

# Der Ikarus-Aufschwung dauert an, die Abwärtsrisiken steigen

18.01.2019 | [Prof. Dr. Thorsten Polleit](#)

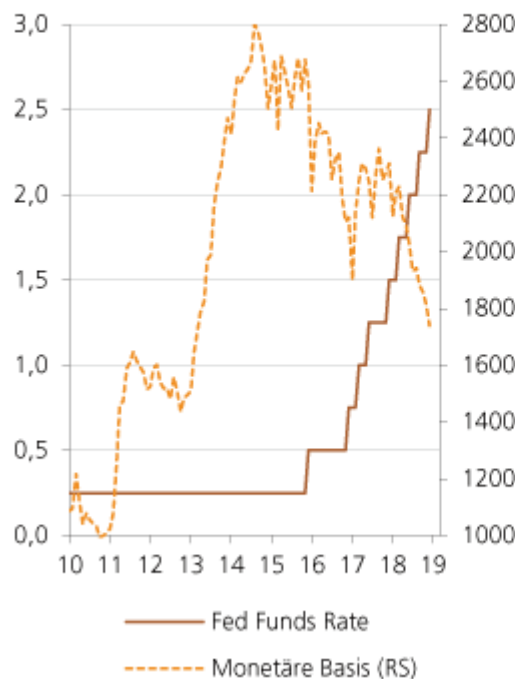
## Neues Jahr, alte Trends

Zum Jahresanfang machen sich Investoren üblicherweise verstärkt Gedanken über Chancen und Risiken, die die kommenden zwölf Monaten bringen könnten. Doch ein Jahreswechsel ist nicht notwendigerweise verbunden mit einer Neuordnung der Triebkräfte, die die Entwicklung von Aktien- und Devisenkursen, Zinsen und Rohstoffpreisen bislang bestimmt haben. Nicht selten besteht für den Investor sogar eine besondere Herausforderung darin, bei den vielen Prognosen, die am Jahresanfang gestellt werden, die bereits seit langem relevanten Trendfaktoren nicht aus den Augen zu verlieren.

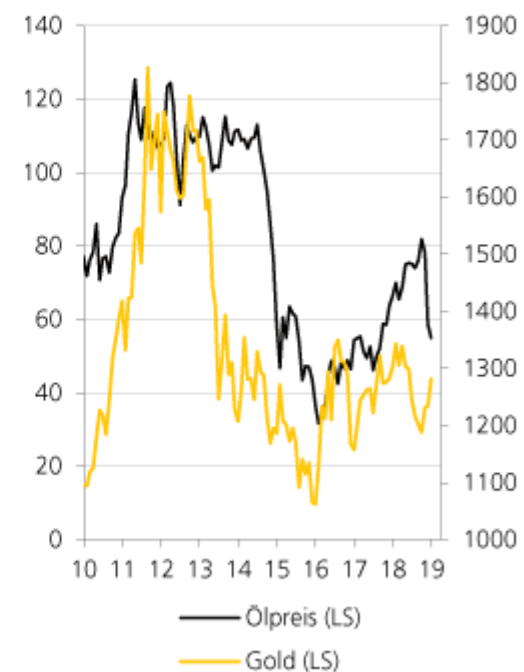
Dazu gehört zum Beispiel die Einsicht, dass der Aufschwung der Weltwirtschaft in den letzten Jahren maßgeblich angetrieben wurde durch eine Geldpolitik der extrem niedrigen Zinsen. Vor allem die US-amerikanische Wirtschaft hat sich dabei als internationale Konjunkturlokomotive erwiesen und viele Regionen der Welt mit sich gezogen. Es ist sicherlich nicht übertrieben zu sagen, dass die künftige US-Zinsentwicklung - die auch maßgeblich ist für die Zinsen in anderen Weltregionen - ganz entscheidend sein wird für den weiteren Konjunkturverlauf und die Preisbildung auf den Finanz- und Edelmetallmärkten in diesem Jahr.

### 1 US-Zentralbank strafft Geldpolitik – Gold- und Ölpreis steigen

(a) US-Leitzins in Prozent und US-Basisgeldmenge in Mrd. US-Dollar



(b) Rohölpreis (Brent) pro Fass in US-Dollar und Goldpreis (USD/oz)



Quelle: Thomson Financial

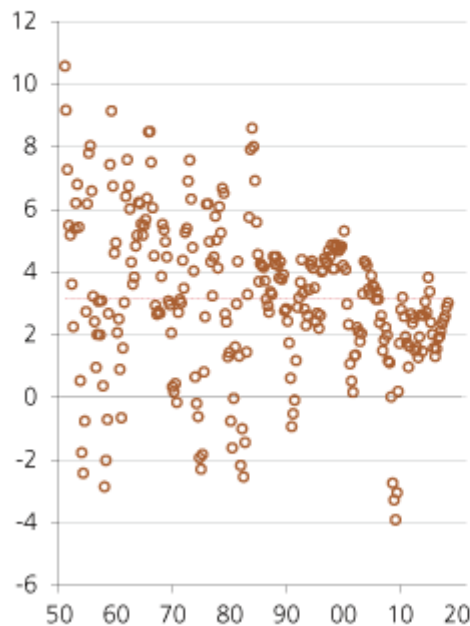
Die US-Zinspolitik wird vermutlich nicht unbeeindruckt bleiben von einer Reihe von "Störfeuern". Hierzu zählen zum Beispiel wachsende Spannungen und Unsicherheiten im internationalen Handelssystem; das Wiedererstarben geopolitischer Rivalitäten zwischen den Großmächten USA, China und Russland; der für März 2019 angesetzte "Brexit"; die schwelende Krise der Euro-Banken sowie die wachsenden wirtschaftlichen und finanziellen Divergenzen zwischen den Ländern des Euroraums - die sich vielerorts bereits in innenpolitischen Machtverschiebungen niederschlagen und damit Veränderungsdruck bringen.

Gleichwohl sollte angesichts all der Risikopotentiale, die natürlich die Konjunkturen und die

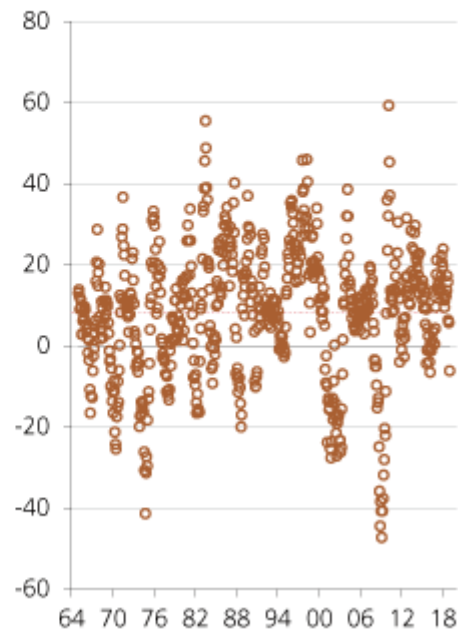
Finanzmarktpreise in 2019 negativ beeinflussen können, eines nicht übersehen werden: Die Entwicklung in den westlichen Volkswirtschaften war, über Höhen und Tiefen hinweg, in den letzten Jahrzehnten eindeutig aufwärtsgerichtet. Beispiel Vereinigte Staaten von Amerika: In der Zeit 1951 bis Ende 2018 (das waren insgesamt 271 Quartale) fiel das Jahreswachstum des Bruttoinlandsproduktes in nur 23 Quartalen negativ aus; es war also in 248 Quartalen und damit in knapp 92 Prozent aller Fälle positiv (Abb. 2 a).

## 2 Mehr „Boom“ als „Bust“

(a) Jahreswachstumsrate des US-Bruttoinlandsproduktes in Prozent



(b) Jahresveränderung der US-Aktienkurse in Prozent<sup>(2)</sup>



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen. (1) Für die Zeit 1951 bis Q3 2018. Rote gestrichelte Linie: Durchschnitt (3,2 Prozent pro Jahr). (2) Für die Zeit Januar 1965 bis Januar 2019. Rote gestrichelte Linie: Durchschnitt (8,0 Prozent pro Jahr).

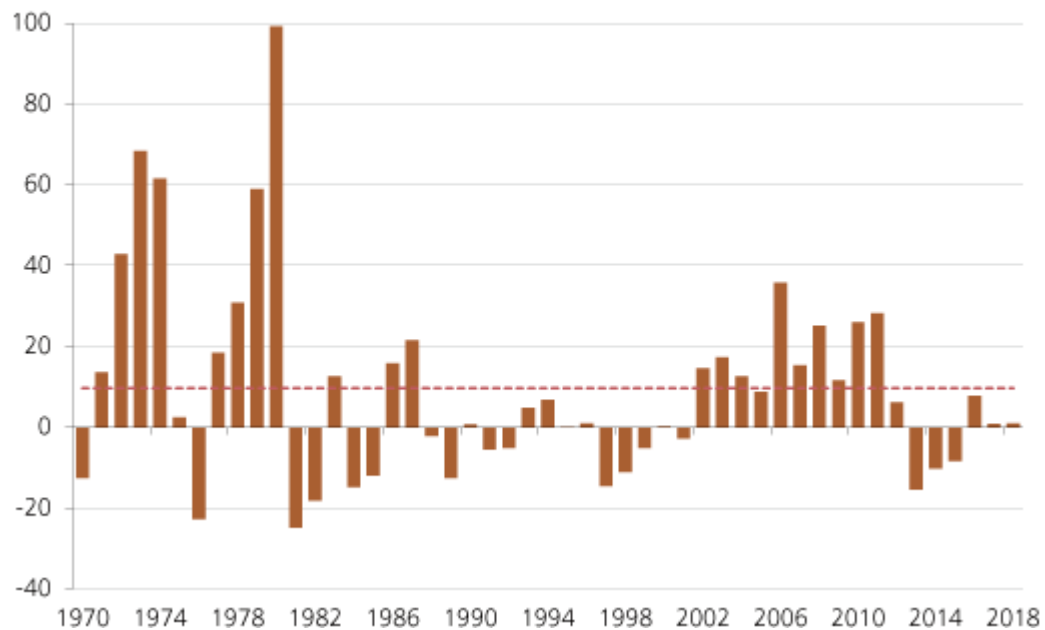
Ein ähnliches Bild zeigt der US-Aktienmarkt (Abb. 2 b). In der Zeit von 1964 bis Ende 2018 gab es bei insgesamt 649 Monaten nur 166 Monate, in denen die Jahresveränderung der Aktienkurse negativ war. In 483 Monaten - das waren 74 Prozent aller Fälle - erzielte der Anleger eine positive Rendite mit Aktien, und zwar durchschnittlich knapp 8 Prozent pro Jahr (ohne Berücksichtigung von Dividendenzahlungen). Als Anleger war man also in dieser Zeit gut beraten, sich nicht systematisch, sondern nur mit guten Gründen und nur zu bestimmten Zeiten gegen die Aussicht auf Wohlstandsmehrung zu positionieren.

### Die Gründe, Gold zu halten

Vor diesem Hintergrund ist es für Investoren wichtig, sich über die Gründe im Klaren zu sein, die für das Halten von Edelmetallen - vor allem für das Halten von Gold (und auch Silber) - sprechen. Gold lässt sich als das "ultimative Zahlungsmittel" einstufen. Gold ist "gutes Geld": Es ist ein Geld, dessen Kaufkraft - anders als es bei den ungedeckten Papiergeldarten US-Dollar, Euro, chinesischer Renminbi und Co. der Fall ist - sich nicht durch geldpolitische Maßnahmen herabsetzen lässt. Zudem trägt Gold - und das steht ebenfalls im Gegensatz zum ungedeckten Papiergeld - kein Kreditausfall- beziehungsweise Zahlungsausfallrisiko. Es kann nicht "Pleite gehen".

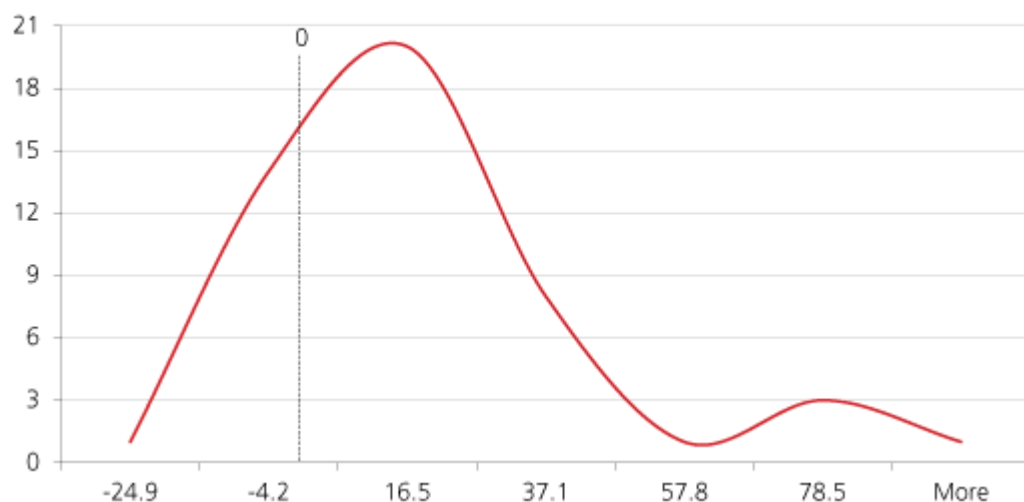
### Die Entwicklung des Goldpreises in der langen Frist

Die nachstehende Abbildung (a) zeigt die jährliche Entwicklung des Goldpreises (in USD/oz) in Prozent für die Zeit 1970 bis 2018. Bei der Ermittlung der Prozentzahlen wurden die jahresdurchschnittlichen Goldpreise verwendet. In der gesamten Betrachtungsperiode betrug der Goldpreisanstieg 9,6 Prozent im Jahresdurchschnitt. Recht gut zu erkennen ist dabei, dass der langfristig positive Preiszuwachs des Goldes recht ungleich verteilt war: Es gab Jahre, in denen sich ein starker Anstieg zeigte (Anfang und Ende der 1970er Jahre), die gefolgt waren von Jahren mit niedrigen oder gar negativen Preisveränderungen (frühe 1980er und 1990er Jahre).

**(a) Jahresveränderung des Goldpreises (USD/oz) in Prozent**

Quelle: Thomson Financials; eigene Berechnungen. Auf Basis jahresdurchschnittlicher Preise. Gestrichelte rote Linie: Durchschnitt der Betrachtungsperiode.

Die nachstehende Abbildung (b) illustriert das, was in der vorstehenden Graphik gezeigt wird, in einer anderen Darstellung (als Histogramm): Auf der vertikalen Achse ist die Zahl der Jahre abgetragen (insgesamt wurden 48 Jahre betrachtet), in denen eine bestimmte Preisveränderung (sie wird auf der horizontalen Achse gezeigt) erzielt wurde. Man erkennt: Es gab deutlich mehr Jahre, in denen der Goldpreis anstieg (33 Jahre) als Jahre, in denen der Goldpreis nachgab (das waren 15 Jahre). Das deutet bereits an: Gold war das "bessere Geld".

**(b) Häufigkeitsverteilung der Goldpreisveränderungen, 1970 bis 2018**

Quelle: Thomson Financials; eigene Berechnungen. Vertikale Achse: Anzahl der Jahre, horizontale Achse: Jahresveränderung des Goldpreises in Prozent.

Die nachstehende Abbildung (c) zeigt die Wertentwicklung des US-Dollar (unverzinst und verzinst) und des Goldes in realer, das heißt inflationsbereinigter Rechnung. Hier erkennt man: Der US-Dollar, unverzinst gehalten, hat seit Anfang der 90er Jahre bis 2018 etwa 85 Prozent seiner Kaufkraft (berechnet anhand der US-Konsumgüterpreise) eingebüßt. Wer verzinsliche US-Dollar-Bankeinlagen gehalten hat (mit

dreimonatiger Laufzeit), der konnte in den vergangenen 48 Jahren einen realen Wertzuwachs von insgesamt 137 Prozent erzielen; das waren etwa 1,8 Prozent pro Jahr. Wer hingegen Gold gehalten hat, der konnte eine Kaufkraftmehrung von 425 Prozent erzielen; das waren im Durchschnitt 3,5 Prozent pro Jahr. So gesehen hat sich das Gold als das "bessere Geld" erwiesen.

### (c) Wertentwicklung des US-Dollar und des Goldes in realer Rechnung<sup>(1)</sup>



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen

Zwei weitere wichtige Einsichten sollen herausgestellt werden. Erstens: Der Wertzuwachs des Goldes verlief unter deutlich höheren Schwankungen ab als der des (verzinslichen) US-Dollar. Es gab dabei nicht nur Phasen, in denen der Wert des Goldes deutlich stärker anstieg als der des US-Dollar, es gab auch Zeiten, in denen der Wert des Goldes deutlich stärker fiel als der des verzinslichen US-Dollars. Zweitens: Die Betrachtung der obigen Graphik zeigt, dass der Zins eine wichtige Rolle gespielt hat für die Wertentwicklung des Goldes.

In Zeiten eines positiven Realzinses (wie ab Beginn der 1980er Jahre) war das Gold aus Sicht der Anleger weniger interessant (konkurrenzfähig) als das Halten von verzinslichen US-Dollar. Als mit Beginn des 21. Jahrhunderts der US-Realzins auf null fiel beziehungsweise negativ wurde, stieg auch der Goldpreis (und damit seine Kaufkraft) merklich an. Dieser Befund deutet einen positiven Ausblick für den künftigen Goldpreis an: Denn die Chance für eine Rückkehr zu einem merklich positiven realen US-Kurzfristzins sind gering (siehe hierzu die Ausführungen auf der folgenden Seite).

### Ausgewählte Faktoren

In den letzten Jahrzehnten haben zweifelsohne die Systemrisiken, die Krisenanfälligkeit der Wirtschafts- und Finanzarchitektur, beträchtlich zugenommen. Das hat die internationale Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 in aller Deutlichkeit gezeigt. Eine ununterbrochene Fortsetzung der Wohlfahrtsmehrung, wie in den letzten Jahrzehnten, ist daher keinesfalls mehr eine ausgemachte Sache. Und genau aus diesem Grund sollte der umsichtige Anleger darüber nachdenken, "Goldgeld" als Teil seiner liquiden Mittel zu halten.

Denn das Gold (wenn es nicht zu teuer gekauft wird) ist nicht nur eine Portfolio-Versicherung. Es kann auch einen Beitrag leisten, die Investitionsrendite zu erhöhen: Und zwar dann, wenn der Anleger im Krisenfall das im Preis merklich gestiegene Gold verkauft und mit dem Erlös im Preis gesunkene Vermögensgüter (Häuser oder Aktien) erwirbt. - Im Folgenden wollen wir gezielt einige Schlaglichter auf Faktoren richten, die aus unserer Sicht von besonderer Bedeutung sind, um gute, langfristig orientierte Anlage- und Investitionsentscheidungen treffen zu können.

### "Populistische Nationalismus" und der Euro

Was in den Vereinigten Staaten von Amerika begann und dort 2016 zur Wahl von Donald J. Trump zum 45. Präsidenten und in Großbritannien zum "Brexit" führte, ist das Ergebnis des "Populistischen Nationalismus" (englisch: "Populist Nationalism"). Der Slogan "Populist Nationalism" ist jedoch nicht eindeutig definiert, er gibt Anlass zu vielfältigen Interpretationen und auch Befürchtungen.

Eine Leseart ist: Der Populistische Nationalismus steht für wachsenden Unmut breiter Bevölkerungsschichten über ihre "etablierten Eliten" in Regierung, Bürokratie, Presse und Großunternehmen; Menschen fühlen sich abgehängt, benachteiligt, zurückgelassen; sehen ihr Recht auf Selbstbestimmung in einer zusehends globalisierten Welt dahinschwinden; sie fordern eine Politik in Wirtschaft und Gesellschaft, die nationale Belange vor internationale und globale Bestrebungen stellt. Die weiteren Folgen dieser Bewegung sind unklar.

Wenn sie darauf hinauslaufen, dass die Volkswirtschaften sich zusehends isolieren, indem sie zum Beispiel zu protektionistische Maßnahmen greifen, ist die internationale Arbeitsteilung und damit die zentrale Kraft für eine produktive und friedvolle Kooperation der Menschen über Landesgrenzen hinweg schwer beschädigt. Sollte der Populistische Nationalismus hingegen zu einem härteren internationalen Standortwettbewerb ermuntern, in dem die Regionen wieder verstärkt um internationales Kapital und Talente konkurrieren, würde das die Wachstums- und Beschäftigungskräfte stärken.

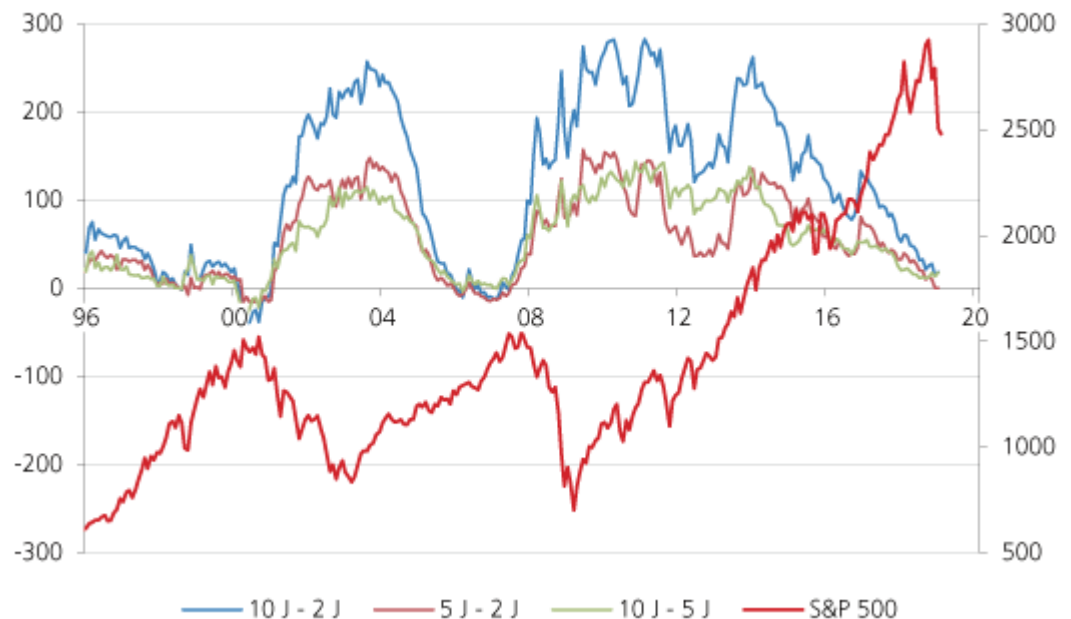
Nimmt der Populistische Nationalismus weiter an Fahr auf, so hätte dies vermutlich vor allem zwei Folgen, über die sich der Anleger im Klaren sein sollte:

(1) Die Akzeptanz und die Unterstützung für internationale Institutionen - wie den Internationalen Währungsfonds (IWF), die Weltbank und insbesondere auch die geldpolitischen Kooperationen zwischen den nationalen Zentralbanken - schwindet. Investoren können sich daher in neuen Krisen (die im ungedeckten Papiergeldsystem immer wieder auftreten) nicht mehr darauf verlassen, dass eine Staatenallianz zustandekommt, um das "Gesamtsystem" um jeden Preis zu retten. Dadurch dürften die Störanfälligkeit der Weltkonjunktur und die Schwankungen der Finanzmarktpreise ansteigen.

(2) Die Menschen in den Ländern, die am Euro teilnehmen, sehen die Mitgliedschaft im Einheitswährungsraum nicht länger per se als vorteilhaft an. Einige von ihnen befürworten weiterhin den Euro, weil er ihnen nützt. Andere gelangen hingegen zur Erkenntnis, dass er ihnen schadet - und letztere werden den Euro nicht mehr um jeden Preis "retten" wollen. Der "Populist Nationalism" entzieht damit dem Euro die Geschäftsgrundlage; keine andere Währung ist so verwundbar durch die Veränderung der politischen Stimmungslage wie der Euro.

&#149; Die US-ZINSKURVE FLACHT SICH AB UND ZWINGT DIE FED DIE ZINSEN WIEDER ZU SENKEN. Dauert die Abflachung noch lange an, steigt die Gefahr einer ernsten Konjunktur- und Finanzmarktstörung in den USA. Vermutlich wird sich daher die US-Zentralbank schon bald von ihrer Zinserhöhungspolitik abkehren beziehungsweise für niedrigere Kurzfristzinsen sorgen.

Seit etwa Ende 2011 hat sich die US-Zinskurve merklich abgeflacht (Abb. 3). Das heißt, die Langfristzinsen sind relativ zu den Kurzfristzinsen gefallen. Der Grund: Die US-Zentralbank (Fed) hat die Kurzfristzinsen angehoben, während gleichzeitig die Langfristzinsen gesunken sind. In der Vergangenheit war eine solche Abflachung der US-Zinskurve von einem Konjunkturabschwung beziehungsweise von starken Kursverlusten an den Börsen begleitet. Dafür gibt es einen gewichtigen Grund. Er findet sich im Bankensektor.

**3 S&P 500 und Steilheit der US-Zinskurve<sup>(1)</sup>**

Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen. (1) Die Zinskurve wird definiert als Langfristzins minus Kurzfristzins in Basispunkten (wobei 100 Basispunkte = 1 Prozentpunkt). Erklärung: "10 J - 2 J" heißt: 10-Jahreszins minus 2-Jahreszins.

Wenn die Spanne zwischen Lang- und Kurzfristzins hoch ist, vergeben Banken kräftig Kredite. Denn sie verdienen dann an der "Fristentransformation": Man vergibt langfristige Kredite, die refinanziert werden mit kurzfristigen Mitteln. Flacht sich die Zinskurve jedoch ab, treten die Banken auf die "Kreditbremse": Die Kreditvergabe wird weniger lohnend. Der Zustrom von neuen Krediten ebbt ab, der Konjunkturmotor beginnt zu stottern. Eine Abwärtsspirale kommt in Gang: Unternehmen fahren ihre Investitionen zurück, entlassen Arbeitnehmer, die Wirtschaft gleitet ab in die Rezession.

Diese Gefahr besteht auch derzeit wieder, wenn die Abflachung der Zinskurve lange andauert und die Banken beginnen, ihr Kreditangebot einzuschränken. Will die US-Zentralbank das verhindern, wird sie nicht umhinkommen, entweder ein Ansteigen der Langfristzinsen zuzulassen, damit die Kurve wieder steil wird (was aber politisch unliebsam ist), oder sie muss die Kurzfristzinsen wieder absenken. Vor diesem Hintergrund erscheint es - mit der gebotenen Vorsicht gesprochen - recht wahrscheinlich zu sein, dass die Fed die Zinsen nicht weiter anhebt beziehungsweise in naher Zukunft wieder absenken wird.

### Gefangen in der Tiefzinsfalle

Der 4. Januar 2019 markiert vermutlich eine Kehrtwende in der US-amerikanischen Zinspolitik. An diesem Tag verkündete der Vorsitzende des Offenmarktausschusses der US-Notenbank (Fed), Jerome H. Powell: «Wir sind bereit, die Geldpolitik rasch und flexibel anzupassen.» Die Akteure auf den Finanzmärkten haben das sofort verstanden: Die US-Zentralbank sichert ihnen zu, den auf Pump finanzierten Konjunkturaufschwung und die Preissteigerungen in den Häuser- und Finanzmärkten weiterhin zu befeuern.

Die Zinserhöhungen der Fed hatten das Investorenvertrauen zusehends in Zweifel gezogen. Bereits im Sommer 2018 begannen die Kurse auf den Aktienmärkten nachzugeben. Seither hat der S&P 500 (Aktienindex, umfasst die 500 größten börsennotierten US-Unternehmen) etwa 15 Prozent verloren, der NASDAQ gar 23 Prozent. Der Grund: Die gestiegenen Zinsen erzwangen quasi niedrigere Notierungen. Gleichzeitig wuchsen die Sorgen, ob die Wirtschaftsexpansion - die immerhin seit fast zehn Jahren ununterbrochen andauert - weitergehen könne. Doch die Zusicherung, die Zinsen würden nicht weiter steigen, oder sie könnten bei Bedarf rasch gesenkt werden, hat die Investorengemüter wieder beruhigt.



## Fed-Ankündigung am 4. Januar 2019 vertreibt Kreditausfallsorgen Kreditaufschlag für US-High-Yield-Unternehmensanleihen in Prozentpunkten<sup>(1)</sup>



Quelle: Federal Reserve of St. Louis, BoAML; (1) ICE BofAML US High Yield Master II Option-Adjusted Spread.

### Problematisches «Sicherheitsnetz»

Dass die Fed ein «Sicherheitsnetz» unter die Wirtschaft und die Finanzmärkte aufspannt, ist allerdings bedenklich. Beispielsweise ermutigt die Aussicht auf weiterhin niedrige Zinsen dazu, die Schuldenwirtschaft ungehemmt fortzuführen. Der niedrig gehaltene Zins verzerrt zudem die Kapitalkosten und verleitet Unternehmen zu Fehlinvestitionen. Und in den Finanzmärkten macht sich Sorglosigkeit breit: Vor allem schlechten Schuldnern wird reichlich Kredit zu sehr günstigen Konditionen angeboten, zu Zinssätzen, die die Kreditrisiken nicht mehr abdecken.

Mit künstlich niedrig gehaltenen Zinsen und einer Crash-Versicherung kann die Wirtschafts- und Finanzmarkt-Party zwar noch eine ganze Weile andauern. Aber gleichzeitig bauen sich die entsprechenden Ungleichgewichte weiter auf. Um den Aufschwung in Gang zu halten, werden immer tiefere Zinsen nötig, und immer mehr Kredite sind erforderlich. Die Volkswirtschaft wird sprichwörtlich abhängig von der Fortführung der Tiefzinspolitik. Doch zeigt die Wirtschaftsgeschichte leidvoll auf, dass auch der längste Boom irgendwann zu Ende geht und einer Rezession weichen muss.

### Künstlicher Aufschwung mit Folgen

Und je länger der künstliche geldpolitische Aufschwung angedauert hat, desto schmerzlicher wird auch die nachfolgende Krise sein bezüglich Produktionseinbruch und Arbeitslosigkeit. Es wird auch politisch immer schwieriger, eine Bereinigung der aufgelaufenen Ungleichgewichte hinzunehmen, je länger der künstliche Aufschwung angedauert hat. Nicht nur in den USA, auch in den anderen Volkswirtschaften der Welt will man eine neuerliche Rezession keinesfalls zulassen. Die Kosten werden als nicht tragbar angesehen.

Weltweit ist die Verschuldung seit der letzten Finanz- und Wirtschaftskrise gewaltig anstieg: Mitte 2007 lag sie bei 205 Prozent der weltweiten Wirtschaftsleistung, Mitte 2018 schon bei 234 Prozent. Es braucht nicht viel Phantasie, um zu erkennen, was weiter steigende Zinsen anrichten würden: Für manchen Schuldner würde es schwierig, seinen Schuldendienst zu leisten, Banken gerieten ins Straucheln, und die Kreditpyramide käme ins Rutschen. Unter diesen Bedingungen ist eine Rückkehr zu normalen Zinsen sehr unwahrscheinlich.

### Zunehmende Krisenanfälligkeit

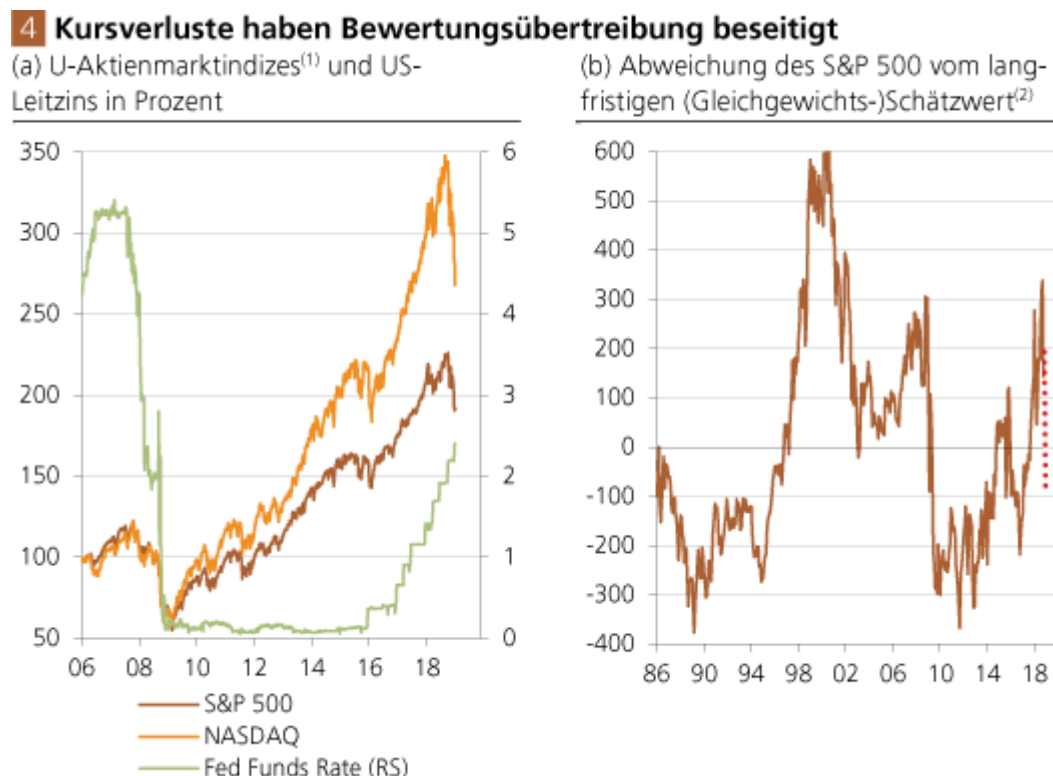
Anleger, die auf günstige Zinsen hoffen, werden daher wahrscheinlich enttäuscht sein: Die Volkswirtschaften sind gefangen im Tiefzinstal. So groß die Probleme im Wirtschafts- und Finanzsystem aber auch sein

mögen: Einiges spricht dafür, dass der aktuelle Aufschwung 2019 weitergeht und dass auch die Aktienkurse nach der erfolgten Korrektur wieder steigen werden. Der umsichtige Anleger sollte dabei jedoch nicht vergessen, dass die Krisenanfälligkeit der Weltwirtschaft und der Finanzmärkte weiter zunimmt und dass jeder Aufschwung irgendwann zu Ende geht.

*Dieser Beitrag wurde in ähnlicher Form am 11. Januar 2019 in der Schweizerzeit veröffentlicht.*

AKTIENMARKTKORREKTUR, KEIN VORBOTE EINES BÄRENMARKTES. Es spricht einiges dafür, dass die heftigen Kursverluste auf den Aktienmärkten, die in 2018 zu beobachten waren, eher eine Kurskorrektur markieren und damit zu "normale(re)n" Bewertungsniveaus geführt haben, als dass sie als Vorboten eines "Bären-Marktes" einzustufen sind.

Die Kurse auf den Aktienmärkten sind seit September 2018 kräftig gefallen, wie Abb. 4 a für den US-amerikanischen Markt illustriert. Die Kursverluste können viele Gründe haben; einer davon ist sicherlich der gestiegene US-Zins, der fallende Kurse beziehungsweise niedrigere Aktienbewertungen erzwungen hat. Wie weit kann die Kurskorrektur noch gehen? Um diese Frage zu beantworten, haben wir versucht, den US-Aktienmarkt anhand einer Reihe von makroökonomischen Größen zu "erklären". Das Ergebnis dieses Versuchs zeigt die nachstehende Abb. 4 b.



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen. (1) Indexiert (Januar 2006 = 100). (2) Der Schätzwert wurde ermittelt, indem der S&P 500 "erklärt" wurde anhand der US-Geldmenge und verschiedenen Zinsen in der Zeit Januar 1986 bis November 2018. Liegt die braune Linie über (unter) der Nulllinie, ist der Aktienmarkt teuer (billig). Die rote gepunktete Linie schreibt die Entwicklung bis Januar 2019 fort.

Abb. 4 b ist wie folgt zu lesen: Ist die braune Linie oberhalb (unterhalb) der Nulllinie, so ist der Aktienmarkt überbewertet (unterbewertet). Man erkennt: Nach den jüngsten Kursverlusten ist der US-Aktienmarkt wieder recht nahe an seinen "fairen Wert" herangerückt - zumindest deutet die Graphik an, dass es mittlerweile keine überzogene Überbewertung mehr zu geben scheint. Das heißt natürlich nicht, dass die Kurse nicht noch weiter fallen können; aber ein großer Absturz auf den Aktienmärkten scheint nicht "ausgemachte Sache" zu sein.

DER EURORAUM BLEIBT EIN KRISENHERD. Die Konjunktur im Euroraum schwächt sich ab, und das wird die schwelenden Probleme der Einheitswährung, insbesondere die Probleme im Euro-Bankensektor, weiter verschärfen. Eine Zinserhöhung der EZB in 2019 ist damit unwahrscheinlich(er) geworden.



Der Euroraum kommt nicht zur Ruhe. Eine ganze Reihe von Entwicklungen gibt Anlass zur Besorgnis. Eine prekäre Situation zeigt sich im überdimensionierten Euro-Bankensektor - der ein Bilanzvolumen von etwa 31 Billionen Euro oder 267 Prozent des Bruttoinlandsproduktes im Euroraum hat. Die Euro-Banken leiden nach wie vor unter geringer Profitabilität, und sie führen dabei mitunter hohe Bestände an faulen Krediten in ihren Bilanzen. Seit Anfang 2006 haben sie etwa 77 Prozent ihrer Marktkapitalisierung eingebüßt (Abb. 5 a).

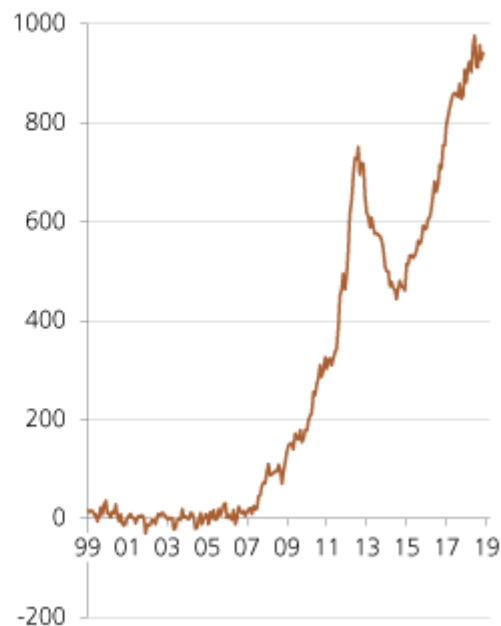
Dass die Euro-Krise nicht vorbei ist, sondern sich quasi "im Hintergrund" sogar noch dramatisiert, zeigt unmissverständlich der anschwellende "Target-2"-Saldo der Deutschen Bundesbank, der sich im Dezember 2018 bereits auf 966,2 Mrd. Euro ausgeweitet hat. Dahinter verbirgt sich im wahrsten Sinne des Wortes "das Gelddrucken der EZB", die dadurch angeschlagene Banken in Südeuropa über Wasser hält und den dortigen Bankkunden die Kapitalflucht vor allem in das deutsche Banksystem finanziert.

## 5 Euro-Banken bleiben unter Druck; Euro-Krise ist nicht vorbei

(a) Kurse der US- und Bankaktien in nationaler Währung<sup>(1)</sup>



(b) Target-2-Saldo der Deutschen Bundesbank, Mrd. Euro



Quelle: Thomson Financial, Deutsche Bundesbank; eigene Berechnungen. (1) Serien sind indexiert (Januar 2006 = 100).

Angesichts der weiterhin finanziell und mittlerweile auch politisch angespannten Situation im Euroraum wird die EZB den Leitzins wohl kaum in 2019 erhöhen können, eine Möglichkeit, die die EZB-Räte in Aussicht gestellt haben. Auch das Ende der Anleihekäufe, die der EZB-Rat beschlossen hat, wirft die Frage auf, ob die Langfristrenditen für schlechte Euro-Schuldner wie zum Beispiel Italien niedrig bleiben können, oder ob die EZB nicht doch wieder Anleihen kaufen muss, um einen politisch nicht gewollten Zinsanstieg zu verhindern.

CHINAS WIRTSCHAFT SCHWÄCHT SICH AB. Die hohe heimische Verschuldung und die Unsicherheit über die künftigen Handelsbeziehungen insbesondere zu den USA tragen dazu bei, dass Chinas Wirtschaftswachstum sich verlangsamt und sich auch dadurch das weltweite Wirtschaftswachstum abschwächt.

Seit dem Platzen des Kreditbooms 2008/2009 hat sich das chinesische Wirtschaftswachstum merklich verlangsamt (Abb. 6 a). Zum Teil aufgrund politischer Eingriffe, zum Teil aber auch durch eine verschlechterte makroökonomische Lage der chinesischen Wirtschaft. Vor allem ist bedenklich, dass die jüngste Phase der Wachstumsabschwächung mit einem Ansteigen der Gesamtverschuldung einhergegangen ist: Der Zuwachs der Schulden hat also den Güterausstoß merklich übertroffen. Anders gesprochen: Immer mehr Schulden waren nötig, um die Produktion zu mehren. Das ist dauerhaft kein haltbarer Zustand.

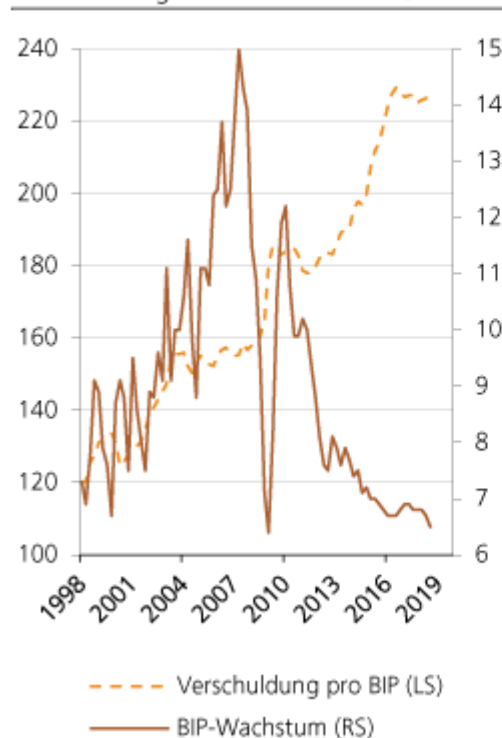
Hinzu kommt, dass der Außenwert der chinesischen Währung seit Jahren unter Abwertungsdruck steht

(Abb. 6 b). Das hat zwar der heimischen Exportwirtschaft geholfen. Allerdings war der Abwertungsdruck ganz offensichtlich so groß, dass die chinesische Zentralbank am Devisenmarkt ihre eigene Währung gegenüber dem US-Dollar stützen musste (sie hat dafür US-Dollar-Reserven gegen eigene Währung verkauft und folglich haben die chinesischen Währungsreserven abgenommen). Die Handelspolitik der US-Administration unter Präsident Donald J. Trump setzt China nun weiter unter Druck.

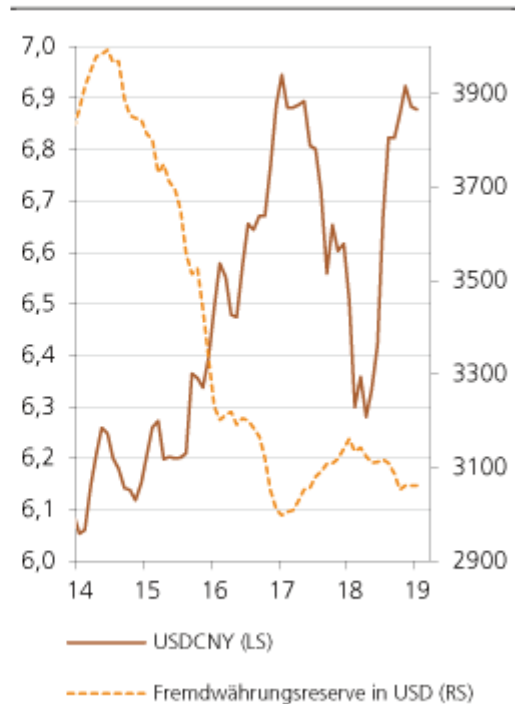
Mittlerweile scheint die chinesische Zentralbank sogar wieder auf einen expansiven Kurs überzugehen, vor allem aber um die Banken liquide zu halten: Am 16. Januar 2019 pumpte sie an einem Tag umgerechnet 83 Mrd. US-Dollar in den heimischen Interbankenmarkt - ein Rekordwert. Auch in China scheint also die Fortsetzung des Wirtschaftswachstums nun auch - wie in der westlichen Welt - eine immer größere monetäre Expansion zu erfordern.

## 6 Chinas Wirtschaft verlangsamt sich, CNY wertet ab

(a) China: Wirtschaftswachstum und Verschuldung relative zum BIP in %



(b) USDCNY und chinesische Währungsreserven in US-Dollar



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen

## Rückblick auf unsere Preiseinschätzungen

Die nachstehende Tabelle zeigt die von uns im Januar 2018 geschätzten Bandbreiten für die Edelmetallpreise sowie zwei Abweichungsmaße: (1) den Jahresendpreis gegenüber dem geschätzten Jahresdurchschnittspreis sowie (2) den durchschnittlichen Jahrespreis gegenüber dem geschätzten Jahresdurchschnittspreis. Es offenbaren sich (leider) erhebliche Schätzfehler. Beispielsweise zeigt sich, dass wir den Goldpreis um 5,4 Prozent beziehungsweise 6,8 Prozent überschätzt haben. Bei Platin, Silber und Palladium waren die Abweichungen noch ausgeprägter.

**Beurteilung der Prognosegüte**

|                                | Gold | Silber | Platin | Palladium |
|--------------------------------|------|--------|--------|-----------|
| Oben (USD/oz)                  | 1472 | 21     | 1048   | 1261      |
| Unten (USD/oz)                 | 1248 | 16     | 936    | 1033      |
| Mittelwert (USD/oz)            | 1360 | 18,5   | 992    | 1147      |
| Jahresendstand (USD/oz)        | 1287 | 15,5   | 794    | 1267      |
| Abweichung in % <sup>(1)</sup> | -5,4 | -16,2  | -20,0  | 10,5      |
| Jahresdurchschnitt (USD/oz)    | 1268 | 15,8   | 880    | 1019      |
| Abweichung in % <sup>(2)</sup> | -6,8 | -14,6  | -11,3  | -11,2     |

*Legende: Geschätzte Preise vom Januar 2018. (1) Abweichung des Jahresendstandes gegenüber dem Durchschnitt der geschätzten Preise. (2) Abweichung des Jahresdurchschnitts gegenüber dem geschätzten Jahresdurchschnitt.*

Was lässt sich daraus lernen? Es liegt nun nahe, die Möglichkeit, verlässliche Prognosen abzugeben, generell in Frage zu stellen. Und in der Tat muss man eingestehen, dass es äußerst schwierig ist, den Verlauf der Edelmetallpreise vorherzusehen. Das liegt vor allem (auch) daran, dass es für Edelmetalle keine verlässliche "Bewertungsformel" gibt, wie sie prinzipiell im Bereich der Aktien und Anleihen verfügbar ist - denn Edelmetalle haben keinen laufenden Ertrag ("Cash Flow"), auf dessen Grundlage man (innerhalb gewisser Bandbreiten) einen "fairen Wert" ableiten könnte.

Allerdings ist auch eine alternative (und etwas tröstliche) Erklärung von fehlgeschlagenen Prognosen verfügbar. Sie lautet: In der kurzen bis mittleren Frist (also für den Zeitraum von ein bis zwei Jahren) sind die Preisverläufe der Edelmetalle ganz besonders schwierig einzuschätzen. Langfristig hingegen (also für Zeiträume von mehr als drei oder fünf Jahren) dürfte sich die Prognostizierbarkeit tendenziell verbessern. Auf die Langfristigkeit zu setzen, das mag also dann doch ein hinreichend belastbarer und praktikabler Prognose- und Anlagegrundsatz sein.

**Blick nach vorn**

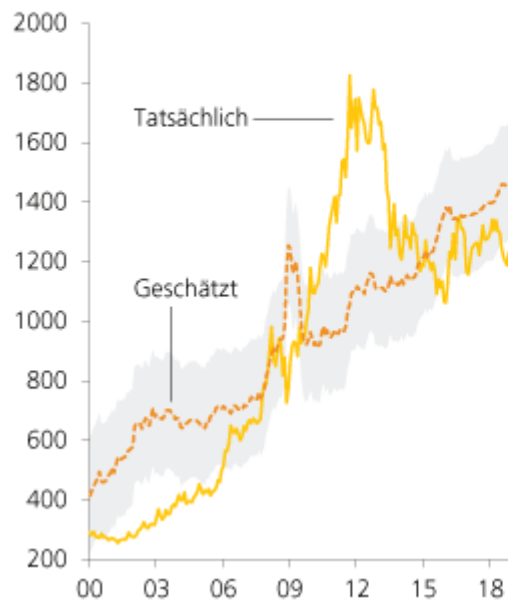
Ein Weg, um sich Aufschluss über die künftig mögliche Preisbewegung zu verschaffen, besteht darin, den Langfristzusammenhang zwischen dem Goldpreis und volkswirtschaftlichen Größen (wie zum Beispiel Geldmenge und Zins) zu erkunden und auf dieser Basis Über- oder Unterbewertungen zu identifizieren. Das Ergebnis eines solchen Versuchs zeigt Abb. 7 a. Danach liegt der aktuelle Goldpreis von etwa 1.290 USD/oz unter dem "fairen Wert" von ungefähr 1.460 USD/oz, erscheint also nach wie vor relativ günstig zu sein. Abb. 7 b zeigt die ermittelte Abweichung in US-Dollar pro Feinunze.

Wie einleitend bereits erläutert, haben sich erhebliche Risiken in der internationalen Geld- und Kreditarchitektur aufgebaut. Darüber sollte auch der wahrscheinliche Fortgang der konjunkturellen Aufwärtsbewegung in 2019 - auch wenn er sich gegenüber dem Vorjahr hier und da abschwächen sollte - nicht hinwegtäuschen. Der risikobewusste Anleger ist daher gut beraten, einen Teil seiner liquiden Mittel in der "Währung Gold" (und auch Silber) zu halten - weil der Preis des Goldes nach wie vor relativ günstig ist.

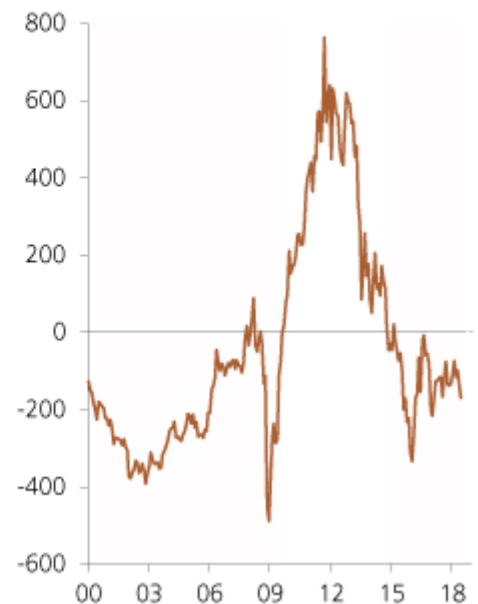
Gold ist als eine Versicherung mit Wertsteigerungspotential einzustufen. Gold "vorausschauend" im eigenen Portfolio zu halten - am besten in physischer Form -, empfiehlt sich in einer Zeit, in der der "Ikarus-Aufschwung" wahrscheinlich noch etwas weitergeht: denn ungeachtet dessen steigen die Abwärtsrisiken, und es lässt sich nun einmal zeitlich nicht verlässlich bestimmen, wann die nächste Krise ausbricht.

## 7 Goldpreis ist nach wie vor relativ billig

(a) Goldpreis (USD/oz), tatsächlich und geschätzt<sup>(1)</sup>



(b) Abweichung des Goldpreises (USD/oz) vom langfristigen Schätzwert



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen. (1) Geschätzt für die Zeitperiode Januar 1972 bis November 2018 auf Basis der US-Geldmenge, dem realen US-Notenbankzins und einer Kreditprämie. Graue Fläche: Standardfehler. (2) Liegt die braune Linie über (unter) der Nulllinie, ist der Goldpreis teuer (billig).

© Prof. Dr. Thorsten Polleit

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

Siehe hierzu auch Degussa Marktreport, Die Weltwirtschaft 2018: Der Ikarus-Aufschwung geht weiter, [18. Januar 2018](#).

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

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/401809--Der-Ikarus-Aufschwung-dauert-an-die-Abwaertsrisiken-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 1999-2025. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).