

## **Knapp ein Drittel der Vermögenden plant einen Wechsel des Vermögensverwalters**

*Elite Report veröffentlicht aktuelles Ranking der besten Vermögensverwalter in Deutschland, Österreich, der Schweiz und Liechtenstein für 2020 / Dr. Jens Ehrhardt erstmals unter den Top 10 / 1,5 Billionen Euro betreutes Vermögen suchen in den nächsten drei Jahren einen neuen Betreuer.*

Bei der Digitalisierung des Bankgeschäfts und der Vermögensverwaltung wird der Faktor Mensch meist zu wenig berücksichtigt. Das führt zu Unzufriedenheit und einer höheren Wechselbereitschaft bei der vermögenden Klientel.

Wie die Elite Report Redaktion jetzt im Rahmen ihrer jährlichen Analyse der Vermögensverwalterbranche von Kundenseite erfuhrt, beabsichtigt fast ein Drittel der Vermögenden in Deutschland, sich nach einem neuen, für ihre Bedürfnisse besser geeigneten Vermögensverwalter umzusehen. Marktkennern zufolge steht in den nächsten drei Jahren für ein betreutes Vermögen von rund 1,5 Billionen Euro der Wechsel zu einem neuen Vermögensverwalter an.

Diese Trends zeigt der neue Elite Report 2020, der am 26. November 2019 in der Münchner Residenz nun schon zum 17. Mal vorgestellt wurde. Der Elite Report unternimmt Jahr für Jahr einen großen Bankentest im deutschsprachigen Raum, um speziell die Qualität der Vermögensverwaltung unter die Lupe zu nehmen.

Für den Report 2020 konnten sich nur 46 Häuser als empfehlenswert qualifizieren. In die Bewertungen flossen wiederum auch die Urteile von 100 potenziellen Kunden ein, die alle auf der Suche nach einem neuen Dienstleister waren. Darüber hinaus sammelte das Analytisten-Team Kritiken von Lesern ebenso wie Klagen und Beschwerden.

Von den insgesamt 46 empfehlenswerten Vermögensverwaltern sind 38 deutsche, vier österreichische Häuser, Schweiz und Liechtenstein sind mit je zwei Adressen vertreten.

4 Sonderpreise konnten vergeben werden. Und von den Family Offices kamen durch Leumundsbefragung 24 Adressen in die Auswahl für das Jahr 2020. □

**Die Elite Report Redaktion wünscht  
Ihnen frohe Weihnachten, schöne  
besinnliche Feiertage und einen guten  
Rutsch in das neue Jahr!**



**NEU ERSCHIENEN:**  
»Die Elite der Vermögensverwalter im  
deutschsprachigen Raum 2020«



**Stückpreis: 39,80 Euro (inklusive Porto, Verpackung und  
Mehrwertsteuer, Auslandsporto wird extra berechnet)**  
**Handelsblatt-Abonnenten erhalten 10 Euro Rabatt**

**Bestellung unter: [bestellung@elitereport.de](mailto:bestellung@elitereport.de)**



Staatssekretär Roland Weigert vom Bayerisches Staatsministerium für Wirtschaft, Landesentwicklung und Energie, eröffnete feierlich die Preisverleihung an Vermögensverwalter und Family Offices in der Münchner Residenz am 26.11.2019.

(Photos: Daniel Schvarcz und HR Schulz)



(Immer v.l.n.r.) Musikalisch untermalt wurde der Abend von den Bluestones // Dr. Martin Babl, Regierungsdirektor, Dr. Hans-Peter Krauß, Ministerialdirigent und Roland Jung, Ministerialrat, vom Bayerischen Staatsministerium für Wirtschaft, Landesentwicklung und Energie



Pascal Gerckens, Chief Business Development Officer (CBDO) Verlagsgruppe Handelsblatt // Dieses Jahr mit dem Elite Sonderpreis ausgezeichnet, die Sparkasse Düren: Elite Report Verleger Professor h.c. Eduard Kastner, Hans-Kaspar v. Schönfels, Chefredakteur des Elite Report, Dr. Gregor Boschinski, Dirk Beu, Marc Schubert, Jens Jörres und Birgit Müller, Sparkasse Düren, mit Staatssekretär Roland Weigert



*(Immer v.l.n.r.) Weitere Sonderpreise bekamen: Jens Minnemann, Visoin for Finance GmbH, Peer Paulsen, Deutsche Bank AG Wealth Management, und Dr. Jakob v. Ganske, Deutsche Oppenheim Family Office AG*



*Marcus Hirschvogel, Dieter Hengl, Burgi Vrba, Kristina Labacher, Michaela Böhmer, Hubert Seiwald von der Schoellerbank AG, Österreich, mit Staatssekretär Roland Weigert // Verleger Professor h.c. Eduard Kastner und Dr. Jens Ehrhardt von der DJE Kapital AG*



*Klaus Siegers und Robert Heiduck von der Weberbank Actiengesellschaft // Klaus Brockmeyer, Willi Ernst, Bettina Studtrucker, Patrick Althoff, Bernd Valter, Axel Melber von der Werther und Ernst Vermögensverwalter GmbH*



*Thomas Portig und Arne Sand von der Sand und Schott GmbH // Oliver Leipholz und Dr. Thomas Rüschen von der Deutsche Oppenheim Family Office AG // Dr. Martin Fritz und Uwe Fischer von der Fürst Fugger Privatbank*



*Hans-Kaspar v. Schönfels, Chefredakteur Elite Report, mit Frank Krause, Bettina Poullain, Jörg Ludwig und Achim Lange von der Hamburger Sparkasse // Ralf Hellmich von der NORD/LB*



*(Immer v.l.n.r.) Anna v. Bergmann moderierte den Abend und führte durch die Preisverleihung // Das Team der Frankfurter Bankgesellschaft: Christoph Neu, Adelheid Büchl, Holger Mai und Udo Kröger mit Staatssekretär Roland Weigert*



*Roland Schubert und Stefan Schwesig LGT Bank AG in Liechtenstein und Gero Casellini von der LGT Bank (Schweiz) AG // Roland Mandl von Metzler Private Banking*



*Gérard Piasko und Kostas Ntefeloudis von Maerki Baumann & Co. AG aus der Schweiz // Peter Illmer, Erich Ortner, Dr. Christoph Leinberger und Klaus Hager vom Raiffeisenverband Salzburg*



*Arthur Klausner, Dr. Johannes Hefel und Alfred Pfeiffer, Hypo Vorarlberg // Dr. Hans-Walter Peters, Dirk Wemhöhner und Karsten Wehmeier, Berenberg*



*Thomas Stransky, Robert Florek, Jens Stumpp und Constantin v. Oesterreich von der Südwestbank AG // Dr. Peter M. Haid von der ODDO BHF AG*



(Immer v.l.n.r.) Oliver Postler und Dr. Philip Gisdakis, Hypovereinsbank Private Banking // Uwe Seeberger und Murat Sentürk, DZ Privatbank S.A. // Viktor Weingardt und Anton Vetter von der B V & P Vermögen AG



Hans-Kaspar v. Schönfels, Chefredakteur des Elite Report, Friedrich Huber, Michael Reuss und Christian Fischl von Huber, Reuss und Kollegen // Dr. Markus Lingel und Matthias Busch von der Merkur Privatbank (ehm. Bank Schilling)



Stephan Isenberg und Kurt Halmburger von der Bethmann Bank AG mit Staatssekretär Roland Weigert // Marco Herrmann, Christian Wegele und Thomas Knapp von der Fiduka Depotverwaltung GmbH



Dr. Reiner Kriegelmeier, Bankhaus Herzogpark // Michael Steger, Pictet Cie (Europe) S.A. // Sven Stephan und Christian Kriwitz, HSBC Deutschland



Stephan Simon und Klaus Hella von der Vermögenskultur AG // Klaus Haller und Robert Malterer von Value Holdings Vermögensmanagement GmbH // Mario Drotschmann und Mirko Albert von der VALEXX Value Experts AG



(Immer v.l.n.r.) Andreas Glogger, Claudia Glogger und Armin Glogger von der Glogger und Partner Vermögensverwaltung GmbH mit Staatssekretär Roland Weigert // Wolfgang Köbler von der KSW Vermögensverwaltung AG



Georg Frischmann und René Stubler von der Hypo Tirol Bank // Günther Faltermeier und Burkhard Wagner, PARTNERS VermögensManagement AG // Michael Thaler und Hubert Thaler von der TOP Vermögen AG



Ferdinand Graf v. Wisser, GAP Vermögensverwaltung GmbH // Dr. Conrad v. Sydow, FOCAM // Dr. Gerd Kommer, Kommer Invest GmbH



Thomas Hemmerle, NEUE BANK AG aus Liechtenstein // Malte Jungmann und Thomas Buckard von der Michael Pintarelli Finanzdienstleistungen AG // Christian Gritzka, Knapp Voith Vermögensverwaltungs AG



Hans-Kaspar v. Schönfels, Chefredakteur des Elite Report, Reiner Gigl, Anika Perlewitz und Andreas Brandt, LUNIS Vermögensverwaltung // Thomas Jäger und Thomas Kleffmann von Hauck & Aufhäuser



(Immer v.l.n.r.) Gerhard Friedenberger, Gerhard Friedenberger Vermögensverwaltung und Family Office GmbH // Wolfgang Schweissgut, Schweissgut GmbH Family Office // Alexander Ruis, SK Family Office



Elite Report Chefredakteur Hans-Kaspar v. Schönfels mit Diego A. Gutiérrez, Margot Lorenz und Beat Kunz von der Portas Capital AG aus der Schweiz // Dr. Michael Oberhuber von Marxer & Partner aus Liechtenstein



Thorsten Weinelt und Thomas Friedrich, Hypovereinsbank Wealth Management Unternehmerbank // Ferdinand Delius, Julia Bastek, Nadine Correia, Catharina Weber und Stefan Buchwald vom Kontora Family Office



Dr. Nicolas Schoeller, Marcard Stein & Co // Karsten Schnapp, Erdmann Family Office GmbH // Klaus Kuder, Kuder Familypartner GmbH



Bernhard Pfitzner und Michael Egner-Walter von der HRK Family Office GmbH // Thomas A. Zenner und Jennifer Bodrow, Family Office 360grad AG // Matthias Semar und Martin Müller von der DZ Privatbank WerteSchmiede



(Immer v.l.n.r.) Elite Report Chefredakteur Hans-Kaspar v. Schönfels, Vanessa Matheis von der AURETAS Family Trust GmbH mit Staatssekretär Roland Weigert // Rainer Gänsslen und Michael Steger von Pictet



Thomas Brehmer und Klaus Deng von Brehmer & Cie. Family Office GmbH // Sven Stephan und Christian Kriwitz von HSBC Deutschland mit Lisa Günther vom Handelsblatt in der Mitte



Anna v. Bergmann mit Pascal Gerckens und Anke Rezmer vom Handelsblatt // Dr. Jens Ehrhardt mit Reinhard N. Vennekold, Elite Report



Falk, Re und Hans-Kaspar v. Schönfels von der Elite Report Redaktion mit der Moderatorin des Abends Anna v. Bergmann // Bild oben: die Bluestones

## ***Kleine Geschenke erhalten die Geschäftsfreundschaft – welche Geschenke Sie steuerlich geltend machen können***

Von Jürgen E. Leske

*Zum Jahreswechsel und vor Weihnachten häufen sich die Fälle, in denen man als Unternehmer Geschenke an Kunden und Geschäftsfreunde verteilt. Hier eine Zusammenfassung, inwieweit man als Unternehmen Aufwendungen für solche Zuwendungen steuerlich geltend machen kann.*



Jürgen E. Leske | [www.raleske.de](http://www.raleske.de)

Da sind zunächst einmal Geschenke an Geschäftsfreunde oder Kunden, technisch »Sachzuwendungen« genannt. Sie dürfen als Betriebsausgaben abgezogen werden, sofern sie pro Empfänger und Jahr den Wert von 35 Euro ohne Umsatzsteuer nicht übersteigen (ohne Umsatzsteuer dann, wenn Sie als Schenkender zum Vorsteuerabzug berechtigt sind). Wird mehr geschenkt, auch nur für 36 Euro, dann entfällt der Abzug komplett. Der Betrag ist dann eine nicht abzugsfähige Betriebsausgabe und Sie müssen sie wie eine private Ausgabe behandeln, als Entnahme aus dem Betriebsvermögen. Und das heißt: Die Ausgabe für das Geschenk müssen Sie als Gewinn versteuern (§ 4 Abs. 5 Nummer 1 des Einkommensteuergesetzes). Und diese Geschenksomme bezieht sich auf eine Person pro Jahr.

Aber natürlich gibt es wieder eine Ausnahme: Geschenke bis zu zehn Euro. Hier wird unterstellt, dass es sich um Streuwerbeartikel handelt – Kugelschreiber oder USB-Sticks. Für so etwas gibt es keine Aufzeichnungspflicht. Solche Beträge können also doch steuerlich geltend gemacht werden.

Wer mehr verschenkt, und zwar höchstens bis zu 10.000 Euro im Jahr pro Empfänger, kann dies mit einem Pauschalsteuersatz von 30 % versteuern (zuzüglich Soli und ggf. pauschalierter Kirchensteuer). Allerdings kann man

das nicht als Betriebsausgabe abziehen. Und der Empfänger ist davon zu unterrichten, dass man die Steuern übernimmt.

Überhaupt wird hier viel Bürokratie dem schenkenden Unternehmer abverlangt: Sie können den Betriebsausgabenabzug nur dann haben, wenn die Geschenkaufwendungen einzeln und getrennt von den übrigen Betriebsausgaben aufgezeichnet werden. Die Aufzeichnungen für so ein Präsent müssen auf einem separaten Konto gebucht werden, das man beispielsweise bezeichnet als »Geschenke abziehbar«. Die meisten Buchhaltungsprogramme halten hier eigene Konten für diese Zwecke bereit. Verbuchen Sie die Kosten zusammen mit anderen Betriebsausgaben, dann verlieren Sie den Betriebsausgaben- und den Vorsteuerabzug.

Bei Geschenken muss der Name des Empfängers aus der Buchung beziehungsweise den Buchungsbelegen hervorgehen. Geschenke der gleichen Art dürfen Sie in einer Buchung zusammenfassen, dann aber müssen die Namen der Empfänger vermerkt sein beziehungsweise eine Namensliste mit der Rechnung abgeheftet werden. Es ist also sehr gefährlich, wenn die Betragsgrenzen überschritten werden (auch nur um einen Cent!) einerseits und andererseits wenn die Formalien nicht streng eingehalten werden.

Dann gibt es noch die Geschenke an Arbeitnehmer, die aus ganz persönlichem Anlass erfolgen – etwa Geburtstag, Hochzeit oder Hochzeitsjubiläum, Geburt eines Kindes, Geschäftsjubiläum. Bei einem Wert von bis zu 60 Euro müssen solche Geschenke nicht pauschal besteuert werden. Wird der Wert von 35 Euro pro Geschäftsfreund überschritten, gibt es keinen Betriebsausgabenabzug.

Tipp für eine camouflierte Gehaltserhöhung: Ihre Mitarbeiter dürfen jeden Monat von ihrem Unternehmen eine steuer- und sozialversicherungsfreie Sachzuwendung im Wert von 44 Euro annehmen. Man könnte an einen Gutschein denken, etwa einen Tankgutschein. Das wäre dann eine besondere Art der Gehaltserhöhung. Die geht aber nur als Sachzuwendung. Bargeld geht nicht.

Geschenke an Mitarbeiter bis zu einer Höhe von 10.000 Euro pro Jahr und Mitarbeiter werden dann vom Arbeitgeber mit 30 % (zuzüglich Soli und pauschalierter Kirchensteuer) pauschal besteuert. Das ist dann aber sozialversicherungspflichtig, jedoch als Betriebsausgabe ansetzbar. >>

**Und Weihnachts- bzw. Betriebsfeiern?**

Bis zu 110 Euro bleiben bei solchen Feiern steuerfrei, auch wenn der Betrag pro Veranstaltung und Arbeitnehmer überschritten wird. Dann muss also lediglich der überschüssige Betrag versteuert werden, zuzüglich Sozialversicherung. Bei dieser Art von Feiern ist es nicht nötig, den Betrag von 110 Euro exakt einzelnen Arbeitnehmern zuzuordnen. Es genügt, wenn rechnerische 110 Euro pro Kopf anfallen.

Wichtig noch: Wenn Sie eine Betriebsveranstaltung oder eine Weihnachtsfeier planen, dann wird dieses Fest nur dann steuerlich wie besprochen anerkannt, wenn sie allen Angehörigen des Betriebs (oder eines Betriebsteils) grund-

sätzlich offensteht. Die Betriebsveranstaltung muss als »üblich« eingestuft werden und das wird sie dann, wenn es nicht mehr als zwei solcher Veranstaltungen im Jahr gibt. Es kommt aber nicht darauf an, wie lange eine solche einzelne Veranstaltung dauert. Auch mehrtägige Betriebsveranstaltungen sind grundsätzlich steuerlich begünstigt.

In der Praxis dürfte es aber mehrtägige Veranstaltungen mit Kosten von 110 Euro pro Kopf selten geben, denn es zählen dabei nicht nur die Kosten für Speisen und Getränke, sondern auch die Miete für den Veranstaltungsraum, die Kosten für die Musiktruppe, auch die Kosten für Übernachtung oder die Reisekosten, sofern dies alles übernommen wird. □

**Reisefehler, die nicht ausreichen, um den Preis zu mindern**

Da kam einiges zusammen für die Teilnehmer einer Mountainbiker-Reise von Grainau in Oberbayern zum Gardasee: Man beklagte, dass zu wenig Höhenmeter abverlangt wurden, dass es stattdessen aber zu viele Pinkelpausen gegeben habe und dass es darüber hinaus noch einen pöbelnden Reiseleiter gegeben habe.

Das alles führten die Teilnehmer als Mangel an, als sie gegen den Reiseveranstalter vor das Münchner Amtsgericht zogen.

Die Richter in München fanden das sicherlich auch nicht so toll, waren aber nicht der Meinung, dass dies zu einer Minderung des Reisepreises von immerhin 1.258 Euro führen könne.

Geworben hatte der Reiseunternehmer für eine sportliche Radtour abseits der Pisten, zugeschnitten für Fortgeschrittene mit sehr guter Kondition. Die Teilnehmer bemängelten, dass statt der versprochenen 400 km pro Tag nur 364 km zurückgelegt wurden, davon 100 km auf Asphalt. Es habe auch viel zu viel Pinkelpausen gegeben und der Reiseleiter sei von seiner Kondition her nicht in der Lage gewesen, die Tour ordnungsgemäß zu führen. Auf die Stimmung schlug der Umstand, dass er Autofahrer, Radfahrer und Fußgänger angepöbelt habe.

Als ein Teilnehmer gar stürzte, habe der Reiseleiter sich nicht darum gekümmert und sei einfach weitergefahren. Dem setzte der Reiseveranstalter entgegen, dass die Tour speziell beworben wurde, damit Naturerfahrung und Freude am Leben zu vermitteln – es habe sich nicht um ein Radrennen gehandelt. Es sei wahr, dass einige Höhenmeter nicht zurückgelegt werden konnten. Dies hatte allerdings organisatorische Gründe: In der Woche davor hatten sich Wanderer über eine geführte Radgruppe beschwert, die über die ursprünglich geplante Strecke verlief. Wer die fehlenden Höhenmeter noch nachholen wollte, dem wäre es unbenommen geblieben, dies am Ende der Strecke, am Molvenosee nachzuholen.

Das Gericht folgte im Wesentlichen der Argumentation des Reiseveranstalters und sagte, dass laut Reiseunterlagen keine bestimmte Strecke zugesichert worden sei. Dort wurde auch nicht die Reise als ein sportliches Hochleistungsprogramm angeboten. Die Wartezeiten – gemeint waren wohl die Pinkelpausen – gehörten zum gewöhnlichen Ablauf solch einer Reise. Auch in den angeblichen Pöbeleien des Reiseführers – gegenüber anderen Teilnehmern als den Klägern – vermochte das Gericht keinen Mangel zu sehen.

Amtsgericht München, Urteil vom 28.10.2019, Aktenzeichen 191 C 7612/18.

Jürgen E. Leske | [www.raleske.de](http://www.raleske.de)

## ***Wirtschaftswachstum ist das Fundament: Entscheidungen in der Vermögensverwaltung auf das Wesentliche reduzieren***

*Von Dr. Thilo Goodall-Rathert, Chief Investment Officer, Frankfurter Bankgesellschaft*

***Wirtschaftswachstum ist das Fundament für alle Investitionen. Der wichtigste Baustein dieses Fundaments ist die Steigerung der Produktivität. Im Kern geht es bei allen Investitionsentscheidungen darum, eine produktive Verwendung für die Ersparnisse zu identifizieren und das Kapital in dieser produktiven Verwendung zu investieren.***

Bei einer guten Konjunktur lassen sich produktive Verwendungen relativ leicht identifizieren. Es gibt eine große Anzahl an Möglichkeiten und die zu erwartenden Renditen sind hoch. Bei schlechter Konjunktur ist die Aufgabe schwieriger. Die Anzahl der Möglichkeiten und die zu erwartenden Renditen sind geringer. Die Vermögensverwaltung bei der Frankfurter Bankgesellschaft richtet sich daher hauptsächlich nach den Konjunkturaussichten.

Ob die Konjunkturaussichten gut oder schlecht sind, beurteilen wir nach der Normalhöhe des Wachstums: dem Potenzialwachstum. Das Potenzialwachstum ist durch zwei Einflussfaktoren bestimmt: das Wachstum der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter und den Produktivitätsfortschritt. Beide wachsen in diesem Jahrzehnt langsamer als in den letzten Jahrzehnten und damit ist auch das Potenzialwachstum geringer. Der Grund für das niedrige Produktivitätswachstum ist nicht ganz klar; vielleicht greift der technologische Fortschritt nicht mehr so tief in die Prozesse ein, vielleicht verbreitet er sich nicht mehr in allen Sektoren und Industrien. Möglich ist auch, dass die Weltwirtschaftskrise dazu geführt hat, dass Investitionen aufgeschoben wurden und Erlerntes obsolet wurde. Vielleicht ist der Rückgang des Produktivitätszuwachses auch auf die Verlagerung des Wirtschaftens hin zu Dienstleistungssektoren oder zu staatlich gelenkten Sektoren wie dem Gesundheitswesen zurückzuführen. Vielleicht sind die Infrastrukturausgaben der meisten Staaten nur noch erhaltender Natur, erhöhen die Produktivität aber nicht mehr.

Jedenfalls müssen wir davon ausgehen, dass das potenzielle Wirtschaftswachstum in diesem Jahrzehnt nur etwa 2 %

p.a. weltweit beträgt. In China beträgt es immerhin noch 5%, in der EU und in der Eurozone liegt es dagegen bei 0,6%, in den USA auch. Diese Werte definieren also unsere Normalhöhe. Der Vergleich zum tatsächlichen Wachstum macht deutlich, dass das in den letzten Jahren oft als »verhalten« titulierte Wachstum in Tat und Wahrheit deutlich über der Normalhöhe lag. Es lag somit ein selbsttragender Aufschwung vor, der zum Abbau der Arbeitslosigkeit geführt hat, wodurch mehr Menschen in Lohn und Brot gekommen sind. Ihr Einkommen führte zu mehr Nachfrage, diese Nachfrage führte zu mehr Umsatz und Gewinn und zu mehr Investitionen seitens der Unternehmen. Diese Investitionen mussten mit Leben gefüllt werden, was wiederum zu mehr Beschäftigung, zu höheren Lohn-einkommen und zu höherer Nachfrage führte.

Wegen der steigenden Gewinne findet ein selbsttragender Aufschwung sein Spiegelbild in den Kapitalmärkten. Die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen gehen zurück und die Kurse der Unternehmensanleihen steigen. Die steigenden Gewinne lassen auch die Aktienkurse steigen. Tatsächlich steigen nicht nur die nominalen Aktienkurse – das wäre bei jedem nominalen Wirtschaftswachstum der Fall – sondern auch die Aktienbewertungen, also das Kurs-Gewinn-Verhältnis.

Dieser Zusammenhang zwischen Aktienbewertung und Konjunktur lässt sich empirisch gut darstellen. Misst man die Konjunktur schlicht anhand der Arbeitslosenrate und der Inflation, dann zeigt sich ein sehr enger Zusammenhang zwischen diesen beiden Größen und der Aktienbewertung. Je niedriger Arbeitslosigkeit und Inflation, desto höher die Aktienbewertungen und umgekehrt.

Welche Investitionen sich in einem solchen Umfeld lohnen, lässt sich leicht ermitteln. Auch für die kurzfristigen und die langfristigen Zinsen lassen sich die Normalhöhen berechnen. Die Federal Reserve Bank of San Francisco schätzt, dass der natürliche Zins zusammen mit dem gesunkenen Potenzialwachstum gesunken ist. Laut ihren Schätzungen beträgt er in den USA nur noch 0,4% und in der Eurozone praktisch 0%. Die Schätzungen für das vergangene Jahrzehnt lauten dagegen 2,0% bzw. 2,3%, was einen Rückgang um etwa 2,0 Prozentpunkte bedeutet. Wenn wir zu diesem derzeitigen natürlichen Zins die erwartete Inflation von 2,0% addieren, dann kommen wir zu einem nominalen Gleichgewichtszins von 2,0% für die Eu-

rozone und von 2,5 % für die USA. Das ist die neue Normalhöhe der Geldmarktzinsen. Die aktuellen Zinsen am Geldmarkt liegen aufgrund der Geldpolitik der EZB und der Fed deutlich darunter. Eine Investition über den Umweg von kontogebundenen Anlagen lohnt sich also nicht.

Die Normalhöhe für die Verzinsung 10-jähriger Bundesanleihen berechnet sich einfach aus der Summe des natürlichen Zinses (+0%), der erwarteten Inflation (+2,0%), der Risikoprämie auf Staatsanleihen (zurzeit 0,5%) und einem Laufzeitenaufschlag (vielleicht 1,0%). Das ergibt zusammen eine Normalverzinsung von 3,5%. Auch hier liegen die Renditen aktuell deutlich unter der Normalhöhe, auch hier lohnt sich eine Anlage nicht. Man bekommt von den Produktivitätssteigerungen der Wirtschaft nichts. Damit bleiben Investitionen in Unternehmen entweder in Form von Eigenkapital (Aktien) oder Fremdkapital (Unternehmensanleihen) die beste Wahl. Beide sind in Zeiten guter Konjunktur die erste Wahl.

Die zweite Frage bei der Einschätzung der Investitionsmöglichkeiten ist daher, wann die Konjunktur drehen wird. Die Lehrbuchdarstellung ist, dass irgendwann der Arbeitskräftemarkt ausgeschöpft ist und dadurch die Löhne steigen und schließlich die Inflation. Inflation führt zum Anstieg der Zinsen, und Zins- und Lohnsteigerungen führen zur Verringerung der Gewinne, wodurch die Investitionen zurückgehen, wodurch die Arbeitslosigkeit wieder ansteigt und der selbsttragende Aufschwung zu einem Abschwung wird.

Tatsächlich kann man auch diese Zusammenhänge und ihre Auswirkungen auf die Aktienmarktbewertungen empirisch zeigen, zumindest in den USA, wo für solche empirischen Studien einfach das beste Zahlenmaterial zur Verfügung steht. In den Jahren 1967 bis 2017 war der durchschnittliche Aktienertrag 8,1% p. a. Der Arbeitsmarkt war während 128 Monaten ausgeschöpft, während dieser 128 Monate sank der Aktienertrag auf knapp unter 0% p. a., aber nicht in allen Perioden. In den Perioden, in denen die Fed mit den Zinserhöhungen begonnen hatte, lag der durchschnittliche Aktienertrag bei 10% p. a. Erst als die Zinssteigerungen so weit fortgeschritten waren, dass die kurzfristigen Zinsen höher waren als die langfristigen Zinsen oder die Konjunktur so weit gebremst worden war, dass die Arbeitslosigkeit wieder anstieg, verzeichnete der Aktienmarkt in den USA negative Gesamterträge.

Aus diesen empirischen Beobachtungen ergeben sich die Indikatoren, auf die wir bei der Kapitalanlage achten müssen. Der ausgeschöpfte Arbeitsmarkt ist der erste Indikator. Er ist sozusagen eine notwendige Bedingung. Als weiterer dient eine inverse Zinskurve, d. h., die Zentralbank muss das kurzfristige Zinsniveau über das langfristige Zinsniveau gehoben haben. Als dritter Indikator dienen Anzeichen, dass die Bedingungen am Arbeitsmarkt sich verschlechtern. Dazu gehört zum Beispiel eine Zunahme der Kurzarbeit oder ein Anstieg der Anträge auf Arbeitslosengeld. Keiner dieser beiden weiteren Indikatoren liegen zurzeit vor. Vor allem Lohnsteigerungen, die Grundlage für hausgemachte Inflation, sind nicht sichtbar. Obwohl zum Beispiel in Japan der Arbeitsmarkt fast ausgeschöpft ist, liegt das Lohnwachstum knapp unter 1%, die Inflation liegt noch darunter. In der Eurozone liegt das Lohnwachstum bei etwa 2%, in Deutschland etwas höher, in Italien etwas niedriger. Die Inflation beträgt deutlich weniger als 2%. In den USA, bei einer Arbeitslosigkeit von weniger als 4%, betrug die Steigerung der Stundenlöhne in den letzten Quartalen weniger als 3% gegenüber dem Vorjahr. Das ist erstaunlich wenig.

Warum die Löhne nur verhalten steigen, ist nicht ganz klar. Vielleicht ist es auf den internationalen Wettbewerb der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer zurückzuführen, den die Globalisierung mit sich bringt. Vielleicht ist der Pool der Unterbeschäftigten noch nicht ausgeschöpft. Unterbeschäftigung ist schwer zu messen, vielleicht steigt auch einfach die Rate derjenigen, die wieder eine Arbeit suchen, schneller als erwartet. Jedenfalls steigen die Löhne auch in den USA weit weniger, als erwartet werden kann, und die Inflation beträgt auch in den USA weniger als 2%.

Ein gewisses Grundvertrauen in die Wirtschaft ist also immer noch richtig. Dieses Grundvertrauen ist für die Kapitalanlage, also für Investitionen, ohnehin unerlässlich. Anlegen ist im Kern nichts anderes, als das Ersparte denjenigen zur Verfügung zu stellen, die dieses Kapital produktiv einzusetzen verstehen, und von den Gewinnen aus Produktivitätssteigerungen seinen Anteil in Form von Zinsen und Dividenden zu ziehen. Die mögliche Höhe der Dividenden und Zinsen hängt letztendlich und im Durchschnitt vom Wirtschaftswachstum ab, dessen wichtigster Faktor eben die Produktivitätssteigerungen sind. □

[www.frankfurter-bankgesellschaft.com](http://www.frankfurter-bankgesellschaft.com)

## Gold als Investment – braucht man das?

Von Alexander Weis und Gerd Kommer

*Auf der Basis seiner langfristigen historischen Rendite-Risiko-Kombination stellt Gold eine unattraktive Asset-Klasse dar. Auch sachlogische Erwägungen jenseits langer historischer Datenreihen liefern mehr Argumente gegen Gold als Investment als dafür.*

Am Anfang jedes Nachdenkens über Rendite und Risiko einer Asset-Klasse sollte eine Betrachtung ihrer historischen Rendite und ihres historischen Risikos stehen. Generell gilt dabei die Regel, soweit zurückzugehen, wie es Datenqualität und -verfügbarkeit zulassen. Im Falle von Gold reichen diese Renditen zwar über 200 Jahre oder sogar noch länger zurück, doch besteht hier eine Ausnahme: Renditedaten vor den 1970er-Jahren sollten ignoriert werden, denn vor 1971 war Gold in den USA, Großbritannien und vielen anderen Ländern die De-facto-Währung; will heißen, dass die nationalen Währungen den größten Teil der Zeit während dieser 200 Jahre eine gesetzlich vorgeschriebene, feste Austauschrelation zu Gold besaßen – der so genannte Goldstandard – und der Goldpreis somit vom Staat festgesetzt wurde, also nicht frei schwankte, wie das heute der Fall ist.

Die Goldpreisbindung des US-Dollars wurde im August 1971 von der amerikanischen Regierung abgeschafft – das Ende des so genannten Bretton-Woods-Währungssystems. Da die meisten westlichen Währungen bis dahin einen von der Zentralbank des jeweiligen Landes festgelegten und festen oder »halbfesten« Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar besaßen, war indirekt auch der Goldwert dieser Währungen bis August 1971 fest fixiert. Mit Beendigung des Goldstandards änderten sich die Spielregeln für Gold im Sinne eines Investments grundlegend, denn von da an schwankte der Goldpreis frei und bewegte sich erstmalig nach dem Gesetz von Angebot und Nachfrage auf dem Weltmarkt. Für Gold als Vermögensanlage markierte der August 1971 damit das, was Statistiker einen Strukturbruch nennen.

Wer diese Argumentation akzeptiert, für den beginnen die aus Investmentsicht relevanten Preisschwankungen von Gold frühestens im September 1971. Vor diesem Datum waren die realen Goldrenditen weit, weit niedriger als da-

nach. Von 1792 bis August 1971 (180 Jahre) sank der reale Goldpreis in USD um durchschnittlich –0,4 % pro Jahr – das entspricht einem kumulativen Preisrückgang von über 50 %. Ab September 1971 zogen die Goldrenditen im Vergleich zu den vorhergehenden 180 Jahren stark an.

Allerdings dürfte auch der September 1971 kein wirklich gut geeignetes Startdatum für ein historisches Gold-Rendite-Benchmarking gegen andere Asset-Klassen sein. Die US-Regierung und auch andere Staaten ließen erst ab Anfang 1975 privaten Goldbesitz ihrer Bürger wieder zu. Zwischen 1934 und Ende 1974 hatte in den USA ein vierzigjähriges »Goldverbot« für Privathaushalte bestanden, dessen Missachtung mit Gefängnis von bis zu zehn Jahren bestraft wurde. Jahrzehntelange Verbote privaten Goldbesitzes gab es im 20. Jahrhundert in praktisch allen westlichen Ländern – Demokratien und Diktaturen gleichermaßen – einschließlich Deutschland. Die rechtlichen Konsequenzen einer Verletzung dieser Verbote waren zum Teil drakonisch; so konnte in Deutschland privater Goldbesitz im Dritten Reich mit dem Tod bestraft werden. Ähnliche Grausamkeiten galten jahrzehntelang in Russland und anderen sozialistischen Staaten. Auch die demokratische Weimarer Republik führte 1923 eine Zwangsabgabe auf Gold in Privatbesitz ein. Das nationalsozialistische Goldverbot wurde in der Bundesrepublik 1955 beseitigt.

In den gut drei Jahren, die zwischen der Beendigung des Quasi-Goldstandards (Bretton-Woods-System) im August 1971 und der Legalisierung von Privatbesitz an Gold in den USA im Dezember 1974 lagen, stieg der reale Goldpreis in USD um 238 % oder 44,2 % p.a. Man kann wohl schlussfolgern, dass in dieser Phase strukturell abnormale und damit nicht repräsentative Sonderbedingungen herrschten, die sich so nicht wiederholen werden. Nach 40 Jahren Goldverbot hatte sich bei der US-Bevölkerung und in anderen Ländern, einem riesigen Käufersegment, eine Rückstaunachfrage gebildet und die schon vorher absehbare Freisetzung trug maßgeblich zum drastischen Preisanstieg in den dreieinhalb Jahren bis Ende 1974 bei. Deshalb sollte eine historische Goldrenditeanalyse, soweit man aus ihr belastbare Erkenntnisse für die Zukunft ableiten will, eigentlich nur die Zeit nach 1974 berücksichtigen, denn erst ab 1975 hatten sich die Verhältnisse hinreichend normalisiert.

Damit sich die Leser ein eigenes Bild machen können, werden in der nachfolgenden Tabelle die Goldrenditen von

**Tabelle: Inflationsbereinigte Renditen per annum der wichtigsten Asset-Klassen für die Zeiträume 1900-2018 (119 Jahre) und 1980-2018 (39 Jahre) – vor Kosten und Steuern**

Zeitraum	Aktien global	Wohnimmobilien global	Lfr. Staatsanleihen global	Geldmarkt USA	Gold	Rohstoffe
1900 – 2018	5,0%	2,4%	1,9%	0,5%	0,6%	0,3%
1980 – 2018	6,4%	n.v.	5,6%	1,2%	-0,7%	-0,3%

► Quelle: Dimson, Marsh, Staunton (2018/2019), MSCI; Standard & Poor's; Bundesbank; World Gold Council; David S. Jacks; Wohnimmobilien: DMS-Daten ergänzt gemäß Kommer/Schweizer 2018 (ohne Leverage). ► Alle Renditen sind inflationsbereinigte geometrische Durchschnitte vor Kosten und Steuern in USD mit Ausnahme der Immobilienrenditen. Diese sind ein bevölkerungsgewichteter Durchschnitt aus den Renditen in 11 Ländern in lokaler Währung (ohne Fremdfinanzierungseffekte). Der Zeitraum ist hier abweichend 1900 bis 2017 (ein Jahr kürzer). ► Rohstoffe repräsentieren die fünf Hauptrohstoffgruppen Energie, Edelmetalle, Basismetalle, Mineralien und Agrarrohstoffe.

1900 bis heute wie auch von 1980 bis heute dargestellt. Da Renditen immer relativ zu ihren Alternativen zu beurteilen sind, haben wir auch die Zahlen von fünf anderen Haupt-Asset-Klassen aufgeführt.

Bei der Einschätzung dieser Renditen ist zu berücksichtigen, dass es sich hier nicht um Schönwetterdaten handelt. Im Gegenteil: Die fraglichen 100 Jahre Renditegeschichte beinhalten die Auswirkungen von zwei Weltkriegen, unzähligen regionalen Kriegen und Bürgerkriegen, vielen Währungskrisen und Staatskonkursen, mehreren globalen Wirtschafts- und Börsenabschwüngen (z.B. die Weltwirtschaftskrise von 1929 bis 1937, der Dot-com-Crash ab Anfang 2000, die große Finanzkrise ab 2007/08) und einem insgesamt weitreichenden weltwirtschaftlichen Strukturwandel. (Siehe Tabelle)

Manchem Leser mögen die in der Tabelle gezeigten Goldrenditen und die Renditen der anderen Asset-Klassen überraschend niedrig anmuten, doch das sind die Fakten. Diese Zahlen belegen deutlich, dass Gold in beiden langfristigen Zeiträumen alle anderen relevanten Asset-Klassen mit der Ausnahme von Rohstoffen unterperformt hat. So rentierte der globale Aktienmarkt über den Zeitraum von 1900 bis 2018 mit jährlich 5,0%, während Gold seinen Anlegern über diesen Zeitraum magere 0,6% bescherte, also nur etwa ein Achtel der Rendite von Aktien. Ähnliche Renditegrößenverhältnisse zwischen Aktien und Gold würden sich auch in den meisten längeren Zeitfenstern ab 1970 bis heute ergeben.

Renditen soll man bekanntlich stets zusammen mit Risiko evaluieren. Tut man das, sieht das Gesamtergebnis für Gold noch schlechter aus als auf der Ebene der Rendite alleine.

Aus Platzgründen führen wir in der Tabelle keine Risikokennzahlen auf, können aber bestätigen, dass sowohl bei der Volatilität (Renditeschwankungen) als auch beim maximalen kumulativen Verlust (maximaler Drawdown) Gold zusammen mit Rohstoffen ebenfalls am schlechten Ende des in der Tabelle aufgeführten Asset-Klassen-Spektrums liegt. Ein Beispiel: Zwischen Anfang 1980 und März 2001 verlor Gold inflationsbereinigt 83% seines Wertes (in Dollar; in Euro wäre der Verlust nur geringfügig geringer gewesen). Immerhin: In schweren Aktienmarktkrisen bietet Gold, wie die viereinhalb Jahrzehnte seit 1975 gezeigt haben, einen gewissen Diversifikationsnutzen. Alles in allem ist klar: Wer in den letzten Jahrzehnten in Gold investiert hat, erlitt vermutlich außerordentlich hohe Opportunitätskosten, also entgangene Gewinne.

**Nachfolgend gehen wir noch kurz auf fünf andere wichtige Fragen rund um Gold ein: (1) Was ist der »wahre« oder »faire« Wert von Gold? (2) Lässt sich der Goldpreis hinreichend zuverlässig prognostizieren? (3) Schützt Gold vor Inflation? (4) Wie ist Gold vor dem Hintergrund einer möglichen »Mega-katastrophe« zu beurteilen? (5) Ist Gold ein US-Dollar-Asset?**

**Zur ersten Frage:** Was ist der »wahre« oder »faire« Wert von Gold? Am 21. Januar 1980 betrug der Goldpreis pro Unze 850 USD. »Aufinflationiert« in heutigem Geld sind das etwa 2.800 Dollar. Am 28. Oktober 2019 stand der Goldpreis bei knapp unter 1.500 Dollar, also real nur gut halb so hoch wie am Gipfelpunkt vor knapp 39 Jahren. Das bedeutet eine deutlich negative Realrendite über fast 40 Jahre hinweg – mehr Durststrecke geht nicht.

Ob der aktuelle Goldpreis hoch oder tief, über- oder unterbewertet ist, das lässt sich allerdings so oder so nicht beur-

teilen, denn anders als Aktien, Anleihen und Immobilien, erzeugt Gold keinen Cash-Flow (Zahlungsstrom) und hat damit keinen theoretisch bestimmbaren »fundamentalen Barwert« oder – anders formuliert – hat einen »intrinsischen Wert« von null. Bei einem normalen Cash-Flow-produzierenden Asset wird dieser fundamentale Wert mit der so genannten Discounted-Cash-Flow-Methode ermittelt, indem zukünftige (geschätzte) Zahlungsströme auf heute abgezinst werden. Bei Gold ist das nicht möglich. Kennzahlen, die bei Aktien, Anleihen und Immobilien für die grobe Einschätzung einer etwaigen Über- oder Unterbewertung der Asset-Klasse routinemäßig verwendet werden, existieren für Gold nicht. Auch hat Gold keine nennenswerte industrielle Verwendung wie alle anderen Rohstoffe.

Zusammenfassend ist Gold die einzige Asset-Klasse, an der alle in der Finanzökonomie üblichen Bewertungsverfahren bereits konzeptionell scheitern. Der niederländische Ökonom Willem Buiter formuliert dieses Bewertungsdilemma so: »Gold hat nur dann einen Wert als Vermögensgegenstand, wenn und in dem Ausmaß, in dem genügend Leute ihm einen Wert beimessen« (Buiter 2014). Die von Buiter zum Ausdruck gebrachte Zirkularität mag manchen erschrecken, doch hat sie nicht verhindert, dass Gold seit 6.000 Jahren als (wie auch immer geeignete) Vermögensanlage genutzt wird.

**Zu Frage 2:** Lässt sich der Goldpreis hinreichend zuverlässig prognostizieren? Die vorhergehenden Ausführungen zur Bewertung von Gold dürften für die meisten Leser nahelegen, was unsere Antwort ist. Wer versucht den Goldpreis zu spekulativen Zwecken zu prognostizieren, bewegt sich voll und ganz in der Welt des reinen Glückspiels – einem Glückspiel mit hohen Teilnahmekosten (Transaktionskosten) und einem unattraktiven Erwartungswert.

**Zu Frage 3:** Schützt Gold vor Inflation? Das könnte das Pro-Gold-Argument mit dem längsten Zottelbart sein. Wer sich mit der Frage des Inflationsschutzes von Gold beschäftigen will, muss zunächst einmal klären, welche Art von Inflationsschutz gemeint ist. Verwendet man die übliche wissenschaftliche Definition von Inflationsschutz, nämlich »hohe kurzfristige Korrelation mit Inflation« der betreffenden Asset-Klasse, dann lässt sich ein hinreichend guter Inflationsschutz von Gold nicht belegen. Die Korrelation auf monatlicher oder jährlicher Basis zwischen dem Goldpreis und der Inflation liegt seit 1975 in den meisten Währungen ein-

schließlich DM und Euro nahe bei null, sprich es gibt keinerlei Zusammenhang. Zudem liefern viele andere Asset-Klassen eine höhere positive Inflationskorrelation, darunter Geldmarktanlagen und inflationsindexierte Staatsanleihen. Auf der Basis sehr langfristiger Intervalle (z. B. 20 Jahre) besitzt jedoch jede Asset-Klasse eine positive Korrelation mit der allgemeinen Preissteigerung, weil beide sich in dieselbe Grundrichtung bewegen. Selbst auf der Basis dieser »unwissenschaftlichen« Definition von Inflationsschutz besitzt Gold als Investment historisch keinen Inflationsschutzvorteil gegenüber anderen diversifizierten Vermögenswerten wie Aktien und Immobilien.

**Zu Frage 4:** Schützt Gold im Falle von Megakatastrophen? Mangels ausreichend standardisierten Datenmaterials lautet die erste Antwort hierauf: Vielleicht, vielleicht aber auch nicht (Baur u.a. 2010, Bulut u.a. 2019). Auf alle Fälle könnten Überlegungen in diese Richtung sowieso nur überzeugen, wenn man dem Auftreten einer »Megakatastrophe« in den nächsten Jahren eine relativ hohe Wahrscheinlichkeit zuordnet. Mit Megakatastrophe sind bspw. der Dritte Weltkrieg, ein größerer Krieg in Westeuropa, der Staatskonkurs von Deutschland oder der chaotische Zusammenbruch der Eurozone gemeint. Wir schätzen die Wahrscheinlichkeit dieser Untergangsszenarien aus heutiger Sicht als sehr niedrig ein und unser Wissen über ihre denkbare Ausprägung für zu vage. Gelegentlich begegnet man bei »Gold Bugs« (Gold-Fans) der zusätzlichen These, eine solche Megakrise könnte oder würde zur Wiedereinführung des Goldstandards führen. Letztere (Wunsch-)Vorstellung dürfen wir getrost ins Reich der Träume verweisen. Erstens ist sie vor dem Hintergrund der realen politischen Verhältnisse vollkommen unplausibel und zweitens würde sie mit einem vorherigen Goldverbot einhergehen. Insgesamt erscheinen die Opportunitätskosten eines größeren Goldinvestments auch im Megakatastrophen-Szenario als zu hoch.

**Zu Frage 5:** Ist Gold ein US-Dollar-Asset? Das glauben die meisten Goldanleger und das wird wohl jeden Tag irgendwo auf der Welt in einem neuen Artikel über Gold wiederholt. Gemeint ist, dass der Dollar-Kurs den Goldpreis generell, also auch den Goldpreis in anderen Währungen maßgeblich beeinflusst. Diese Denke ist jedoch ohne Wenn und Aber falsch. Gold und die meisten Rohstoffe hängen ökonomisch mit überhaupt keiner bestimmten Währung zusammen. Dass der Goldpreis weltweit überwiegend in Dol-

lar quotiert wird ist nur eine Konvention, hat jedoch keine fundamentale ökonomische Substanz; genauso wenig wie Entfernungen davon abhängen, ob sie in Meilen oder Kilometern angegeben werden. Vor dem zweiten Weltkrieg wurde Gold übrigens in britischem Pfund quotiert. Gold wäre nur dann ein US-Dollar-Asset, wenn ein bestimmter Teil der jährlichen Produktion und Nachfrage aus den USA stammte. Beides ist nicht der Fall. Im Durchschnitt der letzten Jahre betrug der US-Produktionsanteil lediglich rund sieben Prozent. Die Nr. 1 bei Produktion ist – mit großem Abstand – China. Auch bei der Nachfrage rangieren die USA weit abgeschlagen hinter China und Indien und nur unwesentlich vor Deutschland.

#### Fazit:

Seit der Goldpreis ab etwa 1975 frei am Markt schwankt, also über fast 45 Jahre hinweg, hat Gold eine fast einzigartig unattraktive Rendite-Risiko-Kombination produziert – davor war seine Rendite noch niedriger.

Auch in puncto Sachlogik sieht es dürrig aus: Gold als Vermögensanlage präsentiert hier mehr ambivalente Antworten auf essenzielle Fragen als uns lieb ist. Je mehr solcher Fragen zu einer Asset-Klasse nicht weitgehend eindeutig und klar auf der Basis vieler, von verschiedenen, unabhängigen Wissenschaftlern produzierter Forschungsergebnisse beantwortet werden können, desto vorsichtiger sollte man damit sein.

Aus unserer Sicht gehört Gold eher nicht in ein Privatanlegerportfolio, ausgenommen vielleicht für jene Haushalte, die die oben erwähnte Megakatastrophe in den nächsten Jahren für sehr oder nennenswert wahrscheinlich halten und auch dann dürfte mehr als eine 10%-Beimischung selten angeraten sein. □

#### Literatur:

- Baur, Dirk; McDermott, Thomas (2010): »Is gold a safe haven? International evidence«; In: *Journal of Banking & Finance*; Vol. 34; Issue 8; August 2010
- Bulut, Levent; Rizvanoghlu, Islam (2019): »Is Gold a Safe Haven? International Evidence revisited«; Internet-Fundstelle: [https://mpira.ub.uni-muenchen.de/91957/1/MPRA\\_paper\\_91957.pdf](https://mpira.ub.uni-muenchen.de/91957/1/MPRA_paper_91957.pdf)
- Buiter, Willem (2014): »Gold: A six thousand year-old bubble revisited«; Nov. 2014; Citi Research; Internet-Fundstelle: <http://willembuiter.com/gold2.pdf>
- Dimson, Elroy; Marsh, Paul; Staunton, Mike (2018): »Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018«; Long Version; Credit Suisse Research Institute; 251 pages.
- Dimson, Elroy; Marsh, Paul; Staunton, Mike (2019): »Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018«; Long Version; Credit Suisse Research Institute; 256 pages.
- Erb, Claude; Harvey, Campbell (2013): »The Golden Dilemma«; In: *Financial Analysts Journal*, July/August, vol. 69; no. 42; 2013
- Erb, Claude; Harvey, Campbell (2016): »The Golden Constant«; In: *The Journal of Investing*; Spring 2017
- Kommer, Gerd; Schweizer, Jonas (2018): »Die Rendite von Direktinvestments in Wohnimmobilien besser verstehen«; Internet-Fundstelle: <https://www.gerd-kommer-invest.de/die-rendite-von-direktinvestments-in-wohnmobilien-besser-verstehen/>

Die vorhergehenden Beiträge finden Sie auf der Seite der Gerd Kommer Invest GmbH:

[www.gerd-kommer-invest.de/blog](http://www.gerd-kommer-invest.de/blog)

## Wir retten ehrenamtlich – Helfen Sie uns helfen!

Kontoverbindung  
Volksbank in Schaumburg  
IBAN: DE82 2559 1413 7309 0000 00  
BIC: GENODEF1BCK

Auch online können Sie spenden:  
[www.dlrg.de/spenden](http://www.dlrg.de/spenden)



**DLRG | Wasserrettung**

## Klimaschutz – Wer moralisch A sagt, muss auch wirtschaftlich B sagen

Von Robert Halver

Die EU-Kommission will in den nächsten Jahren richtig viel Geld für den Klimaschutz ausgeben. So bekommt er endgültig seine höheren politischen Weihen. Ab sofort sollte es beim Klimaschutz nicht mehr nur um Moral und Ideologie gehen, sondern vor allem darum, wie man mit ihm Geld verdienen kann. Denn es kommt keine freudige Erregung auf, wenn klassische Industriebranchen aus klimapolitischer Korrektheit hingerichtet werden. Kein deutscher Facharbeiter will bei der Versorgung seiner Familie feststellen, dass am Ende des Gehalts oder der Stütze noch so viel Monat übrig ist.

### Ökonomie mit Ökologie versöhnen, nicht weiter spalten

Beim Klimaschutz müssen die Menschen mitgenommen werden. Sie müssen von ihm profitieren. Und wenn Europa und vor allem Deutschland schon die Rolle des Klimamusterknaben der Welt spielen, warum dann nicht auch konsequent in der wirtschaftlichen Umsetzung sein. Angesichts zunehmender Umweltverschmutzung und steigendem Ausstoß klimaschädlicher Gase ist Klimaschutz ein Jahrhundert-Geschäftsmodell. Überhaupt ist Klimatechnik Made in Germany in vielen Bereichen Weltklasse. Und ebenso gibt es in anderen EU-Ländern vielversprechende Ansätze.

Wie im Gleichnis aus dem Evangelium nach Matthäus darf Europa jetzt seine Talente nicht vergraben oder z. B. den Status der führenden deutschen Solarindustrie an China verschenken. Apropos China, es setzt alles daran, unseren Vorsprung auf- und dann zu überholen. Das Land hat knapp dreimal so viele Einwohner wie die EU und damit auch dreimal so viele Arbeitskräfte und Talente, die alle hungrig auf den Wohlstand sind, den wir für gottgegeben halten. Wenn sie können, werden sie Europa umwelttechnisch ausnehmen wie eine Weihnachtsgans und noch süßsauer lächeln.

### Ran an die Buletten oder den Tofu

Der »Big Green Deal« der EU wird zwar teuer. Deutschland wird ganz tief in die Tasche greifen müssen. Aber das mussten wir beim Wiederaufbau auch. Von nichts kommt eben nichts. Zur Zielerreichung wird nicht zuletzt die EZB als Big Spender eingespannt. Mit mehr als 20 Mrd. Euro monatlich

kauft sie mehr als doppelt so viele Staatspapiere auf, als dass neue ausgegeben werden. Da bleibt genügend Kaufkraft für Öko-Anleihen übrig.

Im Übrigen, für Green Technology sollte Deutschland seine schwarze Null aufgeben. Immerhin geht es um alternative Wohlstands- und Beschäftigungssicherung. Wenn China für dieses Megathema neue Schulden macht – für die es im Vergleich zu Deutschland Zinsen zahlen muss – darf Berlin nicht am falschen Ende sparen, für das es früher oder später mit Wirtschaftseinbußen auch noch draufzahlt. Sinnvoll wäre in diesem Zusammenhang ein europäischer Staatsfonds. Einstweilen sollte Deutschland zügig mit der Auflage eines nationalen Sondervermögens vorangehen, das sich dem Thema Umwelttechnik mit Inbrunst widmet. Wenn dann auch noch die krankhaft langen Planungs- und Genehmigungsverfahren nicht nur verkürzt, sondern kastriert werden, wäre das fabelhaft. Dieser Staatsfonds sollte neben privaten Kapitalsammelbecken unbedingt auch für Anleger über regelmäßig steuerlich begünstigte Ansparbeiträge geöffnet werden. So entkämen sie der Zinsfalle, die ihnen todsichere Altersarmut einbringt.

Robert Halver,  
Leiter der Kapitalmarktanalyse  
der Baader Bank AG

[www.baaderbank.de](http://www.baaderbank.de)



### Politik als Bleiweste

Grundsätzlich hat Europa keine Alternative zu diesem umfassenden Green Deal. Die EU als kollektives Industriemuseum ist keine Option. Ich bin aber nicht naiv. Hier 27 EU-Länder (ohne die Briten) unter einen Hut zu bringen, hat viel mit der Quadratur des Kreises zu tun.

Allein Deutschland hat ja schon seine liebe politische Not. Zunächst fehlt es vielen Amtsträgern der GroKo an Begeisterungsfähigkeit. So mancher Politiker hat in der Tat das Charisma eines Atlantik-Tiefs. Daneben zeigt das Motto des früheren SPD-Vorsitzenden Willy Brandt »Erst das Land, dann die Partei« bei seinen Jüngern keine Wirkung mehr. Wie in einer Selbsthilfegruppe sinnieren die Sozialdemokraten, ob man die Groko verlassen sollte oder nicht. Während die einen sie für so attraktiv wie Fußpilz halten, wollen

die Mandatsträger an ihr festhalten. Sie wissen, dass Opposition Mist ist. Selbst Kevin – Sie erinnern sich: »An Nikolaus ist Groko-Aus« – warnt jetzt vor dem schnellen Verlassen der GroKo. Wenn das keine politische »Flexibilität« ist, was dann? Oder könnte es auch sein, dass vielen Genossen bei einer Neuwahl die Äste abgesägt werden, auf denen sie heute noch mit ordentlichen Diäten und Pensionsansprüchen sitzen? Überraschenderweise ist sich auch in der Politik jeder selbst der Nächste. Und auch die Union hat etwas gegen eine Neuwahl. Aktuell könnte sie unter 30 Prozent und in Reichweite der Grünen fallen, deren Zuwächse auch Fleisch vom Fleische der CDU sind. Damit beide Partner gesichtswahrend an der Koalition festhalten können, wird man der SPD noch mehr fürsorgenden Staat gewähren. Umgekehrt wird die Union ein paar wirtschaftsfreundliche Brocken verlangen, aber bloß nicht zu viel, schließlich will man späte-

stens bei der Neuwahl 2021 nicht als k-CDU, als kalt-Christliche Demokratische Union antreten.

Damit geht die deutsche Politik nicht ins Obligo, wagt nicht den dringend benötigten politischen Befreiungsschlag, um den Klimaschutz nicht nur moralisch zu befördern, sondern ihn vor allem wirtschaftspolitisch auszunutzen. Hat man in Berlin etwa vergessen, dass man nur dann umverteilen kann, wenn es etwas zum umverteilen gibt? Theoretisch könnte Klimaschutz dreifach beglücken: Die Umwelt, die Wirtschaft und die Anleger. So viel Spaß, Spiel und Spannung scheint es praktisch jedoch nur beim Überraschungsei zu geben. Schade, dass Berlin kein Freund von Schokolade ist! Diese gesunde Ernährung wird sich noch rächen. □

Hier geht es zu Halvers Kolumne: [www.roberthalver.de](http://www.roberthalver.de)



**SOS KINDERDÖRFER  
WELTWEIT**  
HERMANN-GMEINER-STIFTUNG

Hermann-Gmeiner-Stiftung  
Ridlerstr. 55 | 80339 München  
Telefon 089/179 14-218  
E-Mail: [hgs@sos-kd.org](mailto:hgs@sos-kd.org)

[www.hermann-gmeiner-stiftung.de](http://www.hermann-gmeiner-stiftung.de)



### ***Wegfall der Erbchaftsteuerbefreiung für ein Haus, wenn es verschenkt wird***

Der Gesetzestext scheint eindeutig zu sein: Stirbt beispielsweise der Ehemann und lebt die Ehefrau, die sein Haus erbt, weiter in dem Haus, und zwar mindestens zehn Jahre lang, dann ist sie hinsichtlich des Wertes des Hauses von der Erbschaftsteuer befreit.

Nun verschenkte die Witwe allerdings in einem Fall schon kürzere Zeit nach dem Erbfall und vor Ablauf der zehn Jahre das Haus an die Tochter. Sie behielt sich aber ein lebenslanges Wohnrecht in dem Haus und blieb auch dort wohnen.

Als das Finanzamt davon erfuhr, kassierte es die Steuer-

befreiung. Die Witwe sollte nun also Erbschaftsteuer auf das geerbte und dann verschenkte Haus nachzahlen.

Das wollte sie sich nicht gefallen lassen und klagte gegen das Finanzamt durch zwei Instanzen, also zum Finanzgericht und bis zum Bundesfinanzhof. Der allerdings bestätigte die Auffassung des Finanzamts: Um die Steuerbefreiung zu erhalten, muss der Erbe nicht nur mindestens zehn Jahre lang in dem Haus wohnen, er darf in dieser Zeit auch sein Eigentum nicht aufgeben. Die listenreiche Konstruktion über den Nießbrauch und eine Schenkung – selbst an eine nahe Verwandte – trägt also nicht.

BFH-Urteil vom 11.7.2019, Aktenzeichen II R 38/16 (veröffentlicht am 28.11.2019).

*Jürgen E. Leske* | [www.raleske.de](http://www.raleske.de)

## Die US-Notenbank verteilt Placebos

Von Manfred Gburek

An den Börsen geht es immer wieder turbulent zu. Grund genug, mal ein bisschen hinter die Kulissen zu schauen. Zum Beispiel entschied Jerome Powell, der noch relativ frische Chef der amerikanischen Notenbank Fed, vor einiger Zeit, was nur ein Teil der Fed-Beobachter auf der Rechnung hatte: Außer der Erhöhung des Leitzinses um 0,25 Prozentpunkte gab er umfangreiche Zinsziele vor. Demnach soll der Leitzins im laufenden Jahr auf durchschnittlich 2,1 Prozent steigen. Für 2019 hob Powell das Ziel von 2,7 auf 2,9 Prozent an, für 2020 sogar von 3,1 auf 3,4 Prozent. Wozu sollen solche Durchschnitte gut sein? Bestenfalls zur Beruhigung der Gemüter, es handelt sich einfach um Gedankenspiele.

Bevor Sie sich nun fragen, was das soll: Mit der Fülle an solchen und vielen weiteren Daten, Vorgaben und Placebos versucht die Fed die Märkte zu besänftigen. Denn in Börsenkreisen hat sich längst herumgesprochen, dass „quantitative easing“, die seit drei Jahren nur noch stotternde gigantische Gelddruckmaschine, weiter ins Stottern geraten wird. Es gilt also, Misstrauen um jeden Preis zu verhindern.

Die Fed befindet sich nämlich in der Zwickmühle, und das gleich doppelt. Erstens: Wegen des zwischenzeitlich immer wieder mal schwachen Dollars läuft sie Gefahr, dass sie den Leitzins stärker erhöhen müsste, um Käufer für Dollaranleihen zu gewinnen. In diesem Fall würde sie allerdings Großanleger wie China und weitere Schwellenländer verprellen, die solche Anleihen bereits besitzen, weil ein Zinsanstieg zwangsläufig zum Kursverlust der schon bestehenden Dollaranleihen führen würde. Zweitens: Ein starker Dollar dürfte sich recht schnell negativ auf die ohnehin angeschlagene amerikanische Leistungsbilanz auswirken, den US-Präsidenten auf die Palme bringen und ihn zu weiteren Zollabenteuern verleiten, Handelskrieg nicht ausgeschlossen.

In dieses Szenario platzen zeitweise richtungweisende Fakten von den Finanzmärkten: Zum einen macht die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen, eine viel genutzte Messlatte, nach ihrem längeren Anstieg schlapp. Zum anderen kommen sich zehnjährige und zweijährige Anleihen

immer näher – üblicherweise ein Indiz dafür, dass die Konjunktur nachlässt. Nebeneffekt: Wenn mit Anleihen weniger zu verdienen ist und wenn die Inflationsrate sich nicht ändert oder sogar steigt, wird der sogenannte Realzins (Nominalzins abzüglich Inflationsrate) negativ. Wobei noch die Kursgewinne der Anleihen gegenzurechnen sind, die mit fallenden Zinsen einhergehen.

Alles in allem handelt es sich hier um eine ohnehin schon ziemlich komplexe Materie. Und dann ist obendrein auch noch zu beachten, dass an der Börse nicht allein aktuelle Fakten für die Kursentwicklung ausschlaggebend sind, sondern auch die Erwartungen der Anleger – diese in der Regel sogar noch mehr. Es gibt zweierlei Erwartungen: die echten und die von Interessengruppen geschürten. Zu Letzteren gehören die erwähnten Leitzins-Gedankenspiele von Fed-Chef Jerome Powell.

Zwei unter Anlegern in diesem Kontext viel diskutierte Fragen: Wann durchbricht der Goldpreis den Widerstand nach oben? Und ist das temporäre Einknicken der Aktienkurse aus Dax, Dow Jones & Co. für den Goldpreis als ein positives oder als ein negatives Signal zu werten? Klare Antwort zu Frage Nummer eins: Für den Durchbruch nach oben ist es höchste Zeit, allein schon deshalb, weil der Verkaufsdruck aus den Jahren seit 2012 weg ist und weil seit geraumer Zeit auffallend viele Käufe der Notenbanken zu beobachten sind. Vereinzelt Störmanöver, um den Goldpreis mithilfe von Derivaten zu drücken, sind derweil nur kurzlebig.

Die zweite Frage ist nicht so einfach zu beantworten. Denn wie bereits beschrieben, gibt es Zeiten, in denen die Aktienkurse und der Goldpreis gegeneinander laufen, wie von 2001 bis 2003 und besonders seit 2012. Und es gibt andere Zeiten, wie zwischen 2003 und 2007, in denen beide mal mehr, mal weniger miteinander korrelieren. Um dennoch wenigstens zu einer vorläufigen Antwort zu kommen, bietet sich der Blick auf bewährte Indikatoren an. Von denen ist einer besonders aufschlussreich: die relative Stärke der Minenkurse im Vergleich zum Goldpreis. Das bedeutet: Steigen die Kurse über eine längere Zeit prozentual stärker, spricht das für den Goldpreis. Diese Stärke ist immer wieder zu erkennen – ein gutes Zeichen. Das hieße also: Mit vorhandenen Beständen engagiert bleiben, abwarten, weiter beobachten und im Zweifel akkumulieren. >>

Darüber hinaus sollten mindestens noch zwei weitere Indikatoren herangezogen werden: das Verhältnis Dow Jones/Goldpreis und das Verhältnis Goldpreis/Silberpreis. Legt man die Messlatte auf lange Sicht an, sind Aktien aus dem Dow Jones-Index trotz kurzfristiger Kursstürze immer noch viel zu hoch bewertet. Das spricht nach aller Erfahrung für Gold. Dagegen ergibt sich aus der Relation von Gold- und Silberpreis noch keine klare Antwort. Die dürfte aber nicht mehr lange auf sich warten lassen. □

### Kapitel 17 aus dem Buch:

»Reich werden ist keine Schande!.«

Von Manfred Gburek

Kindle Edition: [www.amazon.de](http://www.amazon.de) | ePUB: [www.epubli.de](http://www.epubli.de)

#### Buchvorstellung:

### Digitale Ethik

Ein Wertesystem für das 21. Jahrhundert

In ihrem gesellschaftskritischen Sachbuch entwickelt Sarah Spiekermann eine Ethik für die Technologien der Zukunft – und zugleich ein Plädoyer für Freiheit und Selbstbestimmung im Zeitalter der Digitalisierung.

Apps, die unaufgefordert Informationen zuschicken; Autos, die von Google-Rechnern gesteuert werden; Sprachassistenten, die Bestellungen für uns vornehmen – immer mehr Menschen fragen: Was macht die Digitalisierung mit mir und meinem Leben?

Sarah Spiekermann kritisiert, dass wir zu passiven Empfängern einer entmündigenden Technik degradiert werden. Sie fordert deshalb ein radikales Umdenken: Wir brauchen eine Technik, die uns dient, statt uns zu beherrschen. Die Digitalisierung darf nicht länger vom Gewinnstreben der IT-Konzerne getrieben sein, sondern muss Werte wie Freundschaft, Privatheit und Freiheit verwirklichen helfen. Denn nur so werden wir unser Menschsein in einer digitalisierten Lebenswelt sichern können: »Wir müssen versuchen, den Wert zu entdecken, der mit Technik geschaffen werden kann. Und das ist nicht Geld, nicht Effizienz, nicht Gewinnmaximierung. Sondern Zufriedenheit, Freundschaft und Wissen.«

In ihrem Sachbuch »Digitale Ethik« entwirft die Expertin für ethische Technikentwicklung ein Werte-System für das Zeitalter der Digitalisierung, das auf traditionellen Werten aufbaut.

Sarah Spiekermann, Jahrgang 1973, ist Professorin für Wirtschaftsinformatik an der Wirtschaftsuniversität Wien. Ihre berufliche Karriere begann in Unternehmen des Silicon Valley. Diese Erfahrungen ließen sie zu einer Expertin der IT-Branche werden. Heute beschäftigt sie sich mit ethischen Fragen der Digitalisierung. Sarah Spiekermann ist eine vielgefragte Keynote-Speakerin. Sie hat viele Jahre lang in Gremien der EU-Kommission und der OECD gearbeitet und entwickelt heute mit dem weltweit größten Ingenieursverband IEEE den ersten Ethikstandard für Technikentwicklung.

Verlag: Droemer HC, Droemer eBook | 304 Seiten  
ISBN: 978-3-426-27736-2 (Gebundene Ausgabe)  
ISBN: 978-3-426-45035-2 (E-Book)



Wenn das  
Handelsblatt  
für Sie  
**nicht relevant**  
ist, haben Sie  
hoffentlich nichts  
mit Geld zu tun.



Ein Angebot der Handelsblatt GmbH, Toulouser Allee 27, 40211 Düsseldorf.

**Impressum: Anschrift:** Elite Report Redaktion, Niggerstraße 4/II, 81675 München, Telefon:+49 (0) 89 / 470 36 48, redaktion@elitebrief.de  
**Chefredakteur:** Hans-Kaspar v. Schönfels v.i.S.d.P. **Realisation:** Falk v. Schönfels **Steuern und Recht:** Jürgen E. Leske

**Rechtliche Hinweise/Disclaimer:** Die enthaltenen Informationen in diesem Newsletter dienen allgemeinen Informationszwecken und beziehen sich nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person. Sie stellen keine betriebswirtschaftliche, finanzwirtschaftliche, rechtliche oder steuerliche Beratung dar. Im konkreten Einzelfall kann der vorliegende Inhalt keine individuelle Beratung durch fachkundige Personen ersetzen. Der Inhalt darf somit keinesfalls als Beratung aufgefasst werden, auch nicht stillschweigend, da wir mittels veröffentlichter Inhalte lediglich unsere subjektive Meinung reflektieren. Handelsanregungen oder Empfehlungen in diesem Newsletter stellen keine Aufforderung von Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Finanzprodukten, auch nicht stillschweigend, dar. Niemand darf aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation. Für Entscheidungen, die der Verwender auf Grund der vorgenannten Informationen trifft, übernehmen wir keine Verantwortung. Obwohl wir uns bei der Auswahl des Informationsangebotes um größtmögliche Sorg-

falt bemühen, haften wir nicht für ihre Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit. Wir behalten uns das Recht vor, die in diesem Newsletter angebotenen Informationen, Produkte oder Dienstleistungen ohne gesonderte Ankündigung jederzeit zu verändern, zu ergänzen, zu löschen oder zu aktualisieren. Indirekte sowie direkte Regressansprüche und Gewährleistung wird für jegliche Inhalte kategorisch ausgeschlossen. Leser, die aufgrund der in diesem Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln auf eigene Gefahr, die hier veröffentlichten oder anderweitig damit im Zusammenhang stehenden Informationen begründen keinerlei Haftungspflicht. Ausdrücklich weisen wir auf die im Wertpapier- und Beteiligungsgeschäft erheblichen Risiken hoher Wertverluste hin. Das Informationsangebot in diesem Newsletter stellt insbesondere kein bindendes Vertragsangebot unsererseits dar. Soweit dies nicht ausdrücklich vermerkt ist, können über diesen Newsletter auch seitens der Leser keine Angebote abgegeben oder Bestellungen getätigt werden. Für alle Hyperlinks und Informationen Dritter

gilt: Die Elite Report Redaktion erklärt ausdrücklich, keinerlei Einfluss auf die Gestaltung und die Inhalte der gelinkten Seiten zu haben. Daher distanziert sich die Elite Report Redaktion von den Inhalten aller verlinkten Seiten und macht sich deren Inhalte ausdrücklich nicht zu Eigen. Diese Erklärung gilt für alle in den Seiten vorhandenen Hyperlinks, ob angezeigt oder verborgen, und für alle Inhalte der Seiten, zu denen diese Hyperlinks führen. Auch für Werbeeinhalte Dritter übernimmt die Elite Report Redaktion keinerlei Haftung. Das Copyright dieses Newsletters liegt bei der Elite Report Redaktion, München. Alle Rechte vorbehalten. Die Vervielfältigung dieses Newsletters im Wege des Herunterladens auf dauerhafte Datenträger und/oder des Ausdrucks auf Papier sowie die Weiterverbreitung ist gestattet. Jede andere Nutzung des urheberrechtlich geschützten Materials ist ohne unsere schriftliche Genehmigung untersagt. Für gegebenenfalls bestehende oder künftig entstehende Rechtsverhältnisse ist ausschließlich deutsches Recht anwendbar und sind nur deutsche Gerichte zuständig.