

Wer sich mit der Anlage seines Vermögens beschäftigt, sollte die Anlageklasse Kunst nicht voreilig ausschließen. Einen guten Einstieg bietet der aktuelle „Art & Finance Report 2023“ von Deloitte. Er zeigt auf über 400 Seiten, wie abwechslungsreich die Anlageklasse ist und wie viele verschiedene Teilmärkte sie beinhaltet. Was kann sich ein Anleger Besseres wünschen als eine detaillierte Auseinandersetzung mit einer Anlageklasse, um für sich nach einer passenden Investitionsmöglichkeit zu suchen?

Viele denken bei Investments in Kunst an bekannte Künstler, deren Werke für Millionen bei Auktionen versteigert werden. Das ist sicherlich Kunst, aber es ist auch nicht die Art von Investment, die sich die meisten Leute leisten können. Wer hat schon Millionen übrig, um diese Kunstwerke zu kaufen und dann noch die Sicherheits- und Erhaltungskosten zu bezahlen?

## ÜBERRENDITE

Sich ein einziges Kunstwerk leisten zu können ist auch nicht ausreichend: Die Wertentwicklung ist unvorhersehbar. Man kann es sich aus Freude an der Kunst in die Wohnung hängen oder stellen, aber nicht als Geldanlage. Unter dem Aspekt der Geldanlage sollten es eher fünf, am besten sogar zehn bis 20 Kunstwerke sein, um die Chancen und Risiken zu streuen.

Ein Künstler kann in Ungnade fallen, und der Wert seiner Werke sinkt. Es wäre fatal, wenn das das einzige Kunstwerk im Besitz des Anlegers beträfe. Wer sich jedoch absichern möchte und 15 Kunstwerke verschiedener Künstler und Stilrichtungen kauft, braucht schon deutlich mehr Vermögen. Noch schwieriger wird es, den Wert zu schätzen, wenn der letzte Kauf oder Verkauf der Werke schon ein paar Jahre zurückliegt. Wenn es sich um Unikate handelt, gibt es eben nur ein Exemplar, das meistens auf einer Auktion versteigert wird. Erst nach der Versteigerung kennt man dann den genauen Wert.

Wer aber 15 Kunstwerke für je 10.000 Euro kaufen möchte, kann nicht einfach zu einer Auktion gehen und den genauen Wert vorhersehen. Erst während der Auktion zeigt sich, wie viel die Leute bereit sind zu zahlen, und das kann sowohl über als auch unter dem geschätzten Wert der Experten liegen. Außerdem hängt der Preis stark davon ab, wer sonst noch bei der Auktion mitbietet.

Das Gute an jeder Aktion ist jedoch, dass niemand unbedingt den Preis bezahlen muss, mit dem er ein Kunstwerk bewertet. Er muss nur mehr bezahlen als der nächsthöhere Bieter. Das ist das Phänomen, das als Fluch des Gewinners („Winner's Curse“) bekannt ist und bei dem er am Ende mehr bezahlt, als alle anderen bereit waren zu zahlen. Eventuell liegt dieser Betrag aber immer noch unter dem, den man selbst als Wert für das Kunstwerk angenommen hat. Den „echten“ Wert wird der Anleger jedoch nie erfahren, bestenfalls kann man ihn ungefähr durch den erzielten Verkaufspreis erahnen.



Kurz vor einer Auktion in London: Mitarbeiter einer Galerie mit Kunstwerken von Andy Warhol

Foto EPA

# Kunst als Investment

Gemessen am Auktionsumsatz ist der Kunstmarkt in den vergangenen Jahren stark gewachsen. Wer Geld in Kunst investieren will, muss aber einiges beachten. *Von Daniel Walther*

Warum also nicht Kunstwerke wählen, bei denen es sich nicht um Einzelstücke handelt? Dafür eignen sich beispielsweise Fotografien, die in limitierter Stückzahl erstellt wurden. Das hat gleich mehrere Vorteile: Der Preis ist niedriger, wodurch Anlegern mit kleinerem Budget ein diversifizierter Einstieg ermöglicht wird. Außerdem ist der Preis besser bestimmbar, weil es mehrere identische Werke gibt. Dadurch werden die Werke öfter gehandelt, und man kann bei Kauf oder Verkauf eine ungefähre Bandbreite für den erzielbaren Preis schätzen.

Ein Index wie bei Aktien, dessen Wert ständig neu berechnet wird, ist im Kunstmarkt daher nicht darstellbar. Eine Möglichkeit ist es, jedes Kunstwerk, das mindestens zweimal gehandelt wurde, als Teil des Index zu betrachten. Zwischen den Verkäufen kann man dann die Wertentwicklung beobachten, wobei die Rendite vor Abzug von Kosten und Steuern berechnet wird. Danach müssen noch die Kosten für die Transaktion, Lagerung und Schutz abgezogen werden, um die tatsächliche Rendite für den Anleger zu bestimmen. Dennoch bleibt immer eine gewisse Unge-

naugigkeit, weil die gehandelten Kunstwerke nicht direkt am Anfang und am Ende des Betrachtungszeitraums gehandelt werden. Dadurch entsteht eine Lücke, die rechnerisch durch Extrapolation der Entwicklung ausgeglichen werden muss. Je größer diese Lücke ist, desto ungenauer wird auch der Index.

Außerdem zeigt der Index immer nur einen Ausschnitt des Marktes, weil längst nicht alle Kunstwerke mindestens zweimal im betrachteten Zeitraum gehandelt werden. Es ist also schwierig abzuschätzen, wie repräsentativ die Stich-

probe für den Gesamtmarkt ist und damit auch für die Kunstwerke, die ein Sammler oder Anleger besitzt.

Eine Möglichkeit, das zu verbessern, ist, den Markt in verschiedene Kunstformen, Stilrichtungen, Zeiträume, Regionen oder anderes zu unterteilen. Dadurch wird die Aussagekraft des Index für ein bestimmtes Kunstwerk besser. Der Index wird aber nur qualitativ besser, denn die Anzahl der berücksichtigten Werke nimmt ab. Dem kann man entgegenwirken, indem man den Betrachtungszeitraum verlängert. Eine Preisentwicklung über ein Jahr ist daher mit deutlich mehr Vorsicht zu genießen als eine über zehn oder gar 25 Jahre.

Für Anleger bedeutet das, dass die geplante Haltedauer eines Kunstwerkes auch nicht in Monaten geplant werden sollte, sondern in Jahren oder Jahrzehnten. Aber die gute Nachricht ist, dass es überhaupt einen Markt gibt. Der ist in den letzten Jahren, am Auktionsumsatz gemessen, stark gewachsen. Artprice bietet verschiedene Indizes an, nach Art der Kunst oder nach Zeitperiode aufgeteilt, sogar einzelne Regionen. Diese schwanken deutlich, aber vom Ergebnis über gut 25 Jahre stechen Fotografien sowie Post-War und Contemporary Art mit einer Rendite in Höhe von knapp 5,2 Prozent heraus. Besonders in den guten Phasen brauchen sie sich vor einer Aktienanlage nicht zu verstecken.

Mehr noch als bei Aktienindizes ist allerdings Vorsicht angebracht, ob sich die Ergebnisse in der Zukunft wiederholen. Es könnte sein, dass auch der Gesamtindex die zu erwartende Rendite vorgibt, der in Euro gerechnet nahezu auf der Stelle getreten ist. Eine erneute Überrendite in den nächsten 20 Jahren wäre dann weniger wahrscheinlich. Oder der Post-War beziehungsweise der Contemporary Art Index ist die bessere Alternative und bleibt es auch in Zukunft. Aber selbst wenn die Rendite in der Zukunft geringer wäre, sie könnte immer noch über der Inflation liegen. Damit würde sich eine Anlage zum Werterhalt eignen.

Leider sind die Transaktionskosten bei Kunst wesentlich höher als bei anderen Anlageklassen, weil ein Verkauf mit deutlichen Abschlägen von 20 bis 30 Prozent verbunden ist. Ein Kunstexperte kann helfen, die Gebühren auf 15 bis 20 Prozent zu senken. Die steuerfreien Erträge nach einer Haltedauer von mindestens einem Jahr gleichen das aus, vor allem, je länger man die Kunstwerke hält. Kosten für Versicherung und Lagerung liegen bei rund 1,5 Prozent und müssen in der Regel jährlich im Voraus entrichtet werden. Wenn man eine jährliche Wertsteigerung von 5,2 Prozent erzielt, sollte der Verkauf frühestens nach 15 Jahren erfolgen, um wenigstens 2,4 Prozent nominale Rendite zu erzielen, wenn die Rendite der Vergangenheit als Orientierung verwendet wird.

Für Anleger, die mindestens 20.000 Euro oder besser noch mehr über einen längeren Zeitraum entbehren können, bietet sich mit Fotografien in der Anlageklasse Kunst eine interessante Investitionsmöglichkeit. Die Werte sind langfristig gesichert und werden im besten Fall sogar vermehrt. Die Anlage erfolgt in Sachwerte, die nicht an eine bestimmte

Währung gebunden sind. Wenn die Kunstwerke unentgeltlich an Museen verliehen werden, ist im Erbfall auch keine Erbschaftsteuer zu entrichten.

Die Wertfeststellung erfolgt regelmäßig durch unabhängige Gutachter. Wer mehrere Werke erworben hat, kann diese auch einzeln veräußern und so zu Liquidität gelangen, wobei die Dauer vom Zeitpunkt der nächsten Auktion und einem passenden Käufer abhängig ist. Die eigentliche Frage bleibt jedoch, wie der Anleger das notwendige Wissen erlangt, um gute Entscheidungen bei der Auswahl der Kunstwerke zu treffen.

Abgesehen von Kunstliebhabern sollten die Anleger darüber nachdenken, einen Kunstexperten hinzuzuziehen, der einen Rundumservice anbietet. Das schließt neben der Lagerung auch den

## Morgen in Natur und Wissenschaft



**Mobile Korallen**  
Bestimmte Pilzkorallen im Indopazifik sind zu Ortsveränderungen imstande. Sie wandern buchstäblich ins Blaue, denn dort ist ihr Leben weniger stressig.

**Die Sprache des Zaubers**  
Andreas Kahlitz zieht hermeneutische Folgerungen aus Martin Mosebachs Stilkritik

**Wissenschaft am Kabinettstisch**  
Nutzen und Nachteil eines wissenschaftlichen Regierungsberaters

Verkauf mit ein, sei es durch Privatverkauf, mittels Auktionen oder an Galerien.

Inwiefern die Wertentwicklung des Portfolios nach mehreren Jahren dem Index entspricht, ist allerdings schwer vorherzusehen. Weder dem Ergebnis des Index in der Vergangenheit noch dem der Zukunft. Die Kunstwerke werden an Museen verliehen und ausgestellt, damit sich andere Menschen daran erfreuen können – aber ein Zahlungsstrom, mit dem der genaue Wert bestimmt werden könnte, ist nicht vorhanden. (Die Gemeinnützigkeit ist dabei eine Bedingung für die Steuerfreiheit der Erträge.)

Kunst steht für den Werterhalt des Vermögens, also nach Inflation, und ist vergleichbar mit Gold, auch hinsichtlich der Lagerkosten. Ein Anleger, der sein Vermögen absichern möchte, sollte zur Diversifikation zumindest die Anlage in Fotografien in Betracht ziehen, anstatt die gesamte Anlageklasse von vorneherein auszuschließen. Besonders interessant sind Post-War und Contemporary-Art-Werke als Teil der „eigenen Kunstsammlung“, weil sie in den letzten 25 Jahren gezeigt haben, dass sie auch für kleinere Vermögen die Möglichkeit bieten, von den Vorteilen der Anlageklasse zu profitieren.

**Daniel Walther** ist Experte für Finanzanalyse und Vermögensberatung und Vorstandsvorsitzender von Vermögensheld.

Wenn Sie ein Thema besonders oder auch weitergehend interessiert, dann schreiben Sie uns: [fragdiefinanzen@faz.de](mailto:fragdiefinanzen@faz.de)

# „Mit Zöllen auf Autos muss Deutschland rechnen“

Jan Hatzius, der Chefvolkswirt der Investmentbank Goldman Sachs, gibt einen Einblick, wie Amerikas mächtige Finanzindustrie die Politik des Präsidenten einschätzt

**Herr Hatzius, wird die Politik der neuen US-Administration unter Donald Trump die Inflation wieder anfachen?**

Das hängt stark davon ab, wie die künftige amerikanische Zollpolitik ausfällt. Wenn sich unser Basisszenario bewahrheitet, welches eine Erhöhung der US-Zölle auf chinesische Produkte um durchschnittlich 20 Prozentpunkte, von zehn auf 30 Prozent, und Autozölle für Europa und möglicherweise Elektroautos für Mexiko beinhaltet, dann fällt die Inflation in der Tat etwas höher aus als ohne. Aber das würde nach meiner Einschätzung nur 0,3 oder 0,4 Prozentpunkte mehr für die Inflationsrate ausmachen. Ansonsten ist die Inflationsrate ja im Fallen begriffen. Selbst wenn man den Faktor Zölle hinzunimmt, rechne ich tendenziell mit Disinflation, also sinkenden Inflationsraten.

**Das ist das optimistische Szenario ...**

Ja, wenn Trumps Zollpolitik aggressiver ausfallen sollte, zusätzlich zu allem anderen noch zehn Prozent Zoll auf alle Einfuhren in die Vereinigten Staaten, dann bekommen wir in der Tat einen spürbaren Anstieg der Inflation – möglicherweise bis auf eine Inflationsrate von drei oder 3,25 Prozent bis Anfang 2026. Das ist aus meiner Sicht durchaus ein signifikantes Risiko. Allerdings haben wir in unserer Prognose die Wahrscheinlichkeit, dass dieses Hauptrisikoszenario eintritt, zuletzt leicht gesenkt.

**Warum?**

Vor allem als Reaktion auf die erste Pressekonzferenz, die Donald Trump am Tag der Amtseinführung gab. Er zeigte da eine etwas weniger starke Tendenz für höhere Einfuhrzölle. Natürlich weiß niemand, ob das so bleibt, diese Dinge können sich auch wieder ändern. Aber zumindest derzeit haben wir die Wahrscheinlichkeit für solch ein aggressiveres Zollregime in unseren Prognosen gesenkt, von 40 auf 25 Prozent.

**Mit welchen Inflationsraten rechnen Sie für die USA dann letztendlich im weiteren Jahresverlauf?**

In unserem Basisszenario dürfte die Kerninflation, das ist die Teuerung ohne Energie und Lebensmittel, von jetzt 2,8 Prozent bis zum Jahresende auf 2,4 oder 2,5 Prozent sinken. Mehr oder minder gradlinig, mit gewissen Schwankungen von Monat zu Monat.

**Warum sind Sie so überzeugt davon, dass die Inflationsraten trotz allem weiter sinken?**

Da gibt es zwei Hauptgründe. Einer ist, dass es gewisse Zeitverzögerungen gibt, bis eine schwächere Entwicklung bestimmter Faktoren, beispielsweise der Mieten und der Preise für selbst genutztes Wohneigentum, sich in der amtlich gemessenen Inflationsrate zeigt. Da hat die Rate gleichsam Nachholbedarf. Der zweite Grund ist der amerikanische Arbeitsmarkt. Er ist wieder stärker ausgeglichen. Die Arbeitslosenquote liegt bei 4,1 Prozent, sie hatte zeitweise nur 3,5 Prozent betragen. Es gibt weniger Stellenangebote. Das alles dürfte das Lohnwachstum und den Druck von der Lohnseite her auf die Inflationsrate bremsen.

**Was heißt das für die Zinspolitik der amerikanischen Notenbank Federal Reserve? Mit wie vielen Fed-Zinssenkungen rechnen Sie im laufenden Jahr?**

Wir rechnen mit zwei Zinssenkungen in diesem Jahr und einer im nächsten Jahr. Die nächste Zinssenkung dürfte allerdings erst im Juni anstehen. Wir hatten zuvor mit März gerechnet, haben das jetzt aber nach den jüngsten Arbeitsmarktzahlen etwas nach hinten verschoben. Die Zahlen vom Arbeitsmarkt zeigen, dass es derzeit keine Dringlichkeit für weitere Fed-Zinssenkungen gibt. Bei der Zinssitzung in dieser Woche wird es jedenfalls keine Zinssenkung geben. Die Wahrscheinlichkeit für Zinserhöhungen noch in diesem Jahr sehe ich allerdings auch als äußerst niedrig an, egal, was Trump macht. Man soll niemals nie sagen, aber ich halte das trotz aller Unsicherheit über mögliche Zölle für sehr unwahrscheinlich. Wenn wir aggressivere Zölle bekämen, gäbe es vermutlich auch

weniger Wachstum, das würde den Aktienmarkt treffen, und die Unsicherheit unter den Unternehmen würde groß. Ich glaube, wenn wir das sehen, würde die Fed sich reiflich überlegen, ob sie dann auch noch die Zinsen anhebt.

**Kann Trumps Politik auch die Inflation hierzulande beeinflussen?**

Ich würde nur einen sehr kleinen Effekt erwarten. Denkbar wären zwei Kanäle: einmal über höhere Zölle auf amerikanische Produkte, die Europa als Antwort auf Trumps Zollpolitik einführt. Das würde aber nicht sehr viel ausmachen, weil Europa nicht sehr viele Güter aus den USA importiert. Der andere Kanal ist die Aufwertung des Dollars gegenüber dem Euro. Auf diese Weise könnten Importe von in Dollar gehandelten Gütern wie Öl teurer werden. Aber auch das sollte man nicht überschätzen. Aus europäischer Perspektive sind die Auswirkungen eines Handelskriegs auf das Wirtschaftswachstum

viel gravierender als die auf die Inflation. Das sollte man sehr ernst nehmen.

**Halten Sie denn generell eine Rückkehr höherer Inflationsraten in Deutschland für möglich?**

Ich rechne damit, dass die Inflationsrate auch im Euroraum und in Deutschland weiter sinkt. Es gab schon eine Menge Fortschritt bei der Inflationsbekämpfung. Unsere Erwartung ist, dass wir da zu durchschnittlich zwei Prozent im Euroraum zurückkehren werden. In Großbritannien könnte es etwas länger dauern. Da haben sich womöglich die Inflationserwartungen entankert. Aber mit etwas Verzögerung werden wir uns da auch in Richtung von zwei Prozent Inflation bewegen.

**Wie weit dürfte die Europäische Zentralbank die Zinsen dann noch senken?**

Wir rechnen mit fünf weiteren Zinssenkungen der EZB um jeweils 0,25 Prozent-

punkte in diesem Jahr. Dann läge der Einlagensatz, den Banken für ihre Einlagen bei der Notenbank bekommen und der auch für die Sparzinsen eine gewisse Rolle spielt, bei 1,75 Prozent im Juli. Auch auf ihrer Sitzung in dieser Woche dürfte die EZB die Leitzinsen senken.

**Wird sich denn die deutsche Wirtschaft nach Ihrer Einschätzung bald erapeln?**

Die deutsche Wirtschaft läuft vergleichsweise schwach. Für das Jahr 2025 erwarten wir nur ein Wachstum von 0,3 Prozent. Hinter dieser Schwäche steckt eine Mischung aus kurzfristigen konjunkturellen und strukturellen Schwierigkeiten.

**Wo liegen denn aus Ihrer Sicht strukturelle Schwächen der Wirtschaft in Deutschland – und was könnte man dagegen machen?**

Hohe Energiekosten sind ein strukturelles Problem und beispielsweise verstärkte Konkurrenz aus China. Die deutsche Wirtschaft müsste versuchen, den Schwerpunkt zu verlagern, weg von Produkten, bei denen das Land keine Wettbewerbsvorteile mehr hat. Man müsste mehr Wachstum in Zukunftsbranchen generieren, beispielsweise dem Technologie- oder dem Biotechnologie-Sektor. Das ist alles nicht leicht, aber das muss man es angehen. Ich wäre zudem dafür, dass der deutsche Staat die Schuldenbremse reformiert. Sie ist aus meiner Sicht zu orthodox. Da gäbe es Möglichkeiten, wie man mehr Investitionen ermöglicht, Deutschland hat noch fiskalisches Spielraum. Aktuell lastet zudem die Unsicherheit über Amerikas Zollpolitik sehr auf der deutschen Wirtschaft.

**Muss Deutschland sich nach Ihrer Einschätzung auf höhere Zölle während der Trump-Zeit einstellen?**

Ich denke ja. Es gibt nach meiner Einschätzung durchaus eine gewisse Wahrscheinlichkeit, dass es in Amerika neue Zölle geben wird, die Deutschland treffen werden. Vor allem mit Zöllen auf Autos sollte Deutschland rechnen. Die Automobilbranche ist für Deutschland ja sehr

## Der Goldman-Ökonom

Es gibt nicht viele Menschen aus Deutschland, die in der amerikanischen Finanzwirtschaft eine wichtige Rolle spielen. Jan Hatzius ist einer von ihnen. Geboren 1968 in Heidelberg, ist der promovierte Ökonom nach Phasen als Wissenschaftler unter anderem in Kiel, Oxford und London seit 1997 bei der amerikanischen Investmentbank Goldman Sachs tätig. Zunächst arbeitete er in deren Frankfurter Niederlassung, seit 1999 in New York City. Heute ist Hatzius Chefvolkswirt und trägt den Titel „Head of Global Investment Research“. Zugleich ist er Mitglied im mächtigen Führungsgremium der illustren Bank, dem „Management Committee“.



Jan Hatzius

Foto Bloomberg

Das Gespräch führte **Christian Siedenbiedel**.