

Das Gold-Realzins-Rätsel

MARKUS MEZGER

Gold ist ein Spezialfall an den Finanzmärkten. Die Finanzmärkte sind entstanden, um Kapital von Kapitalgebern an investitionswillige Kapitalsuchende zu transferieren. Die Kapitalgeber erwarten für diesen Transfer eine Gegenleistung. Entweder Teilhabe an den Gewinnen des Investitionsprojekts oder eine feste Rate auf ihr eingesetztes Kapital. Ob Aktien, Anleihen oder Immobilien – sie alle können prinzipiell eine inhärente Rendite auf ein Investment bieten. Gold kann das nicht. Gold ist seit Jahrtausenden als Geld gebraucht worden. Aber genauso wie heutiges Bargeld können Sie es jahrelang liegen lassen und es vermehrt sich natürlich nicht. Der Geldspeicher von Dagobert Duck ist schon immer eine ökonomisch sinnentleerte Fiktion gewesen.

Warum sich also noch mit dem Edelmetall beschäftigen? Die erste, noch etwas zu einfache Antwort, findet sich eben im Vergleich zu Bargeld. Die Papierwährungen dieser Welt werden immer weniger wert. Man kann mit ihnen immer weniger Waren und Dienstleistungen kaufen, da deren Preise, gemessen an den Konsumgüterpreisindizes steigen. Viele der großen Volkswirtschaften haben ein Ziel von 2% für die jährliche Preissteigerung (Inflation) ausgegeben. Würde dieses Ziel genau erreicht werden, wäre liegengelassenes Bargeld in 10 Jahren um knapp 22% weniger wert. Und Gold? Gold, so zumindest verstehe ich es, ist reales Geld ohne Kaufkraftverlust. Es ist da, um die Inflationsraten und den dadurch entstandenen Kaufkraftverlust auf Dauer auszugleichen. Die reale Rendite des Edelmetalls, das heißt die Rendite, die nach Abzug der Inflation übrigbleibt, beträgt nach dieser Definition Null Prozent.

Wie sieht das nun bei Aktien, Anleihen oder Immobilien aus? Ein Investor verzichtet heute auf Konsum, um durch die Früchte seiner Investition später mehr konsumieren zu können. Die Rendite, die ein Investment abwerfen soll, muss also mindestens den Kaufkraftverlust durch Inflation kompensieren. Ein Investment wird nur dann in Betracht gezogen werden, wenn eine positive reale Rendite (Realzins) auf das Investitionsvorhaben erwartet wird. Soweit die volkswirtschaftliche Theorie. In der Vergangenheit lieferten Aktien, Anleihen und Immobilien regelmäßig positive reale Renditen. Wozu also noch Gold?

Darauf gibt es mindestens zwei Antworten. Die erste ist die, dass es Marktphasen geben kann, in denen Investoren weder von Aktien noch von Anleihen oder Immobilien bei rationaler Betrachtung einen positiven Realzins erwarten dürfen. Das wäre gegeben, wenn Wirtschaftskrisen antizipiert werden, in denen die Preise dieser Assetklassen synchron fallen. Jemand, der Gold aus diesem Motiv erwirbt, sucht also vor allem einen taktischen Vermögensschutz, der dem allgemeinen Abwärtssog der anderen Anlageklassen entzogen ist. Zwei Dinge sollten bei dieser Variante allerdings im Auge behalten werden. Erstens sind Wirtschaftskrisen zumeist zyklisch und zeitlich in der Regel auf weniger als ein Jahr begrenzt. Ein Goldinvestment über Jahre hinweg lässt sich aus diesem Motiv nicht rechtfertigen. Zweitens muss die Frage beantwortet werden können, warum Gold in einer temporären, tendenziell deflationären Krise ein besseres Investment sein sollte als Staatsanleihen bester Bonität mit kurzer Laufzeit.

Eine mögliche Antwort auf diese Frage führt zum zweiten großen Motiv, Gold zu kaufen: Dem Schutz vor systemischen Finanzkrisen. Diese können deflationär oder inflationär sein. Beispiele für ersteres sind die Weltwirtschaftskrise in den Jahren 1929ff oder die Krise in Japan nach dem Platzen der japanischen Immobilienblase in den Jahren 1990ff. Alte Hüte werden nun manche sagen. Dies geschah, bevor die Notenbanken ihre Rolle als Rettungssanitäter und Heilsbringer der Aktienmärkte für sich entdeckt hatten. Die US-Immobilienkrise in den Jahren 2007ff und die europäische Staatsschuldenkrise 2011ff sind jedoch jüngere Beispiele für im Kern deflationäre Krisen. Deflationäre Krisen sind dadurch geprägt, dass Kreditpyramiden plötzlich in sich zusammenfallen und gehen nicht selten mit Bankenkrisen einher. Gold ist dem Flächenbrand der Kreditausfälle entzogen, da es im Gegensatz zu Bankguthaben keine Forderung bzw. Verbindlichkeit darstellt. Es kann weder ausfallen, noch in der Krise beliebig vermehrt werden.

Die systemische inflationäre Krise ist wesentlich seltener. Sie entsteht dadurch, dass sich die Regierung eines Landes nicht mehr anders zu helfen weiß, als ihre Staatsausgaben mit der Notenpresse zu decken, da die Finanzmärkte eine

weitere Finanzierung der Staatsschuld verweigern. Die Inflationsraten akzelerieren und die Preise verlieren ihre Lenkungsfunktion. Niemand will in der kollabierenden Währung noch ein Geschäft abschließen. Das prominenteste Beispiel ist die Hyperinflation in Deutschland im Jahr 1923. Jüngere Beispiele gibt es vor allem in einzelnen Schwellenländern. In den großen Währungsräumen US-Dollar, Euro, Britisches Pfund, Schweizer Franken, Yen oder Yuan hat es in den letzten 50 Jahren kein Beispiel für eine akzelerierende und unkontrollierte Inflation der Konsumgüterpreise gegeben. Am nächsten dran waren noch die zweistelligen Inflationsraten infolge des zweiten Ölschocks Ende der siebziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts.

Einen Seitenhieb kann ich mir an dieser Stelle dennoch nicht verkneifen. In den letzten 20 Jahren ist die Geldpolitik u.a. in den USA, Europa und Japan gewissermaßen außer Kontrolle geraten. Ich werde später in diesem Beitrag noch näher darauf eingehen. Das war möglich, weil den Notenbanken mit der Kontrolle der Steigerungsraten der Konsumgüterpreise ein sehr enges Mandat gesetzt ist. Die Preissteigerungen bei den Vermögenspreisen hingegen dürfen die Notenbanker einfach außen vorlassen, da die meisten Marktteilnehmer diese als angenehm oder gar angebracht empfinden. Viele Menschen würden sich über eine Verhundertfachung der Nahrungsmittel- oder Benzinpreise -, wohl kaum aber über die Verhundertfachung der Aktienpreise in ihren Depots empören. Ohne entsprechende wirtschaftliche Grundlage ist eine durch zu viel Notenbankgeld hervorgerufene Asset Inflation aber genauso verheerend wie eine unkontrollierte Güterpreis-inflation. Verlieren die Preise doch bei allzu großer Beschleunigung ihre Knappheitsindikation und Lenkungsfunktion. Die Fehlallokation von Kapital in unproduktiven Verwendungen ist die Folge. Werden bereinigende Krisen mit noch mehr Geld bekämpft, entsteht eine permanente Blasenkultur.

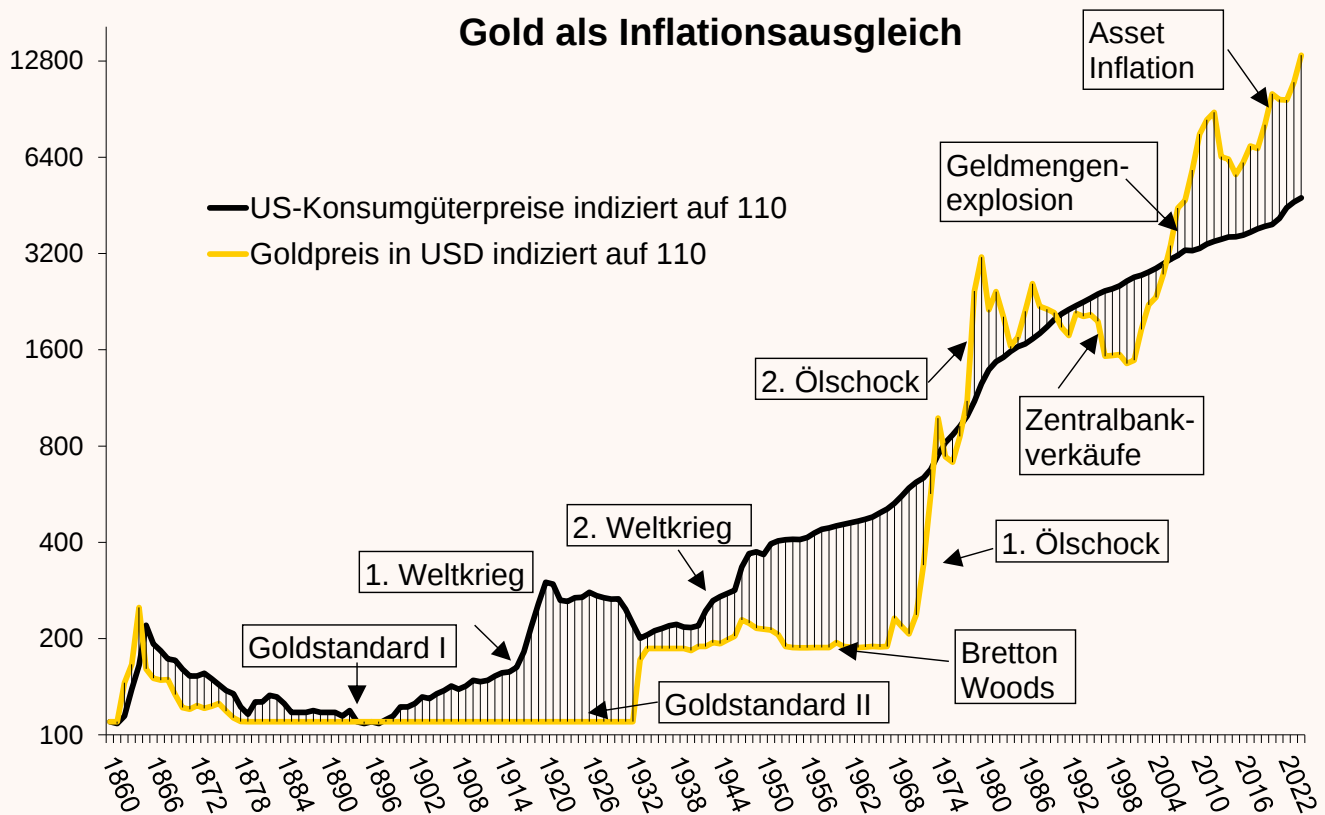
Generell ist anzumerken, dass eine systemische Krise oder ein systemischer Zusammenbruch praktisch nicht zu timen sind. Schon das Timing eines zyklischen Aktienmarkteinbruchs geriert sich, wie ich aus langjährigen Erfahrungen zu berichten weiß, äußerst schwierig und facettenreich. Bis ein System, mag es noch so wenig nachhaltig scheinen, schließlich zusammenbricht, können viele Jahre, wenn nicht Jahrzehnte vergehen. Gold spielt in diesem Zusammenhang die Rolle einer Worst Case Versicherung, die über die Jahre möglichst wenig angetastet werden sollte.

Diese Arbeit versucht zu analysieren, wo wir beim Goldpreis in Bezug auf die genannten Krisenszenarien stehen. Starten möchte ich diesen Beitrag mit dem langfristigen Vergleich der US-Konsumgüterpreise mit Gold. Dabei soll auch ein kurzer Blick auf alternative Anlagen wie verzinstes Cash oder Bitcoin geworfen werden. Gerade der Vergleich mit Anleihen wirft beim Goldpreis einige Fragezeichen auf, die diesem Beitrag den Titel gegeben haben. Das Edelmetall ist wie oben angerissen der natürliche Antipode zu verzinslichen Anlagen und die Märkte signalisieren teilweise unterschiedliche Szenarien. Von den Preissignalen bei Anleihen soll schließlich der Bogen zu den zyklischen Konjunktursignalen und zu den systemischen Krisenpotenzialen geschlagen werden.

Gold und US-Konsumgüterpreise im langfristigen Vergleich

Um eine Idee zu bekommen, wo wir beim Goldpreis momentan stehen, sollte eine möglichst lange Historie betrachtet werden, die die Phasen der beiden Goldstandards miteinschließt. Die Geschichte des Goldpreises ist in vielen Publikationen ausführlich dargestellt worden. Deswegen möchte ich mich hier auf ein paar Absätze beschränken. Gold hatte traditionell die Rolle von Geld mit einem realen Werterhalt eingenommen. Als die ersten Papierwährungen eingeführt wurden, waren diese nur mit dem Versprechen zu platzieren, dass sie gegen Gold zu einem festen Preis zurückgetauscht werden dürfen. Das Geldangebot war dadurch begrenzt, da nicht mehr Geld ausgegeben werden durfte, als durch die Goldbestände gedeckt war. Die Güterpreis-inflation der beiden Weltkriege führte zu einer Entwertung der Kaufkraft der Papierwährungen und wurde durch die Anhebung des Goldpreises gegen US-Dollar während der Weltwirtschaftskrise in den dreißiger Jahren des vergangenen Jahrhunderts nur teilweise ausgeglichen.

Gold war also unterbewertet, als es nach dem Zweiten Weltkrieg in der Währungsordnung von Bretton Woods mit 35 US-Dollar je Unze erneut gegen die amerikanische Währung fixiert wurde. Für den Dollar waren wiederum feste Wechselkurse zu den wichtigsten anderen Papierwährungen vereinbart. Durch eine zu expansive Geldpolitik und fortgesetzte US-Außenhandelsdefizite bauten sich große US-Dollar-Devisenbestände im Ausland auf.



Als Frankreich verlangte, seine US-Dollar zum fixierten Preis von 35 US-Dollar je Unze gegen Gold zu tauschen, beendeten die USA 1973 das System eines an den US-Dollar gekoppelten Goldpreises. Die nun starke Unterbewertung von Gold entlud sich während der beiden Ölshocks der 70er-Jahre in zwei Preisschüben, die das Edelmetall wieder über die Linie der US-Konsumgüterpreise hinausführte.

Eine weitere Unterbewertung ergab sich Ende der neunziger Jahre, als einige Zentralbanken ihre Goldbestände reduzierten und der Gold-Terminmarkt durch Gold-Ausleihungen von Zentralbanken belastet wurde. Diese Unterbewertung wurde durch den starken Goldpreisanstieg von 2002-2012 nicht nur beseitigt, sondern in ihr Gegenteil verkehrt. Der Goldpreis steht heute relativ deutlich über den US-Konsumgüterpreisen. Galt über viele Jahrzehnte die Faustregel, dass „eine Unze Gold immer einen guten Anzug kauft!“, so muss diese heute umgeschrieben werden. Eine Unze Gold kauft heute zwei gute Anzüge. Der Goldpreis müsste um etwas mehr als die Hälfte fallen, um wieder auf Linie mit den US-Konsumgüterpreisen zu sein.

Ist Gold also überbewertet? Eine Antwort auf diese Frage darf die Geldmengenenexplosionen und die dadurch ausgelöste Asset Inflation nicht außer Acht lassen. Sollte Gold nicht auch den Teil der Asset Inflation ausgleichen, der nicht auf einem Anstieg der realwirtschaftlichen Wertschöpfung beruht? Wie sieht denn die reale Wertentwicklung der zu Gold alternativen Anlagen aus?

Reale Wertentwicklung von Gold und US-Dollar-Anlagealternativen

Die erste Anlagealternative zu Gold ist US-Dollar Cash. Für Cash erhält ein Anleger einen kurzfristigen Zins. Der Einfachheit halber sei angenommen, dass ein Anleger immer den US-Leitzins erhält. Es wird zudem angenommen, dass diese Geldmarktanlage ohne Kursgewinne oder -verluste laufend rolliert wird. Im untenstehenden Schaubild ist die relative Wertentwicklung verschiedener US-Dollar Anlagealternativen zu Gold dargestellt. Klar zu erkennen ist, dass verzinstes Cash erst ab Anfang der achtziger Jahre einen nennenswerten realen Wertzuwachs bieten kann. Ab diesem Zeitpunkt beginnen die Inflationsraten weltweit zu fallen. Die Globalisierung führte zu Produktivitätsgewinnen und weltweiter Disinflation.

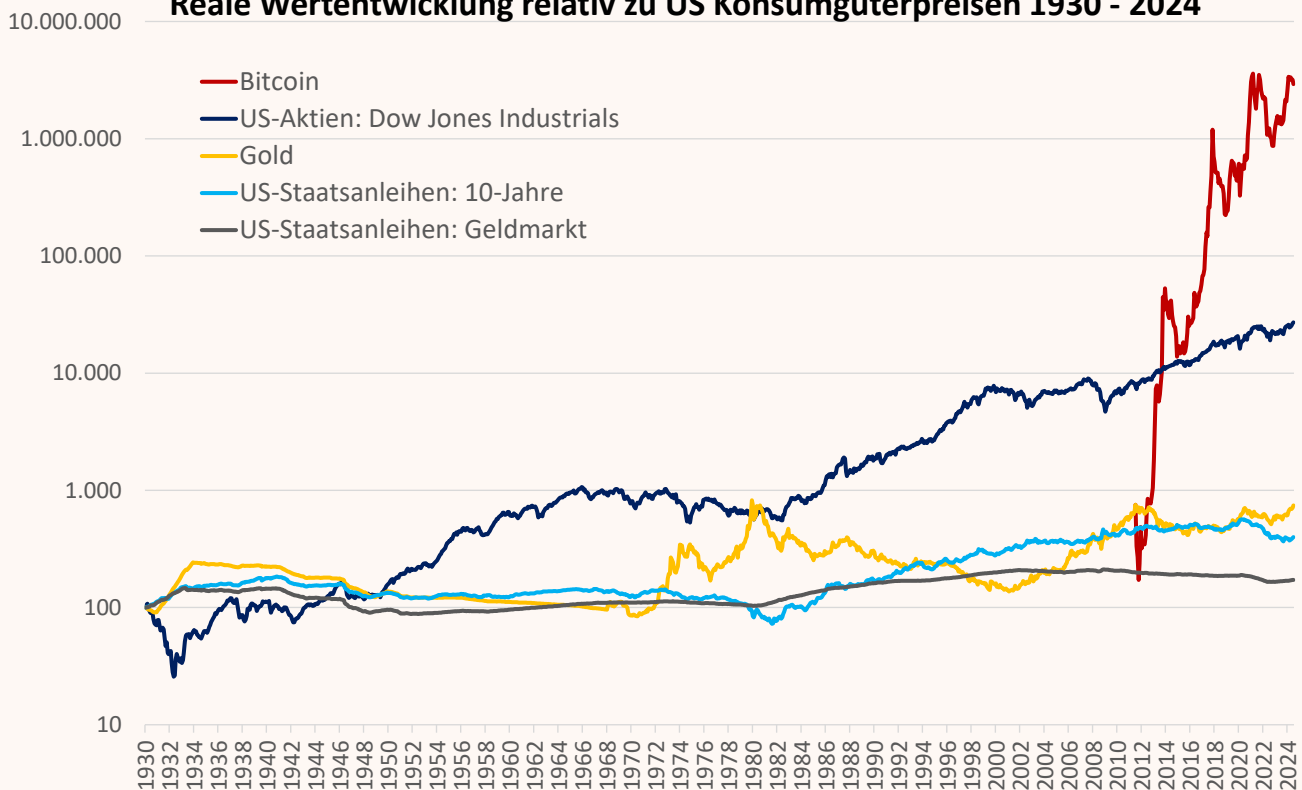
Davon profitieren besonders US-Staatsanleihen längerer Laufzeit, da hier zusätzlich zur Geldmarktanlage noch hohe einmalige Kursgewinne einzustreichen waren. Erst die Post-Corona-Inflation im Jahr 2021 setzt diesem Trend ein Ende. Durch den nachfolgenden Zinsanstieg mussten Anleger bei länger laufenden US-Staatsanleihen große Kursverluste verbuchen. Da die Notenbanken den starken Anstieg der Inflationsraten nicht vorhergesehen hatten, erfolgten die Leitzinsanhebungen zu spät. US-Geldmarktanlagen konnten den Anstieg der US-Konsumgüterpreise nicht kompensieren. Im Schaubild 2 ist der Trendbruch klar zu erkennen. Die beiden Hauptkonkurrenten des Edelmetalls verzeichneten also eine negative reale Wertentwicklung, während Gold selbst leicht aufwärts tendierte. Neben den geopolitischen Entwicklungen ist die Outperformance von Gold zu festverzinslichen Anlagen sicherlich ein Grund dafür, dass vor allem Zentralbanken das Edelmetall in jüngster Zeit wieder verstärkt gekauft haben. Seit 2023 sind die Inflationsraten wieder auf Werte von zuletzt 3% gefallen. Festverzinsliche Anlagen deuten aktuell einen positiven Realzins an. Was das für den Goldpreis bedeuten kann, soll weiter unten ausführlicher diskutiert werden.

In das untenstehende Schaubild ist auch die reale Wertentwicklung von US-Aktien eingezeichnet. Diese gehören thematisch eigentlich nicht hinein, da ihre Kurszuwächse zu einem guten Teil auf gestiegenen realen Unternehmensgewinnen beruhen. Auf der anderen Seite gehen die realen Wertzuwächse von US-Aktien teilweise weit über die Gewinnentwicklung hinaus, so dass die Aktienhausse seit 2008 zumindest teilweise von der allzu reichlichen Geldversorgung der amerikanischen Notenbank gespeist ist

Das Paradebeispiel für eine Asset Inflation ist jedoch die Wertentwicklung des Bitcoins. Ebenso wie bei Gold ist ein Investment in Bitcoin keine produktive Geldverwendung. Außer Liegenlassen kann ein Anleger mit Bitcoin oder Gold nichts machen. Ebenso wie Gold hat der Bitcoin keinen inneren Wert. Welcher Preis für Gold oder Bitcoin bezahlt wird, beruht allein auf der Annahme der Anleger, etwas Werthaltiges erworben zu haben. Soweit die Gemeinsamkeiten. Aber es gibt gravierende Unterschiede, die den Bitcoin meiner Ansicht nach zur einer der größten Anlageblasen der Menschheitsgeschichte machen. Der erste Unterschied: In vielen Jahrhunderten haben Alchimisten versucht, Gold herzustellen. Die Energiemengen, die dazu notwendig wären, sind auf diesem Planeten bisher schlichtweg nicht verfügbare und nutzbar gewesen. Und das, was an unterirdischen Goldreserven noch abzubauen ist, kommt in einer immer geringeren Konzentration (Grading der Erzreserven) und zu steigenden Produktionskosten auf den Markt. Der Bitcoin hingegen ist ein elektronischer Schlüssel in einem EDV-Netzwerk. Er könnte jederzeit in unbegrenzten Mengen praktisch ohne nennenswerte Kosten hergestellt werden. Es gibt ein Versprechen, dies nicht zu tun. Momentan ist die maximale Anzahl von Bitcoin auf 21 Mio. Stück begrenzt. Aber dieses Versprechen ist von einer anonymen, nicht regulierten Nutzergemeinde abgegeben worden, die für die Einhaltung dieses Versprechens weder haftbar gemacht, noch verklagt werden kann.

Und selbst wenn dieses Versprechen eingehalten würde, wäre es nicht viel wert. Bitcoins werden geschaffen, indem einzelne Nutzer des Bitcoin-Netzwerks für andere Nutzer Transaktionen in Bitcoin durchführen. Diese Transaktionen werden in Blöcken, die eindeutig aufeinander aufbauen (Blockchain), gesammelt. Um zu verhindern, dass gleichzeitig mehrere Blöcke entstehen und die Blockchain sich verzweigt, wurde der Rechenaufwand für die Erstellung eines Blocks so verkompliziert, dass dafür heute riesige Energiemengen (inkl. der dazugehörigen CO₂-Emissionen) und Rechenkapazitäten notwendig sind. Die Ration an Bitcoin, die für die Erstellung eines Blocks bezahlt werden, wird immer geringer. Etwa im Jahr 2040 sollen dann alle Bitcoins emittiert sein. Wer dann für welchen Preis Bitcoin-Transaktionen durchführen soll, ist ungeklärt. Die Blockchain ist zudem eine offene Technologie. Viele Marktteilnehmer werden sich lange vor der Emission des letzten Bitcoins alternativen Blockchain-Systemen zuzuwenden, die noch nicht so weit fortgeschritten sind. Und diese sogenannten AltCoins sind auch schon zu hunderten auf dem Markt.

Reale Wertentwicklung relativ zu US Konsumgüterpreisen 1930 - 2024



Die Preise für diese elektronischen Schlüssel, die ironischerweise Münzen genannt werden¹, haben jeden Bezug zur Realität verloren. Im Jahr 2010 war ein Bitcoin noch nicht einmal einen US-Cent wert. Angeblich wurden in der ersten bekannten Bitcoin-Transaktion im Jahr 2010 für 10.000 Bitcoin im damaligen Gegenwert von 41 US-Dollar zwei Pizzen gekauft. Beim heutigen Bitcoin-Kurs von rund 60.000 US-Dollar entspräche dies einem Transaktionsgegenwert von 600 Mio. US-Dollar. Für die Verbuchung dieser Transaktion wurden 50 neue Bitcoins ausgegeben. Schlappe 3 Mio. US-Dollar nach heutigen Preisen. Das Bitcoin-System gleicht einem Kettenbrief, in das immer neue Nutzerschichten hineingezogen werden, um den Alteigentümern einen möglichst großen Reichtum zu beschern. Was passiert, wenn der Nachschub an neuen Anlegern ausbleibt, wird sich jeder selbst ausmalen können.

Das Bitcoin-System wurde an dieser Stelle so ausführlich erläutert, da es typisch für die in den westlichen Volkswirtschaften grassierende Bigger-Fool-Mentalität ist. Es geht vielen nur noch darum, einen noch größeren

Dummen zu finden, der einem die eigenen Anlagen unabhängig von deren Werthaltigkeit zu einem möglichst hohen Gewinn wieder abkauft. Diese Auswüchse sind durch die überreichliche Versorgung mit Zentralbankgeld möglich geworden. Kein Wunder also, dass auch die Phantasie der Gold-Anleger angeregt wurde und dass das Edelmetall am oberen Rand seiner über viele Jahrzehnte ausgebildeten Bewertungsspanne notiert. Dabei wurden die Warnzeichen steigender Realzinsen zuletzt weitgehend ignoriert.

Gold und die Lücke zum erwarteten Realzins

Die Zinsentwicklung in den großen zum westlichen Block gehörenden Volkswirtschaften in den letzten drei Jahren unterteilt sich in zwei Phasen. In der ersten Phase ab dem Sommer 2021 schossen die Inflationsraten nach oben. Das hatte mehrere Gründe, über die später noch ausführlicher gesprochen wird. Die Notenbanken der westlichen Welt hatten diese Entwicklung in dieser Stärke nicht kommen

¹ Die gesamten Begrifflichkeiten für die Vermarktung des Bitcoin sind aus dem Marketing von Goldprodukten entlehnt worden. So ist grundsätzlich eine glänzende, metallene Münze mit einem B in der Mitte abgebildet, wenn vom Bitcoin die Rede ist. Die

Schaffung von Bitcoin nennt sich irreführender Weise „Mining“. Die Bitcoin-Anhänger bezeichnen den Bitcoin als „Geld“ oder „Währung“, obwohl der Bitcoin mit einem gesetzlichen Zahlungsmittel oder offiziellen Devisenreserven nicht das geringste zu tun hat.

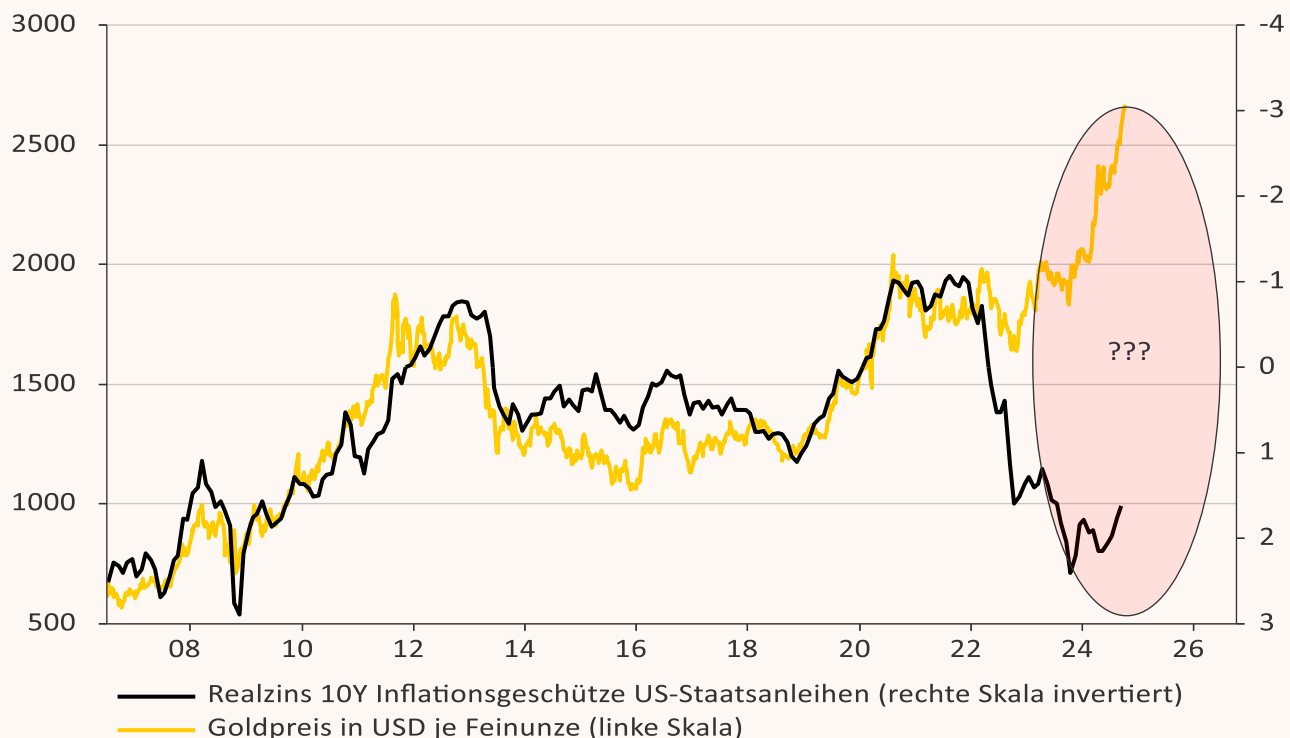
sehen und reagierten erst mit einer gewissen Verzögerung auf die zweistelligen Inflationsraten, die weit über den Zielmarken lagen. In dieser Zeit waren die Realzinsen bei kurzen und langen Staatsanleihen stark negativ, wovon der Goldpreis profitierte. In der zweiten Phase fielen die Inflationsraten allmählich, während die Leitzinsen in den USA und Europa immer weiter angehoben wurden. Ab Mai 2023 lag der US-Leitzins erstmals wieder über der jährlichen Kerninflationsrate. Heute haben wir einen US-Leitzins von 5% bei einer Kerninflationsrate von 3,25%.

Für den Goldmarkt waren in den letzten Jahren aber weniger die realisierten, als vielmehr die erwarteten Realzinsen der entscheidende Antriebsfaktor. Die Realzinserwartungen können aus den Märkten für inflationsgeschützte Anleihen abgeleitet werden. Bei einer inflationsgeschützten Anleihe sind die Zinszahlungen und der Rückzahlungsbetrag von der Entwicklung eines Verbraucherpreisindex abhängig. Kauft ein Anleger beispielsweise eine inflationsgeschützte Anleihe mit einer Verzinsung von einem Prozent, so erhält er immer dieses eine Prozent nach Abzug der Inflationsrate. Beträgt diese beispielsweise 5%, so erhält der Käufer 6% und einen entsprechend angepassten Rückzahlungsbetrag. Mit inflationsgeschützten Anleihen können Schuldner und Gläubiger also einen Realzins über die Laufzeit der Anleihe fixieren.

Der Goldpreis und der für die nächsten 10 Jahre erwartete Realzins, abgelesen aus der realen Rendite 10-jähriger, inflationsgeschützter US-Staatsanleihen bewegten sich seit 2007 lange Zeit annähernd synchron zueinander. Seit dem Herbst 2022 ist das nicht mehr so. Nicht nur die realisierten, sondern auch die erwarteten Realzinsen haben in den positiven Bereich gedreht. Gingen die US-Bondmärkte im Sommer 2022 noch davon aus, dass in den nächsten 10 Jahren nur ein negativer Realzins (-1%) realisiert werden kann, so scheinen sie heute Glauben machen zu wollen, dass sich die US-Wirtschaft über die nächsten Jahre wieder einen positiven Realzins von rund 2% leisten kann. Der Goldpreis hätte sich bei einer solchen Entwicklung eigentlich auf rund 1.000 US-Dollar je Unze annähernd halbieren müssen. Stattdessen ist er von 1.800 US-Dollar im Oktober 2022 auf aktuell über 2.600 US-Dollar je Unze gestiegen. Wie ist diese große Lücke zwischen Goldpreis und erwartetem Realzins zu erklären?

Offenkundig stufen die Bondmärkte den Inflationsrückgang der letzten 15 Monate als nachhaltig ein. Die Goldanleger wiederum scheinen dieser Aussage zu misstrauen. Ihre Argumentation lautet: Mag sein, dass die Inflationsraten kurzfristig fallen. Das aber wiederum nur, weil die Konjunktur so langsam zu schwächeln beginnt. In der nächsten Rezession aber werden die Leitzinsen wiederum auf Null gesenkt und die Zentralbanken werden die

Goldpreis und erwarteter 10-Jahres US-Realzins



Quelle: LSEG Datastream

Geldmengen erneut unkontrolliert ausweiten. Die Folge wird wie im Jahr 2021 ein erneutes Inflationsproblem sein. Welche Anlegergruppe hat recht?

Um diese Frage zu beantworten, muss das Thema meiner Ansicht nach in zwei Teilfragen aufgespalten werden. Erstens: Steht ein Konjunkturabschwung in den USA bevor, der sich jetzt bereits in einer nachlassenden Verbraucherpreisdynamik bemerkbar macht? Und zweitens: Wo liegt das neue Gleichgewicht der Inflationsraten unabhängig von der Konjunkturentwicklung? Oder mit anderen Worten: Können die großen westlichen Staaten noch einmal zu den strukturell niedrigen Inflationsraten der Jahre 2000-2020 zurückkehren?

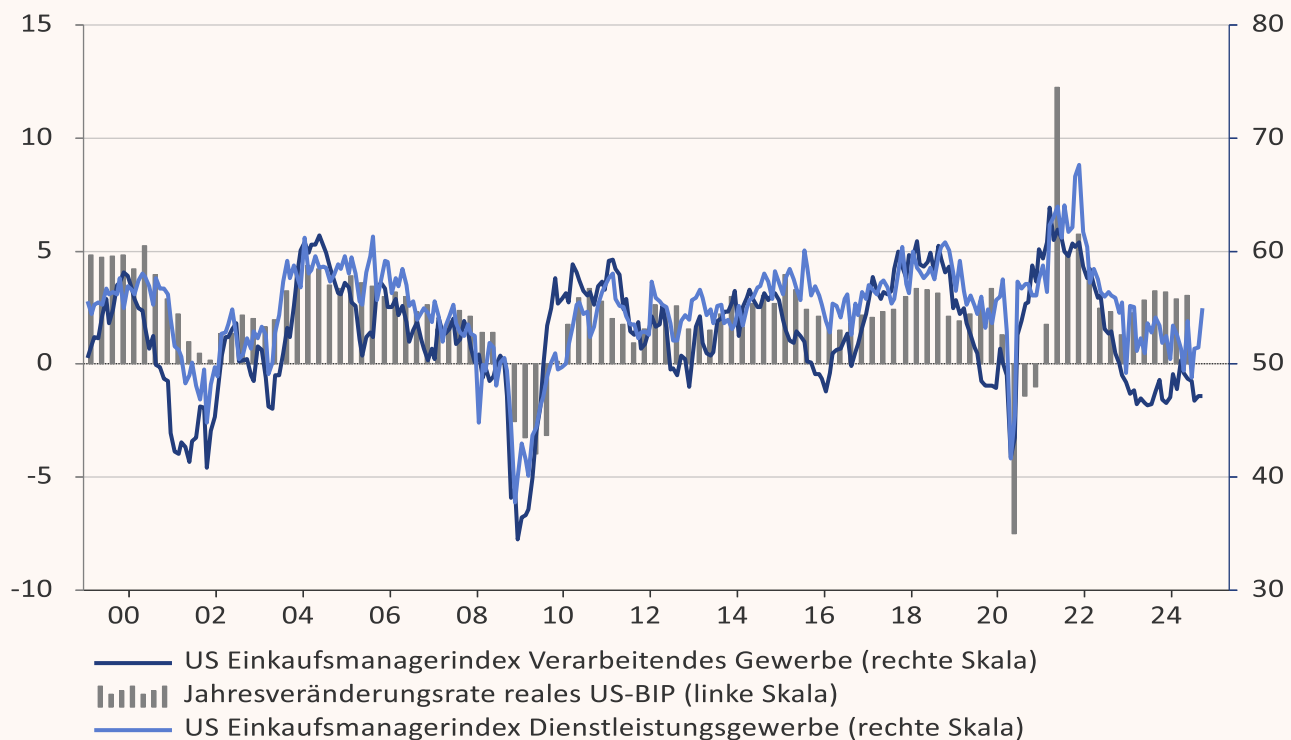
Die Gretchenfrage nach der US-Konjunktur

Die erste Frage nach der Konjunktur werden viele von Ihnen nicht mehr hören können. Seit Anfang des Jahres 2022 wird nun in den USA ein Konjunkturabschwung erwartet. Die der Konjunktur vorauslaufenden Frühindikatoren, vor allem die aus dem monetären Bereich, zeigen beharrlich nach unten. Eine der in der Vergangenheit verlässlichsten Frühindikatoren, eine inverse Zinsstruktur an den Anleihemärkten, indiziert seit 2

Jahren eine unmittelbar bevorstehende Rezession. Eine inverse Zinsstruktur ist gegeben, wenn die kurzfristigen Zinsen am Geldmarkt über denen langlaufender Anleihen liegen. Da die Zinsen am Geldmarkt durch die Leitzinspolitik der Notenbank bestimmt werden, signalisieren die tiefer liegenden Zinsen der langlaufenden Anleihen der Notenbank, dass sie die Zinsen am vorderen Ende der Zinskurve zu weit nach oben gesetzt hat. In früheren Zyklen endete das häufig in einer handfesten Rezession. Dieses Mal aber nicht. Was war diesmal anders?

Um das zu klären, müssen wir auf die Ursachen der 2021-Inflation zurückkommen. Während der Corona-Zeit waren die Geldmengen u.a. in den USA stark ausgedehnt worden. Die Zentralbankgeldmenge hat sich von knapp 3.500 Mrd. US-Dollar im Februar 2020 bis April 2021 mit etwas über 6.000 Mrd. US-Dollar fast verdoppelt. Im Gegensatz zu früheren Zyklen versackte dieses Geld aber nicht nur im Finanzbereich. Durch die vom Fiskus an die privaten Haushalte ausgeschriebenen Schecks kam dieses Geld auch einmal bei denen an, die es in Konsumausgaben umsetzen wollen. Nur konnten diese Schecks während der Corona-Beschränkungen nicht so einfach ausgegeben werden. Nach dem Wegfall der Beschränkungen führte dies zu einem Nachholeffekt beim Konsum, der dann auf gleichzeitige Angebotsengpässe bei Halbleitern, Rohstoffen und anderen Gütern traf.

US-BIP und Einkaufsmanagerindizes Manufacturing & Non Manufacturing



Quelle: LSEG Datastream

Der perfekte Sturm für einen starken Anstieg der Inflationsraten. Sowohl die Angebots-, als auch die Nachfragebedingungen normalisierten sich anschließend und die Inflationsraten begannen von einem hohen Niveau langsam zu fallen.

Wo stehen wir heute? Der Geldüberhang bei den privaten Haushalten ist weitestgehend aufgebraucht. Die Sparquote der privaten US-Haushalte ist so niedrig, dass keine großen Konsumsteigerungen mehr erwartet werden können. Der US-Arbeitsmarkt, der lange Zeit entgegen den Signalen der Frühindikatoren noch erstaunlich robust gewesen ist, beginnt langsam zu schwächeln.² Die Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe liegt am Boden. Die internationalen Einkaufsmanagerindizes, insbesondere in Europa befinden sich in diesem Segment schon längere Zeit auf Rezessionsniveau. Noch wird die US-Wirtschaft aber von dem wesentlich größeren Dienstleistungssektor getragen. Der Boom bei Anwendungen von Künstlicher Intelligenz mag dabei eine Rolle spielen.

Das Niveau der meisten Frühindikatoren liegt aber noch deutlich über den Tiefpunkten der letzten großen Konjunkturabschwünge der Jahre 2002, 2008 und 2020. Wie in den Jahren 2004 und 2016 könnte die US-Wirtschaft knapp an einer Rezession vorbeischrappen. Die gleichlaufenden Indikatoren, wie z.B. die wöchentlich berichteten Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, senden noch keine unmittelbaren Warnsignale. Und auch die internationalen Aktienmärkte wollen momentan noch nichts von einem bevorstehenden Konjunkturabschwung wissen.

Dennoch bleibt meiner Ansicht nach festzuhalten, dass ein US-Konjunkturabschwung nach den US-Wahlen immer noch das wahrscheinlichste Szenario ist. Sollte er eintreten, wäre meiner Ansicht nach reflexartig noch einmal mit einer expansiven Geldpolitik und negativen Realzinsen zu rechnen. Der Goldpreis hat nach meiner Meinung dieses Szenario bereits vorweggenommen. Das Aufwärtspotenzial über 2.600 US-Dollar ist nach meinem Empfinden begrenzt. Rückenwind dürfte der Goldpreis in diesem Szenario aber von einer generellen Abwertung des US-Dollar erhalten.

Sollte aber ein Konjunkturabschwung in den USA ausbleiben und die Realzinsen auf dem derzeitigen Niveau

verharren, wäre mit einem größeren Goldpreiseinbruch unter 2.000 US-Dollar je Unze zu rechnen. Dies umso mehr, da an den Futures-Märkten eine große Kaufposition spekulativer Marktteilnehmer besteht. Entscheidend für die langfristigen Goldpreisperspektiven wird aber meiner Ansicht sein, wie sich die Inflationsraten langfristig, unabhängig von den Konjunkturzyklen entwickeln.

Die langfristigen Inflationsperspektiven

Viele Ökonomen haben in den letzten Jahren gute Gründe zusammengetragen, warum sich die an den Bondmärkten implizierte Rückkehr zu den niedrigen Inflationsraten der Jahre 2000 bis 2020 als illusionär erweisen wird. Zu diesen Gründen zählt vor allem die Wiederauferstehung des Protektionismus in vielen Ländern, der die Produktivitätsfortschritte der Globalisierung in ihr Gegenteil zu verkehren droht. Wenn sich in den USA Demokraten und Republikaner in vielen Themen unversöhnlich gegenüberstehen, so sind sie sich doch in dem Punkt protektionistischer Maßnahmen gegen China einig. Auch die neue geopolitische Blockbildung behindert den freien Fluss von Waren, Dienstleistungen, Kapital und Arbeitskräften. Die Produktivitätseinbußen werden durch neue Technologien wie Künstliche Intelligenz nicht vollständig aufgefangen werden. Eine Analyse des Bank Credit Analyst (BCA) kommt zu dem Schluss, dass das durch Künstliche Intelligenz erzeugte reale Zusatzwachstum geringer ausfallen wird, als dies die Aktienmärkte gegenwärtig diskontieren.³

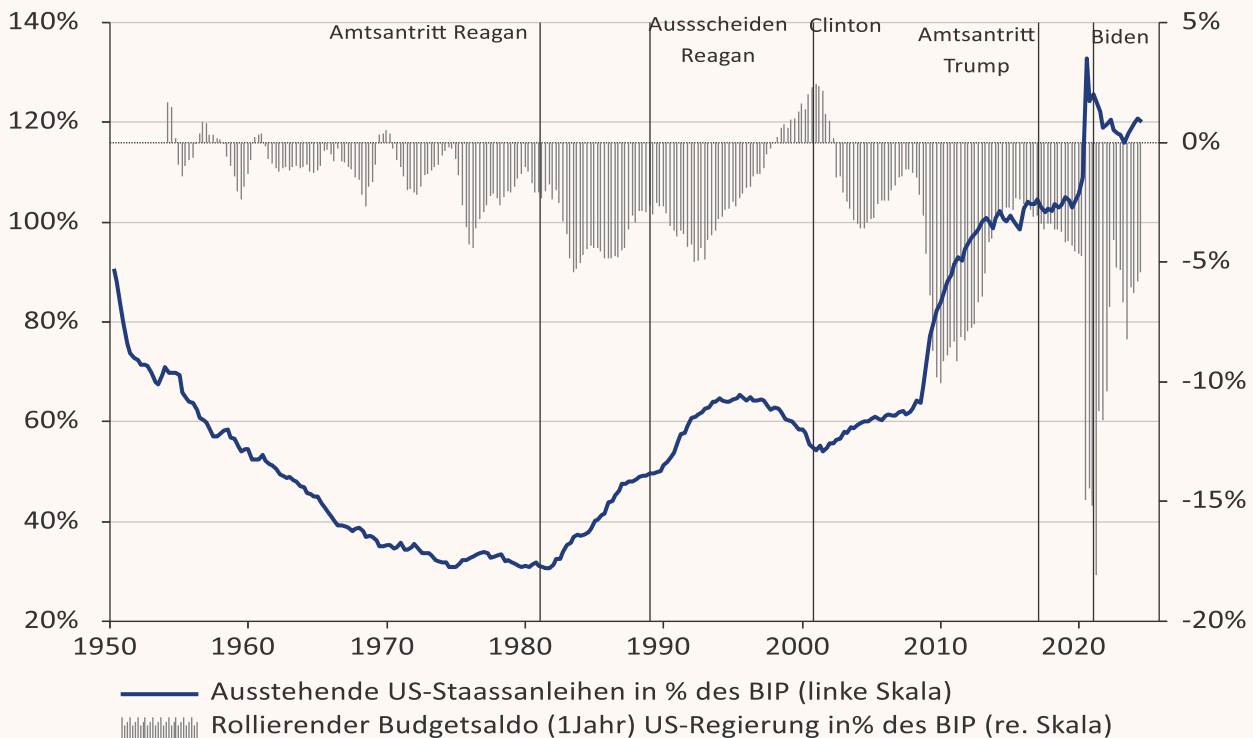
Ein weiterer Grund für strukturell höhere Inflationsraten sind die ungünstigen Altersstrukturen in vielen Volkswirtschaften. Die Menschen bilden in ihrer Arbeitsphase Ersparnisse für das Alter, die sie ab dem Beginn des Rentenalters allmählich wieder auflösen. Aufgrund der Demographie ist in vielen Ländern mit höheren Konsumausgaben aufgrund der wachsenden Zahl alter Menschen bei gleichzeitig geringerem Sparaufkommen der weniger werdenden jungen Menschen zu rechnen.

² Wobei man sagen muss, dass die monatlichen Arbeitsmarktberichte des US Bureau of Labor Statistics ohnehin einen datentechnischen Amoklauf darstellen. Und in einem US-Wahljahr besonders. Vor wenigen Wochen sind die jährlichen privaten Neuanstellungen (Non Farm Payrolls) für das zurückliegende Jahr um 800.000 Stellen nach unten revidiert

worden. Da wirkt es grotesk, wenn einzelne Marktteilnehmer etwas daraus ableiten zu versuchen, wenn die monatlich berichtete Zahl einmal 20.000 Stellen über oder unter den Erwartungen liegt.

³ Bank Credit Analyst, July 2024, Vol. 76, No. 1: II What Are Stocks Expecting From Artificial Intelligence

Staatsschuldenquote und Budgetdefizite der USA in % des BIP



Quelle: LSEG Datastream

Das alles sind gewichtige Gründe für langfristig erhöhte Inflationsraten. Am meisten jedoch treibt die Goldanleger das ungelöste Thema einer exzessiven Staatsverschuldung um. Die großen westlichen Volkswirtschaften haben sich in den letzten 20 Jahren ohne Not in eine Schuldenfalle hineinmanövriert, aus der sie scheinbar ohne eine Inflationierung der Staatsschulden nicht mehr herauskommen können.

Die USA sind ein gutes Beispiel für eine derartige staatliche Schuldenorgie. Selbst in konjunkturell guten Phasen waren unter den letzten vier Administrationen Bush, Obama, Trump und Biden jährliche Budgetdefizite von 5% und mehr an der Tagesordnung. Die Staatsschuldenquote ist dadurch zwischenzeitlich auf über 130% des BIP gestiegen. Der jüngste Rückgang ist nicht etwa einer neu entdeckten Sparsamkeit zu verdanken. Das jährliche Budgetdefizit ist noch immer größer als 5% des BIP. Nein es kam dadurch zustande, dass aufgrund der hohen Inflationsraten (sic!) das nominale BIP noch schneller wuchs als die Staatsverschuldung.

Der US-Haushalt wird zunehmend auch durch höhere Zinsausgaben belastet. Eine immer größere Staatschuld muss zu gestiegenen Zinsen bedient werden. Im Jahr 2024

waren die Zinsausgaben Year to Date bereits der zweitgrößte Posten im Gesamthaushalt. Sie machten 17% der Gesamtausgaben aus und lagen 2024 bereits höher als die US-Verteidigungsausgaben. Tendenz weiter steigend.⁴

Da braucht es nicht viel Phantasie, um sich vorzustellen, dass die künftige US-Administration, vor allem, wenn sie von Trump angeführt wird, von der US-Notenbank Zinssenkungen zur Erleichterung der Schuldenlast einfordern wird. Die Notenbanken waren einmal als Gegengewicht gegen eine ausufernde Fiskalpolitik gedacht. Deswegen sind sie als separates staatliches Organ getrennt vom Fiskus aufgestellt und mit politischer Unabhängigkeit ausgestattet worden. Ihre Aufgabe wäre es gewesen, einer nicht nachhaltigen Schuldenpolitik mit Entschiedenheit durch eine restriktive Zinspolitik entgegenzutreten.

Die heutigen Notenbanker sind jedoch zu Erfüllungsgehilfen der staatlichen Schuldenpolitik verkommen. Sie haben die Zentralbankgeldmengen ausgerechnet zu der Zeit vervielfacht, als die fiskalischen Defizite aus dem Ruder zu laufen begannen. Bis zum Jahr 2001 verlief die US-Zentralbankpolitik einigermaßen in geordneten Bahnen. Die Fed hatte eine restriktive Geldpolitik eingeleitet, als die US-Wirtschaft Ende der

⁴ Vgl. U.S. Department of the Treasury: Monthly Treasury Statement, For Fiscal Year 2024 Through August 31, S. 4

neunziger Jahre zu überhitzen drohte. In der Folge platzte die Aktienblase bei den damaligen Technologiewerten (TMT). Der erste Sündenfall der Geldpolitik war dann die Senkung der US-Leitzinsen auf 1% im Sommer 2003. Durchaus intendiert war damals, dass viele private Haushalte die Zinssenkungen zu Immobilienfinanzierungen mit variablem Zinssatz nutzten. Es kam, wie es kommen musste: Als die Finanzierungszinsen wieder zu steigen begannen, platzte die Blase bei US-Immobilienkrediten.

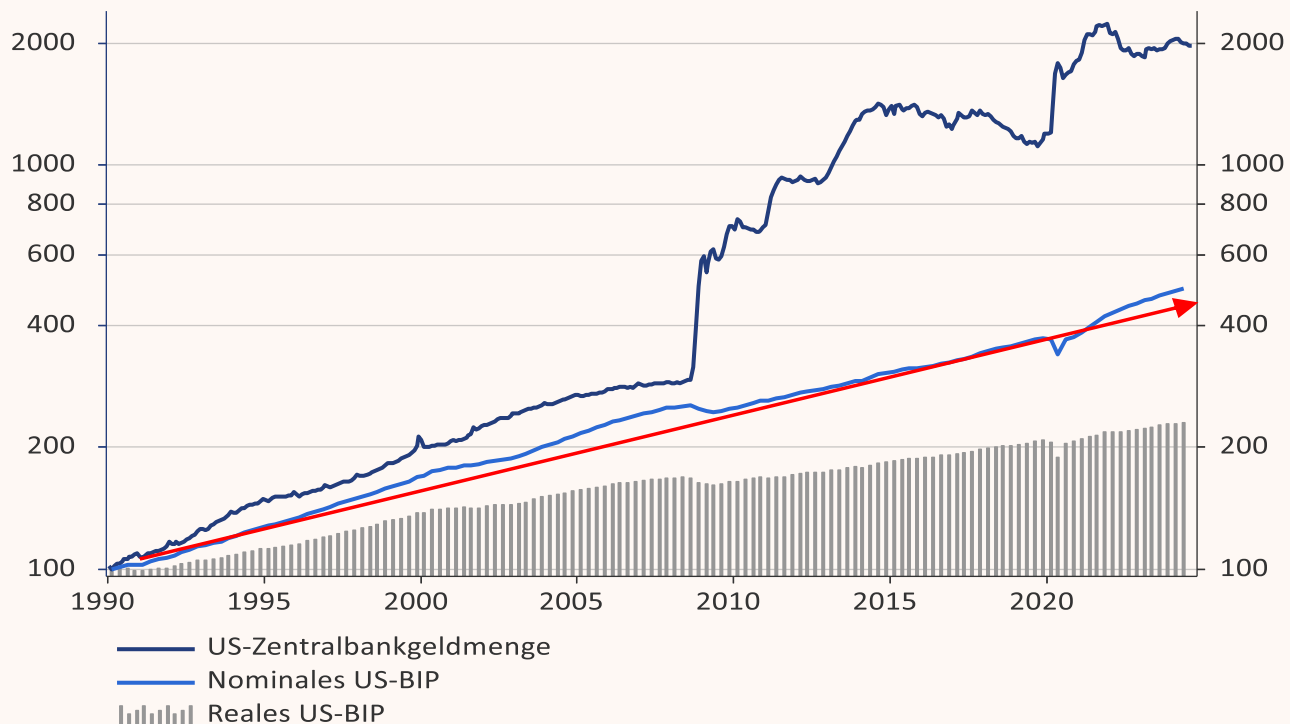
Bis zum Jahr 2008 war trotz der zwischenzeitlichen Zinssenkungen die Zentralbankgeldmenge in etwa im Gleichschritt zur nominalen BIP-Entwicklung ausgeweitet worden. Jetzt brachen aber mit dem ersten Quantitative Easing (QE) genannten Maßnahmenpaket alle Dämme. Seit 2008 hat sich die US-Zentralbankgeldmenge mehr als versiebenfacht! Das nominale BIP ist im selben Zeitraum um 95%, das reale BIP aber nur um 35% gewachsen. Mit anderen Worten: Die USA haben für jährliche Staatsdefizite von durchschnittlich deutlich mehr als 5% p.a. und eine Vervielfachung der Geldmengen in 16 Jahren 60% Inflation und ein reales Wachstum von wenig mehr als 30% bekommen. Herzlichen Glückwunsch!

Nun mag jemand einwenden, dass den Notenbanken angesichts der dramatischen Situation an den Finanzmärkten im Herbst 2008 ja wenig Alternativen zu einer derartigen Politik geblieben sind. Das mag für die Zeit

unmittelbar nach der Lehman-Pleite kurzfristig gelten. Sobald aber die Finanzmärkte sich im Jahr 2009 beruhigt hatten, hätte man in Zusammenarbeit mit den Geschäftsbanken ein Konzept entwickeln müssen, wie man aus dem Krisenmodus wieder herauskommt. Hat man nicht. Stattdessen wurden in immer neuen QE-Runden die Zentralbankgeldmenge immer weiter ausgedehnt. So lange sich das nur in Asset Inflation, für die die Notenbanken sich ja nicht verantwortlich fühlen, bemerkbar machte, war man der Meinung, Staatsschulden und Geldmengen bei tiefen Zinsen ungestraft immer weiter ausweiten zu dürfen.

Die Güterpreis-inflation der letzten 3 Jahre lieferte meiner Ansicht nach einen Vorgeschmack darauf, was die Notenbank in den nächsten Jahren erwarten wird. Wirtschaftliche Schwächephasen werden höchstwahrscheinlich mit weiterem Deficit Spending und noch mehr Geldinjektionen beantwortet werden. In den darauffolgenden Aufschwungsphasen wird die Inflation dann relativ schnell wieder ein Thema werden. Die Geldpolitik wird in einen Zielkonflikt kommen, entweder die Inflation nachhaltig zu bekämpfen oder die Staatsschulden monetär zu stützen. Die Zeit eines Free Lunches von starken Geldmengenausweitungen ohne Inflation ist vorbei.

US-Zentralbankgeldmenge und reales und nominales US-BIP



Quelle: LSEG Datastream

Der einzige Weg aus der Schuldenfalle scheint wie in den siebziger Jahren eine längere Phase hoher Inflationsraten mit negativen Realzinsen, in denen sich der US-Fiskus durch das inflationsgetriebene Wachstum des nominalen BIP entschuldete (finanzielle Repression). Das ist das Szenario, dass der Goldmarkt meiner Ansicht nach zurecht vorwegnimmt. Die generelle Schwäche des US-Dollars in einem solchen Szenario und der Versuch einzelner Schwellenländer, eine teilweise durch Rohstoffe gedeckte Währung aufzubauen, werden dem Goldmarkt weiterhin Rückenwind geben.

Dennoch bleibt ein Wort der Vorsicht angebracht. Gold hat meiner Ansicht nach mit dem Preisanstieg zur Unzeit im Frühjahr dieses Jahres seine Preisziele für das Jahr 2024 schon erreicht. Selbst wenn im Jahr 2025 ein Konjunkturabschwung auch in den USA eintritt, sehe ich keine Preise oberhalb der 3000 US-Dollar-Marke. Auf der anderen Seite besteht ein nicht gerade kleines Risiko, dass der Goldpreis bei Ausbleiben einer Rezession markant einbricht. Goldanleger sollten sich in dieser Situation vermehrt den Goldminenaktien zuwenden, die in Relation zu Gold stark unterbewertet sind.

Historisch hohe Unterbewertung von Goldminenaktien

Gold hat sich dramatisch besser entwickelt als Goldminenaktien. Bis zum Jahr 2007 zeigten das Edelmetall und die Goldproduzenten noch eine ähnliche Performanceentwicklung. Seither klafft eine riesige Lücke zwischen den beiden Anlageklassen. Während Gold seit dem Jahresbeginn 2008 um 218% zulegen konnte, treten die Minen mit einer Wertentwicklung von -7% auf der Stelle.

Gründe für diese Underperformance gibt es viele. Es gibt nur noch wenige Erzvorkommen, die einen hohen Goldgehalt aufweisen. Die Folge des niedrigeren Gradings sind geringere Umsätze und Gewinnmargen. Zudem hatten viele Goldminen mit einer hohen Kosteninflation zu kämpfen. Höhere Löhne besonders in den Schwellenländern und gestiegene Energiekosten zählen zu den größten Kostentreibern. Auch die politischen Risiken, von der Lizenzerteilung bis zu unvorhergesehen Steuern, sind in vielen Ländern nicht zu unterschätzen. Eine der größten Herausforderungen der Branche ist es, Nachwuchskräfte zu finden. Tatsächliches Mining, womöglich noch unter Tage, ist bei der jungen Generation vollkommen out.

Gold and Goldminenaktien 1984-2024



Wer sich einmal den Spaß macht, bei einem großen Online-Buchhändler die Begriffe „Mining“ oder „Mining Guide“ einzugeben, der wird womöglich ein oder zwei Einträge finden, die die Erzgewinnung betreffen. Aber gleichzeitig hunderte, die „Bitcoin-Mining“ zum Thema haben.

Dennoch sind Goldminen heute meiner Ansicht nach hochattraktiv. Sie haben nämlich den überraschenden Kursanstieg von Gold von 1.800 auf 2.600 US-Dollar je Unze nur zum Teil nachvollzogen. Die Folge ist, dass viele Gold- und Silberminen so gute Fundamentaldaten aufweisen wie lange nicht mehr.

Dies gilt für die Marktkapitalisierung in Relation zu den Substanzwerten, als auch für Gewinnmargen und Dividendenrenditen. Vor 10 Jahren waren Goldminen mit einer einigermaßen attraktiven, stabilen und möglichst wachsenden Dividende praktisch kaum zu finden. Die Goldminen waren im Vergleich zu den Basismetallproduzenten über viele Jahre überteuert. Heute können sie von der Bewertung her erstmals wieder mithalten. Ein einfaches Goldmargenmodell, in dem die Kosteninflation der Goldminen simuliert ist, offenbart eine historische hohe Unterbewertung. Die Goldminen müssten bei gleichbleibendem Goldpreis um 75 % steigen, um diese Bewertungslücke zu schließen.

Fazit

Gold scheint auf den ersten Blick deutlich überbewertet. Es ist den Konsumgüterpreisen weit vorausgelaufen und notiert am oberen Rand seiner über viele Jahrzehnte ausgebildeten realen Bewertungsspanne. Die taktischen Nettokaufpositionen spekulativer Anleger an den Terminmärkten sind relativ hoch. Bei ausbleibender Rezession in den USA und fortbestehenden positiven US-Realzinsen ist ein starker Preiseinbruch deutlich unter 2.000 US-Dollar je Feinunze zu prognostizieren. Dieses Szenario hat jedoch nur eine Wahrscheinlichkeit von etwas weniger als 50%. Wahrscheinlicher ist eine Rezession, die nach Europa auch die USA erfasst. Diese wird vermutlich noch einmal mit hohen staatlichen Defiziten, begleitet von einer extrem expansiven Geldpolitik beantwortet werden.

Aber auch in diesem Fall ist das Preispotenzial bei Gold kurzfristig weitgehend ausgereizt. Die Goldminen jedoch sind in diesem zweiten Szenario stark unterbewertet und bieten noch große Aufwertungschancen. Viele Volkswirtschaften der westlichen Welt befinden sich heute in einer Schuldenfalle. Langfristig gibt es daraus nur den Ausweg einer realen Entschuldung durch Inflation. Dies eröffnet dem Goldpreis und den Goldminen langfristig weiteres Aufwertungspotenzial.

Markus Mezger

Stuttgart, den 04. Oktober 2024

Micro Meets Macro Investment GmbH

Herr Markus Mezger
Business Park Zettachring 4
70567 Stuttgart

Telefon +49 711 9933 4719
E-Mail: mezger@micro-meets-macro.com
Internet: www.micro-meets-macro.com