



## Analytische und emotionale Vermögenskompetenz schlägt Verkaufstalent

- In der Vermögensverwaltung sind in turbulenten Zeiten andere Skills gefragt
- Elite Report rät Vermögenden zur bewährten Weisheit: »Vertrauen ist gut, Kontrolle ist besser«
- Die Elite der Vermögensverwalter 2023 umfasst 53 empfehlenswerte Institute in Deutschland (42), Österreich (7), der Schweiz (3) und Liechtenstein (1)

In turbulenten Zeiten volatiler Finanzmärkte sind in der Vermögensberatung und -verwaltung bei den Privatanlegern andere Qualifikationen gefragt. Wie die aktuellen Recherchen für den »Elite Report 2023« ergaben, steht bei Vermögenden die Kombination von analytischer und emotionaler Vermögenskompetenz auf der Beratungsseite hoch im Kurs. Damit konnten vergleichsweise moderate Wertverluste erzielt werden, was sich bei den meisten Anlegern als wesentliche, vertrauensbildende Komponente erwies. »Verkaufstalent ist momentan nicht gefragt, vielmehr wünschen sich besonders ältere vermögende Privatanleger Berater mit »vermögenswirksamer Intelligenz« und einem Gespür für die Sorgen ihrer Kunden«, erklärt Elite Report-Chefredakteur Hans-Kaspar von Schönfels. In diesen Zeiten sei es eben notwendig, bei den eigenen Vermögenswerten genauer hinzuschauen und die Lebensweisheit »Vertrauen ist gut, Kontrolle ist besser« zu beherzigen. >>

### Vermögenswirksame Intelligenz gesucht

Minus, viel Minus oder Vermögenserhalt trotz Krisen:  
Gute Vermögensverwalter schützen ihre Kunden  
und betreuen sie umfassend.

Stückpreis: 39,80 Euro (inklusive Porto, Verpackung  
und Mehrwertsteuer, Auslandsporto wird extra berechnet)

Handelsblatt-Abonnenten erhalten 10 Euro Rabatt

Bestellung bitte an: [bestellung@elitereport.de](mailto:bestellung@elitereport.de)



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

Rund 150 Reportings hat der Elite Report-Gutachter, der öffentlich bestellte und vereidigte Sachverständige für Wertpapieranlagen, Reinhard Vennekold akribisch geprüft. In dieser Marktlage empfiehlt er Vermögenden, sich die gesetzlich vorgeschriebenen Reportings genauer anzuschauen. So könnten Probleme in der Performance, im Risiko, in der Asset Allokation oder in der Kostenstruktur beispielsweise durch die gewählte Benchmark frühzeitig erkannt werden.

#### Der Elite Report für 2023 erscheint im 20. Jahrgang

Insgesamt wurden dieses Mal 53 Vermögensverwalter als »empfehlenswert« eingestuft. Von anfänglich 366 Anbietern blieben nach einer ersten und zweiten Analyse noch 158 übrig. Nach Durchführung weiterer Prüfschritte wie der Beantwortung eines umfangreichen Fragebogens und diversen Leumundsbefragungen sowie dem Bilanzcheck reduzierte sich die Zahl auf 82. Die anschließende Auswertung von Beratungsberichten privater Anleger und Nachrecherchen bei Kapitalanlage-Fachanwälten ließ die Zahl

der Auszuzeichnenden noch einmal auf insgesamt 53 Anbieter zurückgehen.

#### Top Ten mit vielen großen Namen

Von den 53 empfehlenswerten Häusern sind 42 deutsche Adressen, sieben haben ihren Sitz in Österreich, drei in der Schweiz sowie eines im Fürstentum Liechtenstein. Die zehn besten Vermögensverwalter sind in diesem Jahr die Deutsche Oppenheim Family Office AG (D), die Frankfurter Bankgesellschaft (D/CH), die Fürst Fugger Privatbank AG (D), die Hamburger Sparkasse (D), Huber, Reuss & Kollegen (D), die LGT Bank (FL/CH), die Nord LB (D), Pictet & Cie Europe S.A. (D/CH), die Schoellerbank (A) sowie Werther und Ernst (D).

*Der Report »Die Elite der Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum 2023« wird in Kooperation mit dem Handelsblatt herausgegeben. Der Elite Report ist für 39,80 Euro inklusive Mehrwertsteuer und Versand erhältlich. Handelsblatt-Abonnenten erhalten zehn Euro Rabatt.* □

ANZEIGE

Spezialisierungslehrgang

### Zertifizierter Family Officer

Ihr Können  
kann sich sehen  
lassen.

ZERTIFIZIERTER  
FAMILY OFFICER  
FVF

[www.fachseminare-von-fuerstenberg.de/family-officer](http://www.fachseminare-von-fuerstenberg.de/family-officer)



Fachseminare  
von Fürstenberg

## Vermögensverwaltung braucht Qualitäts- standards.

Nutzen Sie unseren zertifizierten Abschluss für Ihren Wettbewerbsvorteil.

#### ► Überzeugen Sie durch

- nachgewiesene Qualitätsstandards
- mehr Transparenz im Qualifikationsprofil
- die Vermittlung von Sicherheit und Vertrauen
- eine aussagekräftige Orientierungshilfe

#### ► Profitieren Sie von

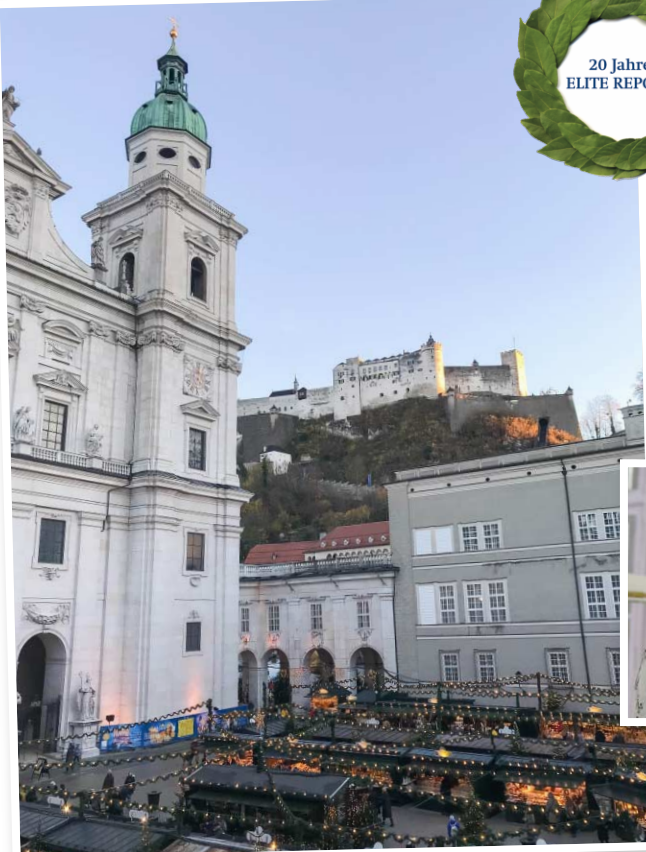
- dem einzigartigen Spezialisierungslehrgang „Family Office“ mit zertifiziertem Abschluss
- interdisziplinärer Wissensvermittlung
- renommierten Referenten





## Auszeichnung im Rittersaal der Salzburger Residenz

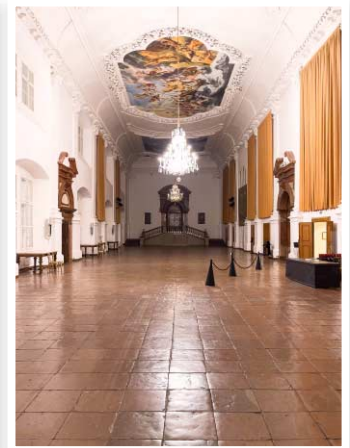
*Beratung steht hoch im Kurs, Verkaufstalent ist weniger gefragt. Qualitätsbewusste Kunden wünschen vor allem vermögenswirksame Intelligenz. In Salzburg wurden die Besten der Besten der Vermögensverwalter ausgezeichnet. Von den 53 empfehlenswerten sind 42 deutsche Adressen, sieben österreichische, drei aus der Schweiz und eines aus dem Fürstentum Liechtenstein. Außerdem wurden 25 Family Offices für ihre Leistung gewürdigt.*



Blick auf den Weihnachtsmarkt in der Salzburger Residenz



*Dr. Brigitta Pallauf, Präsidentin des Salzburger Landtages, begrüßte die Teilnehmerinnen und Teilnehmer im Rittersaal der Salzburger Residenz. Elite Report-Gutachter Reinhard Vennekold lobte die Elite der Vermögensverwalter für ihr Agieren in allen Krisen der letzten Zeit und Hans-Jürgen Jakobs, Senior Editor des Handelsblatts, würdigte den gesunden Wettbewerb in der Branche und streifte somit sein neues Buch »Monopole im 21. Jahrhundert«.* (Bildzeilen immer v.l.n.r.; Fotos: Daniel Schvarcz, Falk v. S.)



*Das Streichquartett der Philharmonie Salzburg begleitete das Treffen im Konferenzzimmer der Salzburger Residenz. Als Sechsjähriger gab Mozart in diesem Raum sein erstes Hofkonzert und viele seiner Werke, wie beispielsweise das Violinkonzert in A- Dur (KV219), wurden hier uraufgeführt.* (v.l.n.r.) 1. Violine: Jelica Injac 2. Violine: Jiachen Zhang Bratsche: Celia Libertad Eliaz Mijares Cello: Matheus de Souza Carmo Posso; von der Garderobe ging es erst durch den Carabiniersaal, um dann den Rittersaal zu betreten.





*Dr. Hans-Walter Peters, Präsident des Bundesverbandes deutscher Banken a.D. und Verwaltungsratsvorsitzender und Gesellschafter der Berenberg Bank, würdigte das 20-jährige Jubiläum*



*Hans-Kaspar v. Schönfels, Elite Report, Klaus Gebhardt, NORD/LB*



*Willi Ernst, Mark Riechmann, Gabriele Bracht-Johanning, Axel Melber, Werther und Ernst Vermögensverwalter GmbH*



*Michael Steger, Christoph Müller, Pictet & Cie (Europe) S.A.*



*Josef Lohninger, Claudia Kriechbaum, Alexander Trost, Helmut Siegler, Burgi Vrba, Marcus Hirschvogel, Schoellerbank AG*



*Johanna Cirrincione, Udo Kröger, Fabrice Zwygart, Frankfurter Bankgesellschaft*



*Friedrich Huber, Christian Fischl, Huber, Reuss & Kollegen*



*Frank Brockmann, Annemarie Schlüter, Frank Krause, Hamburger Sparkasse*



*Roland Schubert, Steffen Schwesig, LGT Bank*



*Jens Jörres, Frank Weigang, Katharina Herkenrath, Dr. Gregor Broschinski, Sparkasse Düren*



Heinz Mayer, Hubert Seiwald, Anita Barth, Ernst Huber, Christian Jauk, Claudia Mitterlechner, Gregor Lienbacher, Friedrich Helmreich, Schelhammer Capital Bank, mit Hans-Kaspar v. Schönfels, Elite Report (2.v.l.)



Uwe Fischer, Dr. Martin Fritz, Fürst Fugger Privatbank, mit Landtagspräsidentin Dr. Brigitta Pallauf



Oliver Leipholz, Deutsche Oppenheim Family Office, Landtagspräsidentin Dr. Brigitta Pallauf



Hans-Kaspar v. Schönfels, Elite Report, Klaus Hager, Dr. Christoph Leinberger, Peter Illmer, Manfred Quehenberger, Raiffeisenverband Salzburg, mit Dr. Brigitta Pallauf, Hans-Jürgen Jakobs, Handelsblatt (2.v.r)



Klaus Siegers, Robert Heiduck, Weberbank Actiengesellschaft, Berlin



Mathias Semar, DZ PRIVATBANK S.A. – WerteSchmiede, mit Hans-Kaspar v. Schönfels, Arasch Charifi, DZ Privatbank S.A.



Dr. Philip Gisdakis, Thomas Friedrich, HypoVereinsbank



Thorsten Schrieber, Christian Janas, DJE Kapital AG, mit Dr. Brigitta Pallauf und Hans-Jürgen Jakobs



Thomas Knapp, Marco Herrmann, FIDUKA Depotverwaltung



Daniel Eder, Oberbank AG, Georg Frischmann, Hypo Tirol Bank



Thomas Buckard, Malte Jungmann, Michael Pintarelli Finanzdienstleistungen



Günther Faltermeier, Burkhard Wagner, PARTNERS Vermögensverwaltung



Armin Glogger, Claudia Glogger, Glogger & Partner Vermögensverwaltung, Falk v. Schönfels, Elite Report



*Frank Endres, Carolin Schulze Palstring,  
Metzler Private Banking*



*Mario Drotschmann, Benjamin Betz, Value Experts Vermögensverwaltungs AG,  
Benedikt Baron, Salm-Salm & Partner*



*Thomas Portig, Sand und Schott GmbH,  
mit Dr. Brigitta Pallauf*



*Klaus Naeve, Dr. Hans-Walter Peters, Berenberg, mit Dr. Brigitta Pallauf  
und Hans-Jürgen Jakobs*



*Hans-Kaspar v. Schönfels und Rainer Gigl,  
LUNIS Vermögensverwaltung*



*Roger Arnet, Konstantinos Ntefeloudis,  
Maerki Baumann & Co. AG*



*Markus Steimer, Dominik Winter,  
MERKUR PRIVATBANK*



*Wolfgang Köbler, Josef Leibacher,  
KSW Vermögensverwaltung*



*Stefan Schmitt, Hypo Vorarlberg, Robert Hager und Alexandra Nageler,  
Bankhaus Carl Spängler, mit Hans-Kaspar v. Schönfels*



*Thomas Kleffmann, Oliver Plaack,  
Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank*



*Dr. Peter Raskin, Maximilian Hefe, Bergos AG, mit Dr. Brigitta Pallauf  
und Hans-Jürgen Jakobs*



*Stefan Meine, Jürgen Müller,  
Bethmann Bank*



*Erich Ortner, Robert Malterer,  
DAS WERTHAUS Vermögensverwaltung*



*Stephan Isenberg,  
ODDO BHF SE*



*Anton Vetter, Tobias Müller,  
BV & P Vermögen AG*



*Jochen Lenz, Thomas Stransky,  
Südwestbank – BAWAG AG*



Thomas Brehmer, Dr. Conrad v. Sydow,  
BREHMER & CIE. Family Office



Thomas Keller, Dirk Scherz,  
Spiekermann & CO AG



Werner Hedrich,  
Globalance Invest GmbH



Hans-Kaspar v. Schönfels und  
Dr. Gerd Kommer, Gerd Kommer Invest



Hubert Thaler,  
Top Vermögen AG



Thomas Bächer, MAIESTAS Vermögensmanagement,  
mit Dr. Brigitta Pallauf und Hans-Jürgen Jakobs



Boris Niekammer, Marc Nilles, Family Office der Frankfurter Bankgesellschaft AG, mit  
Dr. Brigitta Pallauf und Hans-Jürgen Jakobs (2.v.r.)



Alexander Ruis,  
SK Family Office GmbH



Klaus Kuder,  
Kuder Familypartner GmbH



Nils Pätzold,  
Metis Treuhand GmbH



Thomas A. Zenner,  
Family Office 360grad AG



Evelyn und Wolfgang Schweißgut, Schweißgut GmbH – Family Office,  
mit Dr. Brigitta Pallauf und Hans-Jürgen Jakobs



Ira und Falk v. Schönfels,  
Elite Report Redaktion



Nach der Auszeichnung ließ die Elite der Vermögensverwalter und Family Offices  
den Abend im Konferenzzimmer der Salzburger Residenz ausklingen



Re v. Schönfels und Elite Report-Verleger  
Professor h.c. Eduard Kastner

## Schenkungen immer dem Finanzamt anzeigen

Von Jürgen E. Leske

Es sah nach einer lässlichen Sünde aus – tatsächlich war es ein teurer Spaß. Noch auf dem Sterbebett, drei Tage vor ihrem Tod, verschenkte die Ehefrau ihrem Mann Vermögen, welches über der Freibetragsgrenze lag (der Freibetrag für Ehegatten beträgt 500.000 Euro). Der Ehemann war der einzige Erbe. Und nun unterließ er zweierlei zu tun: Zunächst zeigte er diese Schenkung dem Finanzamt nicht an. Auch gegenüber dem Nachlassgericht verhält er sich nicht so, wie er es hätte tun müssen: Er machte dort unvollständige Angaben. Das Nachlassgericht tat, was es tun musste: Es teilte dem Finanzamt den Erbfall so mit, wie er dort bekannt war. Da der Erbfall ja offensichtlich unterhalb des Freibetrages war, behandelte das Finanzamt ihn als nicht erbschaftsteuerpflichtig. Und also forderte es den Erben auch nicht auf, eine Erbschaftsteuererklärung abzugeben. Tatsächlich aber hätte man die Schenkung und das Vermögen aus dem Erbfall zusammenrechnen müssen und die Vorgänge insgesamt der Steuer unterwerfen müssen.

Es gingen sieben Jahre ins Land, bis der Ehemann endlich die Schenkung dem Finanzamt meldete. Nun erließ dieses einen geschätzten Erbschaftsteuerbescheid und berücksichtigte nun auch die Vorschenkung und forderte schließlich den Erben auf, eine entsprechende Erbschaftsteuererklärung abzugeben. Da meldete sich der Ehemann mit dem Einwurf, inzwischen sei Festsetzungsverjährung für diesen Erbfall eingetreten. Man stritt sich, bis der Erbe vor das

Finanzgericht zog. Dieses stellte fest, dass hinsichtlich des Erbschaftsteuerbescheids die Feststellungsfrist noch nicht abgelaufen sei. Denn der Ehemann habe die Erbschaftsteuer durch Unterlassen der Anzeige der Vorschenkung zweimal hinterzogen: einmal bei der Schenkung selbst und einmal im Erbfall. Was die Festsetzung der Erbschaftsteuer anbelangt, so beträgt die Frist dafür zehn Jahre statt wie sonst vier Jahre, und zwar, weil hier eine Steuerhinterziehung vorliegt. Und für die Schenkung ist die Verjährung überhaupt noch nicht angelaufen, denn das Finanzamt wusste von dieser Schenkung noch gar nichts.

Das Urteil des Finanzgerichts ist noch nicht rechtskräftig. Man muss also abwarten, was der Bundesfinanzhof dazu sagt. Aber Folgendes sollte sich jeder gesagt sein lassen, auf den eine Schenkung zukommt: Jede Schenkung – noch einmal: jede Schenkung! – sollte dem Finanzamt mitgeteilt werden. Andernfalls ist nicht absehbar, ob sich der Betreffende eines Tages gefallen lassen muss, als Steuerhinterzieher verfolgt zu werden, zumal im Raum stehen könnte, dass eine Verjährungsfrist nie endet.

Ein Gespräch mit dem steuerlichen Berater ist nützlich. Aber nicht irgendwann, sondern innerhalb von drei Monaten, gerechnet ab der Schenkung. Wer sich später beraten lässt, dem wird man das unangenehme Wort »Selbstanzeige« entgegenhalten. Selbstanzeigen sind immer hochgefährlich und gelingen sehr häufig nicht.

(FG Nürnberg, Urteil v. 14.10.2021. Az.: 4 K 1444/18; beim BFH anhängig unter Az.: II R 39/21; mitgeteilt durch PSP-Newsletter) □

# EXA

## Energie

Für Firmen gemacht



» Optimieren Sie mit uns Ihre Strom- und Gas-Beschaffung«

[www.exa-energie.de](http://www.exa-energie.de)



360°





ANZEIGE



## Jahresausblick der FIDUKA

Von Marco Herrmann

*2023 ist ein Jahr mit vielen Fragen und Unbekannten. Wie geht es im Ukraine-Krieg weiter? Wird China seine Null-Covid-Strategie mit immer wiederkehrenden Lockdowns beenden? Kühlt der Taiwan-Konflikt wieder ab? Aber auch banale Dinge wie das Wetter in diesem und im nächsten Winter können erheblichen Einfluss auf das wirtschaftliche Geschehen in Europa haben. Doch Krisen bieten immer auch Chancen für Neues und für Marktberichtigungen.*

### Unsere Annahmen:

1. Die konjunkturellen Warnlampen, wie z. B. die Stimmungsindikatoren der Wirtschaft, leuchten rot. Zwar sind die Auftragsbücher der Industrie noch gut gefüllt, neue Aufträge sind jedoch in vielen Schlüsselbranchen Mangelware und die Konsumenten leiden unter der hohen Inflation. Für Europa erwarten wir im ersten Halbjahr eine leichte Rezession mit einer anschließend langsamen Erholung. Europa leidet insbesondere unter einer teuren Energieversorgung und immer stärker unter Arbeitskräftemangel. Die USA dürften erneut etwas besser abschneiden. Mehr als 0,5% Wirtschaftswachstum 2023 sind voraussichtlich aber nicht drin. Die Wirtschaft der Eurozone dürfte maximal stagnieren. Im Gegensatz zu früheren Rezessionen sollte es keinen deutlichen Anstieg der Arbeitslosigkeit geben.

2. In den USA hat die Inflation ihr Hoch bereits im Sommer 2022 gesehen, in Deutschland ist erst Anfang 2023 damit zu rechnen. Auch wenn dann im Jahresverlauf die Teuerungsraten sukzessive fallen, bleibt die Inflation hartnäckig. In zwölf Monaten dürfte die Inflation noch bei 4% bis 5% liegen – das 2%-Ziel der Notenbanken bleibt in weiter Ferne. Zweitrundeneffekte sind klar erkennbar und die Preise steigen auf breiter Front. Und aufgrund des engen Arbeitsmarktes beginnt sich die Lohn-/Preisspirale bereits zu drehen.

3. Der Kampf der Notenbanken gegen die Inflation ist noch nicht abgeschlossen. In den USA dürfte der Leitzins in zwei weiteren Schritten auf mindestens 5% ansteigen. Die EZB hat aufgrund ihrer sehr späten Zinswende noch geldpolitischen Nachholbedarf, befindet sich aber in einer schwierigen Situation, denn zu starke Zinserhöhungen könnten das Eurogefüge destabilisieren. Dennoch sollte der Leitzins im Euroraum auf über 3% steigen.

4. Die Zinswende nach 40 Jahren rückläufiger Renditen kam mit Doppel-Wumms. Quasi über Nacht bieten Anleihen wieder Renditen wie seit 10 Jahren nicht mehr. Nullzinsen gehören endlich der Vergangenheit an. Im Gegensatz zu den USA sehen wir im Euroraum noch leichtes Steigerungspotential bei den Renditen. 10-jährige Bundesanleihen könnten auf 2,5% Rendite klettern, US-Pendants sollten auf dem jetzigen Niveau verharren.



Marco Herrmann,  
Chief Investment Officer und  
geschäftsführender Gesellschafter  
der FIDUKA-Depotverwaltung GmbH  
[www.fiduka.com](http://www.fiduka.com)

5. Der US-Dollar verlässt die Einbahnstraße und dürfte sich leicht gegenüber dem Euro abschwächen, da der Zinsvorsprung der USA schrumpft. Für eine nachhaltige Trendwende fehlt es dem Euro jedoch an politischer Stabilität und Energiesicherheit. Wir rechnen mit einer breiten Seitwärtsbewegung des US-Dollar zwischen 0,95 bis 1,15 und am Jahresende mit 1,10 zum Euro.

6. Den Unternehmen bläst von der schwächeren Konjunktur und den sprunghaft gestiegenen Kosten ordentlich Wind entgegen. Für 2023 rechnen wir mit einem Rückgang der Unternehmensgewinne zwischen 5% und 10% (USA & Europa). Der Marktkonsens geht zurzeit noch von leichten Steigerungen aus. Das dürfte zu Enttäuschungen führen. Über die nächsten Jahre sollte jedoch die hohe Inflation die Gewinne über höhere Umsätze (nominal) anschieben, wenn es den Unternehmen gelingt, ihre Margen zu stabilisieren. Nehmen die Unsicherheiten im Jahresverlauf ab, sehen wir den fairen Wert des STOXX 600 auf 12-Monatssicht bei rund 500 Punkten (KGV von 14 bezogen auf Gewinnerwartung für 2024). Die vergleichsweise hohen US-Zinsen dürften dem S&P 500 nur wenig Spielraum nach oben geben.

Das neue Jahr hält große Herausforderungen bereit. Es ist zwar bereits viel Negatives passiert und an den Finanzmärkten eingepreist, doch ist 2023 nicht nur mit ausschließlich positiven Überraschungen zu rechnen. Unseres Erachtens geht der Markt zu sorglos mit den Rezessionsgefahren um. Deshalb dürfte die Volatilität an den Aktienmärkten ähnlich hoch wie im Vorjahr bleiben. Mit einer durch-

dachten Depotstruktur und einer breiten Diversifikation innerhalb der einzelnen Anlageklassen ist man als Anleger jedoch gut gerüstet. Für langfristige Anlagen sind für uns Aktien unverändert die erste Wahl. Nur mit Sachanlagen besteht eine realistische Chance, langfristig Vermögen kaufkraftbereinigt zu erhalten und zu mehren. Da auf Indexebene die Bäume nicht in den Himmel wachsen werden, legen wir bei Aktienanlagen den Schwerpunkt weiterhin auf ausgesuchte Qualitätsunternehmen mit einem robusten Geschäftsmodell, einer soliden Bilanz und vor allem mit Preisüberwälzungsmacht. Das sind meist Titel aus den Sektoren Gesundheit und Basiskonsum. Diese Kriterien treffen auch auf viele Technologiewerte zu, die mittlerweile auf sehr attraktive Niveaus gefallen sind. Da wir zunächst mit einer spürbaren Abkühlung der Weltwirtschaft rechnen und die Konsumlaune momentan aufgrund der hohen Lebenshaltungskosten historisch schlecht ist, lohnen sich Investments in zyklische und konsumnahe Werte aus unserer Sicht nur in speziellen Fällen. Ab dem Frühling/Sommer könnten diese Sektoren aber durchaus ihren Boden gefunden haben und dann attraktive Einstiegsgemeinschaften bieten. Vorsichtig bleiben wir auch bei europäischen Banken.

Bevorzugte Regionen sind die USA und Europa. Auf dem Papier bieten zwar europäische Aktien aufgrund ihres deutlichen Bewertungsabschlags die besten Chancen. Doch das bedingt eine uneingeschränkte Energieversorgung über den Winter und ein Abklingen der Kriegshandlungen in der Ukraine. In volatilere Zeiten halten sich dagegen US-Aktien meist stabiler. Die Aktien der Schwellenländer könnten von einem schwächeren US-Dollar profitieren. Doch solan-

ge das Index-Schwergewicht China an der Null-Covid-Politik festhält, dürfte es dem Index als Ganzem nicht gelingen, einen nachhaltigen Aufwärtstrend zu etablieren. Erstmals seit vielen Jahren bieten Anleihen wieder durchaus interessante Renditen – selbst auch für kurze Anlagedauern von ein bis drei Jahren. Die inverse Zinsstrukturkurve, d. h., die Renditen für kürzere Laufzeiten liegen über denen für längere, macht dies möglich. Unternehmensanleihen im Euro-Raum mit einer guten Bonität werfen mittlerweile wieder zwischen 2% und 4% ab. Das Zinsänderungsrisiko, wie das Ausfallrisiko, ist in diesem Anlagesegment äußerst gering. Für einen realen Werterhalt sind diese Anlagen bei der derzeit hohen Inflation zwar nicht geeignet, aber sie bieten dem Anleger eine gewisse Planungssicherheit, die in einem solchen Umfeld nicht zu verachten ist. Für Anlagen in Anleihen mit langer Laufzeit würden wir auf ein höheres Zinsniveau warten. Zuletzt sind hier die Renditen vorschnell auf die Hoffnung einer weniger restriktiven Geldpolitik hingefallen. Solange die Zentralbanken den aktuellen Zinssteigerungszyklus nicht abgeschlossen haben, ist durchaus wieder mit steigenden Renditen und damit verbunden fallenden Kursen zu rechnen. Erst dann bietet sich eine Umschichtung in langlaufende, z. B. 10-jährige, Anleihen guter Emittenten an. Für Investitionen in Hochzinsanleihen ist es unserer Meinung nach in der Breite ebenfalls noch zu früh. Erfahrungsgemäß leidet dieses Segment in einer Rezession besonders stark und es kommt häufiger zu Zahlungsausfällen. Selektiv sind aber einzelne Anleihen mit kurzen und mittleren Laufzeiten interessant. Wer Angst vor einer Eurokrise hat, sollte seinen Dollaranteil hochhalten und kann Schweizer-Franken-Anleihen beimischen. □

### **Arbeitgeberfirma wirbt für sich auf dem Kennzeichen ihres Arbeitnehmers**

Tolle Idee: Der Arbeitgeber spendiert seinem Arbeitnehmer für seinen privaten PKW einen Halter für das polizeiliche Kennzeichen. Und auf diesem Kennzeichenhalter findet sich Werbung für die Firma, und die Firma zahlt ihm für diese Werbefläche eine Miete. Man schließt für einige Mitarbeiter einen solchen Mietvertrag über eine Werbefläche ab. Immerhin erhielt jeder Mitarbeiter jährlich 255 Euro dafür. Es kam, wie es kommen musste: Anlässlich einer Betriebsprüfung stellte das Finanzamt diese

Zahlungen fest und erklärte, dass sie der Lohnsteuer unterliegen würden. Das wollte sich der Arbeitgeber nicht gefallen lassen und zog vor das Finanzgericht, wo er unterlag. Und dann vor dem Bundesfinanzhof. Und das höchste deutsche Steuergericht erklärte diese Zahlungen tatsächlich als Arbeitslohn, was zur Folge hat, dass hier Lohnsteuer fällig ist. Es sagt: Ein Entgelt für Werbung des Arbeitgebers auf dem Kennzeichenhalter des privaten Pkw des Arbeitnehmers ist durch das Arbeitsverhältnis veranlasst und damit Arbeitslohn.

(BFH – Beschluss vom 21.6.2022, VI R. 20/20, veröffentlicht am 3.11.2022).

Von Jürgen E. Leske

## Bemerkungen zu den angehobenen Erbschaftsteuertarifen 2023

Dass sich die Erbschaftsteuertarife 2023 deftig erhöhen werden, das stand ja schon in jeder Zeitung. Bevor diese Frage aber endgültig gesetzgeberisch entschieden ist, sollten ein paar Gedanken festgehalten werden. In einem Interview mit dem »Spiegel« sagt ein Frankfurter Fachanwalt für Steuerrecht, dass der wichtigste Fall nach dieser Erhöhung steuerfrei bliebe. Er spielt darauf an, dass es bei Vererbung von Immobilien deshalb nicht alles so heiß gegessen werde, wie es gekocht wird, weil es ja im Falle der Übertragung von Familienheimen unter Ehegatten einen so hohen Freibetrag (von 500.000 Euro) gäbe. Hier sei also nicht wirklich etwas zu befürchten.

Zunächst einmal ist zu sagen, dass der interviewte Anwalt dann richtig läge, wenn man auch diesen Freibetrag höher setzen würde. Aber die Entwicklung der Immobilienwerte ist rasanter als die der Erhöhung der Freibeträge im Steuerrecht. Jedoch wird in der allgemeinen

Debatte ein weiterer Punkt geflissentlich übersehen: Viel gefährlicher wird sich die Vererbung von Mietshäusern innerhalb von Familien entwickeln. Während im Falle der Eigenheime die Erben die Erbschaftsbesteuerung vermeiden können, indem sie nach der Erbschaft in dem Haus wohnen und dort zehn Jahre bleiben, funktioniert dieser Mechanismus selbstverständlich nicht, wenn man ein ganzes Mietshaus erbt.

Nach den neuen Bewertungsregeln werden sehr viele Erben die Steuer erst bezahlen können, wenn sie die Immobilie entweder gleich verkaufen oder belasten. Beides kann nicht im Sinne der Gesellschaftspolitik sein. In München beispielsweise sind noch sehr viele Mietshäuser in Familienbesitz – etwa 80 Prozent. Wenn diese Familien im Erbfall dann gezwungen sein werden, die Immobilien zu verkaufen, dann werden bald Großinvestoren die Bestände in der Stadt aufgekauft haben und dann wird eine Stadt wie München zu deren Spielball. Es ist zu hoffen, dass der Gesetzgeber dem doch noch einen Riegel vorschiebt. *Von Jürgen E. Leske*

ANZEIGE

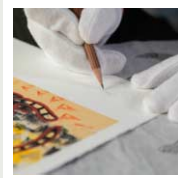


## Là ci darem la mano, 2021

Grafik von Falk von Schönfels

Vom gleichnamigen Duett von Wolfgang Amadeus Mozart aus dessen Drama giocoso »Don Giovanni« inspiriert, ist dem Künstler ein leuchtendes, aufmunterndes Werk gelungen.

Sichern Sie sich eines der 30 nummerierten und signierten Exemplare im Blattformat 48 x 33 cm für 670 Euro oder 58 x 42 cm mit Rahmen aus Nussbaumholz für 920 Euro, jeweils zzgl. Versandgebühr.



faz.net/selection, Info: (069) 75 91-10 10, Fax: (069) 75 91-80 82 52

F.A.Z. Selection steht für herausragende Qualität und anspruchsvolles Design – exklusiv für F.A.Z.-Leser gefertigt in deutschen Manufakturen und von renommierten Herstellern. Besuchen Sie unseren Online-Shop!

Frankfurter Allgemeine  
**SELECTION**

## »2023 dürfte ein besseres, aber kein einfacheres Jahr werden«

*Der Berenberg-Kapitalmarktausblick*

*Die Kapitalmarktexperten von Berenberg geben einen verhalten optimistischen Ausblick auf das neue Jahr. »Die Ausgangsbasis für Anleger in 2023 ist mit günstigeren Bewertungen, höheren Zinsen und dem noch immer weit verbreiteten Pessimismus deutlich besser als vor einem Jahr. Die Risikobereitschaft ist gering und die Kassenbestände sind hoch«, sagt Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie und Leiter Multi Asset im Wealth und Asset Management von Berenberg. Allerdings rechnet er auch damit, dass sich die globale Wirtschaft zunächst noch weiter abschwächt, bevor es wieder aufwärts geht.*

»Die globale Situation ist ungewöhnlich schwierig, um es milde auszudrücken. Aber all das ist keine Überraschung mehr«, fügt Berenberg-Chefvolkswirt Dr. Holger Schmieding hinzu. Viele Risiken seien bekannt und an den Finanzmärkten insbesondere außerhalb der USA eingepreist. Demgegenüber habe sich die Nachrichtenlage für die drei großen Volkswirtschaften der Welt – die USA, China und die Eurozone – zuletzt im Großen und Ganzen weniger negativ entwickelt als befürchtet. »Vor allem ist die Gefahr, dass die US-Notenbank die Zinsen deutlich über 5 % anheben könnte, zurückgegangen«, so Schmieding.

### **Fokus der Märkte wechselt von Inflation zu Wachstum**

»Das wirtschaftliche Umfeld, das unsere Volkswirte prognostizieren, erscheint für die Finanzmärkte in 2023 insgesamt besser als vielfach erwartet«, führt Meyer weiter aus. Insbesondere dürfte der Fokus der Märkte von der Inflation zum Wachstum wechseln. »Das birgt Chancen und Risiken gleichermaßen«, so der Chefanlagestrategie. Einerseits stünden die Chancen gut, dass die Wirtschaft in der Eurozone ihre Rezession bereits im Frühjahr wieder überwinden kann, andererseits dürften die Gewinnerwartungen bei den Unternehmen unter dem Strich zu optimistisch sein. »Bei zunehmendem Margendruck dürften die Gewinne kaum steigen«, erwartet Meyer.

Beim Blick auf die konjunkturelle Situation in der Eurozone ist »eine ernsthafte Rezession eingeläutet«, so Schmiedings Einschätzung. Aber er sieht auch positive Tendenzen: »Der jüngste Rückgang der Großhandelspreise für Gas und

neue staatliche Unterstützungsprogramme tragen dazu bei, die Abwärtsrisiken zu begrenzen.« Zwar werde das Verbrauchervertrauen in den kommenden Monaten wahrscheinlich weiterhin gedämpft bleiben. Erste Signale deuten darauf hin, dass sich die Lage in einigen Monaten stabilisieren könnte. Auch die anhaltend hohe Nachfrage nach Arbeitskräften grenze die Abwärtsrisiken ein. Schmieding geht weiter davon aus, dass Rohstoffpreise kaum noch steigen und Transportkosten im Laufe des kommenden Jahres sinken werden. »Das hilft, sowohl die Inflation zu dämpfen als auch die Wachstumskräfte zu stärken«, erklärt der Chefvolkswirt. »Deshalb rechnen wir damit, dass die Eurozone Mitte nächsten Jahres zum Wachstum zurückkehrt, das dann Ende 2023 und 2024 wieder kräftig ausfallen kann. Nach einem voraussichtlichen Rückgang der Wirtschaftsleistung in der Eurozone von 0,6 % in 2023 erwarten wir für 2024 ein Wachstum von 2,2%.«

### **USA: Höhepunkt der Inflation erreicht**

»In den USA verdichten sich die Anzeichen, dass der Inflations- und Lohndruck seinen Höhepunkt erreicht hat, was Hoffnung auf eine sanfte Landung der Wirtschaft nährt«, so Schmieding. »Infolgedessen haben wir unsere Prognose für die Veränderung des realen US-BIP im nächsten Jahr von -0,3 % auf -0,1 % angehoben, für 2024 wird eine konjunkturelle Erholung um 1,2 % erwartet.«

### **Durchwachsener Ausblick für China**

Auch für China könnte sich die Lage wieder etwas bessern. Berenbergs Chefvolkswirt erwartet, dass die Volksrepublik im Laufe des nächsten Jahres zu einem normalen Wachstum von gut 4 % zurückkehren kann. Mit der langsamen Abkehr von der Null-Covid-Politik dürften sich auch Lieferkettenprobleme etwas entspannen. Langfristig steht China allerdings vor großen Problemen.

### **2023: Chancen in allen Anlageklassen**

»Anders als in den letzten Jahren sehen wir für 2023 Chancen in allen Anlageklassen«, lautet der positive Ausblick von Prof. Meyer für Anleger. »Anleihen bieten erstmals wieder ansehnliche Renditen, Risikoaufschläge haben sich ausgeweitet. Aktien sind nicht mehr übermäßig hoch bewertet, besonders in Europa und den Schwellenländern – und der Superzyklus bei Industriemetallen erscheint intakt«, führt er weiter aus. Der Fokus der Anleger sollte sich deshalb von der Aktienseite wieder zu einer breiten Aufstellung zur Nutzung der Rendite- und Diversifikations-

schanzen aller Anlageklassen verschieben. Zumal nicht zu erwarten sei, dass Staatsanleihen und Aktien allzu bald wieder nachhaltig zur negativen Korrelation der letzten zwei Dekaden zurückfinden werden.

»Bei Aktien präferieren wir Europa und die Schwellenländer gegenüber den USA und haben mit Blick auf eine Konjunkturerholung später in 2023 bereits Small- und Mid-Caps wieder etwas höher gewichtet«, erläutert Chefanlagestrategie Meyer. Gold und andere Rohstoffe, insbesondere Industriemetalle, seien weiterhin gegenüber Staatsanleihen vorzuziehen. Bei Unternehmens- und Schwellenländeranleihen neigt Meyer indes zum Übergewichten. »Erstmals seit 14 Jahren übersteigen die Renditen von Unternehmensanleihen hoher Qualität die Dividendenrenditen von Aktien deutlich«, begründet er. Zudem dürften die Renditen bei Unternehmens- und Schwellenländeranleihen anders als bei vielen Staatsanleihen eine mittelfristig im Durchschnitt höhere Inflation überkompensieren. Daneben bleiben Rohstoffe, insbesondere Industriemetalle, klare Gewinner des veränderten Umfelds und auch Schwellenländer wie Indien, Indonesien oder in Lateinamerika dürften profitieren.

#### Rückschlagsgefahr beachten

Allerdings sollten auch die Risiken im neuen Jahr nicht außer Acht gelassen werden. »Mögliche neue Corona-Beschränkungen in China, eine eventuell milde Rezession der US-Wirtschaft erst später im Frühjahr, die hartnäckige Inflation in Europa oder die noch immer deutlich zu hohen Gewinnerwartungen sprechen dafür, dass der Weg nach oben auch 2023 nicht ohne Rückschläge verläuft – insbesondere im ersten Halbjahr«, erklärt Meyer.

Die globale Inflation könnte später auch schneller als erwartet zurückkehren. »Wenn die Deglobalisierung, die Energiewende und die mittelfristig anhaltenden Angebotsengpässe bei Rohstoffen und Arbeitskräften auf eine Wachstumserholung treffen, könnten die Preise wieder deutlich ansteigen«, erläutert der Chefanlagestrategie. »Das Ergebnis sind kürzere, stärkere und erratischere Inflations- und Wirtschaftszyklen, was die Planungsunsicherheit erhöht. Auf eine schnelle, nachhaltige Bewertungsausweitung bei Aktien sollten sich Anleger deshalb nicht verlassen. Auch wenn wir 2023 angesichts niedriger Risikopositionierungen und verbreitetem Pessimismus Erholungspotenzial bei Aktien sehen, bleibt das Potenzial begrenzt.« □

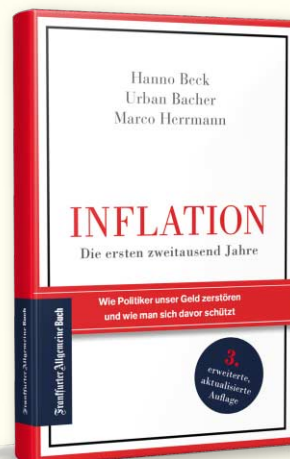
#### Buchvorstellung:

### Inflation – Die ersten zweitausend Jahre

Von Urban Bacher, Hanno Beck und Marco Herrmann

*Nach Jahren der Stabilität droht den Zentralbanken die Kontrolle über die Sicherheit unseres Geldes zu entgleiten. Wirtschaftskrisen, eine Pandemie und ein Krieg in Europa haben die Inflationsraten in weiten Teilen der westlichen Welt auf längst vergessene Höchststände getrieben. Um diese Entwicklung zu verstehen, lohnt sich ein Blick in die Vergangenheit, denn eine Inflation folgt meist ähnlichen Mustern. Die Autoren Hanno Beck, Urban Bacher und Marco Herrmann führen in der dritten, aktualisierten und erweiterten Auflage ihres Buches durch die Geschichte der Inflation. Eine Historie, gekennzeichnet von Aufstiegen und Niedergängen von Weltreichen, von Blütezeiten, Kriegen und Katastrophen über Jahrtausende hinweg. Dabei zeigt und analysiert das Autorentrio die Logik und Mechanik der Geldentwertung anhand von wichtigen volkswirtschaftlichen theoretischen Ansätzen des 20. Jahrhunderts, insbesondere der Theorien von Keynes und Friedmann.*

*Inflation – Die ersten zweitausend Jahre bietet mehr als eine faszinierende, schillernde Geschichte der Geldentwertung. Es vermittelt praktische Ratschläge zum Schutz des eigenen Vermögens sowie zu sinnvollen Investmentstrategien und Geldanlagen im Zeitalter der Finanzkrise. Gleichzeitig erlangen die Lesenden durch den Blick in die Geschichte eine gewisse Zuversicht. Denn die Idee des Geldes ist zu genial, als dass sie vergänglich sein könnte. Unser Geld mag schwanken, aber es wird nicht untergehen.*



ISBN: 978-3-96251-141-8

3. aktualisierte Auflage

Oktober 2022

Seiten: 240

20,00 Euro

fazbuch.de

ifo Institut:

## Volkswirte für höhere Reichensteuer, aber auch für Steuersenkung zum Ausgleich der kalten Progression

Deutsche Volkswirt\*innen unterstützen mehrheitlich einen höheren Steuersatz für sehr hohe Einkommen. 56 Prozent der Teilnehmenden des ifo-Ökonomenpanels befürworten eine Anhebung des Reichensteuersatzes auf Jahreseinkommen ab 278.000 Euro. Eine Anhebung des Spitzensteuersatzes, der bereits ab 59.000 Euro zu zahlen ist, lehnen jedoch 52 Prozent der Ökonom\*innen ab. »Anders als der Name nahelegt, träfe eine Erhöhung des Spitzensteuersatzes nicht nur die Bezieher sehr hoher Einkommen, sondern würde besonders die Mittelschicht belasten«, sagt ifo-Forscher Marcel Schlepper.

Das vom Bundestag beschlossene Inflationsausgleichsgesetz, das Steuersenkungen zum Ausgleich der kalten Progression vorsieht, unterstützen 76 Prozent der Teilnehmenden. Die Wirtschaftsweisen hatten in ihrem Jahresgutachten befristet Steuererhöhungen für Spitzenverdienende vorgeschlagen. Einen höheren Spitzensteuersatz unterstützen 46 Prozent der VWL-Professor\*innen, aber 52 Prozent lehnen ihn ab. Die beiden Gruppen unterscheiden sich in ihrer Einschätzung, ob Personen mit hohem Einkommen bereits die Lasten der Krise ausreichend schultern. 94 Prozent der Unterstützer\*innen geben an, dass eine Erhöhung des Spitzensteuersatzes die Fairness der Lastenverteilung in der Kri-

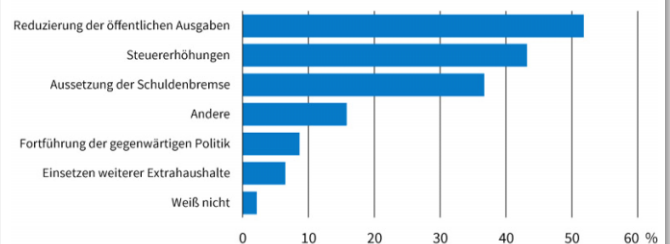
se verbessere. Von den Gegner\*innen sehen das nur 28 Prozent so. Der Spitzensteuersatz von 42 Prozent greift im Jahr 2022 für jährlich zu versteuernde Einkommen über 59.000 Euro. Der Reichensteuersatz von 45 Prozent fällt auf Einkommen über 278.000 Euro an.

»Die öffentlichen Haushalte ächzen unter den Mehrausgaben der vergangenen Jahre. Eine Konsolidierung ist dringend geboten«, sagt Schlepper weiter. 52 Prozent der Antwortenden befürworten eine Verringerung der öffentlichen Ausgaben. Dagegen sprechen sich 43 Prozent für Steuererhöhungen aus. Eine ähnlich hohe Zustimmung findet mit 37 Prozent eine Aussetzung der Schuldenbremse. Nur 6 Prozent befürworten weitere Extrahaushalte.

Mehr Details zu dem aktuellen ifo-Ökonomenpanel mit 153 Teilnehmenden unter: [www.ifo.de](http://www.ifo.de)

### Entlastungen der öffentlichen Haushalte

Welche Maßnahmen befürworten Sie, um mit der erhöhten Belastung der öffentlichen Haushalte in Folge der Covid-19-Pandemie und des russischen Angriffskrieges umgehen zu können? [Mehrfachnennungen möglich]



Quelle: Ökonomenpanel November 2022.

© ifo Institut

## Sylt wegen Corona gesperrt: trotzdem Zweitwohnungssteuer?

Da hat ein vermöglicher Bürger auf Sylt eine Zweitwohnung angemeldet. 2020 aber hat man ihm vorübergehend den Zutritt auf die Insel wegen einer örtlichen Anti-Corona-Verordnung verwehrt. Gleichwohl verlangt die Gemeinde ungerührt die Zweitwohnungssteuer für 2020. Natürlich zog unser Mitbürger vor Gericht, weil er sich das nicht gefallen lassen wollte. Das Oberverwaltungsgericht Schleswig-Holstein urteilte, dass er trotz des Zutrittsverbots von der Gemeinde Sylt zu der Zweitwohnungssteuer heranzuziehen ist. Es sagte, dass die Erhebung der Zweitwohnungssteuer nur das »Innehaben« einer Zweitwohnung voraussetzt, nämlich eine rechtlich gesicherte Nutzungsmöglichkeit der Wohnung für eine gewisse

Dauer. Diese Möglichkeit sei durch das in der Zeit vom 3. April bis zum 3. Mai 2020 in Schleswig-Holstein geltende Zutrittsverbot zu der Insel nicht entfallen, sondern nur vorübergehend eingeschränkt worden. Bei einer solchen pandemiebedingten Einschränkung handelt es sich um einen atypischen Sachverhalt, der bei der Auslegung des Begriffs »Innehaben« mit zu berücksichtigen sei. Das Steuerrecht betreffe in der Regel Massenvorgänge des Wirtschaftslebens. Die hierzu erlassenen Regelungen dürfen steuerpflichtige Sachverhalte deshalb typisierend erfassen. Die vorliegende Einschränkung sei schließlich auch nicht mit den Folgen einer bauordnungsrechtlichen Nutzungsuntersagung zu vergleichen.

(OVG Schleswig-Holstein, Beschluss, Az. 5M B. 23/22 – Pressemitteilung v. 18.11.2022). **Von Jürgen E. Leske**

## 22 Jahre nach dem Platzen der Internetblase

*Hoch bewertete Aktien erhalten bei steigenden Zinsen  
oder schwächerer Wirtschaft Gegenwind.*

Von Gérard Piasko

*Vor über 20 Jahren kam es zum berühmten Platzen der Technologie-/Internetblase. Vom Jahr 2000 bis zum Frühjahr 2003 waren die globalen Aktienmärkte gezeichnet von der Korrektur der IT-Aktien, auch Dotcom-Bubble genannt. Gibt es in der Korrektur der Aktien seit Beginn 2022 Parallelen zur grossen Korrektur vor 22 Jahren? Was sind die Unterschiede? Die Situation einer grossen Aktienkorrektur ist ähnlich. Wie sagt man so oft: »Die Geschichte wiederholt sich zwar nicht, aber sie reimt sich.« In jedem Fall sollten fundamentale Faktoren bei Anlageentscheidungen Vorrang gegenüber Modetrends haben. Stabilität und Qualität sollten weiterhin Priorität geniessen.*

Vor einiger Zeit haben wir die Charakteristiken von Aktien des allgemein bekannten »Value«- und »Growth«-Stils miteinander verglichen (vgl. Marktkommentar »Vom Wert von Substanzwert-Aktien«). Dabei hatten wir auf das Aufholpotenzial von »Value«-Aktien hingewiesen, was sich als durchaus richtig erwiesen hat. Inzwischen ist einige Zeit vergangen und verschiedene der »Growth Highflyer«-Firmen aus den IT /Internetsektoren haben im Jahr 2022 quasi den Moment der Wahrheit erlebt. Oder anders gesagt können sich halt auch bekannte Internet- beziehungsweise Technologieaktien aus den USA nicht ewig dem Gesetz der Gravitation entziehen.

Das hatten wir schon mit den chinesischen Internetaktien erlebt, die ebenfalls nach einer langen Phase von sehr hoher Bewertung sozusagen von der Schwerkraft eingeholt wurden. Warum hat es nun auch die US-Technologieaktien des »Growth«-Stils erwischt? Gibt es Parallelen und Unterschiede zum grossen Platzen der Internet-/Technologie-Bewertungsblase vor 22 Jahren?

Ähnlich wie im Jahr 2000 bildete sich im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie 2020/21 eine historisch sehr starke Ausweitung der Bewertung bei Internetaktien, vor allem bei den sogenannten FAMAG-Firmen, als die Nachfrage nach Internettechnologie durch das Arbeiten von zu

Hause aus zunahm. FAMAG steht als Abkürzung für Facebook (nun Meta genannt), Amazon, Microsoft, Apple und Google, oft wird statt Microsoft auch Netflix dazugenommen, dann wird die Gruppe FAANG genannt. All diesen Firmen gemeinsam war, dass sie seit den Corona-Wellen vom Marktkonsens und von Analysten mit zu hohen Wachstumsfantasien ausgestattet wurden punkto Gewinn- und Umsatzentwicklung – sogar als sich die Pandemie bereits zurückbildete.

Gérard Piasko,  
Chief Investment Officer,  
Maerki Baumann & Co. AG

[www.maerki-baumann.ch](http://www.maerki-baumann.ch)



Im vierten Quartal 2022 jedoch kam dann der Moment der Wahrheit, als das globale Wirtschaftswachstum eine Abschwächungsphase begann, die Zinsen anstiegen und viele Technologie- beziehungsweise Internetfirmen die vom Marktkonsens schliesslich hoch gesteckten Erwartungen nicht erfüllen konnten. Die Resultate und der für die Zukunft gegebene Ausblick dieser »Highflyers« enttäuschten in der Folge daher deutlich.

Wie schon vor 22 Jahren haben der Herdentrieb und die menschliche Natur des Marktes bei einigen IT-Aktien wieder zu grossen Übertreibungen geführt, die vielleicht noch nicht vollständig korrigiert worden sind. Am meisten erwischte es Facebook beziehungsweise Meta, aber auch andere korrigierten deutlich. Dies zeigt, dass der klassische Ansatz der fundamentalen Analyse von Stabilität in der Entwicklung bei Bilanz und Geschäftsgang eben unersetzlich ist. Zwar waren zu Beginn 2022 die Internetaktien nicht ganz so hoch bewertet wie im Jahr 2000, aber fast, wie ein Vergleich des Dow-Jones-Internetindex oder des Technologieindex Nasdaq zeigt. Den vom Analystenkonsens im Voraus geschätzten Firmengewinnen zu vertrauen ist immer gefährlich, das war schon vor 22 Jahren nicht anders.

Gleichzeitig zeigt(e) sich ebenfalls wie in den Jahren 2000–2003 ein Comeback der sogenannten »Old Economy« gegenüber der »New Economy«. Firmen von traditionellen Wirtschaftsbranchen der »Old Economy« wie Gesundheits-

wesen oder Energie konnten im Geschäftsgang eher überzeugen und sich in einem schwierigeren Konjunkturfeld bei höheren Zinsen als vor 2022 besser halten.

Für die Zukunft gilt es weiterhin auf eine präzise fundamentale Analyse zu setzen und auf die Stabilität in der Bilanz und im Geschäftsgang zu achten. Die Phase schwächeren Wirtschaftswachstums und steigender Zinsen ist noch nicht vorüber. Firmen mit hoher Bewertung erhalten bei steigenden Zinsen generell mehr Gegenwind. Durch höhere Zinsen sinkt der Gegenwartswert vor allem

von Aktien mit weit in der Zukunft liegenden Cashflows, die dann eben mit höheren Zinssätzen abdiskontiert werden müssen. Bei schwierigeren Konjunkturbedingungen und steigenden Zinsen werden Aktien mit zu konjunktursensitivem Geschäftsgang vom Markt abgestraft, jedoch Firmen mit Stabilität in der Bilanz und im Geschäftsgang vom Markt eher belohnt. In diesem Sinne gilt es nun erst recht auf Qualität im Sinne dieser Stabilität bei Anlagen zu fokussieren und auch auf eine vernünftige Bewertung zu achten, denn das konjunkturelle Umfeld wird nicht einfacher werden. □



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: DE6172050000240716423  
 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*



## ***Droht das Ende des japanischen Zins-Eldorados und damit ein Godzilla-Effekt für die Finanzmärkte?***

Von Robert Halver, Baader Bank AG

*Die Bank of Japan (BoJ) ist ein ultimativer Liquiditätsspende für die Welt. Seit 30 Jahren betreibt sie eine ultralockere Geldpolitik und verweigert sich im Gegensatz zu anderen Notenbanken bislang jeder Wende. Was wäre aber, wenn die BoJ wegen nicht mehr zu beschönigendem Inflationsdruck die Zinszügel anzieht und damit der Yen als billigste Kreditwährung an Attraktivität verliert? Drohen dann globale Liquiditätsnöte mit allen schädlichen Folgen für Weltwirtschaft und Finanzmärkte?*



**Robert Halver,**  
Leiter der Kapitalmarktanalyse  
der Baader Bank AG

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

### ***Japan – Hey Big Spender***

Ende 1991 platzte Japans märchenhafte Immobilien- und Finanzblase, die in der Spitze das Gelände des japanischen Kaiserpalasts wertvoller machte als ganz Kalifornien. Vor die Wahl gestellt, entweder mit einer Rosskur die (Zombie-)Vermögenswerte zu bereinigen oder die Banken zu retten, entschied man sich für die zweite Variante, um bloß keine schwere Schuldenkrise oder Rezession zu riskieren. So wurde die BoJ zum Rettungengel auserkoren. Mit niedrigen und sogar negativen Zinssätzen sowie einer Liquiditätsausweitung, die die Sintflut als milden Sommerregen erscheinen lässt, wurden die Probleme unter den Teppich gekehrt. Doch leider, wenn immer die (Geld-)Politik vermeintlich hilfreich eingreift, beginnt das Elend. Künstlich am Leben gehaltene Vermögenswerte nahmen zukunfts-trächtigen das Licht, zumal wenig lukrative Zinsen keinen Anreiz boten, Kredite zu vergeben. Und wenn Papa Staat erst einmal erkennt, dass Staatsschulden über niedrigste Notenbankzinsen und üppigste Anleiheaufkäufe quasi »umsonst« zu haben sind, wird seine Fresssucht zur krankhaften Völlerei. Mittlerweile ist in Japan das Verhältnis von Schulden zur Wirtschaftsleistung fast doppelt so hoch wie in den USA, die nun wahrlich auch keine Stabilitätsgengel sind. Ak-

tuell besitzt die BoJ mehr als die Hälfte der japanischen Staatsschulden. De facto ist sie der Staatsfinanzierer Japans. Auf der Suche nach dem verlorenen Zins-Schatz sind japanische Anleger zu festen Größen an den internationalen Anlagemärkten geworden.

Vor allem aber ist das Land der aufgehenden Sonne das Finanz-Eldorado für Auslandsinvestoren. Über sog. Yen-Carry-Trades werden Meere an Liquidität kreditzins- und währungsbillig aufgenommen und gehebelt in höher verzinsliche ausländische Anleihen und Aktien angelegt. Man könnte sie den »Golfstrom« der Finanzwelt nennen.

### ***Was wäre, wenn die Happy Hour geht und Godzilla kommt?***

Gefährlich würde es, wenn die japanische Inflation nicht mehr verniedlicht wird. Tatsächlich lassen sich hohe Rohstoffpreise nicht mehr leugnen, zumal der grundsätzlich starke Dollar im Einkauf für noch mehr Preiszuwachs sorgt. Erschwerend kommt das schlechte demografische Profil hinzu. Ein Drittel der japanischen Bevölkerung ist älter als 65 Jahre, das mit Arbeit also keine Verbesserung seiner Finanzsituation mehr erreichen kann. Und da sich gleichzeitig Japaner ähnlich wie in Deutschland größtenteils auf festverzinsliche Papiere verlassen – die Zinsernte wird durch Preis-Heuschrecken vernichtet – bleibt insgesamt nur eins übrig: Altersarmut.

Die klassische geldpolitische Therapie wären klare Zinserhöhungen und Liquiditätsverknappungen. Damit würde aber zunächst die Schuldentragfähigkeit des apokalyptisch überschuldeten Japans torpediert. Und wertete der Yen zins-erhöhungsbedingt auf, würden japanische Großanleger ihre gewaltigen Auslandsinvestitionen nach Hause holen, um ihre Auslandswährungsgewinne zu sichern bzw. -verlusten zu entgehen. Allein diese wiederentdeckte »Heimatliebe« wäre eine Zäsur für die weltweiten Anlagemärkte.

Doch ein Ende des Golfstroms würde die Situation noch gewaltig verschärfen. Internationale Investoren wären gezwungen, ihre plötzlich zu teuren Gegenfinanzierungen glattzustellen, indem sie die damit getätigten weltweiten Investitionen in Anleihen, Aktien und Immobilien abwerfen wie Säcke aus einem sinkenden Heißluftballon.

Solche Prozesse finden übrigens nicht geordnet statt. Schon ein verunglückter Haushaltsplan in Großbritannien zeigte finanzpsychologisch herzhafte Wirkung. Und wenn der

Herdentrieb einmal läuft, bleibt in der Weltwirtschaft und an den Aktienmärkten kein Auge trocken.

**Wie gefährlich kann der japanische Finanz-Godzilla werden?** Dieses theoretische Hollywood-Schreckensszenario, das immer wieder gerne kolportiert wird, ist in der Praxis aber nicht zu erwarten. Für Japan wäre es finanzpolitisches Harakiri. Und nach den Nahtot-Erfahrungen mit der

letzten Schuldenkrise wird sicher auch kein internationaler (Geld-)Politiker Zugabe rufen.

Insgesamt wird die BoJ allenfalls eine sanfte Zins-Normalisierung im Schneckentempo durchführen, um den Yen nur behutsam steigen zu lassen. Für Stabilitätspolitik ist der Zug längst abgefahren. Die Gefahr ist klein. Godzilla bleibt im Käfig. □

## Die Zeit zum Handeln drängt

*Die wehrhafte Demokratie – eine Illusion? Die Politik und nicht nur sie schaut weg. Sie übt sich in Talkshows und Sonntagsreden. Die wahren Gefahren im Hintergrund werden somit leichtsinnig ausgeblendet. Jetzt endlich zieht der bekannte Autor Hans-Jürgen Jakobs den Schleier von den Selbstgerechten, die unsere Ohnmacht mit kaum einem Wort wahrhaben wollen. Ja, gigantische Monopole haben mehr als nur die Marktmacht, sie gefährden damit unsere Freiheit und unseren Wohlstand, sie deformieren die Demokratie, indem sie diese missbrauchen. Das zeigt Jakobs schonungslos auf. Sachlich, faktenbasiert, ohne den Schaum des Eiferers vor dem Mund, vermögensrelevant.*

*Ein wichtiges klares Buch, weil es die Wege zum Handeln nicht nur analysiert, sondern auch zur Eile mahnt. Ein Buch für jeden, der sich intellektuell verantwortlich um Werte, wie zum Beispiel die soziale Marktwirtschaft, bemüht. Es geht nicht nur um die Gesellschaft, sondern auch um die Frage, ob Macht sich grenzenlos weiter steigern kann. Denn die Risiken wachsen unaufhörlich mit. Wenn nämlich keine Korrekturen kommen, wird der Raubtierkapitalismus, also die Allmacht der Konzerne und der Monopole, als stille Waffe sein zerstörerisches Treiben global bis national forcieren. Geld ist Macht, viel Geld macht mächtig. Die sich zunehmend konzentrierende Finanzmacht wird immer mehr zur rigorosen Ersatzreligion und degradiert damit die Politik zu ihren Messdienern. Wie dramatisch die Situation ist, zeigen die Energiekrisen, gerissene Lieferketten und ideologische Gleichschaltung der Massen. Alles bewegt sich auf noch mehr Macht zu. – Dieses Buch muss man gelesen haben, egal ob man vermögens- oder finanzmarktmäßig interessiert ist. Zu viel steht auf dem Spiel. Hans-Jürgen Jakobs zeigt eindringlich auf, wie Märkte mit Oligopolen zu Inflation und Übergewinnen beitragen und wie private und staatliche Monopole den Systemwettkampf zwischen USA und China austragen. In einem Handelsblatt-Podcast geht er auch darauf ein, dass Kunden dieser Großkonzerne oftmals nicht merken, welchen Preis sie wirklich für die Nutzung der Angebote zahlen und ob die Politik darauf vorbereitet ist, mit der Macht der Monopole umzugehen.*

Hans-Kaspar v. Schönfeld



Mit zahlreichen vierfarbigen Abbildungen  
auf der Basis neuester Daten  
Hardcover mit Schutzumschlag,  
432 Seiten, 15,0 x 22,7 cm  
ISBN: 978-3-421-04898-1,  
36,00 Euro [D] inkl. 7% MwSt.

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

ANZEIGE

# Deutschland braucht mehr Ja-Sager.

**Ja zu Herausforderungen. Ja zu verrückten Ideen. Ja zur Aufbruchstimmung. Ja zu Neugier. Ja zu Ungeduld. Ja zum An-sich-Glauben. Ja zum Ausprobieren. Und Scheiterndürfen. Ja zu „Warum nicht?“. Ja zu „Jetzt erst recht!“. Ja zu hohen Zielen. Und übers Ziel hinausschießen. Ja zu Quereinsteigern. Ja zu Auf-, Aus- und Umsteigern. Ja zu Digital Nomads. Ja zu New Work. Und zur Expertise der Alten. Ja zu einfach mal anfangen. Ja zu nie auslernen. Ja zu Open Source. Und Open Minds. Ja zu KI und IoT. Ja zum Wissenwollen. Und Machenwollen. Ja zu Wagemut. Ja zu Ehrgeiz. Ja zu Erfahrung. Und neuen Erfahrungen. Ja zum Zweifeln. Ja zur Zusammenarbeit. Ja zu Experimentierfreude. Und Erfindergeist. Ja zu neuen Wegen. Ja zu schwierigen Entscheidungen. Ja zu interdisziplinär. Und zu außergewöhnlich. Ja zu Vorbildern. Ja zu Nachhaltigkeit. Ja zu „Jetzt, nicht irgendwann“. Ja zum Infragestellen. Und Antwortensuchen. Ja zu einem ehrlichen Nein. Ja zum Kleinanfangen. Ja zum Große-Pläne-Haben. Ja zur Beharrlichkeit. Ja zum Um-die-Ecke-Denken. Ja zum Hinfallen. Und Wiederaufstehen. Ja zum Träumen. Ja zum Handeln. Ja zum Ja-Sagen. Ja zu **BEREIT FÜR NEUES DENKEN.****



Mehr erfahren und testen unter [handelsblatt.com/neuesdenken](https://handelsblatt.com/neuesdenken)

**Handelsblatt**  
Substanz entscheidet.

**Impressum: Anschrift:** Elite Report Redaktion, Niggerstraße 4/II, 81675 München, Telefon: +49 (0) 89 / 470 36 48, [redaktion@elitebrief.de](mailto: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.