

DROHENDE  
REZESSION

WIE LANGE DAUERT  
DER SHUTDOWN?

VERLAUF  
IN CHINA

KÖNNEN WIR  
OPTIMISTISCH SEIN?



# KAPITALMARKT- PROGNOSE

SONDEREDITION APRIL 2020



**GRÜNER FISHER**  
INVESTMENTS

Mitglied im  
**V|U|V**  
Verband unabhängiger Vermögensverwalter  
Deutschland e.V.

For Verbraucher empfohlen vom  
**Bundesverband**  
*Initiative 50Plus*

## GIER UND ANGST

Eines der berühmtesten Zitate von Warren Buffett lautet: „Sei ängstlich, wenn andere gierig sind, und sei gierig, wenn andere ängstlich sind.“ Heute ist die Angst allgegenwärtig. Aus unserer Sicht ist es heute also an der Zeit, gierig zu werden.

Nachdem in den ersten sechs Wochen dieses Jahres neue Allzeithochs erreicht wurden, brachen globale Aktien in der Folge ein und erreichten innerhalb von nur 21 Tagen den Bereich, den man gemeinhin als Bärenmarkt definiert – mit einer Abwärtsbewegung von mehr als 20 Prozent. Somit wurde der schnellste Bärenmarkt der Geschichte Realität. Wie Sie sicherlich wissen, wird der Abschwung der globalen Ausbreitung von COVID-19 zugeschrieben, wobei wir glauben, dass dies größtenteils richtig ist. Aus unserer Sicht ist jedoch der naheliegende Grund nicht die Krankheit in Form einer Pandemie – auch wenn diese mit extrem tragischen Folgen verbunden ist. Der Zusammenbruch der Aktien ist vor allem durch die gesellschaftliche Antwort auf diesen Ausbruch ent-

standen, ohne hierbei eine Wertung dieser Entwicklung vornehmen zu wollen.

Ein breites Spektrum von Organisationen – Unternehmen, regionale und nationale Regierungen, Nichtregierungsorganisationen – haben bereits auf das Virus reagiert, indem sie umfassende Restriktionen für Wirtschaft und Gesellschaft in Kraft gesetzt haben. Diese Beschränkungen zogen sprichwörtlich die Bremse für die wirtschaftliche Expansion. Aktienmärkte bewegen sich in der Regel deutlich vor zyklischen Verschiebungen der Wirtschaft (von Wachstum zu Rezession und wieder zurück). Bärenmärkte starten gewöhnlich langsam, während sie analog nach und nach wachsende Anzeichen einer drohenden Rezession einpreisen. Dieses Mal jedoch wurden die Märkte gezwungen, die durch die kurzfristig eingeführten Restriktionen gestiegene Rezessionswahrscheinlichkeit in einer Plötzlichkeit einzupreisen, wie es zuvor wahrscheinlich niemand für möglich gehalten hätte.

Bärenmarkt		Renditen nach dem Tief		
Start	Ende	nach 6 Monaten	nach 12 Monaten	nach 18 Monaten
07.09.1929	01.06.1932	53,0%	121,4%	125,2%
06.03.1937	28.04.1942	24,6%	53,7%	60,1%
29.05.1946	13.06.1949	22,8%	42,1%	45,2%
02.08.1956	22.10.1957	9,8%	31,0%	48,1%
12.12.1961	26.06.1962	20,5%	32,7%	42,0%
09.02.1966	07.10.1966	22,1%	32,9%	27,4%
29.11.1968	26.05.1970	22,8%	43,7%	32,2%
11.01.1973	03.10.1974	30,9%	38,0%	64,2%
28.11.1980	12.08.1982	44,1%	58,3%	52,6%
25.08.1987	04.12.1987	19,0%	21,4%	45,4%
16.07.1990	11.10.1990	27,8 %	29,1 %	36,8%
24.03.2000	09.10.2002	11,5%	33,7%	46,7%
09.10.2007	09.03.2009	52,7%	68,6%	63,2%
<b>Durchschnitt:</b>		27,8%	46,7%	53,0%
<b>Median:</b>		22,8%	38,0%	46,7%

Quelle: FactSet, S&P 500 Kursindex-Renditen 6, 12 und 18 Monate nach dem Tiefpunkt eines Bärenmarkts, 1926 - 2020.

Somit ist die Ursache dieses Bärenmarkts historisch einzigartig. Fast immer enden solche Phasen mit einer „V“-förmigen Erholungsbewegung im Chartbild. Nach 6, 12 und 18 Monaten stehen die Kurse dann bereits deutlich höher. Das stellt die Basis der Weisheit von Buffetts Ratschlag dar.

In der vorangegangenen Grafik kann man die Renditen des amerikanischen S&P 500 nach 6, 12 und 18 Monaten nach einem Bärenmarkttiefpunkt seit 1926 sehen – dem Zeitpunkt, ab dem eine nachvollziehbare Datenaufzeichnung besteht. Wie Sie an dieser Darstellung sehen können, beginnen Bullenmärkte mit einem dynamischen Sprung nach oben.

## WANN FOLGT DER REBOUND?

Viele Investoren fragen sich in diesen schwierigen Zeiten, wann der Bärenmarkt seinen Tiefpunkt erreicht. Die kurze Antwort hierauf ist, dass wir das nicht wissen – und wir glauben nicht, dass es irgendjemandem anders ergeht. Ein neuer Bullenmarkt kann begonnen haben, bevor Sie diese Sätze lesen oder aber er kann auch noch eine Zeit lang auf sich warten lassen. Wir sehen jedoch grundsätzlich zwei mögliche Pfade für Aktien: Entweder verschwindet COVID-19 mit dem Ende der Grippezeit – wahrscheinlich nur noch wenige Wochen entfernt, was den Entscheidungsträgern erlauben würde, die restriktive Umgangsweise mit Wirtschaft und Gesellschaft zügig aufzuheben. Oder es dauert deutlich länger, was bedeutet, dass einige Restriktionen längerfristig bestehen bleiben – was wiederum die Wahrscheinlichkeit einer Rezession erhöht und die Erholungsbewegung verzögern würde.

Ein Ansatz, der von vielen beim Versuch, die Ausbreitung von COVID-19 zu verlangsamen, befürwortet wird, ist die „soziale Distanzierung“. Die Zeit wird zeigen, wie effektiv diese Maßnahmen dabei sind,

die Dauer einzugrenzen und das Ausmaß dieses Ausbruchs zu verlangsamen. Die wirtschaftlichen und sozialen Einflüsse sind jedoch aus unserer Sicht unabhängig von ihrer Bewertung bedeutsam und unmittelbar. Reisen, Konzerte, Sport-Events und Meetings werden verschoben, was zu Verlusten und vernichteten Investments für die Vorbereitungen führt. Geschlossene oder nur teilweise arbeitende Geschäftszweige werden aufgrund von politischen Anordnungen mit einem Schlag getroffen, was auch zu nachgelagerten Effekten führt. Geld, das ein Business-Reisender ausgibt, um an einer Konferenz teilzunehmen (für Flüge, Aufenthalt im Hotel, Essen) und alle weiteren hiermit verbundenen Ausgaben fließen normalerweise an Geschäftszweige, die es wiederum für Vorräte, Personal und Infrastruktur ausgeben. Indem man diese Kette unterbricht, entsteht ein Multiplikationseffekt, bei dem fehlende Ausgaben von heute andere Ausgaben von morgen verhindern. Das ist es, was Aktien richtigerweise eingepreist haben, als sie in einen Bärenmarkt abgedriftet sind.

## LIQUIDITÄT UND COMPUTERGESTÜTZTER HANDEL

Außerhalb des externen Schocks der Marktunterbrechung glauben wir, dass es einige strukturelle Marktfaktoren sind, die dabei helfen können, die extreme Volatilität seit Ende Februar zu erklären. Zum einen hat die veränderte Regulierung im Anschluss an die Finanzkrise dazu geführt, dass die Liquidität während solcher Perioden mit enormem externen Stress wie derzeit besonders niedrig ist. Zum anderen hat der Anstieg von Algorithmusbasierten Handelsvolumina dazu geführt, dass die Volatilität zunimmt. Diese Strategien handeln alle anhand von üblichen „Triggern“, wie beispielsweise während einem starken Anstieg der Volatilität.

Neue Regulierungen und Vorschriften haben meist gewollte und ungewollte Konsequenzen. Die erlassenen Vorschriften im Anschluss an die Finanzkrise, wie beispielsweise Basel III, waren dazu gedacht, das Finanzsystem vor ähnlich katastrophalen Entwicklungen zu schützen. Sie schwächten jedoch ebenso die firmeneigenen Handelsabteilungen der Banken. Diese agieren häufig als Market Maker und liefern somit dauerhaft Kauf- und Verkaufskurse, jedoch wurde der Eigenhandel über die *Volcker-Rule* eingeschränkt und die sogenannte *Dodd-Frank Wall Street Reform* verpflichtet Banken, nahezu neutrale Positionierungen einzugehen. Dementsprechend dürfen sie

innerhalb dieser Funktion nicht deutlich mehr Aktien kaufen als sie verkaufen. Die Lücke des Eigenhandels wurde durch Hochfrequenzhändler geschlossen, welche jedoch darauf programmiert sind, Risiken zu vermeiden und in volatilen Phasen ebenso eine neutrale Positionierung einnehmen.

Das Ergebnis all dieser Entwicklungen ist aus unserer Sicht, dass Märkte weniger liquide sind. Angebots- und Nachfragekurse waren im gesamten März 2020 außerordentlich weit voneinander entfernt. Somit kann es passieren, dass man beim Handel eine ver-

steckte Gebühr bezahlt. Doch auch die Ausschläge der Kursentwicklungen wurden hierdurch immens gesteigert. Entscheidend an dieser Stelle ist die Zusammensetzung der Algorithmus-basierten Trading-Strategien. Sie reagieren größtenteils auf die gleichen Parameter und fluten somit kurzfristig den Markt mit Verkaufsborders. Doch unabhängig von solchen kurzfristigen Einflussfaktoren wird der Bärenmarkt enden. Sobald dies geschieht, wird die Erholungsbewegung sehr ähnlich zur Abwärtsbewegung ablaufen. Die Gründe sind hierbei die gleichen.

## DIE DAUER ZÄHLT, NICHT DIE GRÖSSENORDNUNG

Eine der am häufigsten gestellten Fragen in der aktuellen Lage ist die, wie tief der aktuelle Bärenmarkt fallen kann. Ähnlich wie bei der Frage nach dem Tiefpunkt glauben wir jedoch, dass das nicht planbar ist. Glücklicherweise ist das aus unserer Sicht auch nicht die wichtigste Frage. Für die Aktienmärkte ist in der aktuellen Lage die Dauer des Bärenmarkts viel entscheidender als die Größenordnung. Die Geschichte lehrt uns, dass je stärker die Abwärtsbewegung in einem Bärenmarkt verläuft, desto stärker ist auch die folgende Aufwärtsbewegung. Es würde uns immens überraschen, wenn es dieses Mal anders wäre.

Daher denken wir, dass die Dauer der Marktphase der wichtigere Faktor ist. Falls COVID-19 mit der normalen Grippewelle verschwindet, wovon einige Experten wie beispielsweise Zhong Nanshan – der chinesische Experte, der für die Bekämpfung des Corona-Virus im Jahr 2003 zuständig war – überzeugt sind, kann die Erholung dynamisch folgen und Aktienmärkte sollten deutlich schneller neue Hochpunkte erreichen, als sich in der aktuellen Lage viele vorstellen können. Wir sehen bereits Anzeichen hierfür in Chinas Provinz Hubei, in welcher der Virus ausbrach. Der 19. März 2020 markierte einen Tag, an dem von offizieller Stelle keine weiteren Neuinfektionen verkündet wurden. Schon eine ganze Weile hat die Welle der Erkrankungen in China abgenommen. Kurzfristig errichtete Krankenhäuser für die Bewältigung der Krankewelle sind nun geschlossen. Wie wir zeigen werden, entwickelt sich das wirtschaftliche Leben zurück zu einer gewissen Normalität, auch wenn nach dem kurzfristigen Schock noch nicht von einem Normalzustand gesprochen werden kann.

Falls sich dieses Szenario global fortsetzt, könnte die Normalität schnell zurückkehren, was den wirtschaftlichen Schaden minimieren würde. Der scharfe Abschwung, den wir erlebt haben, würde in diesem Fall in der Rückwärtsbetrachtung mehr wie eine überdimensionale Korrektur wirken und tendenziell weniger wie ein Bärenmarkt. Wahrscheinlich würden bei einer solchen Entwicklung die wachstumsorientierten, qualitativ hochwertigen Firmen zügig die Marktführerschaft zurückerobern, auch wenn sie sich während der aktuellen Entwicklung bereits deutlich besser entwickelt haben als kleine Werte aus dem Value-Bereich. Die wirtschaftlichen Daten nehmen so oder so zumindest einen kurzfristigen Rückschlag hin, möglicherweise auch einen etwas größeren. Ob es eine Rezession ist, bleibt noch unklar, auch wenn die Wahrscheinlichkeit dafür deutlich gestiegen ist.

Falls es jedoch deutlich länger dauert, bis COVID-19 wieder verschwindet und / oder die Beschränkungen der Wirtschaft lange Zeit bestehen bleiben, ist eine Rezession vorprogrammiert. Dies wiederum würde die Erholung der Aktienmärkte verschieben – was bleibt, ist die Gewissheit, dass Aktienmärkte sich in jedem Fall erholen, bevor die Rezession ihr Ende findet. In solchen Zeiten ist es vor allem die Stimmung unter Investoren, die zählt. Ähnlich wie in einer Euphorie in positiven Zeiten, in der die Stimmung nach oben überschießt und die Realität nicht mehr mit der Erwartungshaltung mithalten kann, entwickeln sich Märkte in Bärenmärkten genau umgekehrt. Aktien werden blind verkauft, ohne den Firmen einen fairen Wert beizumessen. Verkaufsgründe sind Verlustbegrenzungen und nicht die fundamental begründeten Sorgen. Somit überschießt die Stimmung nach unten.

In guten Zeiten können teure Aktien noch teurer werden, in schlechten Zeiten jedoch auch die günstigen noch günstiger. Schuld daran sind die Stimmung und die menschliche Tendenz, die jüngste Entwicklung einfach fortzuschreiben. Diese irrationale Verhaltensweise entsteht in der Panik.

Wenn dann die Realität lediglich nicht so schlimm ist wie befürchtet, entsteht das „V“. Wie wir zeigen werden, kann dies weit vor der eigentlichen Klarheit eines absehbaren Endes der rezessiven Phase geschehen. Auf bessere Zeiten zu warten, kann hierbei extrem teuer sein.

## STIMULUS SCHLÄGT TEILWEISE FEHL

Regierungen und Zentralbanken reagierten in typischer Art und Weise, wenn ein negativer Einflussfaktor gegenüber der wirtschaftlichen Entwicklung zuschlägt: Sie verwenden einen fiskalischen Stimulus und einen Geldmarktstimulus, um so zu versuchen, den negativen Einfluss zu begrenzen. Aus unserer Sicht gibt es jedoch ein Limit bezüglich der Effektivität im aktuellen Szenario – und manche Maßnahmen ergeben keinen wirtschaftlichen Sinn. Selbst die Dinge, die positiv wirken, können die plötzlichen Wirtschaftsunterbrechungen wahrscheinlich nicht ausgleichen. Trotzdem werden sie wahrscheinlich einen Beitrag leisten, wenn irgendwann die Erholungsbewegung einsetzt.

Regierungen und Zentralbanken reagierten in typischer Art und Weise, wenn ein negativer Einflussfaktor gegenüber der wirtschaftlichen Entwicklung zuschlägt: Sie verwenden einen fiskalischen Stimulus und einen Geldmarktstimulus, um so zu versuchen, den negativen Einfluss zu begrenzen. Aus unserer Sicht gibt es jedoch ein Limit bezüglich der Effektivität im aktuellen Szenario – und manche Maßnahmen ergeben keinen wirtschaftlichen Sinn. Selbst die Dinge, die positiv wirken, können die plötzlichen Wirtschaftsunterbrechungen wahrscheinlich nicht ausgleichen. Trotzdem werden sie wahrscheinlich einen Beitrag leisten, wenn irgendwann die Erholungsbewegung einsetzt.

## HELFEN DIE ZENTRALBANKEN?

Auf globaler Ebene ließen die Reaktionen der Zentralbanker auf die aktuelle Krise nicht lange auf sich warten. Mit dem Ziel, das Vertrauen der Investoren zu sichern, erweiterten die Bank of Japan (BoJ) und die Europäische Zentralbank ihre Anleihekaufprogramme, die als Quantitative Easing (QE) bekannt sind. Zwei Mal reduzierte die Bank of England (BoE) ihren Zins, reduzierte die Übernacht-Zinsen von 0,75 Prozent auf 0,1 Prozent und startete ein neues QE-Programm. Die amerikanische Fed vollführte jedoch die massivste Aktion. In zwei Stufen reduzierte sie den erst jüngst erhöhten Zins zurück auf ein Niveau von 0 – 0,25 Prozent. Gleichzeitig startete sie ein neues QE-Programm mit einem Volumen von 700 Milliarden US-Dollar, mit welchem langfristige Staatsschulden und hypothekenbesicherte Wertpapiere aufgekauft werden sollen. Alte Maßnahmen aus Zeiten der letzten Finanzkrise wurden wieder in Kraft gesetzt. Hierbei wurde eine Sicherung für den kurzfristigen Kreditbedarf in Form von Commercial Papers einbezogen. Ebenso wurde es den Banken erlaubt, ihr Kapital unter die Minimalgrenzen der Kapitalanforderungen zu bewegen, um so die Kreditvergabe am Laufen zu halten. Die gesamten Maßnahmen stellen einen bunten Mix dar. Einige sollten dabei helfen, die Liquidität zu steigern, was Haushalten und Wirtschaftszweigen dabei hilft, die wirtschaftliche Pause zu überstehen. Bei einer eventuellen Erholung, sobald sie beginnt, dienen sie wiederum als Starthilfe. Andere, wie beispielsweise QE, sind aus unserer Sicht kontraproduktiv.

Die direkte Marktreaktion war größtenteils negativ – insbesondere gegenüber den Maßnahmen der Fed. Die erste Zinssenkung der Zentralbank wurde im Notfallmeeting im März verkündet, die erste Aktion zwischen regulären Meetings seit der Finanzkrise 2008/09. Die Intention der Fed war hierbei, zu zeigen, dass sie handlungsfähig und willig ist, alle notwendigen Maßnahmen auch durchzuführen. Die Wirkung war jedoch eine andere. Investoren fürchten in solchen Zeiten, dass die Zentralbanken mehr wissen als alle anderen und interpretieren somit derartige Aktionen als Zeichen notwendiger Panik. Als dann das zweite Notfallmeeting einberufen wurde, sorgte dies noch einmal für zusätzliche Sorgen, da sie die Ergebnisse an einem Sonntag veröffentlichte – eine Aktion, die aus Vorsorge nach Lehren aus der Krise um Lehman Brothers entstand. Am nächsten Morgen fielen die Märkte als Reaktion und am Tagesende hatte der Markt den schlimmsten Absturz seit dem „Schwarzen Montag“ im Jahr 1987 erlebt. Wir können es nicht sicher sagen, aber fragen uns, ob die Marktreaktion etwas ruhiger ausgefallen wäre, wenn die Fed mit ihren Maßnahmen drei weitere Tage bis zu ihrem regulären Meeting gewartet hätte. Durch diese Vorgehensweise wurde die Botschaft an Marktteilnehmer gesendet, dass ein drei Tage vorher stattfindendes Notfallmeeting zwingend notwendig sei. Panikartige Reaktionen auf eine derartige Botschaft sind somit zumindest nachvollziehbar.

Wenn man das Timing solcher Maßnahmen beiseite lässt, ergibt sich ein gemischtes Bild an Aktionen. Maßnahmen zur Liquiditätssicherung sind in der Theorie hervorragend und können sich als extrem hilfreich erweisen. Unzählige kleine Geschäfte werden zur Schließung gezwungen und niemand möchte Insolvenzen von Restaurants, Brauereien, Geschäften, Zahnärzten oder anderen sehen, nur weil die Umsätze ausfallen und die Fixkosten nicht bezahlt werden können. Dies würde einen heftigen Kollateralschaden bedeuten. Daher schaffen Zentralbanken lediglich Bedingungen für Banken, die es ihnen ermöglichen, der Wirtschaft über den Berg zu helfen.

Aber nur die Zeit kann zeigen, ob diese Strategien in der realen Welt so viel erwirken wie in der Theorie. Es klingt hilfreich, den Banken zu erlauben, ihre Kapitalreserven unter die Mindestanforderungen zu senken. Allerdings hielten Banken bislang Kapital, das weit über den Mindestanforderungen lag. Die Regulierung zieht somit keine unmittelbaren Entscheidungen für die Kreditvergabe nach sich. Ebenso versucht die Fed, Banken dazu zu bringen, kurzfristig Geld mit einem Discount direkt bei der Fed zu leihen. Bislang war ein solches Vorgehen einer Bank meist ein Notzeichen und stigmatisierte diese. Somit wollten im Anschluss andere Marktteilnehmer keine Geschäfte mehr mit dem betroffenen Institut durchführen. Das ist in Ordnung, aber Banken zahlen aktuell 0,25 Prozent für solche Kredite, was über der effektiven Fed-Rate liegt, zu der Geld im Interbankenhandel gehandelt wird. Somit besteht überhaupt kein Interesse für Geldinstitute, dieses Instrument zu nutzen, so lange andere Banken bereit sind, dieses Kapital kurzfristig zur Verfügung zu stellen. Nutzt ein Institut trotzdem diese Kapitalquelle, ist das in diesen Tagen nach der Zinssenkung kein gutes Zeichen mehr, da sie effektiv einen höheren Zins zahlt. Dies würde dafür sprechen, dass kein anderes Institut mehr bereit ist, dieser Bank Geld zum normalen Interbankenzins zu verleihen.

In der Historie nutzte die Fed das Discount-Fenster dazu, Liquidität am Markt sicherzustellen, indem ein niedrigerer Zins als der Interbankenzins zur Verfügung gestellt wurde. Das erlaubte es Banken, Geld von der Fed zu leihen und dann kurzfristig an andere Institute weiter zu verleihen – ein mächtiges Instrument. Sie nutzten diese Möglichkeit im Jahr 2008 nicht und verzichteten offensichtlich auch heute darauf. Dies ist für uns nicht nachvollziehbar, da in diesen Tagen die Liquidität am niedrigsten ist. Also exakt in dem Moment, in welchem man ein solches Instrument am dringendsten bräuchte, wird es nicht eingesetzt. Wir glauben, dass die aktuelle Phase nicht darauf angewiesen sein wird, denn Banken sitzen aktuell auf Bergen von Liquidität.

Wir glauben, dass die negativste Aktion der Zentralbanken die Steigerung oder Wiedereinführung von QE ist. Zum einen verstehen wir die Notwendigkeit nicht. Langfristige Anleihekäufe verfolgen zwei Ziele. Zum einen geht es darum, Banken mit Reserven zu fluten, was offensichtlich aktuell unnötig ist, wenn man sich die letzten Berichte der Überschussreserven anschaut. Zum anderen werden die langfristigen Zinsen gesenkt – ebenso unnötig. Die Renditen von mit hervorragenden Ratings versehenen Anleihen sind gestiegen, das ist richtig. Sie haben jedoch lediglich Renditen erreicht, die wir zuletzt im Juli 2019 gesehen haben.

Ebenso existiert einfach kein Beweis dafür, dass QE an irgendeiner Stelle bislang jemals funktioniert hat, wenn es eingesetzt wurde. Immer wurde die Differenz zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinsen geringer – die Zinsstrukturkurve flachte ab. Aus unserer Sicht leiden darunter die Kreditvergabe und das Wachstum des Geldangebots. Banken leihen sich kurzfristig Geld und verleihen es langfristig. Die Differenz dazwischen ist ihr Gewinn. Somit ist dies eine Annäherung dafür, wie hoch die Bereitschaft der Banken ausfällt, Kredite zu vergeben. Die kurzfristigen Zinssenkungen in den USA und Großbritannien mildern diesen Effekt kurzfristig, aber wir sehen ein klares Risiko, dass eine mögliche Erholung von einer zu flachen Zinsstruktur in der Folge verhindert wird, sobald sich die Zustände normalisieren.

Genau das geschah über Jahre, als die expansive Phase im Juli 2009 begann. Das Kreditwachstum und das Geldmengenwachstum waren in den USA deutlich niedriger in den ersten fünf Jahren als in allen anderen expansiven Phasen seit dem Zweiten Weltkrieg. In Großbritannien fielen die Kreditvergabe und die Geldmenge sogar für eine gewisse Zeit. Wir sagen nicht, dass dies automatisch auch dieses Mal geschieht, aber es scheint kontraproduktiv zu sein, wenn die Fed eine Menge an Liquiditätsmaßnahmen und gleichzeitig Maßnahmen zur Abflachung der Zinsstruktur durchführt – insbesondere dann, wenn man weiß, dass die aktuelle Fed die Zinsstrukturkurve anders als ihre Vorgänger genau beobachtet.

Wir denken nicht, dass die Aktionen der Zentralbanken die Erholung verhindern, aber wir bezweifeln, dass diese dadurch beschleunigt wird. Letztendlich wird eine Normalisierung der wirtschaftlichen Zustände einen viel größeren Einfluss auf die Geschwindigkeit der Erholung und die Stimmung der Investoren haben als die Geldpolitik. Zinssenkungen können die Quarantäne nicht beenden oder Geschäfte wieder öffnen. Zentralbanken sind keine Retter.

Trotz allem sind wir fest davon überzeugt, dass die globale Wirtschaft keinen Retter braucht. Das langfristige Verständnis von Investoren für Aktionen der Zentralbanken beinhaltet schon immer falsche

Vorstellungen. Eine Erholung, die dann kommt, wenn jeder denkt, dass die Zentralbanken nun ohne Munition dastehen, kann aus unserer Sicht eine positive Überraschung für die Märkte darstellen.

## FISKALISCHER STIMULUS: EIN GRÖSSTENTEILS UNNÖTIGER SILBERSTREIF

Während die Reaktionen der Regierungen und Institutionen zu einem Shutdown der Wirtschaft geführt haben, versuchen Regierungen dies mit steuerlichen Maßnahmen und der Erhöhung der Staatsausgaben zu bekämpfen. Der Vorreiter hierbei war Großbritannien, das bereits Anfang März ein Fiskalpaket verabschiedete. Andere europäische Länder folgten schnell. Inzwischen wurde auch in den USA ein billionenschweres Fiskalpaket erlassen. Aus unserer Sicht überschießen diese Maßnahmen wahrscheinlich, besonders dann, wenn der Virus mit der normalen Grippesaison verschwinden sollte.

Regierungen wollen aktuell gerne den Anschein erwecken, dass sie zur Rettung schreiten. Aber ähnlich wie bei der Geldpolitik kann ein Fiskalpaket den sofortigen Einfluss eines Shutdowns nicht ausgleichen. Diese Maßnahmen brauchen ihre Zeit, in der Gesellschaft anzukommen, und werden nicht alle auf einmal wirken.

Doch sobald die Geschäfte wieder öffnen und die Erholung beginnt, glauben wir, dass eine massive Welle an Liquidität und andere Mechanismen einen Rückenwind liefern sollten. Während einer Rezession kann ein Fiskalpaket dazu dienen, der Nachfrage eine Art Starthilfe zu geben, da es erst einen gewissen Teil an Privatausgaben und Investitionen ermöglicht, die anderweitig nicht möglich wären. Das wiederum bewegt Geld in den Wirtschaftskreislauf, welches daraufhin zirkuliert und Wohlstand schafft. Nach der Finanzkrise half eine massive Wand an Fiskalpaketen auf globaler Ebene, die Wirtschaft wieder in Schwung zu bringen. Doch auch wenn die Stimuli nicht funktionieren, wird sich die Wirtschaft erholen. Nach der Eurokrise 2011 bis 2013 und der dazugehörigen Rezession führten viele Regierungen Sparmaßnahmen durch – das Gegenteil von Stimulus. Trotzdem erholten sich die Aktienmärkte und die Eurozone gegen diesen Widerstand.

  
*„Ein Fiskalpaket kann den Einfluss eines Shutdowns nicht ausgleichen.“*

## AUF DER SUCHE NACH HINWEISEN IN CHINA

Während niemand wirklich wissen kann, wie lange der aktuelle Shutdown dauern oder wie hart der wirtschaftliche Einfluss sein wird, kann man die chinesische Perspektive einnehmen, um eine mögliche Perspektive zu erhalten. Am 23. Januar 2020, fast genau einen Monat nach den ersten Gerüchten um einen möglichen neuen Corona-Virus, riegelten die chinesischen Behörden die Stadt Wuhan in der Provinz Hubei ab, dem Epizentrum der aktuellen Krise. Parallel zur Ausbreitung des Virus in China verbreiteten sich auch die Maßnahmen zur Eindämmung. Andere Städte wurden effektiv abgeriegelt. Metropolen wie Shanghai und Peking erlebten geringere Restriktionen. Trotzdem schätzen Experten, dass ca. 500 Millionen Menschen und damit in etwa 35 Prozent der Bevölkerung in 20 Provinzen und Regionen in irgendeiner Form von Restriktionen während der Eindämmungsbemühungen betroffen waren.

Am Ende führte all das zu einer Verlängerung des üblichen Shutdowns von normalerweise nur einer Woche – zum chinesischen Neujahrsfest – auf nun

vier bis sechs Wochen. Normalerweise kehren in China viele Menschen Ende Januar für eine Woche zu ihren Familien zurück – dieses Mal waren zu dieser Zeit jedoch viele in Quarantäne und waren für mehrere Wochen nicht in der Lage, arbeiten zu gehen. Im März jedoch gingen die Menschen wieder auf die Arbeit, nachdem Reisebeschränkungen gelockert und Geschäfte wieder geöffnet wurden. Nicht alle auf einmal – und manche sagen, dass Millionen von Arbeitern in ihren Heimatstädten isoliert blieben. Die Normalisierung hat jedoch unzweifelhaft mit der Abflachung der Infektionskurve begonnen.

Wir befinden uns noch am Anfang bei dem Versuch, die wirtschaftlichen Auswirkungen zu verstehen. China hat die wirtschaftlichen Daten für Januar und Februar 2020 kombiniert herausgegeben. Mit diesen wurde ein historisch schlechter Wert vermeldet.

Chinesische Daten	Jan-Feb
Einzelhandelsumsatz	-20,5 %
Industrieproduktion	-13,5 %
Exporte	-17,2 %
Importe	-4,0 %
Investments in Anlagevermögen	-24,5 %

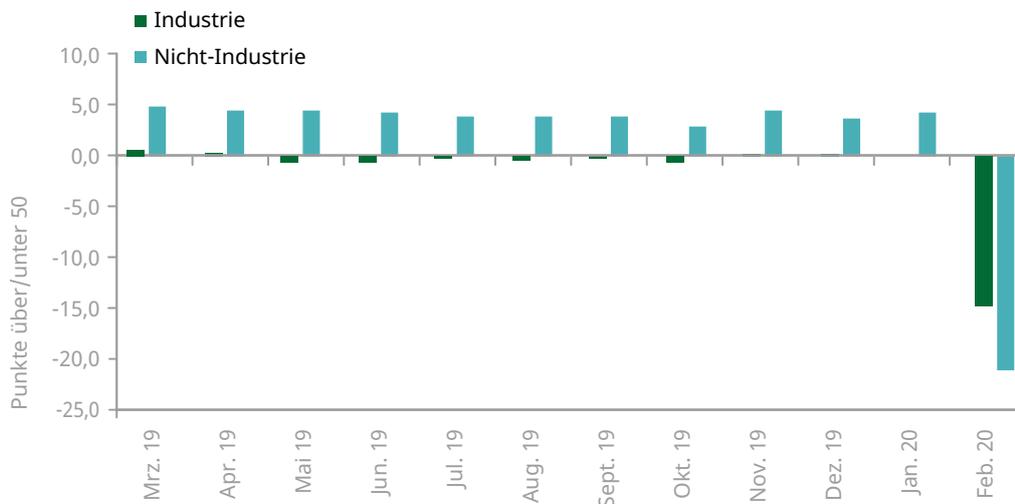
Quelle: FactSet und China National Bureau of Statistics

  
*„Die Normalisierung  
 beginnt mit der Abflachung  
 der Infektionskurve.“*

Ähnlich verhält es sich mit den staatlich durchgeführten Einkaufsmanagerindizes – Umfragen, die versuchen, die Breite von Wachstum zu messen.

Die Werte implodierten im Februar, was die Schließungen widerspiegelt.

## OFFIZIELLE EINKAUFSMANAGERINDIZES FÜR CHINA



Quelle: FactSet

Die entscheidende Frage ist nun, wie lange diese Werte schwach bleiben. Die meisten Wirtschaftsexperten erwarten eine Kontraktion im 1. Quartal, was selbstverständlich möglich ist. Es ist jedoch nicht sicher. Die wirtschaftlichen Aktivitäten sind im März bereits langsam zurückgekehrt – in dem Monat, der normalerweise circa 40 Prozent des Bruttoinlandsprodukts im ersten Quartal ausmacht. Satellitenbilder zeigen, dass Fabriken wieder anlaufen. Reisebeschränkungen im Inland werden aufgehoben, was Arbeitern ermöglicht, in die Fabriken zurückzukehren. Zum schlimmsten Zeitpunkt des Ausbruchs waren 1.119 Zu- und Abfahrten von Autobahnen geschlossen. Jetzt haben alle bis auf zwei wieder geöffnet. Von 12.028 Gesundheits- und Quarantänestationen rund um die Autobahnen wurden 11.198 inzwischen entfernt. Selbst in Wuhan erwartet man, dass die meisten Geschäfte bis zum

20. März wieder geöffnet haben. Hieraus ergibt sich ein zweimonatiger Shutdown, was viel kürzer ist, als viele zunächst vermuteten. Die ersten Anzeichen mehrten sich, dass Nachfrage nach den produzierten Gütern der Fabriken besteht. Einkaufsmanagerindizes auf globaler Ebene zeigen sinkende Lagerbestände und steigende Bestellungen. Dies lässt vermuten, dass die von einer gesunden Nachfrage getriebene Erholung wahrscheinlich ist, sobald die Unterbrechungen enden.

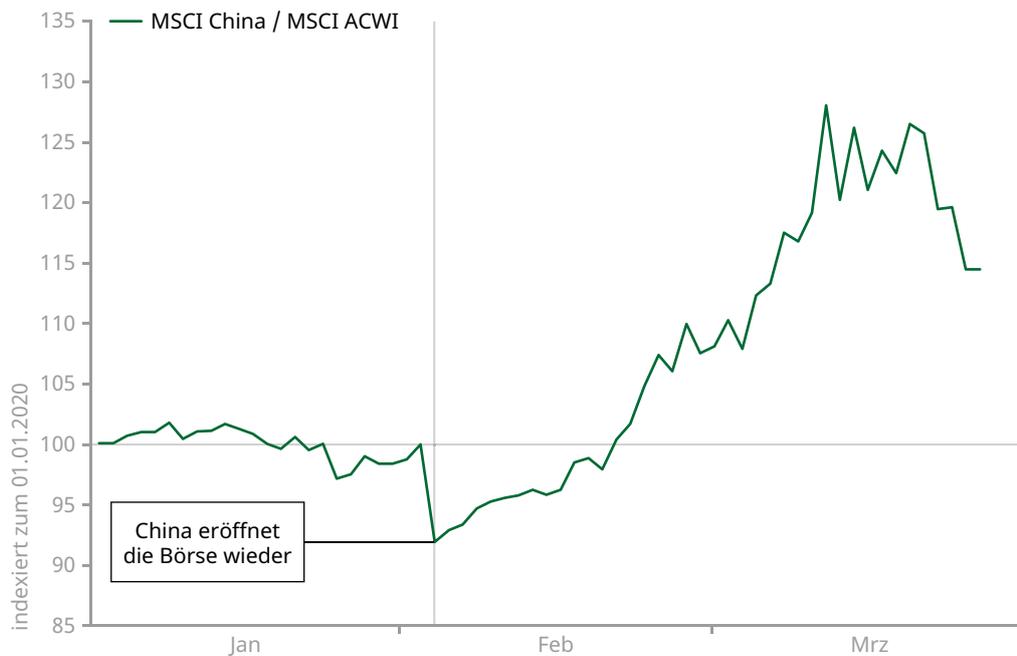
+

*„Die wirtschaftlichen Aktivitäten sind im März langsam zurückgekehrt.“*

Selbst wenn das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal sinkt, denken wir, dass man diese Zahl im Zusammenhang sehen muss – eine automatische Folgerung für eine langfristige Rezession ist zu kurz gedacht. Eine kurze Kontraktion, gefolgt von einer dynamischen Erholung durch die Normalisierung des Lebens und die Bearbeitung der vollen Auftragsbücher würde für die Welt ein gesundes Zeichen senden und die Wahrscheinlichkeit verringern, dass eine lange globale Rezession entsteht. Chinesische Aktien preisen eine Erholung bereits ein. Der MSCI

China A Index, in welchem die Festlandaktien Chinas vereint sind, zeigt eine klare Outperformance gegenüber dem MSCI World All Country Index (globaler Aktienindex der Industrie- und Schwellenländer) seit dem Tag, an dem die chinesischen Märkte nach der jährlichen Urlaubsschließung wieder eröffnet haben. Genauso wie China der Vorreiter bei der Abwärtsbewegung aufgrund der Krankheitsverbreitung war, sind sie nun Vorreiter für die Erholung. Dies liefert Gründe, um für den Rest der Welt optimistisch zu sein.

## CHINESISCHE OUTPERFORMANCE



Quelle: FactSet



„China wird zum Vorreiter der Erholung – ein optimistisches Zeichen.“

## DIE KURZFRISTIGEN WIRTSCHAFTSDATEN GEBEN KEINEN HINWEIS

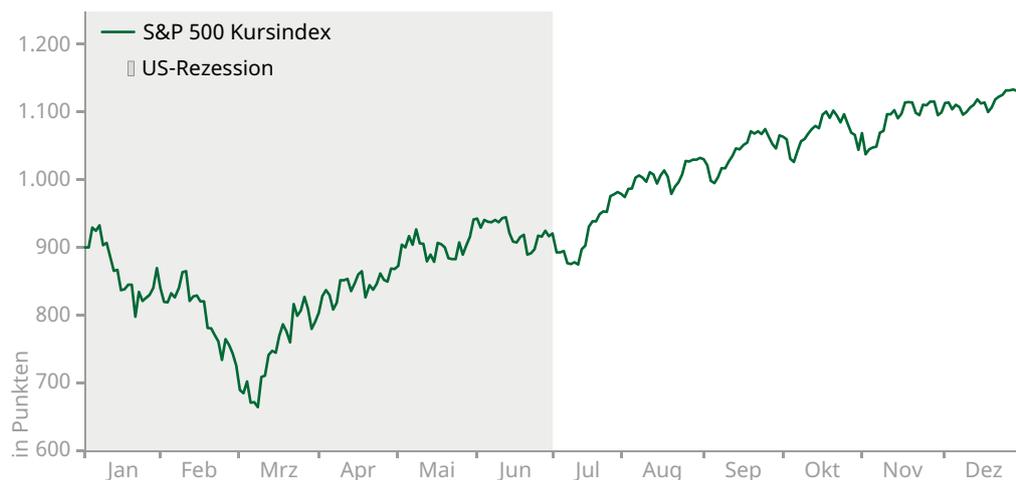
Unzweifelhaft werden sich viele an die kommenden Wirtschaftsdaten in Europa und den Vereinigten Staaten klammern, um nach Hinweisen zu suchen, wie tief und lange die folgende Rezession sein wird. Wir schlagen vor, die wirtschaftlichen Daten der kommenden Monate nicht überzubewerten und nicht zu viel aus ihnen herauszulesen.

Viele wirtschaftliche Daten erscheinen gerade für den Monat Februar 2020. Der Einzelhandel in den USA verzeichnete einen Rückgang um 0,5 Prozent gegenüber dem Vormonat. Viele leiten daraus ab, dass die Konsumausgaben bereits schwächelten, als der Virus noch nicht allgegenwärtig war – eine hastige Schlussfolgerung, die aus unserer Sicht den Effekt fallender Gaspreise und die normale Variabilität der wirtschaftlichen Daten missachtet. Sollten weitere Zahlen enttäuschen, kann das zu überbordendem Pessimismus führen. Auf der anderen Seite können bessere Zahlen als erwartet in den kommen-

den Monaten falsche Hoffnungen wecken. Wir glauben, dass beide Betrachtungsweisen vergebliche Mühen darstellen.

Bedenkt man die Reisebeschränkungen und Geschäftsschließungen, die größtenteils erst im März implementiert wurden, kann man vermuten, dass die Wirtschaftszahlen im Monat März ähnlich schrecklich sein werden, wie sie es in China zuvor waren. Einige Daten werden sich verschieben, wie beispielsweise gesteigerte Umsätze von Konsumgütern. Der April könnte ebenfalls schwach sein, wenn sich die Bemühungen um eine Einschränkung des Virus in diesem Monat fortsetzen. Die meisten Schließungen sind aktuell bis Ende März geplant – eine Verlängerung ist allerdings mehr als wahrscheinlich. Die Gesellschaft stemmt sich gegen die Folgen, man kann viele Anzeichen eines gesteigerten Zusammenhalts erkennen. Genau das gilt es nun zu schätzen.

### BÄRENMARKT 2008/09



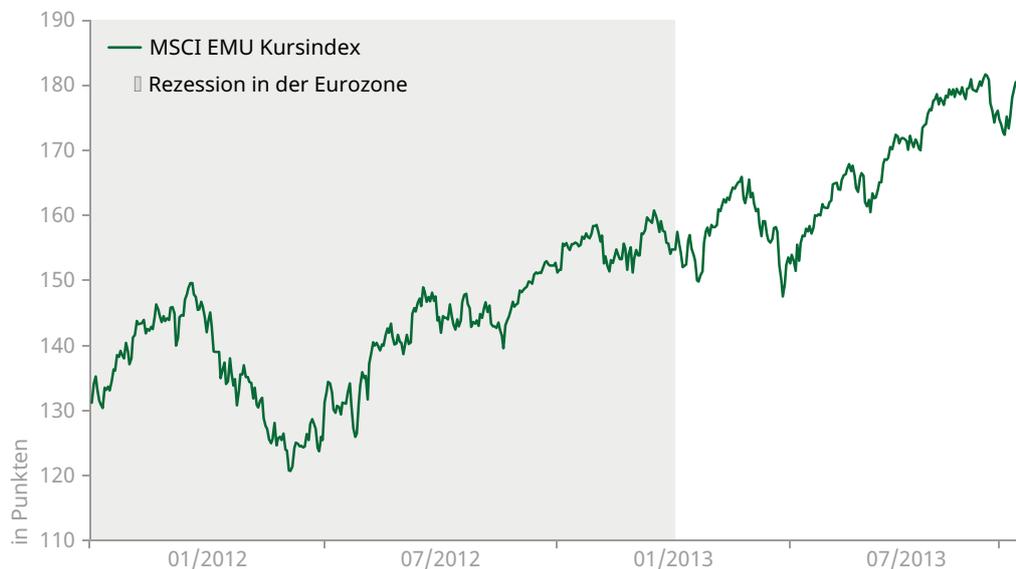
Quelle: FactSet

Es ist nicht möglich, zu wissen, wie lange diese Einschränkungen bestehen bleiben, aber wir glauben, dass die Entwicklung in China ein lehrreiches Beispiel sein kann. Am chinesischen Aktienmarkt zeigt sich hierbei ein immer wiederkehrendes Phänomen. Aktienpreisen eine Erholung ein, deutlich bevor sie wirklich stattfindet. Aktienmärkte haben die gestiegene Wahrscheinlichkeit einer Rezession extrem schnell eingepreist, indem sie von einem Allzeithoch innerhalb weniger Wochen ins Bärenmarktterrain fielen – auch wenn noch keine bestätigenden Daten vorliegen. In der Vergangenheit haben Aktien dies auch immer gegen Ende einer solchen rezessiven Phase getan. Sie erholen sich, bevor es die Wirtschaft tut.

Es gibt kein klares Zeichen für die Aktienmärkte, dass die Erholung startet. Sie gehen nicht nur der wirtschaftlichen Entwicklung voran, die wirtschaftlichen Daten haben zusätzlich zur fundamentalen Entwicklung eine zeitliche Verzögerung. Falls sich die Lage im April erstmalig verbessert, werden die Daten das

bis mindestens Mitte Mai nicht zeigen. Der letzte Bärenmarkt endete im März 2009. Die mitgelieferte Rezession hingegen dauerte noch bis Juni 2009 an, was erst Ende September 2010 verkündet wurde. Zwischen dem 09. März 2009 und dem 30. Juni 2009 stieg der S&P 500 um 36,9 Prozent. Bis zum Zeitpunkt, an dem die Statistiker offiziell verkündeten, dass die Rezession bereits seit Juni 2009 überstanden sei, war der Index bereits um 74,5 Prozent gestiegen. Ähnlich lief die Rezession in den Jahren 1990 bis 1991 ab. Sie endete im März 1991, verkündet wurde diese Tatsache jedoch erst am 22. Dezember 1992 von den offiziellen Stellen. Der Bärenmarkt endete jedoch bereits am 11. Oktober 1990. Zwischen dem Tiefpunkt an den Börsen und dem Ende der Rezession stieg der S&P 500 um 29,1 Prozent. Vom Tiefpunkt bis zur Verkündung durch die entsprechenden Stellen erreichte er sogar 59,9 Prozent. All dies geschieht, auch wenn keine Stimuli durchgeführt werden, wie beispielhaft die Rezession der Eurozone 2011 bis 2013 zeigt.

## REZESSION DER EUROZONE 2012/13



Quelle: FactSet

## FAZIT

---

Wir befinden uns in einer emotionalen Zeit, in der nichts mehr zählt als die persönliche Gesundheit und die der Liebsten. In diesen Zeiten fällt es ganz besonders schwer, nicht den üblichen Fehler zu begehen, persönliche Emotionen und Entscheidungen zur Vermögensanlage miteinander zu vermischen. Es gibt viele Dinge, die aktuell ungewiss sind und verunsichern können. Unsicherheit führt meist zu Sorgen und Ängsten. Wie lange wird die Krise dauern? Werde ich hieraus einen langfristigen Schaden erleiden?

In diesen Zeiten hilft es, sich auf die Dinge zu besinnen, die man weiß. Wir wissen, dass es sich im Nachhinein schon immer als falsch herausgestellt hat, in schwierigen Zeiten extreme Entscheidungen zu treffen. Wir wissen, dass Phasen wie diese, so ungewöhnlich sie auch entstanden sind, fast immer auf die gleiche Weise enden – in einer „V“-förmigen Bewegung. Doch selbst wenn dieser Fall nicht eintreten sollte, wissen wir, dass die Weltwirtschaft stärker ist und über kurz oder lang zu ihrem Wachstumspfad zurückkehren wird. Geduld hat sich schon immer ausgezahlt.

Entscheidend in den kommenden Wochen und Monaten wird sein, geduldig zu bleiben und die richtigen Entscheidungen zu treffen, um bestmöglich von der kommenden Aufwärtsbewegung profitieren zu können. Hierbei gibt es unabhängig vom Zeitpunkt eigentlich zwei Möglichkeiten: Folgt tatsächlich ein neuer Bullenmarkt im klassischen Sinn, so werden es vor allem die kleinen Unternehmen des Value-Bereichs sein, die die größten Chancen bieten, da sie bis dahin extrem günstig sein werden. Wird es hingegen nur eine kurze Phase des Abschwungs, so

ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass die Profiteure der Endphase des vorangegangenen Bullenmarkts ihre Outperformance fortsetzen. All das erfordert eine genaue Analyse und die richtigen Entscheidungen zur richtigen Zeit – nicht aus Gründen des Aktionismus, sondern fundamental begründet. Wir werden die Situation weiterhin genau beobachten und mit weiteren Publikationen folgen.

Ihr persönlicher Ansprechpartner steht Ihnen zusätzlich für Fragen gerne zur Verfügung. Sie erreichen uns unter +49 6374 9911-0.

Wir danken Ihnen für Ihr fortgesetztes Vertrauen in unsere Arbeit und grüßen Sie herzlich aus Rodenbach.

Ihre



Torsten Reidel  
Geschäftsführer



Thomas Grüner  
Gründer und Vice Chairman

+

*Die gesammelten Publikationen der letzten Jahre finden Sie auf unserer Webseite ([www.gruener-fisher.de](http://www.gruener-fisher.de)) in unserem umfangreichen Media-Center für Sie aufbereitet.*

## NUTZUNGSBEDINGUNGEN / DISCLAIMER

Bitte lesen Sie diese Bedingungen sorgfältig durch. Diese finden Anwendung auf alle Dienstleistungen, Nebendienstleistungen, Programme, Informationen, Werbemaßnahmen und Produkte, die auf der Webseite der Grüner Fisher Investments GmbH oder in unseren sonstigen Veröffentlichungen für Sie bereitgestellt werden. Die Informationen auf den Webseiten der Grüner Fisher Investments GmbH sowie in unserem Namen veröffentlichte Publikationen sind ausschließlich zur privaten Nutzung durch natürliche Personen mit Wohnsitz in Deutschland bestimmt. Die Grüner Fisher Investments GmbH übernimmt keinerlei Gewähr im Hinblick darauf, dass die Informationen auf diesen Webseiten oder in unseren Veröffentlichungen für die Nutzung an anderen Orten und/oder für andere Dienstleistungen und Nebendienstleistungen geeignet oder verwendbar sind. Benutzer, die auf diese Webseite von anderen Orten aus zugreifen oder unsere Veröffentlichungen außerhalb Deutschlands zur Kenntnis nehmen, handeln aus eigenem Antrieb und auf eigenes Risiko. Die Grüner Fisher Investments GmbH übernimmt keinerlei Zusage und Gewähr dafür, dass sich diese Webseite oder die auf ihr enthaltene Information in Übereinstimmung mit den Gesetzen außerhalb Deutschlands befindet.

Die auf den nachfolgenden Internetseiten enthaltenen Börsen- und Wirtschaftsinformationen sowie sämtliche Veröffentlichungen in unserem Namen dienen ausschließlich zur Information und stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung (Anlageberatung) noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Derivaten oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Insbesondere handelt es sich dabei nicht um eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Derivaten oder sonstigen Finanzinstrumenten. Die Grüner Fisher Investments GmbH übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Einschätzungen, Meinungen und Bewertungen reflektieren ausschließlich die Auffassung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt der Erstellung. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung eines Produkts erlauben keine Prognosen für die Zukunft. Die in unseren Publikationen zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Einschätzungen und Sichtweisen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Preise der Produkte (Anteile, Wertpapiere, Derivate oder sonstige Finanzinstrumente) können sowohl steigen als auch fallen. Auch Erträge (Dividenden, Zinsen usw.) können nicht zugesichert oder garantiert werden. Unter Umständen erhalten Sie nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wechselkursschwankungen können die Werte der ausländischen Investitionen zusätzlich beeinflussen. Insbesondere bei Börsenengagements bestehen Verlustrisiken bis hin zum Totalverlust.

Die auf diesen Seiten dargestellten Bilder, Texte, Grafiken und das Layout der Seiten unterliegen dem Urheberrecht. Verstöße hiergegen werden sowohl zivilrechtlich als auch strafrechtlich verfolgt. Die Vervielfältigung eines Teiles oder des gesamten Inhaltes der Website ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Grüner Fisher Investments GmbH gestattet. Der individuelle Gebrauch berechtigt nicht zur Weitergabe von Inhalten an Dritte. Die Grüner Fisher

Investments GmbH versichert, dass Ihre persönlichen Daten mit der größten Sorgfalt und unter Einhaltung der entsprechenden Gesetze erhoben, gespeichert und behandelt werden. Eine Weitergabe an Dritte erfolgt nicht. Auf dieser Webseite verwendete Begriffe sind geschützt, die verwendeten eingetragenen Markennamen gehören den jeweiligen Eigentümern.

### Besonderer Risikohinweis

Bei Geschäften mit Derivaten (Optionsscheinen und Hebelzertifikaten) handelt es sich um Termingeschäfte. Den überdurchschnittlichen Chancen stehen erhebliche Risiken bis hin zum Totalverlust gegenüber. Es wird dringend empfohlen, sich über die Mechanismen, Chancen und Risiken derartiger Produkte eingehend zu informieren. Nur derjenige, der die Mechanismen, Chancen und Risiken der dort beschriebenen Produkte, insbesondere Optionsscheine und Hebelzertifikate verstanden hat, sollte sich an Spekulationen mit Optionsscheinen beteiligen.

### Kommunikation

Der Versand und der Empfang von E-Mails dient der Beschleunigung der Kommunikation und der Vorbereitung von Geschäftsabschlüssen bzw. der Begleitung und Unterstützung der Kundenbetreuung. Auf dem Weg vom Absender zum Empfänger könnten E-Mails mitgelesen, verfälscht und verspätet zugestellt werden. Aus diesen Gründen können Verträge und Willenserklärungen per E-Mail nicht wirksam abgeschlossen bzw. gegenüber unserem Unternehmen abgegeben werden. Diese Erklärungen werden erst nach schriftlicher Bestätigung durch Sie wirksam. Jegliche Haftung unseres Unternehmens für Ansprüche, die aufgrund der Kommunikation per E-Mail begründet werden könnten, ist ausgeschlossen, soweit der Haftungsausschluss gesetzlich zulässig ist. Mit der Aufnahme der Kommunikation per E-Mail mit unserem Unternehmen akzeptieren Sie diese Bedingungen.

### Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte

Soweit auf dieser Webseite Wertpapieranalysen enthalten sind, weisen wir darauf hin, dass wir oder ein mit uns verbundenes Unternehmen möglicherweise an der Gesellschaft, deren Wertpapiere Gegenstand der Analyse sind, eine Beteiligung in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals halten. Die Grüner Fisher Investments GmbH bzw. mit diesem verbundene Unternehmen handeln unter Umständen Wertpapiere, die Gegenstand von Bewertungen sind. Auch Organe, Führungskräfte sowie Mitarbeiter halten möglicherweise Anteile oder Positionen an Wertpapieren oder Finanzprodukten, die Gegenstand von Bewertungen sind. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir für unsere Kunden ständig Wertpapiere halten oder den Kauf bzw. Verkauf von Wertpapieren planen, unter Umständen auch solchen, die Gegenstand von in unserem Namen veröffentlichten Publikationen und Prognosen sind.

### Haftungsausschluss

Die Grüner Fisher Investments GmbH haftet nicht für Verluste oder Schäden jedweder Art, die auf die Nutzung dieser Seiten oder auf die Unmöglichkeit des Zugriffs hierauf – sei es auf Grund von Systemwartungen oder irgendeiner technischen Störung – zurückzuführen sind. Den Kunden steht während der Geschäftszeiten der telefonische Zugang zu den Mitarbeitern der Grüner Fisher Investments GmbH zur Verfügung. Die Grüner Fisher Investments GmbH übernimmt keine Haftung oder Garantie für die Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der auf Ihren Internetseiten zur Verfügung gestellten Angaben. Die Grüner Fisher Investments GmbH ist nicht verantwortlich und übernimmt keine Haftung für Seiten, auf die durch Hyperlinks verwiesen wird. Sie macht sich deren Inhalte nicht zu Eigen. Eine verschuldensunabhängige Haftung der Grüner Fisher Investments GmbH wird ausdrücklich ausgeschlossen. Ansonsten haftet die Grüner Fisher Investments GmbH nur für Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit. Die Grüner Fisher Investments GmbH haftet jedoch in keinem Fall für atypische und daher nicht vorhersehbare Folgeschäden sowie für entgangenen Gewinn.

### Hinweise zum Datenschutz

Wir erheben, verarbeiten und nutzen personenbezogene Daten auf dieser Webseite ausschließlich zu dem Zweck, Ihnen für Ihre Zwecke geeignete und angemessene Produkte und Dienstleistungen vorstellen zu können. Wir beschränken die Datenerhebung, deren Verarbeitung und Nutzung dabei auf das hierzu erforderliche Mindestmaß, um unsere Webseiten-Besucher und Kunden mit denjenigen Produktinformationen versorgen zu können, die für sie besonders interessant sind. Wir sind uns dabei unserer Verantwortung für unsere Kunden und Webseiten-Besucher bewusst. Gemäß den Vorgaben des deutschen Datenschutzrechtes werden unsere Webseiten-Besucher daher über jede Datenerhebung informiert, soweit personenbezogene Daten betroffen sind. Darüber hinaus erheben, nutzen und verarbeiten wir keine personenbezogenen Daten ohne Ihre ausdrückliche Einwilligung. Eine einmal erklärte Einwilligung kann jederzeit mit Wirkung für die Zukunft widerrufen werden. Personenbezogene Daten, die uns über unsere Webseite mitgeteilt worden sind, werden nur solange gespeichert, bis der Zweck erfüllt ist, zu dem sie uns anvertraut wurden. Sollten Sie mit der Speicherung Ihrer personenbezogenen Daten nicht mehr einverstanden oder diese unrichtig

geworden sein, werden wir auf eine entsprechende Weisung hin die Löschung oder Sperrung Ihrer Daten veranlassen oder die notwendigen Korrekturen vornehmen. Auf Wunsch erhalten Sie unentgeltlich Auskunft über alle personenbezogenen Daten, die wir über Sie gespeichert haben.

Die Vertraulichkeit der Daten bleibt gewahrt. Die Daten werden nicht an Dritte außerhalb der Grüner Fisher Investments GmbH weitergegeben, sofern dies nicht beispielsweise zur Erfüllung von Prospektanfragen erforderlich ist (zum Beispiel Versand von Broschüren durch einen Dienstleister). Die personenbezogenen Daten werden nur entsprechend dem Zweck genutzt, der sich aus der betreffenden Seite unserer Webseite ergibt, auf der die Daten erhoben wurden. Seiten, auf denen wir personenbezogene Daten erheben, sind üblicherweise mit dem in Ihrem Browser eingebauten Verschlüsselungsmodul kodiert.

### Sonstiges

Es obliegt Ihnen, dafür Sorge zu tragen, dass Informationen und Inhalte, die Sie auf Ihre Systeme herunterladen oder auf andere Weise auswählen, auf Viren oder sonstige zerstörerische Eigenschaften hin überprüft werden. Es liegt in Ihrem Verantwortungsbereich, die Inhalte, die Ihnen durch unsere Dienste verfügbar gemacht werden, eigenständig zu überprüfen.

[www.gruener-fisher.de](http://www.gruener-fisher.de)



**GRÜNERFISHER**  
I N V E S T M E N T S

Grüner Fisher Investments GmbH  
Sportstraße 2 a · 67688 Rodenbach  
Telefon +49 6374 9911-0 · Fax +49 6374 9911-800  
E-Mail [info@gruener-fisher.de](mailto:info@gruener-fisher.de)  
[www.gruener-fisher.de](http://www.gruener-fisher.de)