleren Osten, denen angesichts der fallenden Rohölpreise die Einkommen verloren gehen - und beispielsweise neue Wanderungsbewegungen nach Kerneuropa auslösen.



Von besonderer Bedeutung für die Weltwirtschaft ist Chinas Wechselkurspolitik. Es ist aus unserer Sicht wahrscheinlich, dass der Außenwert des Renminbi weiter abwertet, um die heimische Wirtschaft zu stützen. Schon seit Mitte 2014 fallen die chinesischen Währungsreserven. Ein Indiz dafür, dass die chinesische Zentralbank die eigene Währung stützt, indem sie US-Dollar verkauft und Renminbi aufkauft.

Der Grund: Der Renminbi ist unter Abwertungsdruck. Kapital wird aus China abgezogen, doch China stemmt sich noch gegen eine allzu rasche Abwertung. Die Erfahrung in vielen anderen Ländern hat jedoch gezeigt, dass politische Versuche, mittels Devisenmarkt Eingriffen die Abwertung der eigenen Währung zu verhindern, früher oder später scheitern. Es wäre verwunderlich, wenn China hier eine Ausnahme darstellen sollte.

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

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

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

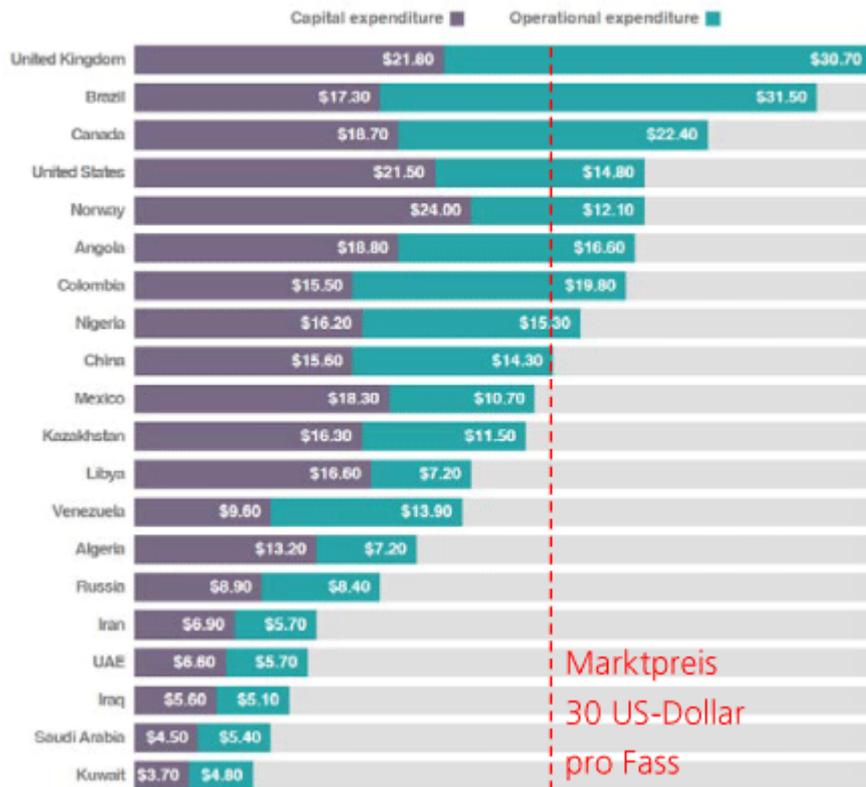
Die US-Zentralbank (Fed) hat zwar im Dezember 2015 den Leitzins auf nunmehr 0,5 Prozent angehoben. Doch sind Zweifel anzumelden, ob damit tatsächlich die "Zinswende" eingeleitet ist. Die nach wie vor niedrige Teuerungsrate nimmt den Befürwortern weiterer Zinserhöhungen den Wind aus den Segeln. Vor allem ist zu beachten, dass die US-Wirtschaft so ohne Weiteres keine höheren Zinsen aushalten kann, ohne dass dadurch Wachstum und Beschäftigung leiden. Das zeigt sich bereits an den steigenden Kreditprämien, die eine Verschlechterung der Kreditmarktkonditionen signalisieren. In solchen Phasen zieht die Fed die Zinszügel nicht an - wie die Vergangenheit deutlich gezeigt hat.

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

ist wahrscheinlich.

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

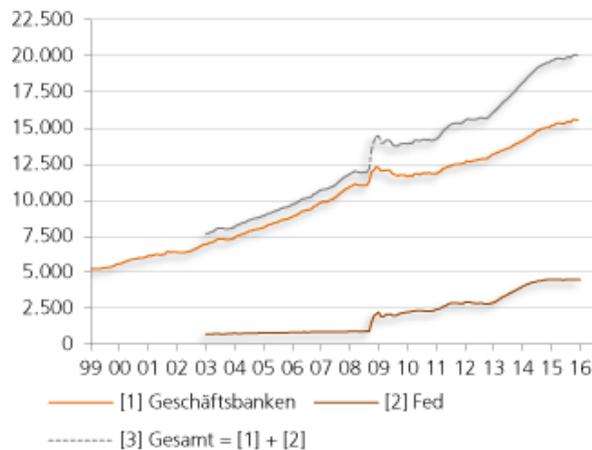
## Übersicht: Ölförderkosten in US-Dollar pro Fass nach Regionen



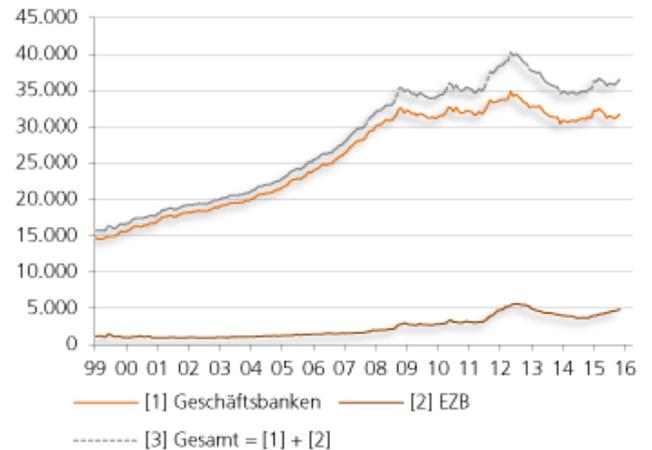
Quelle: UCube by Rystad Energy; CNN

## Weltweite Liquiditätsentwicklung

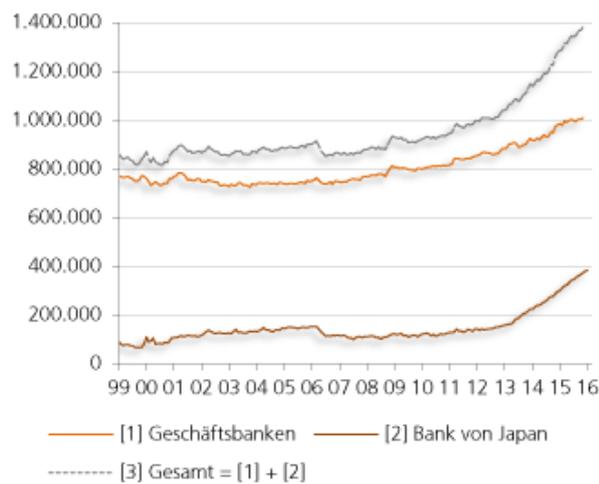
(a) USA, Mrd. US-Dollar



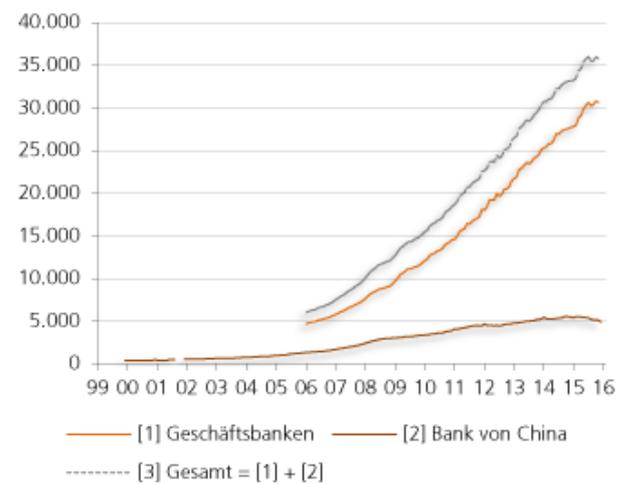
(b) Euroraum, Mrd. Euro



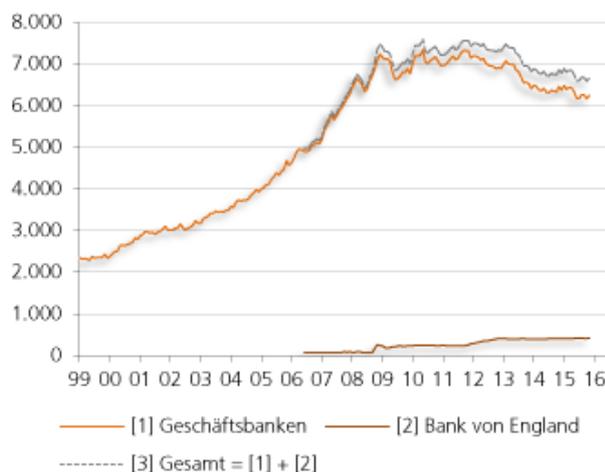
(c) Japan, Mrd. Yen



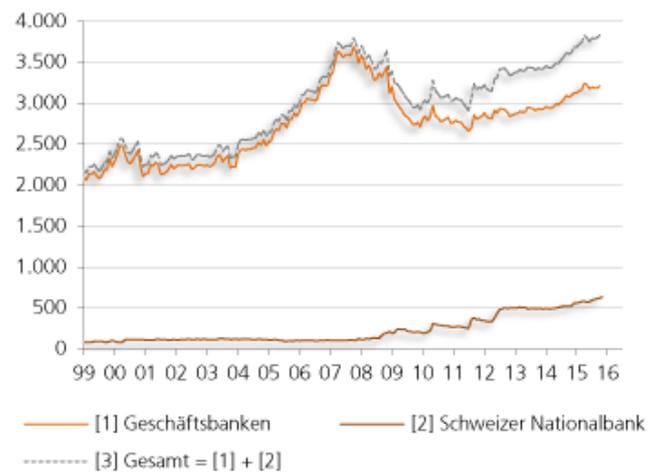
(d) China, Mrd. US-Dollar



(e) Großbritannien, Mrd. Pfund



(f) Schweiz, Mrd. Franken



*Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen*

### Exkurs: Hyperinflation - ein finsternes Lehrstück

Wer meint, Hochinflation oder gar Hyperinflation sei etwas, das es nur in der Währungsgeschichte gibt, muss sich eines Besseren belehren lassen. Die brutale Zerstörung der Kaufkraft des Geldes ist eine leidvolle Erfahrung, die immer wieder mit dem ungedeckten Papiergeld, das in beliebiger Menge produziert werden

kann, gemacht wird.(2) Ein aktuelles Beispiel bietet nun Venezuela. Das Land durchleidet zurzeit eine Hochinflation. Ende 2011 waren 100 Bolivar noch 1 US-Dollar wert. Mittlerweile bekommt man für sie nur noch 0,14 US-Dollar.

Die heimische Inflation (wenn man den öffentlichen Zahlen Glauben schenken möchte) soll sich Ende 2015 auf mehr als 140 Prozent belaufen haben - eine Preissteigerung, die an Hyperinflation erinnert.(3) Eine solche Inflation fällt nicht vom Himmel, sie wird politisch gemacht. Das illustrieren die Geschehnisse um das Scheitern des sozialistischen Experiments in Venezuela nur zu deutlich. Als Hugo Chavez 1999 die Macht übernahm, nationalisierte er zunächst die heimische Ölindustrie.

Der "Petro-Sozialismus" erlaubt ihm lange an der Macht zu bleiben: Er konnte die Bevölkerung mit Ernährungs- und Gesundheitssubventionen bei Laune halten. Die um sich greifende Misswirtschaft lähmte dann jedoch schnell die verstaatlichte Ölproduktion. Als die Ölpreise zu fallen begannen, versiegten die Erträge für das Regime. Das, was noch übrig geblieben war vom Wirtschaftsleben, brach vollends zusammen.

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

Das Inflationieren erscheint für eine Regierung - und nicht selten auch für die Regierten - meist vorteilhafter zu sein, als offen den Staatsbankrott zu erklären. Doch die volkswirtschaftlichen Kosten der Geldwertzerstörung sind immens. Inflationäres Geld erschwert das Wirtschaften, und es sorgt für eine soziale Zerrüttung und moralische Vergiftung des Gemeinwesens. Inflation trifft vor allem die Ärmsten. Sie sind nicht in der Lage, sich den Kosten der Inflation zu entziehen. Venezuela ist ein besonders düsteres Lehrstück: Es ist nämlich eine Erinnerung daran, dass sozialistische Experimente zum Scheitern verurteilt sind, und dass die Geldwertzerstörung - das ungehemmte Drucken von immer mehr Geld - gewissermaßen die letzte Stufe des sozialistischen Niedergangs ist.

In einer Zeit, in der sozialistische Ideen nahezu überall auf der Welt wieder im Aufwind sind, in der die Marktkräfte durch immer mehr Staatsaktivitäten zurückgedrängt und ausgeschaltet werden, steigt natürlich auch andernorts die Gefahr, dass das ungedeckte Geld entwertet wird. Venezuela ist zwar ein extremes, aber keinesfalls ein an den Haaren herbeigezogenes Lehrstück für viele Länder der westlichen Welt - einschließlich den Ländern im Euroraum, die das Überleben ihrer Einheitswährung vom Rotieren der elektronischen Notenpresse abhängig gemacht haben.

### **Zerreißprobe für die Europäische Einheit**

Die "Eurokrise" der letzten Jahre hat den Zusammenhalt der Euro-Länder bereits sehr stark strapaziert. Nun stellt sich eine neuerliche Belastung: die Flüchtlingskrise, in der Deutschland mit seiner Migrationspolitik der offenen Tore einen Alleingang praktiziert hat, und deren Folgen nun auch alle anderen EU-Nationen zu spüren bekommen. Als Reaktion darauf sind die EU-Länder bereits auf Distanz zueinander gegangen.

Der Traum eines Europas ohne Binnengrenzen (wie es das Schengen-Abkommen versinnbildlicht) ist bereits zerplatzt, und das ist ein schwerer Rückschlag für die angestrebte Integration. Die wirtschaftlichen Folgen werden spürbar sein. Neuerliche Grenzkontrollen im Euroraum bedeuten beispielsweise abnehmende Freiheitsgrade, und das sind keine guten Nachrichten für die Wachstums- und Beschäftigungsperspektiven im Euroraum.

Eine wachsende Uneinigkeit zwischen den Euro-Ländern schwächt zudem auch die Zuversicht der Investoren, dass die Gemeinschaft künftig weiterhin in der Lage sein wird, unliebsame Politikmaßnahmen durch die nationalen Parlamente zu bringen, um den Euro zu stützen. Hierzu zählt beispielsweise die Zustimmung der nationalen Parlamente zur "Bankenunion" beziehungsweise zu ihrem wichtigsten "Pfeiler", der gemeinsamen Einlagensicherung. Doch genau das wird nötig sein: Nur wenn die "stärkeren" Länder bereit sind, die "schwächeren" Länder weiter und unter Umständen noch stärker als bisher zu subventionieren, lässt sich die angeschlagene Euro-Konstruktion - zumindest vorübergehend - vor dem Zusammenbruch bewahren.

Es ist zu vermuten, dass wachsende Zweifel an der Funktionsfähigkeit des Euroraums schon heute die

Investitionsfreude der Unternehmen aus dem In- und Ausland schmälern - und dadurch die Produktions- und Beschäftigungsaussichten im Einheitswährungsgebiet verschlechtern. Genau das mag auch eine - bisweilen wohl wenig beachtete - Erklärung sein für die nur sehr schwerfällige Erholung der Euro-Wirtschaften. Die Investitionstätigkeit im Euroraum gibt in der Tat Anlass zur Sorge: Sie hat noch nicht wirklich angezogen und den Krisenmodus abgeschüttelt. Wächst der Kapitalstock jedoch nicht, so werden auch die realen Einkommen nicht zunehmen können - und die Massenarbeitslosigkeit, von der viele Euro-Länder immer noch heimgesucht sind, wird nicht abgebaut.

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

### Zinswende lässt auf sich warten

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



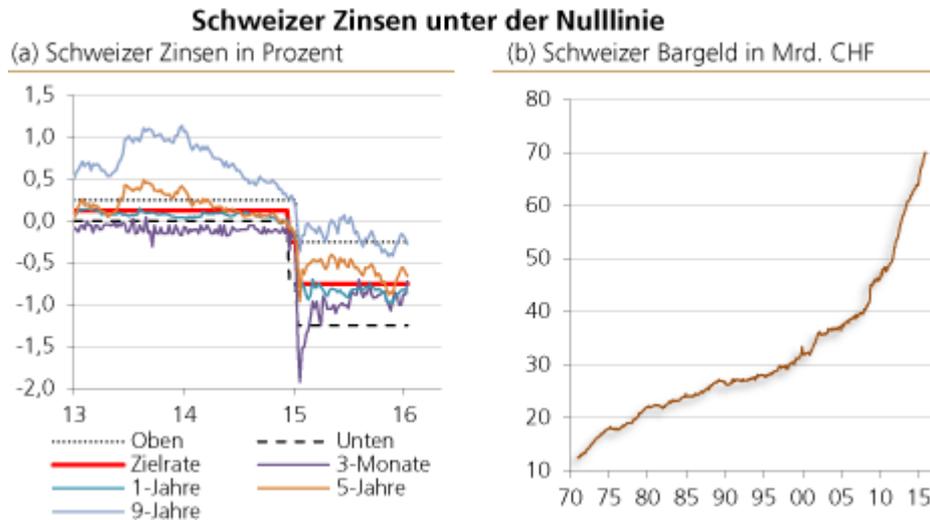
Quelle: Thomson Financial

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

## Finanzielle Repression: negative Zinsen

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

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



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen

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

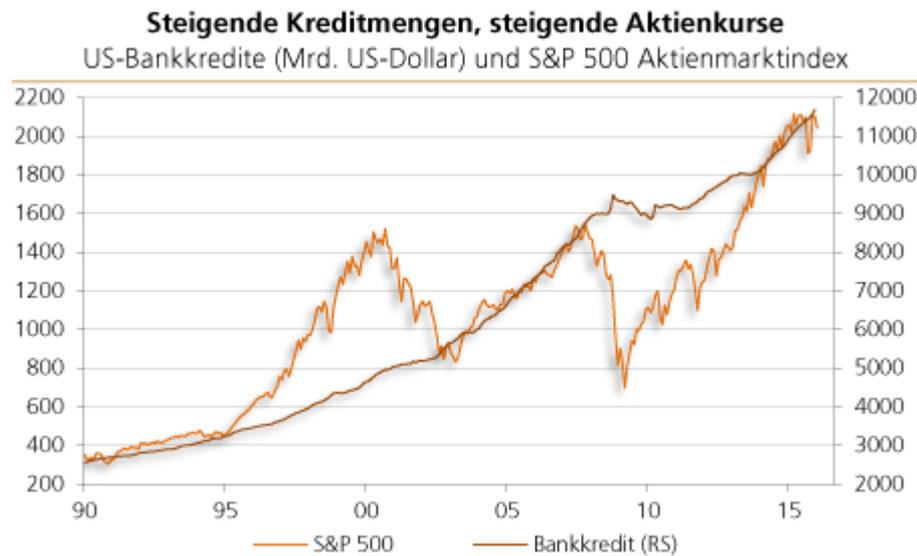
## Schwankungsanfälligkeit der Aktienmärkte steigt

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

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

Die Schwankungsanfälligkeit der Aktienmärkte hat jüngst zugenommen. Für den Trendverlauf der Aktienmärkte spielt jedoch insbesondere die Kredit- und Geldmengenversorgung eine sehr bedeutende

Rolle. Steigende Kredit- und Geldmengen sorgen dafür, dass alle Preise - einschließlich der Aktienkurse - im Zeitablauf ansteigen. Solange die Kredit- und Geldmengen weiter anschwellen, werden die Kursrückschläge auf den Aktienmärkten nur vorübergehender Natur sein, wird ein "Bust" sehr wahrscheinlich ausbleiben. In den Vereinigten Staaten von Amerika - die das weltweite Aktienmarktgeschehen maßgeblich (mit-)bestimmen - zeigen sich bislang noch keine Ermüdungstendenzen bei der Kreditausweitung.



Quelle: Thomson Financial

### Der US-Dollar erstarkt

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

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

### Gold: die Versicherung mit Wertsteigerungspotential

Die Ursachen, die 2008/2009 zu den Erschütterungen in dem weltweiten Finanz- und Wirtschaftssystem geführt haben, sind nicht beseitigt. Auch nach all den schlimmen Turbulenzen scheint die Welt sich nicht losmachen zu können vom "Fiat-Geld": dem staatlich monopolisierten Geld, das per Kreditvergabe sprichwörtlich aus dem Nichts geschaffen wird. Das Verwenden von Fiat-Geld führt zwangsläufig zu Störungen im Wirtschaftsablauf.

Die Fehlentwicklungen, für die das Fiat-Geld sorgt, entladen sich in Krisen. Doch die Krisen - deren ökonomischer Zweck es ist, die Volkswirtschaften von den Fehlentwicklungen zu befreien - werden regelmäßig "bekämpft" mit einem Absenken der Zinsen und einem Vermehren der Kredit- und Geldmengen. So gesehen ist es gewissermaßen nur eine Frage der Zeit, bis es zu einer neuerlichen Erschütterung kommt.

Welche Bedeutung kommt vor diesem Hintergrund dem Gold als Bestandteil des Vermögensportfolios zu? Gold ist - so unsere Auffassung - Geld: Es ist das "ultimative Zahlungsmittel". Der Blick in die

Währungsgeschichte zeigt unmissverständlich, dass das Gold immer, wenn die Menschen frei waren, ihr Geld zu wählen, die bevorzugte Geldart war.

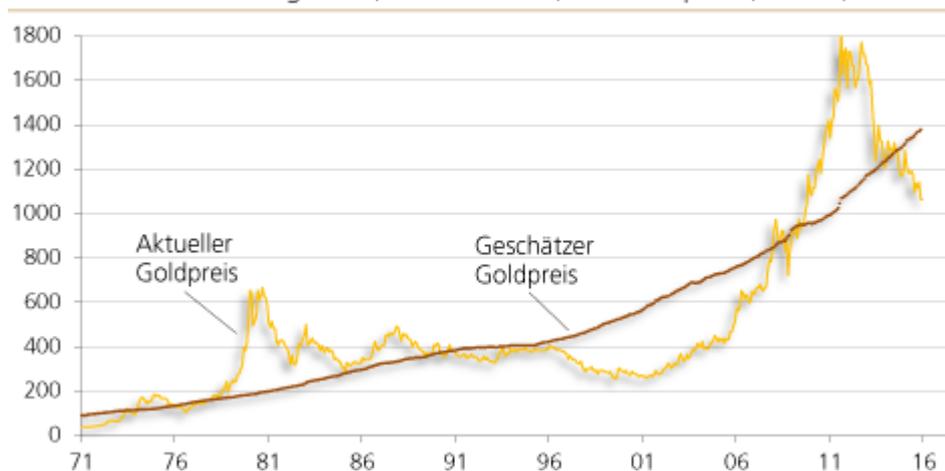
Es hat alle physischen Eigenschaften, die "gutes Geld" haben muss: Es ist knapp, homogen, haltbar, teilbar, lagerbar, prägnant, und es verkörpert einen hohen ökonomischen Wert pro Gewichtseinheit. Über alle Währungsexperimente hinweg hat das Gold daher auch stets seinen Geldcharakter bewahren können. Diese Erkenntnis ist in den letzten Jahrzehnten bei vie-len Marktteilnehmern vielleicht etwas "verblasst". Denn weil das ungedeckte Papiergeld (in Form von Bankeinlagen) Zinsen abgeworfen hat, erschien es ihnen vorteilhafter und attraktiver als das Gold.

Nun aber gibt es auf absehbare Zeit keine Zinsen mehr auf Bankeinlagen und kurzlaufende Bank- und Staatsschuld-papiere. Ja, nun drohen Euro-Anlegern in festverzinslichen Papieren sogar Verluste. Man denke nur einmal daran, dass die europäischen Regierungen gezielt Maßnahmen auf den Weg gebracht haben, um unliebsame Schulden aus der Welt zu schaffen.

Beispielsweise ist seit Anfang 2016 im Euroraum die "Bank Recovery and Resolution Directive" scharfgeschaltet. Ihr Kernstück ist das "Bail-in": Halter von Bankverbindlichkeiten werden an den Verlusten der Banken beteiligt. Angesichts der praktischen Probleme, die mit Schuldenschnitten verbunden sind, wäre es jedoch eine Überraschung, wenn nicht auch die Inflationspolitik - verstanden als die Politik der Geldmengenvermehrung - verstärkt zum Einsatz kommt. Denn für Regierende und Regierte - gerade wenn viele von den Regierten von staatlichen Zuwendungen abhängen - ist die Kaufkraftentwertung des Geldes die Politik des vergleichsweise kleinsten Übels.

### Steigende Geldmenge spricht für steigenden Goldpreis

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



Quelle: Bloomberg

Nun spielt eine große Vielzahl von Faktoren eine Rolle für den Goldpreis. Aus un-serer Sicht ist jedoch für den Goldpreis mittel- bis langfristig betrachtet die Ausdehnung der (Welt-)Geldmenge von sehr großer Bedeutung. Blickt man beispielsweise auf den langfristigen Zusammenhang zwischen der US-Geldmenge M2 und dem Goldpreis in US-Dollar, so zeigt sich mittlerweile eine erhebliche Diskrepanz: Der Goldpreis scheint merklich "zu niedrig" zu sein. In der Tat: Mit der gebotenen Vorsicht schätzen wir, dass der Goldpreis derzeit bei knapp 1.400 USD/oz stehen müsste - unterstellt man, dass die langfristige Beziehung zwischen Geldmenge und Goldpreis, die sich in der Vergangenheit gezeigt hat, nach wie vor besteht.(5)

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

Anleger im Euroraum sollten ein "Euro-Klumpenrisiko" in ihrem Portfolio vermeiden. Mit Blick auf die Zusammensetzung der liquiden Mittel bietet sich für den Euro-Anleger zum Beispiel folgende Streuung an: US-Dollar, Schweizer Franken (wobei hier an Bargeldhaltung zu denken ist, um dem Negativzins zu entgehen) und Gold. Das Gold ist insbesondere auch als Alternative zu längerfristigen Termin- und Spareinlagen zu sehen.

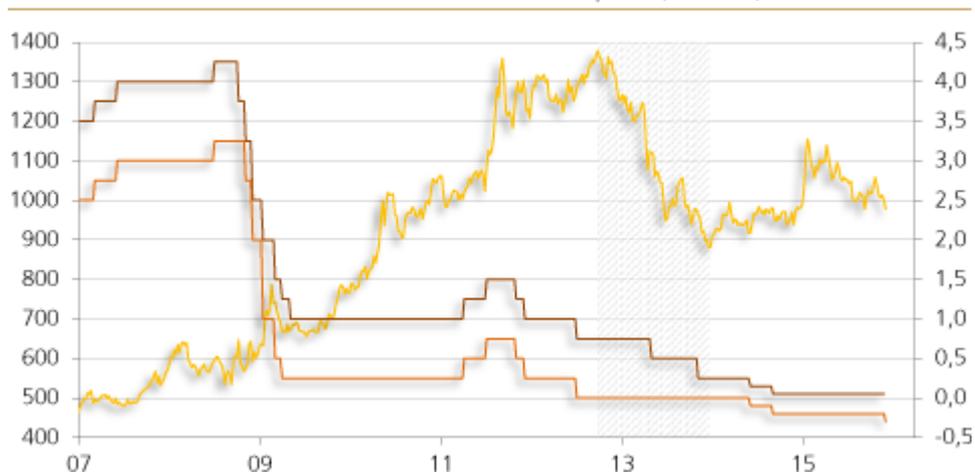
Letztere werden ja in der Regel mittel- bis langfristig gehalten, um liquide zu bleiben. Da sie jedoch keine

Zinsen mehr einbringen und zudem die Gefahr besteht, dass sie ebenfalls zur Deckung der Verluste, die Banken erleiden, herangezogen werden, ist die Goldhaltung quasi eine "natürliche Alternative" zu diesen Bankeinlagen.

Übrigens wird der Negativzins, den die EZB auf Bankguthaben erhebt, dazu führen, dass irgendwann auch die Zinsen negativ werden, die Banken auf Kundeneinlagen erheben. [Das geschieht übrigens bereits: Fonds zahlen Strafzinsen auf ihre Bankguthaben. Die Kosten trägt natürlich in letzter Konsequenz der Halter von Fondsanteilen.] Negativzinsen werden die Nachfrage nach Euro schmälern.

Kapital wird aus dem Euroraum in andere Währungsräume drängen. In diesem Zuge ist ein Abwerten des Euro-Außenwertes sehr wahrscheinlich. Aus dieser Perspektive betrachtet, erscheint das Halten von Gold für Anleger im Euroraum also doppelt attraktiv zu sein. Zum einen - wie bereits ausgeführt - gibt es ökonomische Gründe für die Erwartung eines künftig steigenden Goldpreises in US-Dollar gerechnet. Zum anderen würden Goldhalter von einem sich abwertenden Euro-Außenwert zusätzlich profitieren.

**Der Goldpreis in Euro gerechnet steigt seit Anfang 2014 wieder**  
Euro-Zinsen in Prozent und Goldpreis (Euro/oz)



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

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

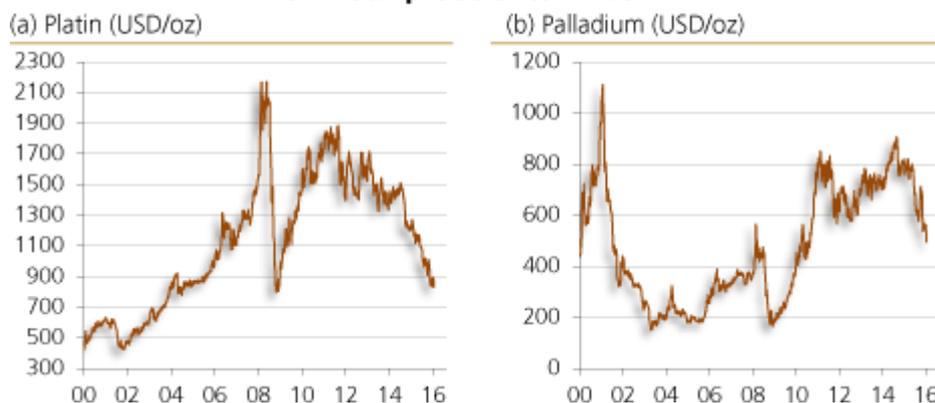
### Tiefe Zinsen, hohes Gold-Silberpreis-Verhältnis

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



Quelle: Thomson Financial

### Weißmetallpreise unter Druck



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen

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

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

### Einschätzung der künftigen Preisentwicklung

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

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

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

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

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

© Prof. Dr. Thorsten Polleit

Quelle: Auszug aus dem Marktreport der [Degussa Goldhandel GmbH](#)

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

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

(3) Es sei angemerkt, dass man üblicherweise von Hyperinflation erst dann spricht, wenn die monatliche Preissteigerung 50 Prozent übertrifft.

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

(5) Siehe hierzu auch "Der Feldzug gegen den Zins und die Folgen für den Goldpreis", Degussa Marktreport, 6. November 2015, insb. S. 11.

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

---

Dieser Artikel stammt von [GoldSeiten.de](#)

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/272271--Wachstum-lahmt-Risiken-steigen.html>

Für den Inhalt des Beitrages ist allein der Autor verantwortlich bzw. die aufgeführte Quelle. Bild- oder Filmrechte liegen beim Autor/Quelle bzw. bei der vom ihm benannten Quelle. Bei Übersetzungen können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Der vertretene Standpunkt eines Autors spiegelt generell nicht die Meinung des Webseiten-Betreibers wieder. Mittels der Veröffentlichung will dieser lediglich ein pluralistisches Meinungsbild darstellen. Direkte oder indirekte Aussagen in einem Beitrag stellen keinerlei Aufforderung zum Kauf-/Verkauf von Wertpapieren dar. Wir wehren uns gegen jede Form von Hass, Diskriminierung und Verletzung der Menschenwürde. Beachten Sie bitte auch unsere [AGB/Disclaimer!](#)

---

Die Reproduktion, Modifikation oder Verwendung der Inhalte ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt!  
Alle Angaben ohne Gewähr! Copyright © by GoldSeiten.de 1999-2024. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).