Berichte

Bedingungen für die Schwankungen der Goldpreise im Spiegel der Marktberichterstattung*

Es ist evident, daß die Berichterstattung über den internationalen Goldmarkt in der Wirtschaftsfachpresse und in der Tagespresse seit Anfang der 70er Jahre ständig an Breite zugenommen hat. Es ist ebenso evident, daß sie seither auch eine immer größere Aufmerksamkeit im breiten Publikum gefunden hat. Niemand kann das erstaunlich finden: Die Nachrichten über den Goldmarkt sind immer farbiger, immer interessanter geworden, weil der Markt in dieser Zeit eine Reihe neuer Angebotsformen für die Anleger und die Spekulation entwickelt hat, weil das Marktgeschehen durch enge Wechselbeziehung zu der Folge von Krisenerscheinungen im Währungssystem neue Dimensionen bekommen hat, neue Dimensionen des Marktvolumens, neue Dimensionen der Preisfluktuation und der sich daraus ergebenden Handelsmöglichkeiten. Nicht einmal für indolente Zeitgenossen läßt der Goldmarkt an Spannung zu wünschen übrig.

Es seien hier einige Gedanken zur öffentlichen Marktberichterstattung vorgetragen und dies anhand dreier Fragen:

1. Welche Informationsziele kann die Marktberichterstattung vernünftigerweise verfolgen?
2. Welche Informationsquellen stehen der Marktberichterstattung dabei zur Verfügung?
3. Welche methodischen Klippen sind es, die ausweislich der Presseberichte über den Goldmarkt zu umsteuern sind, um die Ziele der Berichterstattung zu erreichen?

---

* Vortrag, gehalten beim Edelmetall-Kolloquium des Bankseminars der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn am 24. Oktober 1978. — Der Verfasser widmet diesen Beitrag Herrn Professor Dr. M. Ernst *Kamp* zum 70. Geburtstag.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.12.2.245 | Generated on 2025-07-26 03:44:13
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

I. Ziele der Marktberichterstattung

Wirtschaftsberichterstattung lebt vom Zielgruppenbezug. Es sind die Interessen der Zielgruppen, die man treffen muß, wenn die Berichterstattung der Zeitung Erfolg bringen soll. Das wird besonders deutlich, wenn man die kommentierende Berichterstattung verfolgt, die über die Mitteilung des Marktverlaufs des letzten Tages hinaus Meinungen anbietet:

— Meinungen, die das Marktgeschehen im Nachhinein erklären und den künftigen Marktverlauf mehr oder weniger deutlich vorhersagen,

— eigene und häufiger noch fremde, abgeleitete Meinungen.

Die Klientel der Goldberichterstattung ist sehr heterogen. Die Leser stehen zum Gold als Marktobjekt in ganz unterschiedlich naher Beziehung. Wir wollen zunächst jene große Lesergruppe beiseite setzen, die die Goldmarktberichte — und Entsprechendes gilt für die Berichterstattung über andere wichtige komplementäre und substitutive Teilmärkte — eher zur Bereicherung ihres Überblicks über die gesamte Wirtschaftslage lesen, die also kein konkretes Handelsinteresse haben. Was diesem Kreis von Lesern an Fakten und Meinungen geboten werden muß, wird sicherlich hinreichend geliefert, wenn der Berichterstatter das Informationsbedürfnis der Leser mit Handelsinteresse ausreichend deckt. Es sind dies die Informationsbedürfnisse von Anlegern, Hortern, Spekulanten (die man als Marktteilnehmer ohne Dauerinteresse am Besitz physischen Metalls charakterisieren kann) und einen gewissen Kreis von Verbrauchern, vor allem in der Schmuckwarenindustrie, im Bereich der Dentalmedizin und einer Reihe anderer Industrien mit vielen neuen und vielen alten Edelmetallverwendungen. Schließlich sind in gewisser Hinsicht auch die Goldproduzenten und der Edelmetallhandel Konsumenten der öffentlichen Marktberichterstattung.

Von allen diesen Gruppen sind die bedeutenden internationalen Händler, die großen Brokerhäuser, bedeutende Verbraucherfirmen und Goldproduzenten zugleich Anbieter wie Abnehmer der journalistischen Marktinformation. Greifen wir exemplarisch drei Adressen heraus — *Consolidated Gold Fields* (London) aus dem Produzentenbereich, *Montagu* (London) aus dem Kreis des internationalen Handels und die *Deutsche Gold- und Silberscheideanstalt* (Frankfurt) aus der Gruppe der Verbraucher — so zeigt deren Publizität genügend, daß in dem Insiderkreis der unmittelbaren Handelsinteressenten das Informations-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.12.2.245 | Generated on 2025-07-26 03:44:13
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

angebot die Informationsnachfrage bei weitem überwiegt. Die zuerst genannte Adresse gehört obendrein zu jenen, die intensiv eigene Forschung mit wissenschaftlichem Standard betreiben. Interesse an der öffentlichen Marktberichterstattung ist bei diesem Kreis eher akzidentell — meistens zur Rückkopplung von Informationen, die man selbst gegeben hat — und nicht wie bei den Anlegern, Hortern und Spekulanten grundlegend.

Von diesem nunmehr abgegrenzten Kreis — Anleger, Horter und Spekulation — läßt sich annehmen, daß er letzten Endes an Informationen interessiert sein muß, die die Vorbereitung von Marktentscheidungen verbessern. Man könnte daraus folgern, daß eine aus den Bedingungen an den Teilmärkten hergeleitete Prognose des Preisverlaufs oder wenigstens konkreter zukünftiger Marktlagen für diesen Leserkreis der beste, einzig sinnvolle Service sei. Dieser Schluß wäre ein Kurzschluß. Er impliziert nämlich, daß Marktpublizität dem Träger der Entscheidung alle Entscheidungsvorbereitung bis auf einen letzten emotionalen Ruck abnehmen könnte, mit dem man dann einsteigt oder aussteigt, mit dem man seine Position eindeckt oder einen Termin dreht. Die Marktberichterstattung kann indessen den Marktteilnehmer nicht in dieser Weise von der eigenen geistigen Investition befreien. Sie kann es nicht, weil sie noch weniger als die Insider — Händler, Broker, Produzenten und Großverbraucher — ein hinreichendes Wahrscheinlichkeitsurteil über den Eintritt bestimmter zukünftiger Marktbedingungen hat. Sie kann es nicht, weil jeder Leser ohnehin gezwungen ist, die Begründungen, die für prognostische (wie ebenso auch für erklärende) Meinungen gegeben werden, individuell nach dem Maße seiner Risikoaversion oder -vorliebe zu gewichten, sonst hätte seine Entscheidungsvorbereitung nicht den Namen verdient.

Die Marktberichterstattung wäre auch im Eigeninteresse nicht gut beraten, wenn sie der Verführung zur prognostischen Aussage zu viel Raum gäbe. So kommen denn auch konkrete eigene Prognosen in seriösen Blättern kaum vor, eher schon die Verwendung von Fremdprognosen. Aber auch hier verliert die Prognose an Konkretion je offener die Quelle angegeben wird. Wenn die hiesige Wirtschaftspresse z. B. die Marktberichte der *Degussa* referiert, dann ist der Bericht stets ebenso vorsichtig wie die *Degussa* selbst. Gleichwohl hat der Pressebericht ein Handicap: Ihm fehlt der Raum, um so viel Bedingungen für die Validität der Tendenzangabe zu bringen, wie die Quelle benutzt hat und wie sie sie oft nennt.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.12.2.245 | Generated on 2025-07-26 03:44:13
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Nicht selten wird für die Tendenzmeinungen in den Marktberichten fremde, oft auch nicht identifizierbare Autorität in Anspruch genommen. Das mag zuweilen ärgerlich erscheinen. Aber Fremderklärung und Fremdvorhersage würden dem Journalisten auch für seine eigene Meinungsbildung schon bald nicht mehr bereitstehen, wenn er Namen von Informanten geben würde.

Bei dieser Sachlage ist es müßig, sich über den Prognoseanteil der Marktberichterstattung über den Goldmarkt zu beunruhigen. Der Anteil unmittelbarer Prognose ist gering, die vorsichtige Tendenzvermutung überwiegt. Und wenn beispielsweise eine Wirtschaftszeitschrift berichtet, *Pick* sage für nicht zu ferne Zukunft einen Währungsschnitt von 20 zu 1 in den USA und daher einen Goldpreis von $ 700 voraus, oder wenn man liest, Jimmy *Dines* sehe $ 400 für die Unze voraus, dann ist wohl jedem die äußerst beschränkte Verwendbarkeit solcher Information für die Entscheidungsvorbereitung erkennbar.

Der eigentliche Wert der Goldberichterstattung liegt nach meiner Ansicht nicht im prognostischen Inhalt, sondern in der Sammlung, Auswahl und Verdichtung von Marktinformationen, die dem Leser zeigen,

— wie sich Preis und Marktvolumen an den Teilmärkten tatsächlich entwickelt haben und welche Bedingungen nachweislich oder mit begründeter Vermutung dazu beigetragen haben,

— welche Informationen über Angebots- und Nachfragekomponenten, über Substitutionsmärkte, über meinungsbildende und stimmungsbildende politische und wirtschaftliche Ereignisse und über markttechnische Gegebenheiten vorliegen.

Folgt man der Abschichtung bis hierher, dann sieht man, daß der dem Leser verbleibende Teil der Entscheidungsvorbereitung einen gestandenen Wirtschafter voraussetzt. Der Leser muß in der Lage sein, für sich selbst zur Prognose und über diese zur Marktentscheidung zu kommen. Diese Fähigkeit darf man den Professionals unterstellen, der überwiegenden Zahl der Non-Professionals aber nicht. Dies ist ein wichtiger Grund dafür, daß die Marktpublizität den Informationskontakt mit dem Händler oder dem Broker als Entscheidungshilfe nicht ersetzen kann. Vom Händler und vom Broker wird erwartet, daß er Marktinformation gibt, im Zweifel einen konkreten Aktionsvorschlag machen kann und dann auch prognostisch begründet. Er ist dauernd im Markt, hat also primäre und nicht — wie der Journalist — nur ab-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.12.2.245 | Generated on 2025-07-26 03:44:13
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

geleitete Information. Und auf dieser Basis für den Kunden eine Tendenz zu haben, gehört zum Marketing.

Die Weitergabe der heißen, der jeweils letzten Information an den Leser ist der Marktberichterstattung verwehrt. Aber wenn man sein Goldmarktarchiv aus den letzten drei Jahren einmal im Zusammenhang durchsieht, dann stellt man doch manchen Rückgriff auf die kleine Münze der Fakten- und Meinungshektik des Marktes fest. Auch die erfahrenen Berichterstatter der großen Wirtschaftsblätter entrinnen nicht stets dem Druck der „letzten" Information. Es scheint, daß sich dieser Zug in letzter Zeit etwas verstärkt hat und daß dies darauf zurückzuführen ist, daß der Markt selbst spekulativer geworden ist und daher auf Gerüchte und auf flüchtige fremde Meinung stärker reagiert. Eine besondere Rolle hat dabei die Aufnahme des Goldgeschäfts an den amerikanischen Warenterminbörsen gespielt.

Die Presse in Europa ist ein getreues Spiegelbild des Gewöhnungsprozesses, den die alten Märkte haben durchmachen müssen. Ihr standen zunächst zu wenig markttechnische und Verhaltensinformationen zur Verfügung, dann hatte sie sich selbst daran zu gewöhnen, immer den Terminmarkt und seinen Preiseinfluß auf Märkte für physische Transaktionen und die zeitliche Folge des Marktgeschehens von Europa über die USA nach Hongkong und zurück mitzudenken. Und schließlich war da dem Leser ein Nachholbedarf an handelstechnischer Basisinformation zu decken, um ihm die Berichte über das veränderte internationale Goldgeschäft verständlich zu machen.

Bis hierher läßt sich zusammenfassen:

— Zielgruppe der Marktberichterstattung sind in erster Linie die Outsider mit Handelsinteresse, also Anleger, Horter und Spekulanten sowie kleinere Verarbeiter.

— Marktinformation wird für diesen Kreis wertvoll, wenn sie zur Vorbereitung von Marktentscheidungen herangezogen werden kann.

— Prognostische Aussagen, Tendenzangaben über Preisentwicklung und Marktvolumen, seien es eigene oder referierte fremde, und die für sie angegebenen Bedingungen entheben den Leser nicht der eigenen Prognose.

— Goldmarktberichterstattung trifft die Bedürfnisse der Zielgruppe, wenn sie mit Angabe der (nachweislichen oder für wahrscheinlich gehaltenen) auslösenden oder ursächlichen Bedingungen zeigt, wie

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.12.2.245 | Generated on 2025-07-26 03:44:13
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sich Preis- und Marktvolumen entwickelt haben, und wenn sie hinreichende Informationen über Angebots- und Nachfragekomponenten, über Substitutionsmärkte, über meinungsbildende Ereignisse und über markttechnische Gegebenheiten gibt, aus denen der Leser eine Grundlage für die eigene Tendenz ableiten kann.

II. Informationsquellen der Marktberichterstattung

Marktbericht ist nicht gleich Marktbericht. Da findet man erstens am häufigsten den Bericht von Handelstag zu Handelstag, oft dem Tagesbericht über die Devisenmarktlage angeschlossen. Man findet zweitens den zusammenfassenden Bericht über den gesamten internationalen Markt und über Teilmärkte (z. B. über den Platz Hongkong, über die Absichten und Erfolge der *Krüger*-Rand-Distribution, über die Entwicklung der offenen Positionen zu bestimmten Terminen am Terminmarkt usw.)[1]. Drittens gibt es Berichte über die Goldbilanz, nämlich über die Entwicklung von Produktion, Verteilung und Verbrauch physischen Goldes im abgelaufenen Jahr. Viertens findet man Berichte über alte und vor allem neue Handelsformen, über gold futures, Anlagepläne, gold options, Goldzertifikate, Hortermünzen und Sammlermünzen. Diese Liste zeigt übrigens, daß die journalistische Angebotspalette breit ist und daß sie — betrachtet man die Sache vom Typ des Berichts her — offenbar die Zielgruppenbedürfnisse deckt, die oben isoliert wurden.

An diese Gliederung kann man die Überlegung anschließen, daß es im Grunde zwei große Gruppen von Artikeln gibt, die Tag-zu-Tag-Berichte und alle übrigen. Und man kann es — wie der Verfasser — für sinnvoll halten, dem Tag-zu-Tag-Bericht mit Schwergewicht Nachrichten weniger, hingegen den in größeren Zeitabständen zu bringenden zusammenfassenden Berichten mehr die Meinungen zu überlassen. Der Tag-zu-Tag-Bericht wird stets unter Zeitdruck und mit eher beschränktem Volumen von Hintergrundinformationen, die sich für die Bildung einer seriösen abgewogenen Meinung über die Bedingungen der Marktentwicklung eignen, zu schreiben sein.

Urteilt man aus dem Studium der Berichte selbst, so sind es drei Pfeiler, auf denen die Goldmarktberichterstattung ruht:

---

[1] Oft und mit großem Nutzen gibt die Presse Marktinsidern Gelegenheit, solche zusammenfassenden und längere Entwicklungsperioden deckenden Berichte zu veröffentlichen. Vgl. z. B. *Kaufmann*, H., Zürich als Zentrum des Weltgoldhandels, in: Neue Zürcher Zeitung, Fernausgabe Nr. 246 v. 24. 10. 1978, S. 59 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.12.2.245 | Generated on 2025-07-26 03:44:13
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

(1) Der traditionelle Pfeiler sind die Ergebnisse der Goldbilanz, für die insbesondere einige große Handels- und Produzentenadressen beträchtlichen und im ganzen sehr erfolgreichen Forschungsaufwand betrieben haben. Wenn man sich beispielsweise überlegt, was vor den Forschungen von Timothy *Green*[2] an Konkretem über die Goldbewegungen im Vorderen Orient und im Fernen Osten bekannt war und was darüber heute bereitsteht, so sticht der praktische und der wissenschaftliche Nutzen ins Auge.

Das Gewicht der Goldbilanzen als Ausgangspunkt der Marktberichterstattung scheint etwas zurückgegangen zu sein, so wie — vergröbernd ausgedrückt — insgesamt die längerfristig angelegte fundamentale Analyse an Boden gegenüber der kürzerfristigen Meinungs- und Tendenzanalyse verloren hat. Dies kann man der Marktumwälzung durch den future market und den daraus folgenden Schwierigkeiten journalistischer Bewältigung zuschreiben. Es ist bemerkenswert, daß das Gewicht der Goldbilanzen in der Berichterstattung über längere Berichtszeiträume nach wie vor bedeutend ist, während es dort, wo für kürzerfristige Analysen Komponenten der Goldbilanz zur Erklärung des Marktgeschehens und zur Tendenzangabe benutzt werden, schwindet.

(2) Der zweite Pfeiler ist die „Schublade mit den Erklärungsmodellen", eine imaginäre Schublade, in der sich mehr oder weniger verbreitete und mehr oder weniger fundierte Anschauungen über für den Goldmarkt wichtige Funktionszusammenhänge befinden. Diese Schublade wird aufgefüllt durch die Übernahme von Ergebnissen der Marktstatistik, von längerfristigen Verhaltensbeobachungen an den Goldmärkten, von markttechnischen Faustregeln. Um kurz zu sein, nur drei Beispiele:

— Die enge negative Korrelation zwischen Dollarkurs- und Goldpreisentwicklung ist für die Marktberichterstattung ein gängiges Erklärungsmodell aus der Marktstatistik.

— Die negative Korrelation zwischen Goldpreis und südafrikanischem Goldangebot ist ein Erklärungsmodell aus dem Bereich der Verhaltensbeobachtung.

— Zu den Faustregeln gehört die irgend einmal statistisch gestützte Ansicht, ein commodity market sei „überkauft", sei für eine tech-

[2] Vgl. z. B. *Consolidated Gold Fields* Inc., Gold 1978, London 1978, S. 63 f.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.12.2.245 | Generated on 2025-07-26 03:44:13
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

nische Reaktion reif, wenn 83 v.H. oder mehr einer repräsentativen Stichprobe von Brokern ihn für „überkauft" halte (und daher eine entsprechende Meinungspolitik einleite).

Zur Erklärung des internationalen Goldmarktes mit seinen zahlreichen Teilmärkten bedarf es einer großen Zahl von Erklärungsmodellen. Auf diesem Gebiete gibt es noch viel zu tun, und es ist gerade dieses Feld, auf dem wissenschaftliche Goldmarktforschung sinnvoll und möglich erscheint. Die Entwicklung und ständige Revision von partiellen Erklärungsmodellen scheint daher zunächst wichtiger als die Fortentwicklung von Totalmodellen des Goldmarktes. Dies, obwohl, wie unten etwas eingehender zu besprechen, die Marktberichterstattung besonders an einer Begründung des Marktverlaufs aus der Zusammenführung aller (wichtigen) Bedingungen interessiert sein muß.

Lipschitz und *Otani* haben in den Staff Papers des IMF[3] einen eindrucksvollen Versuch gemacht, ein einfaches ökonometrisches Modell des privaten Goldmarktes anzugeben. In ihrem einfachen Modell gelingt es ihnen, für den Zeitraum von 1968 bis 1974 in der Simulation der Nachfrage der Anleger und Horter, in der Simulation der industriellen Nachfrage, in der Simulation der Goldproduktion und in der Simulation des vierteljährlichen Durchschnitts des Goldpreises zu befriedigenden Ergebnissen zu kommen. *Lipschitz* und *Otani* geben selber die Gründe an, die der Prognoseeignung ihres Modellansatzes im Wege stehen.

(a) Nach 1974 führt die strukturelle Umwälzung an den Goldmärkten zu einer nicht hinreichend erforschten Änderung des Verhaltens der Marktteilnehmer.

(b) Das Modell geht von Beobachtungen der Preiselastizität der industriellen Nachfrage bei ständig steigendem Goldpreis aus. Eine Symmetrieannahme der Preiselastizität für sinkende Preise ist nicht gesichert.

(c) Die exogenen Variablen müssen schätzbar sein. Das Modell hat immerhin 11 exogene Variable, unter denen sich so schwer schätzbare befinden wie die Nettoverkäufe der Volksrepublik China und der Mitglieder des Comecon, wie die Goldabgaben der Zentralbanken am offenen Markt und wie die Inflationsraten.

---

[3] *Lipschitz*, L.; *Otani*, I.; A Simple Model of the Private Gold Market, 1968—74: An Exploratory Econometric Exercise, in: International Monetary Fund-Staff Papers, Vol. XXIV No. 1, März 1977, S. 36 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.12.2.245 | Generated on 2025-07-26 03:44:13
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Formalisierung in dem vorliegenden Modell ist ein geeignetes Demonstrationsobjekt des Nutzens jener Zusammenführung aller (wichtigen) Bedingungen der Marktentwicklung, die eben als Ziel auch der meinungsgebenden Marktberichterstattung angesprochen wurde. Dies auch noch, wenn man sieht, daß wenigstens für den Geschmack des professional in the market das „erste einfache Modell" noch viele Details vermissen läßt. Aber ein solcher professional wird befriedigt feststellen können, daß in den Bau des Goldmarktmodells viel von jenen fundamentalen Sätzen eingegangen ist, die zu dem Grundstock seiner eigenen Markttheorie gehören. Zum Beispiel heben *Lipschitz* und *Otani* die Bedeutung der (täglichen) Relation zwischen dem Umfang der Anpassung der Goldbestände in den financial portfolios und dem Umfang des Produzentenangebots und der industriellen Nachfrage hervor. Das trifft genau die Argumentation *Jarecki's* in „Euromoney"[4], daß in einem Markt, in dem die öffentlichen und privaten Bestände an Material das 50-fache der jährlichen Produktion ausmachen, die für bestandslose Durchstrom-Märkte entwickelte klassische Gleichgewichtstheorie nicht anwendbar ist. So enthält auch die von *Lipschitz* und *Otani* eingeführte Beziehung für die Bildung der Preiserwartungen der Horter ein extrapolatives Element[5], das formal dem von *Jarecki* gegebenen Hinweis entspricht, der Goldmarkt sei fast immer „in a full contango"[6], — wie alle finanziellen Märkte mit hohen above-ground stocks.

(3) Der dritte Pfeiler sind die Informationen von Seiten wichtiger Marktteilnehmer. Sie sind konstitutiv für den ersten der vorhin angegebenen Berichtstypen, den Bericht von Handelstag zu Handelstag. Man darf nicht verkennen, daß diese Informationsquelle ihre natürlichen Schwächen hat. Sie liegen vor allem darin, daß der Händler während des eigentlichen Handels kaum Zeit hat, telefonisch Auskünfte zu geben. So kommt es, daß die Presseinformation oft von Personen gegeben wird, die nicht unmittelbar im Handel stehen. Zuweilen muß sich der Journalist mit einem Telefonpartner abfinden, der — jünger und weniger erfahren — kein verläßliches Urteil in der Scheidung der für die Tendenz wichtigen Bedingungen von den weniger wichtigen hat.

---

[4] *Jarecki,* H., Why US treasury sales are not bringing down the price, Euromoney, August 1978, S. 89.

[5] a.a.O., S. 45. Die Erwartungsfunktion enthält neben diesem extrapolativen Element ein regressives, in dem nach den Ergebnissen der Studie (für die Jahre 1968—1974) die Preisenttäuschung der privaten Anleger und Horter mit einem Gewicht von 20 v.H. in die neue Preiserwartung eingegangen ist.

[6] Forward prices in full contango = spot prices + full carrying charges.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.12.2.245 | Generated on 2025-07-26 03:44:13
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Man kann so nicht ausschließen, daß preiserklärende Bedingungen in falscher Gewichtung aufgenommen werden.

Der dritte Pfeiler ist auch von gewissen Übertragungsmechanismen in seiner Stabilität bedroht:

— Zunächst ist der Mechanismus der Meinungsübertragung vom Informanten auf den Berichterstatter dem Leser nicht erkennbar. Er wird oft verführt, sich die Frage nach dem Gewicht der Recherchen gar nicht vorzulegen, weil die Informanten anonym bleiben oder hypostasiert werden.

— Es gibt Vergessensvorgänge: So z. B. bei den Auktionen des IMF und der US Treasury. Zunächst, nach der Ankündigung der Auktionsfolge, wird davon gesprochen, der Preiseffekt sei eskomptiert. Kommt es später vor den einzelnen Auktionen zu Reaktionen, und seien sie auch nur schwach, so müßte eigentlich konstatiert werden, daß die Eskomptierung bei Ankündigung nicht gelang.

  Würde man unterstellen, der Berichterstatter könne in der Tag-zu-Tag-Berichterstattung aus dem, was er recherchiert hat, die für die Marktentwicklung „wichtigen" Bedingungen mit hinreichender Verläßlichkeit von den „unwichtigen" trennen, so müßten Vergessensvorgänge ein wirkliches Ärgernis sein. Beschränkter Informationszugang, Zeitbedarf der Informationsbewertung und vielleicht auch der Umstand, daß der Markt selbst ein kurzes Gedächtnis hat, und ein sehr spekulativer Markt ganz besonders, führen zu einem zurückhaltenderen Urteil über die journalistischen Möglichkeiten.

— Schließlich gibt es noch die Möglichkeit, daß der Berichterstatter bei der zeitnahen Informationsbeschaffung absichtlich tendenziösen Informationen aufsitzt. Darüber hat der Verfasser indessen kein Urteil.

III. Methodische Klippen der Goldmarktberichterstattung

Wenn in diesem Abschnitt einige kritische Anmerkungen zur methodischen Seite von Goldmarktberichten gemacht werden, so deshalb, weil dies einige natürliche Schwächen — vermeidbare und nicht vermeidbare — des Informationsprozesses in Erinnerung rufen kann.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.12.2.245 | Generated on 2025-07-26 03:44:13
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

1. Unvollständige Zusammenführung preisbeeinflussender Bedingungen

a) Erklärungs-Monismus

Wir hatten oben die Forderung abgeleitet, Goldmarktberichterstattung müsse die eine Marktentwicklung erklärenden Bedingungen in hinreichender Vollständigkeit zusammenführen. Dies ist, wie wir sahen, ein schwer zu erfüllendes Postulat in der Tag-zu-Tag-Berichterstattung. Diese kennt oft die monokausale Erklärung: Eine Eintrittsbedingung wird für beherrschend gehalten. So ist seit Mitte 1977 die Entwicklung des Dollar-Kurses die wichtigste Bedingung für den Goldpreis. Diese steht so im Vordergrund des kurzfristigen analytischen Denkens, daß man Berichte findet, in denen jede Abweichung von der strengen negativen Korrelation zwischen Goldpreis- und Dollarkurs-Bewegung schon als Umkehr des Trends figuriert. Ein klassischer Fall der Fixierung auf monokausale Verknüpfungen.

Auch wo zahlreiche Bedingungen genannt werden, wünscht man sich zuweilen, der Berichterstatter würde eigene oder fremde Gewichtungen vortragen. So findet man beispielsweise Mitte November 1977 in einem Bericht folgende Begründungen für den vorübergehenden Kursverfall:

— die *Carter*-Erklärung zur Stützung des Dollars,

— (zum Berichtszeitpunkt verspätet) das Goldangebot Portugals,

— die Verringerung des US-Haushaltsdefizits,

— die Aussicht auf eine Trendwende in Wall Street,

— die vermutete Notwendigkeit der Finanzierung eines russischen Agrardefizit durch zusätzliche Goldverkäufe

— und die sich ausbreitende Ansicht, zum Dezembertermin werde es am US-Terminmarkt doch keinen squeeze geben.

Der Berichterstatter konstatiert gleichwohl: Überzeugende einschlägige Gründe für den Kursverfall lägen nicht vor. Vielmehr bemühten sich die Analytiker, die Bewegung im Nachhinein mit einer Reihe zum Teil bekannter, zum Teil aber auch neuer Argumente, die unter normalen Verhältnissen keine größere Beachtung gefunden hätten, zu erläutern. Sieht man hier davon ab, daß schwer auszumachen ist, was „normale Verhältnisse“ sind, so bleibt immerhin, daß der Berichterstatter auf eine eigene Gewichtung der aufgezählten Bedingungen

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.12.2.245 | Generated on 2025-07-26 03:44:13
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

(gestützt durch „die Analytiker") verzichtet, also über die Gleichwahrscheinlichkeit aller Bedingungen nicht hinauszukommen trachtet.

b) Residuen aus der Goldbilanz

Bei den Goldbilanzen ist es formal beliebig, in welcher Reihenfolge man die Nachfragekomponenten dem Goldangebot gegenüberstellt. Das Residuum, der letztlich verbleibende Saldo, erscheint dann als freier Spielraum für physische Transaktionen mit einer Gruppe von Marktteilnehmern. Sehr häufig mag es zweckmäßig sein, eine für Anleger und Horter verbleibende freie Spitze als Saldo auszuweisen. Dies ist streng genommen dann zulässig, wenn es keine Rückkopplung zwischen Anlegerverhalten, Produzentenverhalten und Verbraucherverhalten gibt. Da dies natürlich nicht angenommen werden kann, muß es einen Zurechnungsfehler geben. Dieser liegt darin, daß bei der Schätzung der Produktions- und der Verbrauchsmengen von bestimmten Goldpreisen oder Goldpreisbandbreiten ausgegangen wird, das Residuum — die freie Spitze für Anleger und Horter — aber offenbar stets gerade ohne nennenswerten Preiseffekt aufgenommen wird.

Seitdem der Einfluß der Terminspekulation auf den Preis für promptes Gold hinzugekommen ist, scheint das Residualdenken in der Verwendung von Goldbilanzen auf dem Rückzug. Aber Sätze wie: „Aufgrund dieser Schätzungen (in Form einer Goldbilanz, d. V.) müßte der Markt 1977 schon unter Berücksichtigung des industriellen Bedarfs weitgehend ausgeglichen sein. Jegliche weitere Nachfrage für Anlagezwecke müsse daher für steigende Preise sorgen", sind nicht frei vom Residual-Bias.

c) Einbeziehung von Substitutionsmärkten

Man kann nicht in jedem Marktbericht den Kreis der Anlagesubstitute des Goldes abschreiten. Bei der Durchsicht der Goldmarktberichterstattung der letzten Jahre zeigt sich jedoch, daß andere Substitutionsmärkte als der Dollarmarkt nur gelegentlich, so wie die täglichen Informationen gerade laufen, berücksichtigt werden. Es fällt daher auf, wie sehr Marktberichte gewinnen, wenn Substitutionsbeziehungen mitverfolgt werden. Nur ein solches Beispiel: Im Februar 1977 knüpft ein Marktberichter an das häufig wiederkehrende Hausse-Argument von der Finanzierung russischer Zahlungsbilanzdefizite gegenüber dem Westen durch Goldverkäufe die Bemerkung, diese erschienen zur Zeit

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.12.2.245 | Generated on 2025-07-26 03:44:13
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

unvermeidlich, weil eine Substitution der Goldverkäufe durch Eindeckung am Euromarkt nicht möglich sei. Die UDSSR habe ihre ceiling erreicht. Der Berichterstatter — so vermute ich — hatte die Debatte über die hohen Länderrisiken an den Euromärkten als Substitutionsmärkten schon in ihrem frühen Stadium argumentativ verwendet.[7]

2. Irreale Verknüpfungen, überzogene Hochrechnungen und Antizipationen

Der Berichterstatter hat stets einen gewissen Bedarf an schlagenden Formulierungen. Diesen kann er auf ganz verschiedene Weise befriedigen. Manchmal bekommt das dem Bericht oder dem Fachaufsatz vortrefflich.

Anders liegen die Dinge bei den folgenden Berichterstattungsfunden, deren Beitrag zum Informationsziel der Goldmarktberichterstattung eher dubios ist:

— Im Juli 1978 liest man, trotz der Hausse in Wall Street sei Gold fest. Und dann: Was wäre erst gewesen, wenn Wall Street ohne Hausse geblieben wäre? Eine irreale, eine fruchtlose Verknüpfung.

— Irreal ist auch die zur Veranschaulichung der amerikanischen Goldreserve (des Währungsgoldes und der strategischen Reserve) eingeführte Annahme, diese würde geschlossen oder auch nur in größeren Portionen ohne Rücksicht auf den Markt angedient, oder die Annahme, alle Zentralbanken könnten zugleich intervenieren, um den Goldpreis zu stützen. Sie sind irreal, weil es zwingendes Eigeninteresse der genannten Instanzen verletzen würde, wenn sie so vorgingen.

— Für überzogene oder nicht an Bedingungen geknüpfte Hochrechnungen mögen die folgenden Beispiele stehen:

  Ende 1974, vor Beginn des amerikanischen Goldhandels mit Privaten, waren solche Hochrechnungen an der Tagesordnung. So sagten Samuel *Weiss* & Co., Brokers, voraus, daß die Amerikaner allein am ersten Tag des freien Golderwerbs für 94 Millionen Dollar Gold

[7] Daß der Bericht auf einer tatsächlich nicht existierenden Bedingung beruhte, steht auf einem anderen Blatt. Auch heute ist sie nicht gegeben: Ein plausibler Nachweis dafür ist der Zeitschrift Euromoney (Oktober 1978) mit der Klassifikation der Schuldnerländer des Euromarktes nach der Prämie über libor gelungen. Die UDSSR rangiert dabei auf einem guten vorderen Platz.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.12.2.245 | Generated on 2025-07-26 03:44:13
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

kaufen würden. Robert *Burns* setzte die Goldkäufe des amerikanischen Publikums in den ersten Monaten mit 5 Milliarden Dollar an. Wenn solche Prognosen aus konkreten Verhaltensannahmen hergeleitet gewesen sein sollten, dann waren es diese, die bei einem völlig neuen Markt und bei der Wahrscheinlichkeit irgendwelcher Anlaufverzögerungen als gewagt bezeichnet werden müssen.

3. Zeitliche Verteilung von Angebot und Nachfrage

Bei der Analyse einzelner Angebots- und Nachfragekomponenten findet man nicht selten eine nachlässige Behandlung der zeitlichen Verteilung des statistischen Jahresangebots oder der statistischen Jahresnachfrage. Dies z. B. bei der Darstellung der industriellen Verbrauchernachfrage, wenn mit dem geschätzten Jahresverbrauch argumentiert wird, obwohl zur Zeit des Berichts Lagereindeckungen weitgehend abgeschlossen sind. Ähnliches findet man bei der Argumentation der Preiswirkung des russischen Goldangebots.

Ein Beispiel für eine in dieser Hinsicht aufmerksame Berichterstattung liegt vor, wenn hervorgehoben wird, daß im südafrikanischen Goldangebot kurzfristige zeitliche Verschiebungen beobachtet wurden. Sie seien dadurch ermöglicht, daß Südafrika Gold in Pension gegeben habe. Dadurch werde der Gleichlauf von Produktion und Absatz dispositiv unterbrochen.

Auch auf die richtige Berücksichtigung von time lags ist zu achten. So gibt es time lags zwischen Goldpreiserhöhung und sinkendem Anlagebedarf der arabischen Länder in massivem Goldschmuck. Ein anderes Beispiel: Bis die vollen Auftragsbücher der italienischen Schmuckindustrie zur Lagerauffüllung führen, vergeht Zeit, es sei denn, die Lager sind leer. Und wenn diese Bedingung nicht untersucht wird, ist die gegebene kurzfristige Nachfragetendenz nicht hinreichend begründet.

a) Dekompositionen

Häufig werden aus statistischen Quellen sehr große Aggregate gewählt, um Marktentwicklungen zu begründen. So ist in einer Berichterstattung, die sich auf eine Goldbilanz von *Consolidated Gold Fields* stützt, ein Schluß aus der „industriellen Nachfrage" auf die Marktsituation zu grob. Die Quelle bietet viel differenziertere Angaben. Die industrielle Nachfrage setzt sich aus zahlreichen Branchenkomponenten zusammen, die allesamt anderen Bedingungen unterliegen.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.12.2.245 | Generated on 2025-07-26 03:44:13
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Aber gerade für sorgfältige Dekomposition findet man Beispiele. So in einem Marktbericht im September 1977. Es wird dort die Abhängigkeit des Goldpreises von der Inflationserwartung in den USA diskutiert. Dabei heißt es, in den Vereinigten Staten wiesen die Preisindices nach wie vor eine geringe Inflationsrate aus. Dies werde zu Unrecht hervorgehoben. Vielmehr kündigten sich die nächsten kräftigen Steigerungen der Preisindices bereits an. So sei zum Beispiel der amerikanische Index der Großhandelspreise nur deshalb so deutlich zurückgegangen, weil die Agrarpreise seit Monaten in einer tiefen Baisse lägen. Die meisten anderen Komponenten hingegen zeigten einen fast ungebrochenen Anstieg. Wenn nun die Abwärtsbewegung im Bereich der Agrarpreise, wie der Berichterstatter erwartet, von einem, wenn auch leichteren Anstieg abgelöst wird, dürfte dies beim Index der Großhandelspreise zum Anstieg führen. Dies sei dann für breite Kreise ein Inflationsindiz. Eine wünschenswert klare Dekomposition.

4. Schwellentheorien

Goldpreise scheinen oft nicht auf einem kontinuierlichen Maßstab abtragbar zu sein. Es gibt ganz normale Goldpreise, und daneben gibt es Schwellenpreise. Von diesen findet man mehrere Klassen:

— Psychologische Schwellenpreise, solche, von denen die Marktberichterstattung (und sicherlich auch nicht wenige Marktteilnehmer) annehmen, sie hätten für den ganzen Markt oder aber wenigstens für die Spekulation die Funktion einer emotionalen Klinke. Hierher gehören alte Preisumkehrpunkte (wie $ 197,50 oder runde $ 200 Ende 1974) oder einfach runde Goldpreise.

— Reaktionsschwellen, wie z. B. runde Preisschwellen, von denen an die Nachfrage der Verarbeiter aussetzen oder wieder einsetzen soll. Bemerkenswert dabei ist, daß sie zuweilen ohne Dekomposition des Sektors der goldverarbeitenden Industrie und ohne Rücksicht auf die Lager- und Ordersituation verwendet werden. Natürlich ist es korrekt, ex post Reaktionsschwellen zu konstatieren. Sie vertragen aber keine Extrapolation ohne erneute Prüfung der rentabilitätspolitischen Situation der Branche.

— Interventionsschwellen, von denen an Abgaben der Zentralbanken erwartet werden. Eine solche Schwelle sah man im ersten Quartal 1977 verbreitet bei $ 150.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.12.2.245 | Generated on 2025-07-26 03:44:13
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

— Schließlich markttechnische Schwellenpreise. Dazu gehören Widerstandslinien aus der Chartanalyse und (häufig mit diesen verbunden) tatsächliche Massierungen von stop-loss-orders bei bestimmten runden Preisen. Ein markttechnischer Schwellenpreis ist auch die sell-out-Schwelle, die im Februar 1977 bei $ 250 gesehen wurde. Käme es an dieser Schwelle zu einem Preiseinbruch, so seien die eintretenden Verluste geeignet, die Spekulation auf Dauer zu töten. Mit der Frage, warum gleich hohe und gleich verbreitete Verluste der Spekulation auf anderem Niveau nicht ebenso wahrscheinlich sein sollen, schließt man diesen markttechnischen Schwellenpreis wieder an die Klasse der psychologischen Preisschwellen an.

Ob und welche Preisschwellen hinreichend begründbar sind, wäre einer näheren Untersuchung wert. Die Erfahrung zeigt, daß wenigstens einem Teil der Preisschwellen Marktwirkung nicht abgesprochen werden kann. Dies gilt insbesondere für kräftig publizierte Widerstandslinien aus der technischen Analyse.

Die Lektüre der Marktberichterstattung über den Goldmarkt ließe es unschwierig zu, noch einige andere solcher Klippen zu isolieren. So z. B. den unvermuteten Wechsel in den Schwerpunktbegründungen für die Preisentwicklung (einen solchen kann man in ziemlich abrupter Form Mitte 1977 feststellen, wo in den Marktberichten die inflationsinduzierten durch die dollarkursinduzierten Goldpreiseffekte abgelöst wurden). Ein anderes Beispiel sind die aus Nettoströmen abgeleiteten Schlüsse (Ende 1977 zieht z. B. ein Bericht aus einem geschätzten Rückgang des südafrikanischen Jahresangebots um 13 Tonnen — bei einem Jahresangebot von rd. 1 600 Tonnen — isoliert Schlüsse auf die Preistendenz; zahlreiche Positionen in den Goldbilanzen sind netto geschätzt, lassen also keine Schlüsse auf das Marktvolumen zu). Es gibt die Gruppe der unreflektierten Korrelationen, die sich meistens bei näherer Betrachtung als ein Spezialfall der monokausalen Preiserklärung erweisen.

Die Beispiele mögen indessen genügen, um die wesentlichsten methodischen Klippen, die die Marktberichterstattung über die Goldmärkte für den Berichterstatter wie auch für seinen Informanten hat, hervorzuheben.

Hans-Jacob Krümmel, Bonn

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.12.2.245 | Generated on 2025-07-26 03:44:13
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zusammenfassung

Bedingungen für die Schwankungen der Goldpreise im Spiegel der Marktberichterstattung

Die Erweiterung der Goldhandelsmöglichkeiten sowie die Wandlung der monetären Rolle des Goldes haben zugleich die Berichterstattung über den internationalen Goldmarkt stärker ins Blickfeld des Interesses von Anlegern, Hortern, Spekulanten und Verarbeitern gerückt. Zur Vorbereitung ihrer Marktentscheidungen erwarten sie zuverlässige Aussagen über Bedingungen der Goldpreisentwicklung, über Angebots- und Nachfragekomponenten, Substitutionsmärkte und meinungsbildende Ereignisse.

Diesen Informationsbedürfnissen trägt die Goldmarktberichterstattung durch zusammenfassende Berichte über den Gesamtmarkt oder Teilmärkte, über Goldbilanzen, über Handelsformen und die aktuelle Goldmarktlage Rechnung. Als Informationsgrundlage benutzt sie dabei die Ergebnisse von Goldbilanzen, also der Entwicklung von Jahresproduktion, -verteilung und -verbrauch physischen Goldes, Erklärungsmodelle zu funktionalen Zusammenhängen des Goldmarktes sowie — insbesondere für Tag-zu-Tag-Berichte — die Aussagen wichtiger Marktteilnehmer. Der Aufsatz zeigt, daß gerade die Verwertung dieser Informationen über Mechanismen der Meinungsübertragung, über mögliche Vergessensvorgänge oder durch Verbreitung tendenziöser Nachrichten problembehaftet ist.

Ein weiterer Abschnitt des Aufsatzes behandelt methodische Schwierigkeiten der Goldberichterstattung: Ihren Bedarf an schlagenden Formulierungen sollte sie nicht dadurch befriedigen, daß sie zu monokausalen Erklärungen oder gar irrealen Verknüpfungen von Entwicklungsannahmen oder überzogenen Hochrechnungen greift. Sie würde vielmehr an Informationswert gewinnen, wenn sie z. B. die Bedingungen der Goldpreisbildung gewichtete, Substitutionsmärkte und time lags bei Angebot und Nachfrage einbezöge und Aggregate statistischer Quellen problembezogen auflöste. Eine Erläuterung von Gold-Schwellenpreisen rundet die Ausführungen ab.

Summary

Conditions governing Gold Price Fluctuations as reflected in Market Reports

The expansion of gold trading facilities and the change in the monetary role of gold have simultaneously brought reporting on the international gold market more into the foreground of interest of investors, hoarders, speculators and processors. For preparing their market decisions, they expect reliable reports on conditions affecting the trend of the gold price, on supply and demand components, substitute markets and opinionforming events.

Gold market reporters take these information needs into account by publishing reports on the market as a whole or on sub-markets, on balances

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.12.2.245 | Generated on 2025-07-26 03:44:13
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

of payments on gold account, on forms of trading and the current gold market situation. They use as basic information the results of gold movements accounts, that is, the trend of annual production, distribution and consumption of physical gold, explanatory models of functional interrelationships on the gold market and — especially for day-to-day reports — the statements of important market paticipants. The article shows that precisely the utilization of this information via opinion transfer mechanisms, possible forgetting processes or dissemination of tendentious news items is problematical.

A further section of the article deals with methodological difficulties of gold market reporting. Its need for convincing formulations should not be satisfied by resorting to monocausal explanations or even unrealistic interlinking of trend assumptions or exaggerated extrapolations. On the contrary, it would enhance the information value of reports, if, for instance, conditions affecting gold pricing were weighted, substitution markets and time lags of supply and demand were included, and aggregates from statistical sources were analysed to suit the problem concerned. The author rounds off his statements with an explanation of gold threshold prices.

Résumé

Les conditions des fluctuations du prix de l'or dans l'optique de l'observateur du marché

L'élargissement des possibilités de négociation de l'or ainsi que la mutation du rôle monétaire de l'or ont ramené l'information sur le marché international de l'or au premier plan des préoccupations des investisseurs, des thésauriseurs, des spéculateurs et des transformateurs. En vue de préparer leurs décisions, ils comptent sur des rapports consciencieux relatifs aux conditions de l'évolution du prix de l'or, aux composantes de l'offre et de la demande, aux marchés de substitution et aux événements pouvant influencer la formation d'une opinion.

Ces besoins d'information sont satisfaits par la couverture du marché de l'or sous forme de rapports condensés sur le marché d'ensemble ou sur des marchés partiels, sur des bilans aurifères, sur des formes commerciales et sur la situation actuelle des marchés. L'on exploite comme sources d'information les résultats des bilans aurifères, c. a. d. le développement de la production, de la distribution et de l'usage annuels de l'or-matière, des modèles explicatifs des connexions fonctionnelles du marché de l'or ainsi que — surtout pour des rapports quotidiens — les déclarations d'opérateurs majeurs de ce marché. L'étude fait ressortir que par des mécanismes de transfert d'opinions, par de possibles omissions et par la diffusion de nouvelles tendancieuses, l'exploitation de ces informations peut être entachée de problémes.

Un autre chapitre de l'étude traite des difficultés de méthode de l'information sur l'or: son besoin de formulations frappantes ne devrait pas être

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.12.2.245 | Generated on 2025-07-26 03:44:13
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

satisfait par des explications monocausales, par des liaisons irréelles d'hypothèses de développement ou encore par des élucubrations savantes. Cette information gagnerait en fiabilité si par exemple elle pondérait les conditions de la formation du prix de l'or, si elle incluait des marchés de substitution et des „time lags" dans l'offre et la demande et si elle résolvait les problèmes des agrégats de sources statistiques. Une explication des prix-planchers de l'or achève la présente étude.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.12.2.245 | Generated on 2025-07-26 03:44:13
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/