

5G: Welche Möglichkeiten der neue Mobilfunkstandard bietet – auch für Investoren

Von Christian Fischl

Während in Deutschland noch darüber debattiert wird, wie die Verfügbarkeit des neuen Mobilfunkstandards 5G künftig flächendeckend im ganzen Land sichergestellt werden kann, sind andere Länder schon deutlich weiter. So sollen in den USA in den kommenden Monaten die ersten 5G-Mobilfunktarife für Privatkunden angeboten werden. Weltweit werden im Laufe des Jahres rund 30 5G-fähige Smartphones auf den Markt kommen.

Christian Fischl, Geschäftsführer
der Huber, Reuss & Kollegen
Vermögensverwaltung

www.hrvkv.com



Keine Frage: 2019 wird das Jahr sein, in dem der Startschuss für den neuen Mobilfunkstandard fällt. Wobei der Begriff Mobilfunkstandard eigentlich zu kurz gegriffen ist. Denn 5G ist weit mehr. Anders als die Vorgänger 1G bis 4G zielt 5G in erster Linie nämlich nicht auf die Wünsche und Bedürfnisse der Menschen ab, damit diese noch schneller mobil im Internet surfen oder auf ein noch stabileres Netz zum Telefonieren zurückgreifen können. Vielmehr wurde 5G als Netzwerk für Computer und Maschinen konzipiert. Der Konsument ist eher zweitrangig. Damit unterscheidet sich 5G grundsätzlich von der bisherigen Technologie.

Dieser technologische Unterschied macht sich insbesondere bei der Leistungsfähigkeit bemerkbar. So ist 5G mit einer Übertragungsrate von bis zu 10.000 Megabit (MB) pro Sekunde hundert Mal schneller als der aktuelle LTE-Standard (4G). Ein 800 MB großer Film kann künftig binnen einer Sekunde heruntergeladen werden. Zum Vergleich: Im LTE-Standard dauert es 43 Sekunden, mit 3G sogar 45 Minuten. Auch die Latenz, also die Zeitspanne zwischen dem Absenden eines Datenpaketes an einen Empfänger und des daraufhin zurückgeschickten Antwortpaketes, ist extrem niedrig. Sie ist etwa 400 Mal



»Die Elite der Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum 2019«

Nur wenige genügen den hohen Ansprüchen. Solide Qualität muss man erst finden und bewerten. Deshalb analysiert der Elite Report die fachliche und charakterliche Eignung der Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum. Lesen Sie, wer empfehlenswert und geeignet ist, Sie und Ihr Vermögen seriös und zuverlässig zu betreuen. Seit 16 Jahren suchen wir die besten Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum – in Österreich, Luxemburg, der Schweiz, Liechtenstein und in Deutschland.

Bestellung unter:
bestellung@elitereport.de

schneller als das Blinzeln eines Auges. Diese extrem geringe Verzögerungszeit ist wichtig, um Technologien wie das autonome Fahren, Virtual Reality oder hochpräzise Medizinroboter zu ermöglichen. Ebenso wichtig ist die Zuverlässigkeit, die bei 5G bei mehr als 99,999 Prozent liegen soll. Und: Die neuen 5G-Netze sind nicht statisch. Sie können per Software intelligent an spezielle Anforderungen ausgerichtet werden und für jeweilige Aufgaben Unternetze bereitstellen. Die Kapazität kann sich also danach orientieren, ob zum Beispiel große Datenmengen besonders schnell verschickt oder viele Maschinen bei gelegentlichem Funkverkehr miteinander vernetzt werden sollen.

Angesichts dieser Fähigkeiten wird 5G in erster Linie der Industrie nutzen. Die neuen Netze sollen, so das Ziel, zum zentralen Nervensystem der Fabrik der Zukunft werden. Geräte und Maschinen werden Daten direkt untereinander austauschen, ohne dass die Infrastruktur eines Mobilfunkproviders notwendig ist. Bei vielen Unternehmen liegen entsprechende Pläne bereits in der Schublade. So

will ein großer deutscher Chemiekonzern ein eigenes, firmeninternes 5G-Netz installieren, um autonom fahrende Tanktransporter auf dem hauseigenen Gelände steuern zu können.

Um flächendeckend ein leistungsfähiges 5G-Netz aufzubauen, sind enorme Investitionen nötig. Allein in Europa müssen Schätzungen zufolge 300 bis 500 Milliarden Euro veranschlagt werden. Dies bietet natürlich Chancen für Investoren. Vor allem die großen Netzwerkausrüster aus Europa und den USA sollten in diesem Umfeld attraktiv sein. Auch ausgesuchte Halbleiterunternehmen, die die relevanten Chips für die 5G-Infrastruktur herstellen, werden von den Investitionen in den neuen Standard profitieren. Dies gilt auch für Mobilfunkprovider und Smartphone-Hersteller, die mit neuen und teuren 5G-Tarifen auf Kundenfang gehen können. Zwar benötigen Privatpersonen die Supertechnologie eigentlich nicht, aber der Reiz, sich ein neues Smartphone mit 5G zuzulegen, dürfte bei vielen dennoch groß sein.

www.hrkvv.com

Die ortsübliche Vergleichsmiete ist im Steuerstreit so zu ermitteln wie im Zivilrecht

Was die ortsübliche Vergleichsmiete ist, ist gelegentlich schwer festzustellen, vor allem dann, wenn es gar keine Vergleichsobjekte gibt, an denen man sich orientieren kann. In diesen Fällen, so sagt der Bundesfinanzhof in einem neuen Urteil, muss man einen Sachverständigen hinzuziehen, der mit den konkreten örtlichen Verhältnissen auf dem Immobilienmarkt vertraut ist. So läuft das im Zivilrecht, so hat das auch der Bundesgerichtshof entschieden. Und so hat man auch im Steuerrechtsstreit zu verfahren, sagt der Bundesfinanzhof, das höchste deutsche Steuergericht.

Bei dem Prozess ging es um die Verpachtung eines Grundstücks unter Eheleuten. Hier kommt es immer wieder zum Streit, wenn das Finanzamt glaubt, der Preis sei wegen der engen Beziehung der beiden zueinander zu billig. Im konkreten Fall hatte der Ehemann laut Vertrag 1000 EUR an Pacht an seine Frau zu zahlen. Das Finanzamt setzte aber als ortsüblichen Preis etwa 1470 EUR an. Das würde bedeuten, dass die Werbungskosten, die der Pächter in seiner Steuererklärung geltend macht, in Teilen nicht

anerkannt werden, denn die Pacht lag nach der Meinung des Finanzamts deutlich unter dem ortsüblichen Preis. Der Streit ging um die Frage, nach welcher Methode die ortsübliche Vergleichspacht gefunden wird, wenn es keine vergleichbaren Objekte in der Gegend gibt. Der Gutachter, den das Finanzamt damals hinzugezogen hatte, hatte sich der so genannten EOP-Methode bedient, eine Preisfindung auf der Grundlage preisorientierter statistischer Annahmen. Dagegen wehrte sich der Ehemann mit dem Argument, im Zivilrecht wird diese Berechnungsmethode abgelehnt, und es könne im Steuerrecht nichts anderes gelten. Der Bundesgerichtshof nämlich fordert im Zivilstreit um die Frage, wie hoch die ortsübliche Miete sei, dass man sich im Zweifel eines Sachverständigen bedienen müsse, der die konkreten örtlichen Umstände genau kennt. Das Gutachten aber, welches das Finanzamt damals verwendet hatte, entsprach nicht diesen Vorgaben. Daher verwies der Bundesfinanzhof diesen Steuerfall wieder zurück ans Finanzgericht mit dem Auftrag, nun ein Gutachten zu bestellen, das dieselben Maßstäben anwendet wie im Zivilrecht – sofern es nicht doch noch zu einer Einigung mit dem Finanzamt kommt. (BFH-Urteil vom 10.10.2018, IX R 30/17; veröffentlicht am 20.2.2019)

Jürgen E. Leske | www.raleske.de

Gute Schulden, schlechte Schulden

Von Robert Halver

Schulden sind Geschmackssache. In den USA sind sie so beliebt wie Hamburger im Schnellrestaurant. Dort gibt es sogar Bonuspunkte, wenn man möglichst früh und regelmäßigen Kreditverkehr hat. Amerika erzieht seine Bürger regelrecht zu Kredit-Junkies. Ist es da ein Wunder, dass sich alle privaten und staatlichen Kreditgattungen auf Allzeithochs befinden und die amerikanische Gesamtverschuldung langsam, aber sicher in die Exponentialfunktion übergeht (siehe Grafik unten links)?

Auch in der Eurozone, zum Beispiel in Italien, wird eine beispiellose und weiter steigende Staatsverschuldung achselzuckend hingenommen. Finanzstabilität ist sicher nicht in Rom erfunden worden. Dagegen wird in Deutschland Stabilitätskultur zelebriert. Wir sind die einzige große Industrienation mit staatlichen Überschüssen.

Wofür werden die Schulden verwendet?

Ist es nicht verwunderlich, dass ausgerechnet die USA und China mit ihren vergleichsweise hohen Wachstumsraten trotzdem die höchsten Haushaltsdefizite aufweisen? Eigentlich müsste ihre große Wirtschaftskraft die Staatskassen regelrecht fluten (siehe Grafik unten rechts).

Doch mit fortgesetzter Schuldenmanie in Form massiver öffentlicher Investitionen in Standortqualitäten – vor allem in China – wollen sie ihre Konjunkturstärke nicht nur erhalten. Über Steuersenkungen, modernste Logistik, schnelle Netze, Bildung, Digitalisierung und staatliche

Förderung von nationalen Industrie-Champions wollen beide Länder im globalen Wettbewerb und ebenso bei der industriellen Revolution 4.0 die Oberhand gewinnen.

Das direkte Gegenteil ist Italien, das zwar ebenfalls beherzte Defizite macht, die neuen Schulden allerdings »anders« investiert. Um sich den Wählern anzubiedern, verteilt die römische Regierung milde Gaben in Form von vorzeitigen Pensionierungen und hohen Grundeinkommen. Und klare Wirtschaftsreformen? Mangelware!

Robert Halver,
Leiter der Kapitalmarktanalyse
der Baader Bank AG

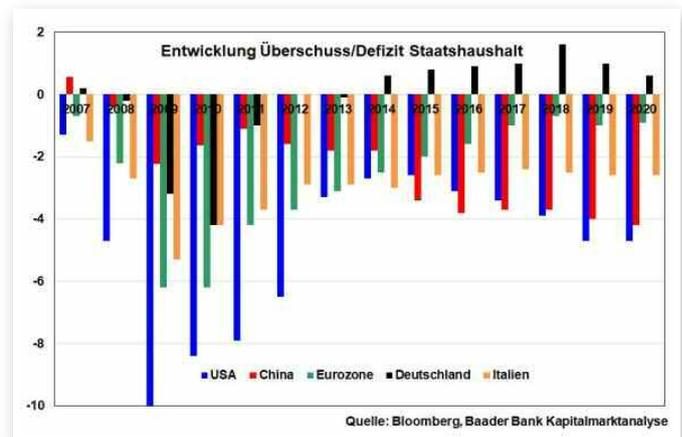
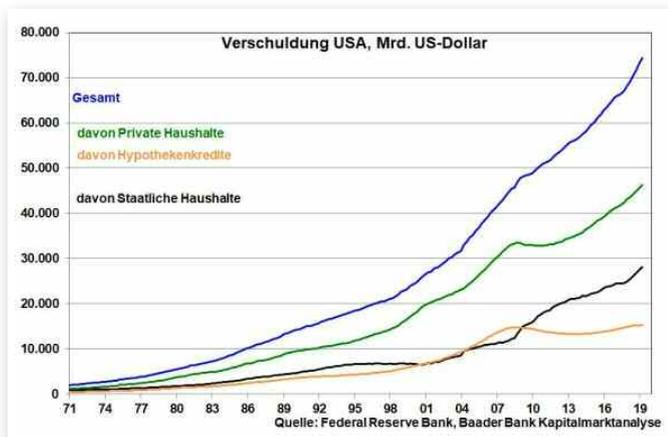
www.baaderbank.de



Deutsche Haushaltsüberschüsse als finanzpolitischer Fetisch

Deutschland macht mit seinen Schulden nichts, denn es macht ja keine mehr. Gegen eine stabilitätsorientierte Finanzpolitik ist sicher nichts einzuwenden. Doch wenn man sich für die wirtschaftliche Zukunft fit machen muss, macht Kaputtsparen keinen Sinn. Das gilt umso mehr, als Deutschland, das in den letzten Jahrzehnten die Industrielwelt fast absolutistisch beherrschte, jetzt in seinen Vorzeigebereichen von der amerikanisch-chinesischen Palastrevolution angegriffen wird.

Warum wurden und werden die Haushaltsüberschüsse nicht für knallharte Standortverbesserungen verwendet? Hohe Steuern, löchrige Straßen und marode Schienenwe-



ge, ein Bildungssystem, das durch Stunden- und Heizungsausfall glänzt, die vielfach erbärmlichen Netzqualitäten und eine Digitalisierung, die von der Politik stiefmütterlich behandelt wird, sind keine Anreize, in Deutschland zu investieren. Und Bilder von deutschen Politikern, die irgendwo in der Welt stranden, weder an- noch zurückkommen, weil die Flugbereitschaft nicht bereit ist, illustrieren die zunehmende deutsche Infrastrukturschwäche auf comedyreife Weise. 2018 ist die deutsche Wettbewerbsfähigkeit sogar im Vergleich zu Griechenland und Spanien zurückgefallen.

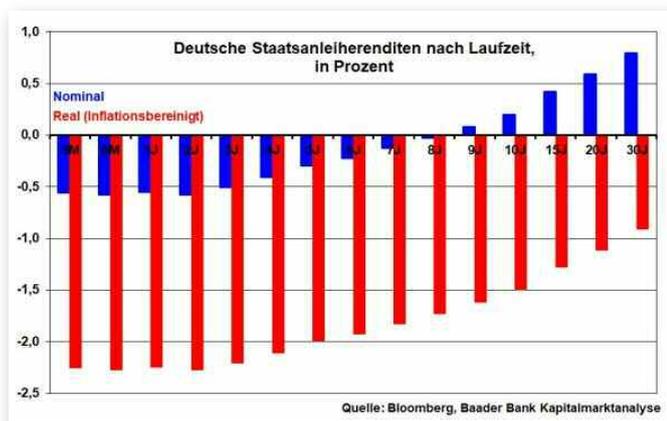
Wenn es Brei vom Notenbank-Himmel regnet, muss man einen Löffel haben und essen

Überhaupt, warum hat sich Deutschland in den guten Zinsjahren nicht massiv verschuldet? Bund und Länder mussten für neue Schulden keine Kreditzinsen zahlen, sondern vereinbarten »Anlagezinsen«. Und als Sahnehäubchen obendrauf hat die EZB die Schulden auch noch aufgekauft. Seit Beginn der »segensreichen« Zins- und Geldpolitik von Mario Draghi hat Deutschland weit über 300 Mrd. Euro an Zinszahlungen eingespart. Man überlege sich, welche fabelhafte Industriepolitik nur mit der Hälfte möglich gewesen wäre.

Und auch aktuell macht Deutschland immer noch mit neuen Schuldpapieren bis zu acht Jahren Laufzeit Gewinn. Nimmt man die offizielle Inflationsrate hinzu, werden die Schulden sogar über die gesamte Laufzeitenstruktur real ähnlich aufgefressen wie grüne Wiesen von Heuschrecken (siehe Grafik).

Bei Schulden geht es immer um den Verwendungszweck

Deutschland muss in seine Vermögenssubstanz investieren. Die real existierende Schulden-Happy Hour muss zum



konsequenten Aufbau eines wettbewerbsfähigen deutschen Weltklassestandorts von Flensburg bis Garmisch-Partenkirchen und von Aachen bis Cottbus verwendet werden.

Denn wenn die Standortfaktoren stimmen, würden nationale und internationale Unternehmen gerne bei uns investieren, und die hier Ansässigen kämen erst gar nicht auf die Idee, in den Sack zu hauen und mit amerikanischen oder asiatischen Standorten fremdzugehen. Übrigens, dann kommt es auch zur Sicherung und zum Aufbau einkommensstarker, nicht nur prekärer Beschäftigung, zu ordentlichem Wirtschaftswachstum und Steuereinnahmen, mit denen man den Sozialstaat nachhaltig erhalten und Schulden mühelos tilgen kann. Jeder Kleingärtner weiß doch, dass man nur ernten kann, wenn man vorher gesät hat. Von nix kommt nix.

Im privaten Bereich ist es ja auch nicht verwerflich, wenn man ein Haus oder eine Wohnung fremdfinanziert. Das sind gute Schulden, da den im Zeitablauf auch über Inflation abnehmenden Schulden ein Vermögen gegenübersteht. Schlechte Schulden sind, wenn man den Kegelclub auf Pump nach Malle einlädt und es so richtig krachen lässt: Während diese Sause schnell beendet ist, hat man am Zins- und Tilgungsdienst noch lange »Freude«.

Haushaltsdisziplin darf nicht zur stabilitätsmoralischen Selbstbefriedigung werden

Also sollte man über Staatsschulden nicht per se die Nase rümpfen. Es geht immer darum, was man damit macht. Vor diesem Hintergrund sollte die EU unter anderem Italien großzügig entgegenkommen, um seine spätrömische Infrastruktur rundzuerneuern. Wie soll der Stiefel – der laut IWF in diesem Jahr nur minimal wächst – ansonsten jemals auf globaler Ebene Fuß fassen können? Schneekugeln mit Petersdom-Motiven, kulinarische Genüsse oder römische Ruinen allein bieten der italienischen Bevölkerung keine wirtschaftliche Prosperität, sondern soziale Probleme.

Wie bei der Fed und der chinesischen Notenbank wird auch die EZB ihrer Rolle nicht entfliehen können, diese guten Schulden weiter günstig zu refinanzieren.

Für schlechte Schulden, für Dolce Vita darf jedoch kein Eurocent von unserer Notenbank kommen. □

20 Jahre Nullzinsen in Japan: Droht Europa das gleiche Schicksal?

Von Daniel Schwaninger,
Asset Management Schoellerbank AG

- 1999 noch undenkbar: Japan begeht diesen Monat sein 20-jähriges Nullzins-Jubiläum
- Die Europäische Zentralbank (EZB) wartet weiter auf eine Erholung der Konjunktur und darauf, dass sich diese in höheren Inflationsraten widerspiegelt
- Mario Draghi wird als erster Präsident der EZB in die Geschichtsbücher eingehen, der in seiner Amtsperiode keine einzige Zinsanhebung vorgenommen hat
- Die Prognosen der Marktbeobachter haben sich zuletzt aufgrund des schwächelnden Wirtschaftsumfelds und politischer Risiken fast sprunghaft geändert
- In absehbarer Zukunft, also in den nächsten 12 Monaten, wird mit keiner Zinserhöhung gerechnet
- Für Anleger heißt es, sich weiterhin nach gewinnbringenden Anlageklassen umzusehen, wobei kein Weg an Aktien von hochqualitativen Unternehmen vorbeiführt

Wenn Mario Draghi als Präsident der Europäischen Zentralbank im Herbst zurücktritt, wird er der erste EZB-Chef der Geschichte sein, der in seiner Amtsperiode keine einzige Zinsanhebung vorgenommen hat. Sein Name gilt inzwischen als Sinnbild einer ultralockeren Geldpolitik.

Derart niedrige Zinsen und derart viel Liquidität wie unter seiner Präsidentschaft, gab es in Europa noch nie. Bereits seit einiger Zeit fiebern Finanzmarktteilnehmer und auch Sparer einem ersten, lange erwarteten, Zinsschritt nach oben entgegen. Für viele Marktbeobachter besteht die Hoffnung, dass Draghis Nachfolger, welcher am 1. November das Amt übernehmen wird, eine Rückkehr zu geldpolitischer Normalität einleitet. (Siehe Grafik)



Instrumente der Zentralbank

Seit Mario Draghi im November 2011 das Amt bei einem Leitzinssatz von 1 % übernommen hat, wurden die Zinsen in mehreren Schritten auf 0 % gesenkt. Damit sollte erstens die Wirtschaft wieder in Schwung gebracht werden und zweitens das Hauptziel der EZB, die Preisstabilität in der Eurozone, mit einer Inflationsrate von knapp unter 2 % erreicht werden. Dies war allerdings bei weitem nicht die einzige Maßnahme, um gegen die Folgen der globalen Finanzkrise anzukämpfen. Der Einlagenzinssatz, dies ist jener Zinssatz zu welchem Geschäftsbanken ihre überschüssige Liquidität bei der Zentralbank veranlagen (können), wurde bereits 2014 in den negativen Bereich gesenkt. Dadurch sollte den Banken ein Anreiz geboten werden, ihr Geld an Unternehmen und Verbraucher weiter zu verleihen. Idealtypisch sorgt also ein niedrigerer Einlagenzins für eine Ausweitung des Kreditangebotes, wodurch die Wirtschaft im Normalfall angekurbelt wird. Allerdings ist trotz negativer Zinsen die Nachfrage der Banken nach dieser Einlagefazilität gestiegen. Haben nämlich Unternehmen oder Privathaushalte keinen Bedarf an einer Ausweitung der Kreditaufnahme bzw. hat die Bank bereits zu viele Risiken in ihren Büchern, kann selbst ein negativer Einlagezins die Kreditvergabe nicht stimulieren.

Die EZB benutzte auch ihre weiteren geldpolitischen Instrumente, wie den Spitzenrefinanzierungssatz und Hauptrefinanzierungsgeschäfte, um die Wirtschaft wieder in Gang zu bringen. Da diese Maßnahmen nicht die gewünschten Erfolge brachten, haben die EZB-Volkswirte weitere Möglichkeiten erschaffen wie die »Gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (GLRG-II)«, im englischen Original heißt es »targeted longer-term refinancing operations (TLTRO II)«. Damit konnten Banken bis zu 30 % des bisherigen Kreditvolumens als frisches Geld für vier Jahre zu einem Zinssatz von 0 % von der Zentralbank ausleihen. Sollte damit das Kreditvolumen gesteigert werden, waren dann sogar Bonuszinsen möglich. Im Jahr 2020 endet das jetzige TLTRO II-Programm, welches ein Volumen von rund 750 Mrd. Euro ausstehend hat.

EZB stellt neue Anleihekäufe ein

Im März 2015 wurde mit der viel diskutierten Sondermaßnahme »Quantitative Easing« (also »Quantitative Auflockerung«) – kurz »QE« – bzw. dem geldpolitischen Anleihekaufprogramm begonnen. Hier kam es bereits zu einer ersten kleinen Wende hin zu einer strafferen

Geldpolitik: Die Zentralbank hat mit Jahresende 2018 beschlossen, kein neues Geld mehr in Anleihen zu investieren. Allerdings werden die Erträge aus Fälligkeiten bestehender Positionen für weitere Käufe verwendet. In den nicht ganz vier Jahren des Programms hat die EZB ihre Bilanz um rund 2,6 Billionen Euro vergrößert und damit mehr als verdoppelt. Durch die getätigten Käufe war sie der größte Nachfrager auf den europäischen Zinsmärkten und hat die Renditen über alle Laufzeiten bei Staats- sowie Unternehmensanleihen im Zaum gehalten. Das Auslaufen des Kaufprogramms hat wohl aber auch rechtliche Gründe, da die Zentralbank nicht mehr als ein Drittel aller ausstehenden Staatsanleihen eines Landes besitzen darf und nun bald an diese Grenzen stoßen würde.

Wie sich das Ende der Käufe an den Anleihemärkten genau bemerkbar machen wird ist noch ungewiss, da diese Situation zum ersten Mal in der Geschichte eintreten wird. Theoretisch sollte eine nachlassende Nachfrage einen direkten Effekt auf die Zinsen haben. In den USA, wo man Europa bei der Zinspolitik meist rund drei Jahre voraus ist, wurde das Ende der Anleihekäufe vom Markt relativ störungsfrei aufgenommen und auch die Anleihezinsen sind wie erwartet gestiegen.

Auswirkungen der Geldschwemme auf Konjunktur und Inflation

Was passiert wäre, wenn es keine »Quantitative Lockerung« gegeben hätte, ist unklar. Es wird jedoch davon ausgegangen, dass damit ein relevanter Beitrag zur Rezessionsbekämpfung geleistet wurde. Natürlich sind dadurch Marktverzerrungen entstanden, die es in irgendeiner Form vermutlich auch bei anderen Strategien gegeben hätte. Wie stark der Effekt einer solchen Aktion wirklich ist, kann niemand genau sagen.

Jedenfalls hat sich die Inflationsrate, welche das maßgebende Ziel für alle Handlungen der EZB ist, von 0% im Jahr 2015 auf etwa 1,8% im Jahr 2018 erhöht. Auch der mittelfristige Trend hat bis vor Kurzem noch danach ausgesehen, als könnte diese Entwicklung weiter in Richtung 2% gehen. Seit November sind die Inflationserwartungen jedoch stark, nämlich in Richtung 1% gefallen und liegen damit wieder weit unter dem EZB-Inflationsziel von 2%. Die EZB erwartet für die nächsten drei Jahre ohnehin nicht die Erreichung des Inflations-

ziels – von daher spricht derzeit nichts für eine Zinserhöhung. Auch hat es den Anschein, als könnte es mit dem Konjunkturaufschwung der letzten Jahre vorbei sein. Im kommenden Jahr werde die Eurozone nur noch um 1,3% wachsen. Das sind 0,6% weniger, als die EU-Kommission noch im Herbst für 2019 in Aussicht gestellt hatte. (Siehe Grafik)



Optionen der Zentralbank

An den Finanzmärkten gibt es kaum ein größeres Risiko, als eine Zentralbank, der die Möglichkeiten ausgehen. Derzeit heizt die EZB Spekulationen an, wonach eine weitere Lockerungsrunde bevorstehen könnte, falls Konjunktur und Inflation sich nicht wie erhofft entwickeln. Dabei könnten wieder alle Instrumente eingesetzt und bei Bedarf auch angepasst werden, wobei laut Marktmeinungen insbesondere die Anleihekäufe erneut forciert würden.

Steigen die Zinsen?

Bis zum Herbst 2018 hat die EZB stets betont, die Zinsen bis über den Sommer 2019 nicht anzuheben. Die Analysten und Marktteilnehmer glaubten auch daran und gingen in ihren Prognosen bis vor Kurzem von einer ersten Anhebung im September 2019 aus. Eine robustere Euro-Konjunktur, die ansteigende Inflation und eine entspannte Schuldenkrise dämpften vermutlich die Nachfrage nach einer Fortsetzung der ultralockeren Geldpolitik. Tatsächlich stellte die EZB ihre Anleihekäufe Ende 2018 ein und die Finanzexperten diskutierten nur noch darüber, wann die erste Zinserhöhung stattfinden wird und wie viele folgen werden. Die Zinswende schien zum Greifen nah.

Doch in kürzester Zeit haben die politischen Risiken sowie Konjunktursorgen Oberhand gewonnen und die Meinungen haben sich geändert. Frühindikatoren, wie beispielsweise der ifo-Geschäftsklimaindex, sind stark geschrumpft und zeigen die mögliche Gefahr einer kom-

menden Rezession an. Die Erwartungen haben sich massiv verschlechtert und sind erstmals seit Dezember 2012 leicht pessimistisch. Schuld daran sind unter anderem die ungelösten Handelsprobleme, die Brexit-Debatte und weitere marktbeeinflussende Politthemen in Europa. Es wirkt so, als hätte die EZB den Zeitpunkt für eine Erhöhung übersehen. Einige Experten sind sogar der Meinung, dass wohl in schlechten Zeiten kaum mit einer Zinserhöhung gerechnet werden kann, wenn diese sogar in guten Zeiten verpasst wurde.

Die Prognosen der Marktbeobachter haben sich demnach fast sprunghaft geändert – in absehbarer Zukunft, also in den nächsten 12 Monaten, wird mit keiner Zinserhöhung mehr gerechnet. Es sieht also danach aus, als werde die EZB die Geldpolitik der weit vorgelaufenen US-Notenbank, mit ihren neun Zinserhöhungen plus eingeleiteter Liquiditätsverknappung, nicht nachahmen. Selbst in den USA scheint der Zinsanhebungszyklus bereits beendet. Das bedeutet, dass die Niedrigzinspolitik den europäischen Sparern und Anlegern noch lange Zeit erhalten bleiben wird – wie zuletzt auch Benoît Cœuré, Mitglied des Direktoriums der EZB, in einer Pressekonferenz bestätigte. Vielen Marktbeobachtern kommt dabei Japan in den Sinn: Das Land der aufgehenden Sonne begeht diesen Monat sein 20-jähriges Nullzins-Jubiläum – damals, also Ende der 1990er-Jahre, undenkbar. (Siehe Grafik rechts)

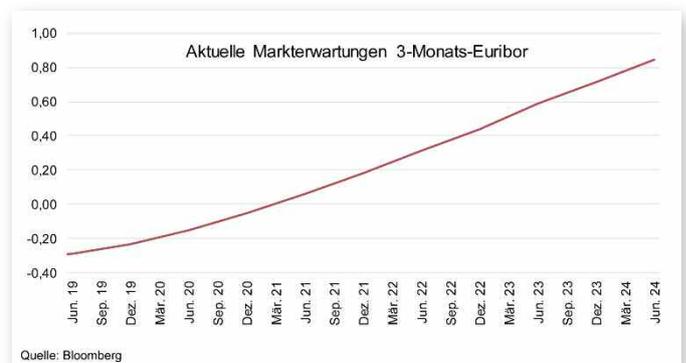
Fazit:

Für die Märkte bleibt die wohl wichtigste Frage, wann die erste Zinsanhebung erfolgen wird. Die EZB wartet weiter auf eine Erholung der Konjunktur und darauf, dass sich diese in höheren Inflationsraten widerspiegelt. Derzeit stellen jedoch viele ungelöste Politthemen, wie etwa die

Protektionismusdebatte und der Brexit, eine Gefahr für die globale Wirtschaftsentwicklung dar. Dadurch sind die Möglichkeiten weiterer geldpolitischer Maßnahmen der EZB eingeschränkt. Auch die Entwicklung der US-Geldpolitik kann nun nicht mehr als Blaupause dienen, da auch jenseits des Atlantiks das Umfeld schwieriger geworden ist und sich das Zinsniveau bereits am oberen Ende befindet.

Irgendwann werden die Zinsen – wahrscheinlich – wieder steigen, doch wann dies der Fall sein wird, ist ungewiss. Die Erwartungen der Marktteilnehmer für einen ersten Schritt noch in diesem Jahr liegen nur bei rund 30%, verschieben sich aber laufend. Für den 3-Monats-Euribor, welcher vielen Kreditnehmern als Referenzzinssatz dient, werden erst im Sommer 2021 wieder positive Werte erwartet. Auch die langfristigen Zinsen sollten in absehbarer Zeit nicht nennenswert steigen, was bedeutet, dass sich Gewinne bei »sicheren« Anleihen in Grenzen halten werden. Für Anleger heißt es, sich weiterhin nach gewinnbringenden Anlageklassen umzusehen, wobei kein Weg an Aktien von hochqualitativen Unternehmen vorbeiführt.

www.schoellerbank.at



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

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

www.hermann-gmeiner-stiftung.de



Moderne Altersvorsorge für Unternehmer/innen ohne bilanzielle Ausweisung

Transparent, flexibel, zeitgemäß

Moderne betriebliche Pensionszusagen, in Form der wertpapiergebundenen Zusage, können eine Renaissance erlangen, da sie bei entsprechender Gestaltung bilanzneutral sind, also bilanziell nicht ausgewiesen werden müssen. Gleichzeitig ergeben sich aber finanzielle Vorteile für Unternehmer/innen im Vergleich zu einer privaten Altersvorsorge. Hierzu zwei Beispiele:

Beispiel 1:

Frau

Geburtsdatum 01.01.1975

Eintrittsdatum 01.01.2005

Zusagedatum 01.01.2019

Entgeltumwandlung (Tantieme) 50.000 Euro einmalig, Alters- und Hinterbliebenenkapital 50.000 Euro zuzüglich Kapitalerträge, Altersgrenze 67 Jahre

Steuerwirksame Pensionsrückstellung zum 31.12.2019 14.314 Euro

Handelsbilanzielle Rückstellungen 0 Euro

Der Entgeltverzichtsbeitrag bleibt lohnsteuerfrei und bis 3.120 Euro sozialabgabenfrei (4% der BBG von 78.000 Euro) bzw. in voller Höhe auch sozialabgabenfrei, falls der Entgeltumwandlungsbetrag oberhalb der BBG liegt.

Beispiel 2:

Mann

Geburtsdatum 01.01.1970

Eintrittsdatum 01.01.2000

Zusagedatum 01.01.2019

Alters- und Hinterbliebenenkapital aufgebaut mit jährlichen Beiträgen in Höhe von 48.000 Euro, Altersgrenze 67 Jahre

Steuerwirksame Pensionsrückstellung zum 31.12.2019 232.618 Euro

Handelsbilanzielle Rückstellungen 0 Euro

PS: Es können auch einmalige und jährliche Beiträge miteinander kombiniert werden.

Verpflichtung in Höhe des Wertguthabens

Anders als bei Leistungszusagen ergibt sich bei der »wertpapiergebundenen Pensionszusage« eine andere handels-

bilanzielle Bewertung. Diese Sonderbewertung kommt zur Anwendung, wenn sich die Höhe der Altersversorgungsverpflichtung nach dem beizulegenden Zeitwert von Wertpapieren richtet. Die entsprechende gesetzliche Grundlage ergibt sich mit § 253 Abs. 1 Satz 3 HGB:

»Soweit sich die Höhe von Altersversorgungsverpflichtungen ausschließlich nach dem beizulegenden Zeitwert von Wertpapieren im Sinne des § 266 Abs. 2 A. III. 5 bestimmt, sind Rückstellungen hierfür zum beizulegenden Zeitwert dieser Wertpapiere anzusetzen, soweit er einen garantierten Mindestbetrag übersteigt.«



Bei der wertpapiergebundenen Versorgungszusage wird die Pensionsverpflichtung nicht mehr versicherungsmathematisch bewertet (Teilwert, Anwartschaftsbarwert oder PUC-Methode), sondern der Wert der Verpflichtung richtet sich ausschließlich nach dem Zeitwert des Wertpapiers bzw. allgemeiner nach dem Zeitwert des Rückdeckungsvermögens. Insoweit werden die versicherungsmathematischen Bewertungen teilweise obsolet. Der Gesetzgeber spricht in § 253 Abs. 1 Satz 3 HGB von Wertpapieren im Sinne von § 266 Abs. 2 A. III. 5.

Die Wertpapiere werden nach den handelsrechtlichen Vorschriften (§ 253 Abs. 3 und 4 HGB) bewertet, wenn sie nicht zugriffsfrei (§ 246 Abs. 2 Satz 2 HGB) ausgelagert werden (z. B. Pfandrecht oder Treuhand) oder mit der Versorgungszusage eine Bewertungseinheit i. S. v. § 254 HGB bilden (die Leistungen der Versorgungszusage werden explizit den Wertstellungen der Wertpapiere zugeordnet). Beim Vorliegen einer Bewertungseinheit werden die Wertpapiere also mit ihrem Zeitwert aktiviert und die Zusage in gleicher Höhe passiviert. Werden die Wertpapiere auch noch zugriffsfrei ausgelagert (Pfandrecht, Treuhand), so werden Aktiv- und Passivwert (beide in Höhe des gleichen Wertes) saldiert. Im Ergebnis erscheint in der Bilanz weder ein Aktiv- noch ein Passivposten, die Bilanz wird also von den Pensionsrückstellungen entlastet. >>

Unabhängig von dem Entfall einer Pensionsrückstellung in der Handelsbilanz ist die unmittelbare Pensionszusage steuerrechtlich mit ihrem Teilwert gem. § 6a EStG zu bewerten und wirkt somit gewinnmindernd.

Zusammenfassung

Die wertpapiergebundene Pensionszusage ist eine beitragsorientierte Leistungszusage (§ 1 Abs. 2 Nr. 1 BetrAVG) und keine Leistungszusage, deren arbeitsrechtlicher Verpflichtungsumfang auf den Wert des Planvermögens (Wertpapiere) abstellt. Bei einer Verpfändung sind diese

unmittelbaren Pensionszusagen bilanzneutral nach HGB (BilMoG). Trotz Bilanzneutralität werden aber steuerwirksame Pensionsrückstellungen gewinnmindernd angesetzt. Die Zahlweise kann flexibel gestaltet werden. Es sind laufende monatliche und/oder jährliche Zahlungen (Arbeitgeberfinanzierung und/oder Entgeltumwandlung), Tantiemen, Bonuszahlungen des Arbeitgebers bei Entgeltumwandlung etc. möglich. Bei Erreichen der Altersgrenze wird in der Regel eine Einmalzahlung vereinbart oder alternativ sind auch Auszahlungspläne sowie anteilige Übertragungen der Wertpapiere möglich. □

Kosten für »Herrenabende« nur hälftig abziehbar?

Man fühlt sich bei der Lektüre des folgenden Finanzrechtsstreits in die Zeit der Burschenschaften zurückversetzt, denn es geht um die Abziehbarkeit der Kosten für Herrenabende. Steht dieses Wort überhaupt noch im Duden?

Der Fall ging vom Finanzgericht einmal zum Bundesfinanzhof und wieder zurück: Eine Partnerschaft von Rechtsanwälten machte die Aufwendungen für solche Herrenabende als Betriebsausgaben geltend. Man feierte im Garten eines der Partner und lud ausschließlich Männer ein. Und zwar Mandanten, Geschäftsfreunde und Persönlichkeiten aus Verwaltung, Politik, öffentlichem Leben und Vereinen. Man begrüßte die Gäste, bewirtete sie, und sie wurden unterhalten. Nun setzte die Partnerschaft die Aufwendungen für die Sause komplett bei den Betriebsausgaben an, denn sie hätten der Pflege und Vorbereitung von Mandaten gedient. Im ersten Rechtszug wies das Finanzgericht Düsseldorf die Klage insgesamt ab und verwehrte die steuerliche Geltendmachung. Das sah der Bundesfinanzhof jedoch nicht so und hob das Urteil mit der Begründung auf, das vom Finanzgericht ange-

nommene Abzugsverbot komme nur zur Anwendung, wenn den Gästen ein besonderes qualitatives Angebot oder ein besonderes Unterhaltungsprogramm geboten worden wäre. Man verwies die Sache zurück ans Finanzgericht, damit dieses noch einmal und genauer den Sachverhalt prüft.

So zurechtgewiesen lies das Finanzgericht Düsseldorf in seiner Entscheidung vom Juli 2018 immerhin die Hälfte der Aufwendungen zum Abzug zu. Es sei den Gästen weder ein besonderes qualitatives Ambiente noch ein besonderes Unterhaltungsprogramm geboten worden. Die Aufwendungen für solche Herrenabende seien aber gemischt veranlasst, weil sowohl Gäste aus dem privaten wie auf dem beruflichen Umfeld der Partner teilgenommen hätten (Urteil des Finanzgerichts Düsseldorf vom 31.07.2018, Aktenzeichen 10 K 3355/16 F,U).

Kleine Anmerkung: Der Fall hat damit noch kein Ende gefunden. Jetzt ist es das Finanzamt, das sich diesen Richterspruch nicht gefallen lassen will, und hat Nichtzulassungsbeschwerde zum Bundesfinanzhof eingelegt. Man wird sehen, wie das ausgeht. Wir bleiben dran.

Jürgen E. Leske | www.raleske.de

ANZEIGE



PROJECT ART
THE SOCIAL
ARTS MARKET™

www.projectart.com

Zustellung eines Dokuments: die Krux mit den Einschreiben

Von Jürgen E. Leske

Was soll bei einer Zustellung so schwer sein? Vieles.

Ein Arbeitgeber im Hessischen, nennen wir ihn Volker Roth (Name natürlich geändert), betreibt einen Lebensmittelhandel. Die Geschäfte gehen nicht gut. Die Discounter sind eine große Konkurrenz. Er muss jemanden entlassen und kündigt daher einem der jüngeren seiner Angestellten, der keine Familie hat, weil der vielleicht am leichtesten mit der Kündigung zurechtkommt. Er schreibt die Kündigung und schickt sie per Einschreiben/Rückschein ab. Der Angestellte holt das Schreiben aber nicht bei der Post ab. Als Volker Roth dies erfährt, stellt er fest, dass nun die Kündigungsfrist zum Ende des Vierteljahres verstrichen ist, und er muss von seinem Anwalt erfahren, dass er die Kündigung wiederholen muss und den Angestellten nun ein weiteres Vierteljahr länger beschäftigen muss.



Jürgen E. Leske | www.raleske.de

Das kann bitter sein, passiert aber immer wieder. Gerade das Einschreiben per Rückschein hat einen sehr guten Ruf als eine sichere Methode der wirksamen Zustellung. Das Gegenteil ist der Fall: Holt der Adressat das Einschreiben nicht ab, dann ist es nicht zugestellt worden.

Der Arbeitgeber hat aber noch einen Fehler gemacht, aus dem ihm der Adressat notfalls einen Strick drehen könnte: Nicht selten wird bei einer brieflichen Zustellung vom Empfänger behauptet, er habe zwar einen Brief erhalten. Es war aber in dem Umschlag überhaupt nichts zu finden. Es lag einfach kein Brief in dem Umschlag. Mit so einem Einwand kommt zwar nicht jeder bei Gericht durch. Aber möglich ist das schon.

Man sieht: Man kann bei solch einem anscheinend einfachen Vorgang allerhand Fehler begehen.

Die wirksamste Zustellung eines Schreibens wäre diese, sofern der Adressat, also hier der Angestellte, am Kündigungstag sich im Betrieb aufhält: Der Arbeitgeber zitiert ihn zu sich in sein Büro. In Gegenwart eines Zeugen, beispielsweise der Sekretärin, die das Kündigungsschreiben getippt hat, übergibt der Arbeitgeber das Schreiben dem Angestellten und lässt ihn den Empfang auf einer Kopie schriftlich bestätigen. Das ist die sauberste Methode, wirksam zu kündigen oder, allgemein ausgedrückt, zuzustellen. Hier kann niemand mehr die Zustellung leugnen. Es gibt als Zeugin die Sekretärin, die den Inhalt des Schreibens auch verstanden hat. Und der Angestellte hat schriftlich den Empfang bestätigt.

Verweigert er die Unterschrift, dann ist das Schriftstück trotzdem zugestellt worden. Die Sekretärin wird dies bestätigen können.

Die zweite wirksame Variante einer korrekten Zustellung ist die durch Boten. Das bedeutet: Der Absender steckt das Kündigungsschreiben in Gegenwart dessen, der das Kündigungsschreiben an die Adresse des Angestellten bringen soll, in den Umschlag. Der Bote sieht nicht nur, dass das Schreiben eingetütet wurde. Der Bote sollte das Schreiben auch gelesen und verstanden haben. Dann gibt ihm der Arbeitgeber eine Art Protokoll mit, dem zu entnehmen ist, dass der Bote Franz Müller, Angestellter des Absenders, an einem genau genannten Datum zu einer genau genannten Uhrzeit das Schriftstück entweder an der Wohnungstür dem Adressaten ausgehändigt hat oder einer Person, die zum Haushalt gehört.

Funktioniert eine solche persönliche Übergabe nicht, dann sollte die zweite Variante in dem Protokoll angekreuzt werden, nämlich der Fall, dass der Bote den Brief in den Briefkasten des Adressaten eingeworfen hat. Es sollte also nicht so sein, dass der Arbeitgeber selbst das alles macht, sondern eine andere Person, die dann entsprechend glaubwürdig notfalls vor Gericht das alles bezeugen kann.

Nicht ganz ohne Tücken ist die nächste Methode der Zustellung: Der Arbeitgeber beauftragt einen gewerblichen tätigen Boten, also etwa einen Fahrradkurier, den er aus den Gelben Seiten auswählt. Dieser hat den Nachteil, dass er den Fall nicht kennt. Unser Arbeitgeber benötigt also zunächst den Zeugen aus seiner Firma, der die Kündigung

gelesen hat, verstanden hat und gesehen hat, wie die Kündigung eingetütet wurde. Dann muss er gesehen haben, wie dem Fahrradkurier dieser Umschlag übergeben wurde mit dem Auftrag, das Schreiben bei der bestimmten Adresse abzugeben. Vielleicht bringt man den Kurier dazu, das oben erwähnte Protokoll auszufüllen und zurückzubringen. Oder man erklärt ihm die Wichtigkeit des Vorgangs in der Hoffnung, dass er sich eines Tages daran erinnert (vielleicht hilft hier auch ein Trinkgeld).

Besonders unsicher ist selbstverständlich der ganz einfache Versand einer Kündigung per normaler Post. Anders als in früheren Zeiten, als ein Postbote die Empfänger noch persönlich kannte und der daher häufig sehr sorgfältig seinen Beruf ausgeübt hat, kann man heute nicht mehr sichergehen, dass ein per normaler Post versandtes Schreiben auch tatsächlich den Empfänger erreicht. Behauptet der Empfänger auf Nachfrage, dass ihn keine Kündigung erreicht habe, dann wird dem Kündigenden nichts anderes übrig bleiben, als die Kündigung zu wiederholen, diesmal wirksam. Und er läuft Gefahr, dass in der Zwischenzeit eine Frist verstrichen ist und also seine Willenserklärung im schlimmsten Fall gar nicht nachgeholt werden kann, oder aber es wirkt die Kündigung erst zu einem späteren Zeitpunkt als beabsichtigt. Eine solche Fristversäumnis kann also teuer werden.

Dagegen sind Einschreiben in ihren verschiedenen Varianten nur bedingt rechtssicher. Bei Einschreiben gibt es drei Varianten: Das Einwurf-Einschreiben, das Einschreiben/Rückschein und das Einschreiben, das nur dem Empfänger persönlich ausgehändigt wird oder einer zum Empfang bevollmächtigten Person.

Das Einwurf-Einschreiben ist eine Lösung für diejenigen, denen eine Bestätigung der Zustellung durch die Deutsche Post genügt. Das Schreiben wird in diesen Fällen in den Briefkasten oder das Postfach des Empfängers eingeworfen, und der Zusteller bestätigt diesen Vorgang durch seine Unterschrift.

Wählt man die Variante Einschreiben/Rückschein, dann unterschreibt der Empfänger auf der roten Karte, die an den Absender zurückgeht, und bestätigt so die Auslieferung. Das Problem ist, dass hier auch eine andere Person unterschreiben kann, etwa die Mutter oder die Ehefrau. Wenn der Adressat dann gar nicht in dieser Wohnung

wohnt, sondern nur verwandt ist und denselben Namen trägt, dann hat der Absender wieder ein Problem.

Am sichersten ist dann schon die Variante des Einschreibens, wo der Brief dem Empfänger persönlich übergeben werden muss. Der muss sich dann gegenüber dem Postboten ausweisen, und die Zustellung ist nachgewiesen. Für alle diese Varianten gilt: Der Empfänger kann immer behaupten, es sei keine Kündigung in dem Umschlag zu finden gewesen. Um dem vorzubeugen, muss also der Absender, bevor er das Schreiben am Postschalter abgibt, immer sich eines Zeugen vergewissern, der gesehen hat, wie das Schreiben, dessen Inhalt er kennt, eingetütet wurde. Und der Zeuge sollte gesehen haben, wie das Einschreiben bei der Post aufgegeben wurde.

Etwas exotisch, aber auch wirksam ist die Zustellung eines Dokuments durch den Gerichtsvollzieher. Dieser übergibt nämlich das Dokument selbst und keinen Umschlag, sodass nicht behauptet werden kann, der Umschlag sei leer gewesen. Der Gerichtsvollzieher hat auch eine Kopie des Dokuments. Nachteil dieser Methode: Der Zeitpunkt der Zustellung ist nur schwer treffgenau zu organisieren. Wenn es also schnell gehen muss wegen der Gefahr, dass eine Frist nicht eingehalten werden kann, dann kann man nicht sichergehen, dass der Gerichtsvollzieher die Frist wirklich einhalten kann. Wenn man aber einen guten Draht zu dem Gerichtsvollzieher hat, dann weiß man, ob der Coup gelingt oder nicht.

Noch eine kleine Bemerkung für die Fälle, in denen der Arbeitgeber seinen Rechtsanwalt beauftragt, die Kündigung auszusprechen: Hier machen selbst diese Rechtskündigen immer wieder den Fehler, dass sie zwar in der Kündigung erklären, sie vertreten den Arbeitgeber, und dass sie das anwaltlich versichern – sie legen aber keine Vollmacht dazu. Hier hat der Empfänger eine beliebte Möglichkeit, den Rechtsanwalt zu ärgern, indem er ihm schreibt, er habe seine Bevollmächtigung nicht nachgewiesen. Der Empfänger, der in dieser Weise die Kündigung zurückweist, hat wieder die Chance, dass während der Zeit, in der der Anwalt dann die Vollmacht nachschiebt, eine Kündigungsfrist verstrichen ist und also eine Kündigung erst einige Wochen oder gar Monate später gilt.

Und: Es genügt nicht, dass die Kündigung nur nachgereicht wird. Die Kündigung muss wiederholt werden! >>

Der Adressat kann sich dabei auf den Paragraphen 174 des Bürgerlichen Gesetzbuches berufen. Dort ist zu lesen, dass ein einseitiges Rechtsgeschäft (eine Kündigung ist ein einseitiges Rechtsgeschäft, das also wirksam sein kann, indem nur der Kündigende handelt, eine Mitwirkung des zu Kündigenden ist nicht nötig) unwirksam ist, wenn der Bevollmächtigte, also unser Anwalt, keine Vollmacht vorlegt und der Empfänger das Rechtsgeschäft aus diesem Grunde zurückweist. Hat der bevollmächtigte

Rechtsanwalt also seine Vollmacht nicht nachgewiesen und weist der Empfänger die Kündigung deshalb zurück, dann kann der Rechtsanwalt seinen Fehler nicht einfach dadurch heilen, dass er die Vollmacht nachschiebt. Vielmehr muss er erneut kündigen und dabei dann endlich die Vollmacht vorlegen. Die Rüge des Empfängers macht also die Kündigung unwirksam, möglicherweise mit der Folge, dass ein Kündigungstermin verstrichen ist. Das könnte ein Haftungsfall sein. □



Foto: Christina Bleier

Unterstützer gesucht!

Kultur ist ohne hilfreiche Unterstützung nicht möglich – nirgendwo, auch nicht in Augsburg mit seiner Vielfalt und hohen Qualität an Veranstaltungen. Die bayerische kammerphilharmonie braucht Paten, die es dem Orchester ermöglichen, die anfallenden Kosten für die Konzerte abzudecken. Falls Sie spenden wollen, bitte vergessen Sie nicht, beim Überweisen Ihren Namen und Ihre Postanschrift anzugeben, damit Sie eine Spendenbescheinigung erhalten. Die Zuwendungen sind steuerlich absetzbar.

*bayerische kammerphilharmonie
IBAN: DE61720500000240716423
BIC: AUGSDE77XXX*

*bayerische kammerphilharmonie
Geschäftsführung: Valentin Holub
Jesuitengasse 2
86152 Augsburg*

*Das Büro der kammerphilharmonie ist
Mo bis Fr: 10.00 bis 13.00 Uhr geöffnet.
Telefon: +49(0)821/521 36-20
Telefax: +49(0)821/521 36-22*

*info@kammerphilharmonie.de
www.kammerphilharmonie.de*

Depotentnahmen: Mythen und Missverständnisse

Von Gerd Kommer und Alexander Weis,
Gerd Kommer Invest GmbH

Viele Privatanleger glauben es sei besser, Depotentnahmen über Ausschüttungen zu finanzieren als über Anteilsverkäufe. Aus rein rationaler, wirtschaftlicher Sicht ist das systematische Präferieren der Entnahmemethode »Ausschüttung« gegenüber der Entnahmemethode »Anteilsverkäufe« jedoch wenig sinnvoll. Tatsächlich existiert rendite- und risikomäßig vor allem ein gefühlter, aber kein wirklicher ökonomischer Unterschied zwischen den beiden Methoden. Daher machen sich Anleger, die in ihrer Entnahmepolitik aufhören zwischen Entnahmen via Ausschüttungen und Entnahmen via Anteilsverkäufen zu unterscheiden, erstens ihr Leben leichter und zweitens reduzieren sie die Wahrscheinlichkeit, nutzlose oder sogar schädliche Entscheidungen zu treffen.

Viele Privatanlegerhaushalte verwenden ihre liquiden Vermögensanlagen, um dauerhaft einen Teil ihrer Lebenshaltungskosten daraus zu bestreiten. Diese Anleger sind in der »Vermögenverbrauchsphase« und stehen vor der grundsätzlichen Frage, wie sie ihr Investmentportfolio strukturieren sollen, sodass es möglichst zuverlässig eine regelmäßige Auszahlung in der gewünschten Höhe hervorbringt – eine Art selbst erzeugte Rente. Diese Aufgabe ist nicht trivial, denn unterschiedliche Vermögensanlagen produzieren unterschiedliche Kombinationen aus laufenden Cash-Erträgen (Dividenden bei Aktien, Zinsen bei zinstragenden Anlagen, Mieterträge bei Immobilien) einerseits und Kurs- bzw. Wertsteigerungsgewinnen andererseits.

In diesem Zusammenhang begegnen wir in unserer Finanzberatungspraxis oft einem unter Privatanlegern verbreiteten Irrtum: Sie bewerten Entnahmen, die aus laufenden Erträgen stammen (z. B. Dividenden, Zinsen, Mieteinnahmen) systematisch anders als Entnahmen, die über Anteilsverkäufe erfolgen (Wertpapiere oder Fondsanteile). Diese Anleger empfinden das Konsumieren (Entnehmen) von Ausschüttungen als eine irgendwie geringere »Vermögenseinbuße« als das betragsgleiche Konsumieren von Erlösen aus Anteilsverkäufen. Manche Anleger begründen das mit einem Unterschied zwischen »Substanz« und »Ertrag«. Das Verbrauchen laufender Erträge sei weniger schädlich als das Verbrauchen von Substanz oder Kapital.

In diesem Beitrag wollen wir zeigen, warum diese divergierende Einstufung aus rein rationaler Perspektive nicht haltbar ist und warum sie tendenziell zu schlechteren Investmententscheidungen beiträgt als eine indifferente Sichtweise.

Um die Logik hinter unserer Argumentation nachzuvollziehen, ist zunächst eine terminologische Klärung erforderlich. Wir verwenden nachfolgend die allgemeine Bezeichnung »Entnahmen« für zwei verschiedene Typen von Zahlungsströmen oder »Cash-Flows« aus dem Finanzportfolio bzw. Depot heraus an den Anleger:

- »A-Entnahmen«: Das sind für die Zwecke dieses Beitrages Entnahmen, die aus laufenden Erträgen (Zinsen und Dividenden) finanziert werden. Solche laufenden Erträge werden oft auch einfach als »Ausschüttungen« bezeichnet.
- »B-Entnahmen«: Damit sind hier Entnahmen gemeint, die durch Anteilsverkäufe finanziert werden, also aus der Veräußerung einzelner Wertpapier- oder Fondsanteile. Anteilsveräußerungen werden gelegentlich mit »Substanzverkäufen« oder »Kapitalverkäufen« umschrieben.

Im Folgenden legen wir sieben Argumente dar, die belegen, dass der unterschiedlichen Bewertung der beiden Entnahmetypen eher Meinungen als Fakten zugrunde liegen. Darüber hinaus werden uns diese sieben Argumente in Summe zur wesentlichen Schlussfolgerung führen:

Kommen wir nun zu den sieben Argumenten:

Argument 1: Bei der Steuerbelastung gibt es keinen nennenswerten Unterschied

Aus steuerlicher Sicht besteht zwischen A-Entnahmen (laufenden Erträgen) und B-Entnahmen (Anteilsverkäufen) bei Kapitalanlagen im Privatvermögen in den meisten Ländern, so auch in Deutschland, kein wesentlicher Unterschied. Da, wo einer besteht, werden B-Entnahmen steuerlich sogar eher günstiger behandelt (wie z. B. in der Schweiz und in den USA). (Nota Bene: Wir unterstellen bei allen steuerlichen Aussagen in diesem Beitrag, dass die betreffenden Vermögenswerte in Privatvermögen, nicht im betrieblichen Vermögen, gehalten werden.)

Argument 2: Bei Transaktionskosten existiert kein materieller Unterschied >>

Aus Transaktionskostensicht (Kosten für Käufe und Verkäufe von Wertpapieren oder Fondsanteilen) haben A-Entnahmen bei oberflächlicher Betrachtung Vorteile. Wer tiefer analysiert, wie wir das in unserem Beitrag »Ausschüttende vs. thesaurierende Fonds« (www.gerd-kommerinvest.de/blog oder Elitebrief_1/2018) getan haben, wird erkennen, dass dieser Vorteil in der Praxis in den meisten relevanten Konstellationen entweder gar nicht besteht oder nicht ins Gewicht fällt. Das viel gehörte Argument »Ausschüttungen verursachen keine Transaktionskosten, Anteilsverkäufe jedoch schon«, greift in diesem Zusammenhang zu kurz. Warum das so ist, haben wir im besagten Beitrag dargelegt.

Argument 3: Anlagen mit hoher Ausschüttungsrendite sind nicht grundsätzlich attraktiver als solche mit niedriger Ausschüttungsrendite

Vermögensanlage sollten – das ist banal – auf der Basis ihrer so genannten erwarteten Gesamtrendite und ihres erwarteten Risiko ausgewählt werden. Die Gesamtrendite besteht bei den meisten Kapitalanlagen aus einer Ausschüttungs- und einer Wertsteigerungsrendite. Dabei gilt der nahezu ausnahmslose Grundsatz: Je höher die Ausschüttungsrendite, desto niedriger die Wertsteigerungsrendite. Beispielsweise geht eine hohe Dividendenrendite bei einer Aktie eins zu eins zu Lasten ihrer Wertsteigerungsrendite; das Gleiche gilt für Immobilien. Die Tabelle weiter unten veranschaulicht den Zusammenhang zwi-

schen Ausschüttungsrendite und Wertsteigerungsrendite anhand von Zahlenbeispielen für verschiedene Vermögensformen (Asset-Klassen). Eine hohe Ausschüttungsrendite ist kein Geschenk. Sie geht zu Lasten der Wertsteigerungsrendite. Scheinbare Ausnahmen von diesem Grundsatz sind in der Regel Verwechslungen von »optisch sichtbaren« Vorgängen mit allen wirtschaftlichen Vorgängen. Ergo: Nur die Gesamtrendite zählt.

Viele Finanzanlagen – auch attraktive – weisen im Übrigen überhaupt keine Ausschüttungsrendite auf. Vier Beispiele dafür sind der Tabelle enthalten. Bei manchen Typen von Anleihen kann der Anleger beinahe beliebig zwischen Varianten mit hoher, mittlerer oder niedriger Ausschüttungsrendite wählen. Diese bloß formalen Abweichungen haben jedoch keine systematische Auswirkung auf die erwartete Gesamtrendite. Wäre es anders, würde eines der fundamentalsten Gesetze des Kapitalmarktes nicht mehr gelten: »There is no free lunch« – es gibt kein Gratis-Mittagessen.

Wer sich die acht in der Tabelle aufgeführten Anlagen mit ihren jeweils verschiedenen Kombination von Ausschüttungsrendite und Wertsteigerungsrendite vergleichend durch den Kopf gehen lässt, wird schlussfolgern müssen, dass die Bevorzugung von Anlagen allein oder primär wegen ihrer Ausschüttungsrendite, statt deren Gesamtrendite und anderer wichtiger Eigenschaften wie Risiko und Liquidität, wenig logisch erscheint. >>

		Ausschüttungs- rendite p.a. [A]	+	Wertsteigerungs- rendite p.a. [B]	=	Gesamt- rendite p.a.
Anlage 1	Aktie ohne Dividende [C]	0	+	8,0 %	=	8,0 %
Anlage 2	Aktie mit hoher Dividende [D]	4,0 %	+	4,0 %	=	8,0 %
Anlage 3	Konventionelle Anleihe im Hochzinsbereich [E]	4,0 %	+	0	=	4,0 %
Anlage 4	Null-Kupon-Anleihe im Hoch-zinsbereich [E] [F]	0	+	4,0 %	=	4,0 %
Anlage 5	Staatsanleihe	2,0 %	+	0	=	2,0 %
Anlage 6	Vermietete Wohnimmobilie [G]	1,5 %	+	2,5 %	=	4,0 %
Anlage 7	Unbebautes Innenstadt-grundstück	0	+	3,0 %	=	3,0 %
Anlage 8	Gold	0	+	3,0 %	=	3,0 %

► [A] Ausschüttungsrendite: Bei einer Aktie ist das die Dividende, bei einer Anleihe die »Kupon-Rendite«, bei einer Immobilie die Nettomietrendite. ► [B] Wertsteigerungsrendite: Bei einer Aktie oder Anleihe sind das die Kurssteigerungen, bei einer Immobilie die Preissteigerungen. ► Diese nominalen (nicht inflationsbereinigten) Renditeangaben sind rein fiktiv. ► [C] Beispiel: Die Aktie von Warren Buffet (Berkshire Hathaway Inc.). Sie hat seit über 50 Jahren keine Dividende gezahlt, produzierte dennoch eine weit überdurchschnittliche Gesamtrendite. ► [D] Beispiel: Die Aktie der Münchner Rück hatte in den letzten Jahren eine Dividendenrendite von rund 4 % p.a. Weltweit zahlen in einem gegebenen Jahr nur rund 60 % aller börsennotierten Unternehmen eine Dividende. Eine Dividendenrendite von über 2 bis 3 Prozent gilt als hoch. ► [E] Bei Anleihen heißt die beim Kauf erwartete Gesamtrendite bis zur Fälligkeit »Umlaufrendite«. ► [F] Beispiel: Ein Zero Coupon Bond einer Bank aus Südeuropa. ► [G] Bei Immobilien entspricht die Ausschüttungsrendite der Nettomietrendite. Diese ist die Bruttomietrendite minus Kosten für Instandhaltungskosten und Versicherung.

Argument 4: Die Dividendenpolitik eines Unternehmens hat keinen systematischen Einfluss auf die Gesamrendite seiner Aktien

Wie wir in unserem Beitrag »Dividendenstrategien: Fakten und Fantasien« vom Februar 2018 (www.gerd-kommer-invest.de/blog) erläutert haben, erhielten die beiden amerikanischen Finanzprofessoren Franco Modigliani und Merton Miller unter anderem dafür den Wirtschaftsnobelpreis, dass sie gezeigt hatten, dass Dividendenpolitik (die Höhe und der zeitliche Verlauf von Dividenden, also Ausschüttungen) keinen systematischen Einfluss auf den Unternehmenswert und damit die Aktionärsrendite hat. Es ist im Vorhinein irrelevant, ob man eine Aktie mit hoher oder niedriger Ausschüttungsrendite kauft. Weil das so ist, haben so genannte »Income«- oder Dividendenfonds – Aktienfonds, die sich auf Aktien mit hohen Dividendenrenditen konzentrieren – keinen Renditenutzen und sind zumindest dann schädlich, wenn sie unnötig hohe Kosten aufweisen. Andere Missverständnisse von Profi- und Privatanlegern rund um das Thema »hohe Ausschüttungen anstreben«, haben wir ebenfalls im genannten Blog-Beitrag analysiert. In der wissenschaftlichen Literatur werden diese Denkfehler unter dem Sammelbegriff »Dividend Fallacy« (Dividenden-Denkirrtümer) zusammengefasst.

Argument 5: Der Verzehr von Ausschüttungen ist nicht weniger schädlich als der Verzehr von »Substanz«

Ein besonders prominenter Denkirrtum innerhalb der Dividend Fallacy taucht in gleicher Form auch bei Anleihen und Fondsanteilen (einschließlich ETF-Anteilen) auf. Dieser Fehler geht so: Wenn der Anleger, um Cash aus seinem Portfolio zu entnehmen, fortwährend Anteile verkauft (Aktien bei einem Aktienportfolio, Anleihen bei einem Anleihenportfolio oder Fondsanteile bei einem Fondsportfolio), wird er »irgendwann einmal« nichts mehr haben, da er dann alle Anteile verkauft haben wird. Hingegen bestehe diese Gefahr bei Entnahmen lediglich von Dividenden oder Zinsen nicht, denn hier werde ja keine Substanz oder Kapital veräußert. Da wir den grundsätzlichen Denk- und Rechenfehler in diesem Argument schon in unserem oben genannten Beitrag zum Thema Dividendenstrategien widerlegt haben, brauchen wir das an dieser Stelle nicht noch einmal zu tun. Wie schnell ein gegebenes Vermögen verbraucht ist, hängt nicht davon ab, ob man eine gegebene Summe in Form von laufenden Erträgen entnimmt oder über betragsgleiche Anteilsver-

käufe, sondern allein davon, wie hoch die Entnahmen sind. Dass ein vollständiges Aufbrauchen bei einem »normalen« Kapitalmarkt-Portfolio allein durch Ausschüttung laufender Erträge kaum möglich ist, ändert nichts an der Richtigkeit dieser Feststellung: Soweit bei einer gegebenen Entnahme keine Differenzen hinsichtlich Steuern oder Transaktionskosten bestehen, wird ein rein rational agierender Anleger indifferent sein, ob eine gegebene Entnahme aus laufenden Erträgen oder aus Anteilsverkäufen erzeugt wird. Die einzige Entnahme-Policy, die tatsächlich einen Unterschied macht, heißt »weniger entnehmen«.

Argument 6: Die Unterscheidung zwischen Erträgen und Substanz ist ohnehin vielfach »künstlich«

Die Unterscheidung zwischen »Substanz« oder »Kapital« einerseits und »laufenden Erträgen« andererseits ist in vielen Fällen künstlich: Beispielsweise zahlen viele Unternehmen mit traditionell hoher Dividendenrendite in Jahren schlechter Unternehmensgewinne diese Dividenden aus Eigenkapitalreserven oder verschulden sich ihrerwegen zusätzlich. Hier wird also ein laufender Ertrag, eine Ausschüttung für den Anleger aus »Substanz« auf der Unternehmensebene bezahlt. Aber es kommt noch bunter: Schüttet ein Unternehmen im Jahr 1 eine Dividende aus, die niedriger ist als sein Jahresgewinn, findet bekanntlich eine Gewinnthesaurierung auf Ebene des Unternehmens statt. So weit so gut. Nehmen wir nun an, in Jahr 2 schrumpft der Unternehmensgewinn auf null und das Unternehmen zahlt diesmal eine Dividende in Höhe des nicht ausgezahlten Gewinns aus Jahr 1. Kommt die Jahr-2-Dividende nun aus der »Substanz« oder kommt sie aus »laufenden Erträgen«? Auf diese Frage gibt es letztlich keine eindeutige Antwort, denn schlussendlich stammt praktisch alles »Kapital«, also alle »Substanz« aus zuvor nicht ausgeschütteten Erträgen – eine Schwarz-Weiß-Unterscheidung zwischen den beiden Konzepten erscheint vielfach naiv.

Argument 7: Ohne Anteilsverkäufe lässt sich eine nachhaltige Entnahmestrategie in den meisten Fällen nicht bewerkstelligen

Ohne die Bereitschaft, in manchen Jahren Substanz-Verkäufe (Anteilsverkäufe) zu tätigen, ist ein jährliche Entnahmerate von mehr als dreieinhalb Prozent des Depotwertes in typischen Konstellationen ohnehin nicht konsistent möglich, also nicht nachhaltig. Und selbst für diese nied-

rige Entnahmerate dürfte eine Aktienquote von 50% oder mehr erforderlich sein. Eine Aktienquote in dieser Höhe trauen sich in den deutschsprachigen Ländern aus Risikogründen nur wenig Haushalte zu. Wem diese Feststellung unangemessen pessimistisch erscheint, der dürfte in die große Gruppe von Privatanlegern fallen, die die Renditen aller Asset-Klassen nach Steuern, Kosten und Inflation überschätzen und die ihre eigenen vergangenen und zukünftigen Renditen verzerrt positiv erinnern – ein in der Forschung vielfach bestätigtes Phänomen.

(Zur Frage, wie man nachhaltige Entnahmeraten schätzt – also Entnahmeraten, die mit ausreichend hoher Wahrscheinlichkeit nicht zum vorzeitigen »Konkurs« führen – haben wir im November 2018 einen Beitrag mit dem Titel »Monte-Carlo-Simulation als Prognoseverfahren« veröffentlicht. Siehe www.gerd-kommer-invest.de/blog oder [Elitebrief_7/2018](#))

Fazit

Das Ignorieren des Unterschiedes zwischen A-Entnahmen (Ausschüttungen) und B-Entnahmen (Anteilsverkäufe) schärft nicht nur das Investmentdenken, es hat auch einen enormen praktischen Nutzen: Mit Anteilsverkäufen kann ein auf Entnahmen aus seinem Depot angewiesener Haushalt die Höhe dieser Auszahlungen im Zeitablauf präzise und bequem steuern und ist nicht den Unwägbar-

keiten von einmalig oder chronisch zu niedrigen, gelegentlich zu hohen und stets schwankenden Ausschüttungsrenditen ausgesetzt. Es wird also Zeit, dass Privatanleger das tun, was die Wirtschaftswissenschaft schon vor Jahrzehnten getan hat, nämlich den alten Zopf A-Entnahmen seien B-Entnahmen grundsätzlich vorzuziehen, abzuschneiden.

Tatsächlich ist es bei einem vorgehenden einmaligen oder regelmäßigen Entnahmebetrag fast immer wirtschaftlich unbeachtlich, ob dieser aus Ausschüttungen oder aus Anteilsverkäufen finanziert wird – materielle Unterschiede bestehen in den allermeisten Konstellationen weder steuerlich noch transaktionskostenmäßig.

Wenn dennoch nennenswerte Unterschiede postuliert werden, dann basieren sie nahezu ausnahmslos auf in der wissenschaftlichen Literatur seit Jahrzehnten widerlegten Denkirrtümern, auf der Verwechslung der optisch sichtbaren Oberfläche mit den ökonomisch fundamentalen Effekten – allgemeiner auf unvollständigem Denken oder auf bloß gefühlter Verschiedenheit. Wer die hier diskutierte unnütze oder schädliche Unterscheidung ad acta legt, hat eine überflüssige Sorge weniger und wird in manchen Abwägungssituation klüger agieren.

www.gerd-kommer-invest.de

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

DLRG | Wasserrettung

Starker Jahresauftakt noch kein Omen für ein gutes Aktienjahr

Von Oliver Postler

Zum Jahresauftakt haben Anleger wieder viel Geld in die Aktienmärkte gesteckt. Nach dem fast 14%igen Einbruch in den letzten drei Monaten des Jahres 2018 ist der DAX im laufenden Jahr um 8% gestiegen. Einen so guten Start gab es seit 2015 nicht mehr. Im letzten Jahr musste er noch einen Einbruch von über 18% hinnehmen. Doch die Stimmung ist wackelig – und das dürfte wohl auch so bleiben.

Mit -2,7% hat der Dax am 07. Februar den größten Tagesverlust seit Anfang Dezember hingelegt. Dem folgte eine Woche später ein Anstieg von rund 2% an einem Tag. Die Schwankungsbreite ist also enorm. Zu erklären ist das mit einem kleinen Rückblick. Viel von der Jahresanfangsrally war schlicht dem schwachen Jahresende geschuldet. »Technische Gegenbewegung« heißt das an der Börse. Beflügelt wurde sie zudem durch Hoffnungen auf ein Ende des Handelsstreits zwischen den USA und China und vor allem durch den Schwenk der Notenbanken. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat angedeutet, dass sie die Zinsen in diesem Jahr womöglich doch noch nicht anheben wird. Und die US-Notenbank (Fed) signalisierte eine Pause im Zinserhöhungszyklus und eine mögliche Verlangsamung der Normalisierung der Bilanzsumme. Das stützte die Börsen. Viele Anleger hatten befürchtet, dass gerade die Fed zu weit vorprescht und angesichts der sich eintrübenden Konjunktur die Leitzinsen zu stark anhebt. Gleichzeitig hatten sich die Anleger gesorgt, dass die Fed ihre Bilanz zu stark verkürzt und den Märkten zu viel Geld entzieht.

Daher bewegen sich die Kapitalmärkte während der letzten Wochen zwischen Hoffen und Bangen. Neben den Brexit bezogenen Unsicherheiten drücken auch die schwächeren Handelsdaten aus China die Risikofreude der Anleger. Der Zollstreit mit den USA, die geringere Nachfrage nach chinesischen Waren und das moderatere globale Wirtschaftswachstum haben den chinesischen Außenhandel am Jahresende stark belastet. Die chinesische Konjunktur scheint sich stärker abzukühlen als zunächst gedacht: So fiel das Importwachstum auf den niedrigsten Stand seit zwei Jahren. Die Regierung stemmt sich zunehmend gegen die wirtschaftliche Abkühlung. Nicht nur durch die kürzlich beschlossene Senkung der Mindestreserveanforderun-

gen für Banken – hier machen sich die getroffenen Maßnahmen allmählich in einer leicht anziehenden Kreditvergabe bemerkbar –, sondern auch durch größere Steuersenkungen im Laufe des Jahres. All das soll den Binnenmarkt ankurbeln.

Damit sich die Jahresanfangsrally jetzt fortsetzt, bräuchte es gute Nachrichten von Seiten der Konjunktur und der Unternehmen. Beides ist jedoch in der Breite aktuell nicht in Sicht.

Oliver Postler,
Chief Investment Officer
der HypoVereinsbank

www.hypovereinsbank.de



In Summe haben die spätzyklischen Warnsignale in der Weltwirtschaft sogar weiter zugenommen. Der makroökonomische Datenkranz hat sich in den vergangenen Wochen auf breiter regionaler Front nochmals eingetrübt. Der globale Frühindikator der UniCredit deutet auf eine starke Eintrübung des Welthandels hin. Das aktuelle Niveau impliziert auf eine Schrumpfung des Welthandels von auf das Jahr hochgerechnet 3,5% hin. Um das aktuelle Niveau des Indikators einzuordnen, vergleicht unser Ökonom Andreas Rees die jüngste Abschwächung mit der Entwicklung in den vergangenen 20 Jahren. Nur dreimal hat unser Barometer ein noch schlechteres Signal für den Welthandel gesendet. Das war in der Eurokrise der Jahre 2011 und 2012, die Jahre der Finanzkrise 2008 bis 2009 und die Jahre nach dem Platzen der »New Economy«-Blase um die Jahrtausendwende.

Für Deutschland hat sich der ifo-Index für Februar nochmals abgeschwächt. Das sechste Mal in Folge. Die Erwartungskomponente fiel auf den niedrigsten Stand der letzten sechs Jahre. In der Vergangenheit dauerten die Abwärtsbewegungen etwa 12 Monate. Da könnten also für die kommenden Monate durchaus weitere Abschwächungen zu erwarten sein.

Auch die Bundesbank traut der deutschen Wirtschaft nach der Flaute in der zweiten Jahreshälfte 2018 keine rasche Rückkehr zu kräftigem Wachstum zu. Die konjunkturelle

Grundtendenz bleibe voraussichtlich auch nach der Jahreswende verhalten, heißt es im neuen Monatsbericht. Es gebe aber keine Anzeichen dafür, dass die Verlangsamung des Wachstums in einen Abschwung übergehe. Zum einen lösten sich einige der belastenden Sonderfaktoren aus dem Sommer auf. Zum anderen sprächen die weiterhin sehr gute Arbeitsmarktlage und die kräftige Lohnentwicklung dafür, dass der private Verbrauch anziehe. Für den gesamten Euroraum hat die EU-Kommission dennoch ihre Prognose für das Wirtschaftswachstum auf 1,3% gesenkt. Im Herbst hatte sie noch ein Plus von 1,9% vorhergesagt.

Obwohl die globale Konjunktur noch (fast) auf Potential wächst, hat sie ihren Höhepunkt bereits deutlich überschritten. Positive Produktionslücken und engere Arbeitsmärkte in vielen Ländern sollten zu einem weiteren graduellen Anstieg der Kerninflation führen, wenngleich der starke Ölpreisverfall mit temporär schwächeren Gesamtinflationsszahlen einhergeht. Die Normalisierung der Geldpolitik dürfte anhalten, auch wenn die Notenbanken ihre Zinspolitik zunehmend stärker von der Datenlage abhängig machen.

Jüngste Äußerungen von US-Notenbankern lassen auf eine Verlangsamung des US-Zinserhöhungszyklus schließen, denn im Zuge des nachlassenden zyklischen Momentums der Vielzahl (geo-)politischer Risiken und einer gestiegenen mittelfristigen Rezessionswahrscheinlichkeit haben die Abwärtsrisiken zugenommen. Im Dezember hat die US-Notenbank Fed zwar ihren Leitzins noch auf 2,5% angehoben. Wir erwarten zudem noch einen Zinsschritt im Juni. Sie verfügt damit schon wieder über etwas mehr geldpolitischen Spielraum für eine Zeit, in der sich das Wachstum in den USA stärker abkühlen sollte. Das ist unseres Erachtens spätestens im nächsten Jahr der Fall. Unsere Erwartung von drei Zinssenkungen im kommenden Jahr bleibt unverändert. Dagegen ist die EZB noch bei Null. Von dort wird sie vermutlich in den nächsten Jahren auch kaum wegkommen. Das Zeitfenster für eine wenn auch langsame Normalisierung über einen Anstieg der Leitzinsen hat sich wohl geschlossen. Mit Blick auf die derzeitige Konjunkturschwäche stellte die EZB sogar wieder neue langfristige Refinanzierungsgeschäfte für die Banken in Aussicht.

Wir erwarten, dass die 10J-Treasury-Renditen noch einmal geringfügig auf ca. 2,8% ansteigen (das zyklische Renditehoch liegt bereits hinter uns), gefolgt von einem Rückgang

bis auf 2,5% Ende 2019. Die 10J-Bund-Renditen überschreiten wohl kaum die Marke von 0,5% und beenden 2019 vermutlich bei 0,35%. Damit müssen sich Anleger darauf einstellen, dass real positive Renditen bei Sparbüchern oder deutschen Staatsanleihen noch lange ein Wunsch bleiben werden.

Damit liegt das Jahresziel der US-Staatsanleihen etwas unter den aktuellen Niveaus, was auf eine leicht inverse Zinsstrukturkurve hindeutet (die 2J-UST-Renditen liegen bei 2,60%). Genauso wie eine inverse US-Renditekurve – sie gilt gemeinhin als Vorbote bevorstehender Rezessionsphasen – unterstützen fallende 10J-Anleiherenditen die Aktienkurse nicht immer. Ebenso wenig sind auch steigende 10J-Anleiherenditen nicht zwangsläufig negativ für Aktien. Ob eine solche Situation belastet oder unterstützt, hängt im Wesentlichen vom Grund für den Anstieg oder Rückgang der Anleiherenditen ab. Im aktuellen Umfeld unterstützen fallende Renditen den US-Aktienmarkt in einer mittelfristigen Betrachtung nicht, weil der Rückgang in erster Linie auf der Erwartung eines schwächeren BIP-Wachstums und folglich der künftig niedrigeren Leitzinsen in den USA beruht. Solange die Anleiherenditen eine konjunkturelle Verlangsamung in den USA signalisieren, rechnen wir nicht mit einem neuerlichen, anhaltenden Aufwärtstrend der US-Aktienkurse.

Dafür spricht auch ein gedämpftes Gewinnumfeld. Die Finanzberichte und Prognosen von Unternehmen aus zyklischen Branchen implementieren, dass diese Firmen zunehmendem Gegenwind ausgesetzt sind, weil sich die Konjunkturabkühlung in China im globalen Geschäft niederschlägt. In besonderem Maße gilt dies für den Industriesektor, der weithin als Signalgeber für die weltweite Industriekonjunktur betrachtet wird, sowie für den US-Technologiesektor. Letzterer gehört zu den Branchen, auf die sich die Handelsspannungen zwischen den USA und China am negativsten auswirken. Etliche Vertreter wiesen schwache Umsätze aus und lieferten für das erste Quartal dieses Jahres enttäuschende Prognosen. Das untermauert unsere Erwartung, dass die Gewinne in diesem Jahr nicht stark wachsen werden und die Konsensschätzungen immer noch zu hoch sind.

Die Berichtssaison zum vierten Quartal 2018 fällt in Deutschland bislang sehr schlecht aus. Der Anteil der DAX-Unternehmen, die positiv überrascht haben, beschränkt

sich bislang auf 7,7%, während der Anteil der Firmen, die die Ergebniserwartungen der Marktteilnehmer verfehlt haben, auf nahezu 31% gestiegen ist. Die Bilanz ist auch im europäischen Vergleich enttäuschend. Von den Unternehmen des MSCI Europe, die bislang Zahlen vorgelegt haben, haben 38% positiv und 30% negativ überrascht. Unterdessen sinken die Erwartungen für das laufende Jahr. Die Konsensprognose für den aggregierten Gewinn der DAX-Unternehmen, zu Jahresbeginn noch bei 961, liegt nur noch bei 922 Indexpunkten.

Unternehmen wie Continental oder Henkel aus dem DAX, der Anlagenbauer Gea Group aus dem MDAX und der Autozulieferer Leoni aus dem SDAX haben Anleger bereits auf ein schwächeres Jahr eingestimmt. Die Folge waren teils zweistellige Kursverluste.

Die Analysten haben ihre Gewinnschätzungen für das laufende Jahr deutlich gesenkt. Vor drei Monaten rechneten sie für die Unternehmen im breiten Europa-Index Stoxx 600 noch mit einem Gewinnwachstum von 9,7% je Aktie. Jetzt sind es nur noch 7,6%. Im DAX erwarten die Banken zwar noch Gewinnsteigerungen von im Schnitt 10%. Aber auch hier waren die Analysten vor drei Monaten noch sehr viel optimistischer.

Das ändert die Bewertungen. Die auf der einen Seite gestiegenen Kurse und auf der anderen Seite sinkenden Gewinnerwartungen haben dazu geführt, dass die Aktienmärkte wieder deutlich teurer geworden sind. Der DAX wird inzwischen wieder mit dem 12,2-fachen seiner für das laufende Jahr erwarteten Gewinne bewertet und ist damit nicht mehr so günstig wie noch zur Jahreswende. Beim Stoxx 600 ist es ähnlich. In einem Umfeld, in dem die Frühindikatoren nach unten gehen, fallen in der Regel auch die Bewertungen. Damit ist von dieser Seite zunächst keine Unterstützung zu erwarten.

Wahrscheinlich ist, dass die Gewinnerwartungen noch weiter sinken dürften. Die Konsensschätzungen der Analysten orientieren sich an den Erwartungen der einzelnen Unternehmen. Dafür warten die Analysten oft die ersten Indikationen der Unternehmen ab. Bis sie dann entsprechend ihre Prognosen ändern, dauert es. Daher hinken sie der Realität oft hinterher. Schneller geht es mit der Anpassung der Gewinnprognosen, wenn Aktienstrategen von der gesamtwirtschaftlichen Lage her schätzen, wie

sich die Gewinne der Unternehmen entwickeln werden. Ausgehend von dieser Methode rechnen wir für die Unternehmen im Stoxx 600 mit einer Gewinnsteigerung von im Schnitt nur 4%.

Fazit für den Anleger: Der Ausverkauf an den Aktienmärkten Ende vorigen Jahres war stark von Sorgen getrieben, dass das Ende der Wachstumsphase erreicht ist. Wir erwarten, dass sich das Wachstum 2019 fortsetzen wird, allerdings abgeschwächt. Daher sind wir davon überzeugt, dass Anleger weiterhin investiert bleiben sollten. Sie sollten jedoch in allen Anlageklassen Wertpapiere auswählen, die qualitativ hochwertiger und liquider sind. Die Marktvolatilität dürfte hoch bleiben. Daher legen wir einen Schwerpunkt auf eine hochwertige, defensive und leicht untergewichtete Aktienallokation. Wir favorisieren Aktien aus Industrieländern gegenüber Schwellenländern und Large Caps gegenüber Small Caps. Auf der Sektorseite halten wir an unserem Fokus aus defensiven Sektoren nahe am Konsum wie Haushaltsgüter, Gesundheitswesen und Nahrungsmittel fest. Bei den Sektoren Automobile, Chemie und Industrie scheint weiter Vorsicht angebracht.

Wir glauben, dass Anleihen eine attraktive Möglichkeit zur Risikodiversifikation in Portfolios bieten. Aktuell bevorzugen wir eine Durationsposition im mittleren Bereich. Dabei geben wir der US-Duration gegenüber der Duration europäischer Anleihen den Vorzug.

Angesichts unserer spätzyklischen Betrachtungsweise erwarten wir, dass sich Unternehmensanleihen in diesem Jahr unterdurchschnittlich entwickeln. Bei Unternehmensanleihen bevorzugen wir Anleihen mit kürzeren Laufzeiten von qualitativ hochwertigen Emittenten, insbesondere in defensiven und nichtzyklischen Sektoren, was im Einklang mit unserem Fokus auf hohe Qualität steht.

Der gute Jahresauftakt ist also kein Zeichen für ein gutes Aktienjahr. Die Risiken an den Märkten sind nicht kleiner geworden. Anleger sollten sich nicht von der Zwischenerholung blenden lassen. Eine erneute Korrektur nach der Erholungsbewegung ist wahrscheinlich. Diese könnte bis an die Niveaus im Dezember heranreichen. Im Laufe des Jahres sollte allerdings der Markt die Abschwächung allmählich vernünftig eingepreist haben. Auf diesen Niveaus sollten die Chancen die Risiken dann wieder überwiegen.

www.hypovereinsbank.de/hvb/private-banking

Nicht nur Bares ist Wahres

Von Manfred Gburek

In der Finanzsprache gibt es einen Begriff, der so unterschiedlich verwendet wird, dass er hier der Klärung bedarf: Liquidität. Darunter versteht man zum Ersten Geld, sei es auf einem Konto oder anderswo deponiert, etwa als Bargeld im Portmonee, im heimischen Safe oder unter der Matratze. Zum Zweiten umfasst der Liquiditätsbegriff die Zahlungsfähigkeit, also jederzeit in der Lage zu sein, Rechnungen zu begleichen oder sonstige Schulden abzutragen. Und zum Dritten bezeichnet man als Liquidität die Liquidierbarkeit, das heißt, die Möglichkeit, etwas zu Geld machen zu können (zu liquidieren). Vor allem bezüglich der an zweiter Stelle genannten Liquidität handelt es sich um eine absolut notwendige Bedingung.

Über die hier genannten klassischen Liquiditätsbegriffe hinaus spricht man auch bei der Geldpolitik der Zentralbanken von Liquidität, und zwar im Sinn von Geldmenge. Aktien, Anleihen und sonstige Wertpapiere werden als liquide bezeichnet, wenn genug von ihnen ausgegeben sind und entsprechend viel an Börsen gehandelt werden. Schließlich beschäftigen sich auch Finanzvorstände und Aktienanalysten auf ihre Weise mit der Liquidität: Indem sie ihr eine je nach Liquiditätsgrad hohe oder niedrige Kennzahl zuordnen. Bei der privaten Finanzplanung sollte die Liquidität im eingangs genannten dreifachen Sinn eine zentrale Rolle spielen, und zwar dauerhaft.

Bargeld, oft auch Cash genannt, spielt zu gewissen Zeiten eine Sonderrolle. Es im heimischen Safe oder an einem anderen vermeintlich sicheren Ort zu lagern, ist das sinnvoll? Unter Umständen ja, zum Beispiel in begrenztem Umfang für den Fall, dass man keine EC- oder Kreditkarte bei sich hat, etwas kaufen will, bevor es zu teuer wird, und die Bank gerade geschlossen ist. Oder wenn die Hausbank als Opfer einer Finanzkrise wochenlang nur geringe Beträge aus Geldautomaten ausspucken lässt und im schlimmsten Fall keinen Cent herausrückt – Griechenland und Zypern lassen aus der Zeit vor der Eurokrise grüßen. Seit Jahren sinkt die Zahl der Bankschließfächer; Ursache ist in erster Linie wohl das zunehmende Sterben von Bank- und Sparkassenfilialen, die sich nicht mehr rentieren.

Das Thema Bargeld wird seit geraumer Zeit besonders heiß diskutiert. Im Mittelpunkt: die – speziell in Deutschland weit verbreitete – Furcht vor der Bargeldabschaffung. Deren Befürworter sprechen oft mit gespaltener Zunge, um einen Begriff von Karl May zu verwenden: Sie behaupten beispielsweise, wegen des Bargelds werde die Terrorismusbekämpfung erschwert, mit Bargeld würden Keime an den Händen übertragen. Elektronisch zu zahlen, sei viel sicherer, es käme zu weniger Diebstählen und Einbrüchen. Mit EC- und Kreditkarten oder seit geraumer mit Smartphones lasse sich das alles vermeiden.

Die gespaltene Zunge rührt daher, dass die Bargeldgegner gern so manches Argument unter den Tisch fallen lassen: Etwa dass die Bargeldabschaffung den Banken, Sparkassen, Kreditkarten- und Softwarekonzernen große finanzielle Vorteile bescheren würde. Oder dass der Staat es dank Bargeldabschaffung leicht hätte, uns alle zu überwachen. Etwas Bargeld in einem sicheren Safe oder an anderer sicherer Stelle zu horten, empfiehlt sich allemal. Am besten nicht nur in Euro, sondern auch in anderen gängigen Währungen, wie Schweizer Franken und US-Dollar – sowie in international gängigen Goldmünzen, zum Beispiel Krügererrand, Maple Leaf, Wiener Philharmoniker, Känguru und American Eagle.

Geht es um die Geldanlage, unterscheidet man zwischen Geld- und Sachwerten. Zu Ersteren gehören Giro-, Tages- und Festgeldkonten, Sparbücher und -briefe, Bundesanleihen, Geldmarkt- und Rentenfonds, Kapitallebens- und private Rentenversicherungen. Einige von ihnen, etwa Tagesgeldkonten und Bundesanleihen mit kurzen Restlaufzeiten, eignen sich in Zeiten mit moderater Inflation als Reservepolster. Zieht die Inflationsrate an, sollte man sich von den meisten Geldwerten trennen, als liquide Reserve primär etwas Tagesgeld vorhalten und Sachwerte bevorzugen. Dazu gehören im Wesentlichen Immobilien, Gold und Aktien, Letztere allerdings unter dem Vorbehalt, dass das Geschäftsmodell der betreffenden Unternehmen krisenfest ist und dass ihre Aktienkurse nicht ins Bodenlose sinken.

Die Laufzeiten der Geldwerte erstrecken sich von einem Tag bis zu mehreren Jahrzehnten. Faustregel: Steigt die Inflationsrate, sind Kurzläufer die bessere Wahl, von denen es unter den Bundesanleihen recht viele gibt. Fällt die Inflationsrate dagegen, schneiden Langläufer besser

ab. Diese waren über dreieinhalb Jahrzehnte begehrt, jetzt sind sie weniger gefragt. Ihre weitere Entwicklung hängt in erster Linie von der Geldpolitik der Notenbanken ab, im Euroraum speziell von der EZB.

Anleihen passen sich über ihre Kurse dem allgemeinen Zinsniveau an, während ihre Nominalzinsen in der Regel einen von vornherein festgelegten Zinssatz haben. Ein Spezialfall sind Zerobonds, auch Nullkupon-Anleihen genannt. Sie basieren auf dem Versprechen des Emittenten auf Rückzahlung zum Nominalwert. Ein weiterer Spezialfall sind inflationsindexierte Anleihen, von denen auch der Bund einige ausgegeben hat. Ihre Funktionsweise ist kompliziert, deshalb hier nur dieser Hinweis: Solche Bundesanleihen gibt es derzeit mit verschiedenen Restlaufzeiten, die sich von 2020 bis 2046 erstrecken. Je länger sie laufen, desto stärker schwanken ihre Kurse. Wer mit inflationsindexierten Anleihen spekuliert, sollte sich über den folgenden Zusammenhang im Klaren sein: Die Inflationsrate muss eine bestimmte Höhe erreichen, damit sich diese Anleihen im Vergleich zu den gängigen Anleihen ohne Inflationsindexierung rechnen. Dann spricht man von der Break-even-Inflationsrate.

Ein Begriff, der uns in den kommenden Jahren wegen der anziehenden Inflation immer häufiger begegnen wird,

heißt Realzins. Darunter versteht man das, was vom Zins- oder sonstigen Ertrag übrig bleibt, wenn die Inflationsrate mit dem Nominalzins verrechnet wird. In Zeiten hoher Inflationsraten ist der Realzins negativ. Da uns diese Entwicklung droht, sollten Sie sich darauf einstellen, indem Sie Langläufer meiden und stattdessen lieber auf Kurzläufer oder gleich auf Tagesgeldkonten setzen.

Zum Schluss dieses Kapitels noch einige kritische Anmerkungen zu Zertifikaten einschließlich Aktienanleihen. Hierbei handelt es sich um komplex konstruierte, mit allerlei Kosten durchsetzte Inhaberschuldverschreibungen, die im Fall der Pleite eines Emittenten wertlos werden. Ihre Popularität ist nur vordergründig gerechtfertigt: Die Konstruktion kann zwar an alle Börsentrends angepasst werden, aber niemand vermag Börsentrends genau vorherzusagen. Alles in allem: Eine Spielwiese für Profis, von der Anlagelaien sich lieber fernhalten sollten. □

Kapitel 8 aus dem Buch:
»Reich werden ist keine Schande!.«
Kindle Edition: www.amazon.de
ePUB: www.epubli.de



Briefmarken können helfen ...

Bitte schicken Sie uns Ihre Briefmarken.
 Sie schaffen damit sinnvolle Arbeit
 für behinderte Menschen.

Briefmarkenstelle Bethel · Quellenhofweg 25 · 33617 Bielefeld
www.briefmarken-fuer-bethel.de

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 Haftungsbiligo.

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.