

VERSTÄRKT
PANIK
VON ANLEGERN

MIT DISZIPLIN UND
GEDULD GEGEN COVID-19

UNGEWÖHNLICHER
BÄRENMARKT

KORREKTUR MIT ÜBER-
DIMENSIONALEM AUSMASS



QUARTALSBERICHT

DIE ENTWICKLUNG DER MÄRKTE IM
1. QUARTAL 2020

UMFASSENDE AUSFERTIGUNG



GRÜNER FISHER
INVESTMENTS

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

For Verbraucher empfohlen vom
Bundesverband
Initiative 50Plus

I. QUARTAL 2020 – DER SCHNELLSTE BÄRENMARKT DER HISTORIE

Die globalen Aktienmärkte haben im ersten Quartal 2020 einen heftigen Einbruch auf breiter Ebene verzeichnet. Ausgehend von neuen Rekordständen wurden innerhalb weniger Handelswochen Kursrückgänge erreicht, die von ihrem Verlauf her zwar die Charakteristik einer überdimensionalen Korrektur zeigen, aufgrund ihrer Größenordnung allerdings die offizielle Bärenmarkt-Definition eindeutig

erfüllen (fundamental begründeter Kursrückgang von mehr als 20 Prozent). Der plötzliche Einbruch bedeutete eine zwangsläufige Reaktion auf die umfassenden gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Sorgen im Zusammenhang mit COVID-19. Durch die flächendeckende Stilllegung der Geschäftstätigkeit erlebten die globalen Märkte somit den schnellsten Bärenmarkt der gesamten Markthistorie.

Performance	Erstes Quartal 2020	
	in lokaler Währung	in EUR
Aktien Global		
MSCI World Index	-20,49 %	-19,64 %
MSCI AC World	-20,35 %	-19,94 %
Aktien Europa		
Euro STOXX 50	-25,59 %	-25,59 %
DAX	-25,01 %	-25,01 %
SMI	-12,29 %	-10,30 %
ATX	-37,19 %	-37,19 %
FTSE 100	-24,80 %	-27,99 %
CAC 40	-26,46 %	-26,46 %
Aktien USA		
S&P 500	-20,00 %	-18,16 %
DJ Industrial Average	-23,20 %	-21,43 %
NASDAQ Composite	-14,18 %	-12,21 %
Aktien EM / Japan / BRIC		
MSCI Emerging Markets	-19,34 %	-22,12 %
Nikkei 225	-20,04 %	-17,57 %
MSCI Brazil	-36,32 %	-49,47 %
MSCI Russia	-22,02 %	-35,02 %
MSCI India	-27,36 %	-29,89 %
MSCI China	-10,32 %	-8,17 %
Rohstoffe		
Gold (\$/ozt)	6,22 %	8,66 %
Silber (\$/ozt)	-22,80 %	-21,03 %
Crude Oil WTI	-66,45 %	-65,68 %

Quelle: FactSet, Index-Daten vom 31.12.2019 bis zum 31.03.2020

Noch nie zuvor hat eine Pandemie einen globalen Bärenmarkt hervorgerufen, allerdings ist die gesellschaftliche Reaktion auf COVID-19 mit den entsprechenden Maßnahmen zur Einschränkung der wirtschaftlichen Aktivitäten ebenso beispiellos. Die Zeit wird zeigen, wie erfolgreich diese Maßnahmen letztendlich verlaufen. Per heute ist der Ausdruck einer globalen Tragödie bereits angebracht, sowohl was die gesellschaftlichen Opfer als auch die wirtschaftlichen Rückschläge angeht.

Für uns als Vermögensverwalter ist es in dieser schwierigen und sehr emotionalen Marktphase wichtig, gesellschaftliche und wirtschaftliche Problemstellungen ernst zu nehmen und umfassend zu analysieren. Ebenso ist es aber unerlässlich, zukunftsorientiert zu agieren und dementsprechend die Marktentwicklung separat und eigenständig zu

betrachten. Aktienkurse antizipieren neue Informationen und zukünftige Entwicklungen, so wie auch der jüngste Kurseinbruch unmittelbar vollzogen wurde, noch bevor sich die negativen Auswirkungen von COVID-19 vollumfänglich in der Datenmenge niedergeschlagen haben. Diesem Prinzip folgend sind wir davon überzeugt, dass Aktienmärkte wieder bessere Zeiten antizipieren werden, viel früher als wirtschaftliche Daten oder Corona-Fallzahlen eine Aufhellung signalisieren können. Dieses Muster zeigt sich immer wieder, wenn Aktienmärkte ihren Tiefpunkt erreichen und anschließend dynamisch ansteigen, noch bevor eine Rezession offiziell ihr Ende erreicht hat. Der Ratschlag von Warren Buffett: „Sei gierig, wenn andere ängstlich sind, und sei ängstlich, wenn andere gierig sind“ sollte aus unserer Sicht in der aktuellen Phase einmal mehr eine wertvolle Orientierungshilfe darstellen.

DISZIPLIN UND GEDULD SIND GUTE RATGEBER

Die Geschwindigkeit und der Umfang des Kursrückgangs im bisherigen Jahresverlauf 2020 haben ihre Schockwirkung nicht verfehlt. Einzelne Börsentage mit starken Kursverlusten verstärken die Panik und viele Anleger konzentrieren sich zu sehr auf die momentane Entwicklung. In einer Panik-Phase den Markt zu verlassen, hat sich für langfristig orientierte Anleger schon seit jeher als großer Fehler erwiesen. Kurzfristige Schmerzen sind der Preis, den man bezahlen muss, um von der dynamischen Erholungsbewegung der Märkte nach heftigen Abschwüngen zu profitieren - diese Dynamik setzt sich in der Regel ohne Vorankündigung durch. Solange keine triftigen Gründe vorliegen, dass die Aktienmärkte ausgehend vom aktuellen Niveau weitere 20, 30 oder 40 Prozent

verlieren, sind Disziplin und Geduld weiterhin die besten Ratgeber. Über die nächsten Monate hinweg, die durchaus von erhöhter Volatilität auch im negativen Sinne beherrscht sein könnten, fällt der Blick auf eine aufgehellte Situation nach dem ersten COVID-19-Schock nicht schwer. Spätestens mit der Einführung eines wirksamen Gegenmittels kann die Weltwirtschaft diese schwere Hürde hinter sich lassen. Aktienmärkte werden ihre Gegenbewegung starten, lange bevor eine flächendeckende Anwendung des Impfstoffs gewährleistet ist. Geduld ist eine der schwierigsten Tugenden in der aktuellen Marktphase, aber sie gehört zu den wichtigsten. In den nächsten Wochen müssen Anleger weiterhin mit einer vielschichtigen Ungewissheit leben können.

UNBEANTWORTETE FRAGEN

Werden die Maßnahmen zur sozialen Distanzierung ihre gewünschte Wirkung nachhaltig entfalten? Wann und in welchem Umfang werden die einschränkenden Maßnahmen gelockert oder aufgehoben? In welchen Teilbereichen der Wirtschaft werden das Durchhaltevermögen und die Substanz ausreichend sein, um den unterbrochenen Wirtschaftszyklus weitestgehend wieder aufnehmen zu können? Wie erfolgreich werden die unterstützenden Maßnahmen der Regierungen

und Zentralbanken verlaufen? Wie stark werden die Infektionsraten zurückgehen, wann sind Impfstoffe verfügbar und inwieweit ist die Rückkehr zu einem normalen gesellschaftlichen Alltag möglich?

Zum heutigen Zeitpunkt ist es nicht möglich, diese Fragen zu beantworten. Aber die schrittweise Auflösung dieser Problemstellungen ist eine Frage der Zeit. Aktienmärkte werden die Rückkehr zur Normalität frühzeitig einpreisen. Dieser Bärenmarkt mag aus

vielerlei Hinsicht einzigartig sein, aber die grundlegende Funktionsweise der Märkte bleibt unverändert: Aktienmärkte sind ein Frühindikator für die

Weltwirtschaft und preisen alle relevanten Informationen ein, weit bevor die positiven Entwicklungen sichtbar werden.

VORSICHTIGER AUSBLICK AUF DIE KOMMENDE ZEIT

Für die kommende Zeit zählt nun mehr die Frage nach der Dauer des globalen Shutdowns als zur Größenordnung der folgenden Rezession. Entscheidend ist, die Weltwirtschaft wieder in Gang zu setzen: Unternehmen müssen ihre Geschäftstätigkeit wieder aufnehmen und Menschen kehren zu ihrer Arbeit zurück – alles unter den bestmöglichen Bedingungen für den gesundheitlichen Schutz der Bevölkerung.

Die Betrachtungsweise gilt es hierbei in drei verschiedene Ebenen zu unterteilen: Das Virus, die Wirtschaft und die Märkte. Die Entwicklungen rund um das Virus sind außergewöhnlich, der Aktienmarkt erfüllt jedoch weiterhin seine grundsätzliche Funktionsweise.

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%
Durchschnitt:		27,8%	46,7%	53,0%
Median:		22,8%	38,0%	46,7%

Quelle: FactSet, S&P 500 Kursindex-Renditen 6, 12 und 18 Monate im Anschluss an einen Tiefpunkt eines Bärenmarkts, 1929 - 2020

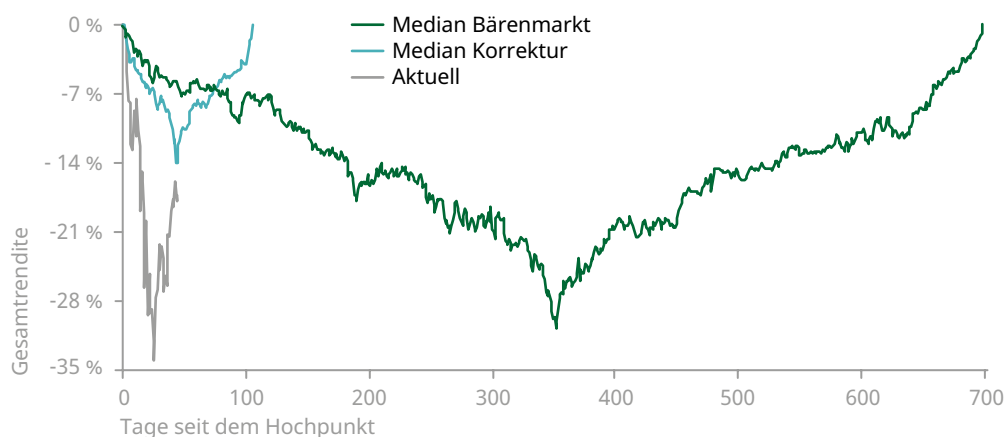
Wir wissen, dass Aktienmärkte sich in einer V-förmigen Erholungsbewegung nach einem Tief hochdynamisch entwickeln. Ebenso preisen sie die zukünftigen Entwicklungen eines Zeitraums zwischen 3 und 30 Monaten ein und nicht die aktuelle Lage. In den vergangenen Wochen konzentrierte sich der Markt besonders auf die kurze Frist. Im Lauf der aktuellen Erholung hingegen wanderte der Fokus auf einen etwas längeren Zeitraum. Wer die anfängliche dynamische Entwicklung aussetzt, wird im nachfol-

genden Bullenmarkt die verpassten Renditen nicht mehr aufholen können. Im Folgenden werden wir den vorliegenden Bärenmarkt detailliert diskutieren, mögliche Einflussfaktoren bewerten und dabei insbesondere auf die marktrelevanten Auswirkungen von COVID-19 eingehen. Aus gesellschaftlicher Sicht ist diese Situation zweifellos eine Tragödie. Unzählige Menschen bangen um ihre Gesundheit und sind mit großen Schwierigkeiten in der Arbeitswelt konfrontiert.

DER SCHNELLSTE BÄRENMARKT DER GESCHICHTE

Der Rat von Warren Buffett, gierig zu sein, wenn andere ängstlich sind, ist nicht als generelle Anweisung zu verstehen, in fallenden Märkten zu kaufen. Es ist mehr eine Grundeinstellung, um über die emotional anstrengende Phase eines Kursrückgangs hinauszublicken und sie als vorübergehende Krisenzeit zu betrachten. Es ist nicht möglich vorherzusagen, wann genau dieser Bärenmarkt enden wird. Vielleicht wurde der Tiefpunkt bereits durchschritten, vielleicht stehen uns noch weitere Abwärtsbewegungen bevor. Auch unter normalen Umständen sind Märkte kurzfristig unkalkulierbar. Die aktuelle Situation ist weit entfernt von einer Normalität, und es bleibt abzuwarten, wie sich die gesellschaftliche und politische Haltung zu COVID-19 in den nächsten Wochen und Monaten entwickelt.

Es ist aus unserer Sicht allerdings extrem wichtig, die Sicht auf die Märkte nicht von diesen Ereignissen diktieren zu lassen. Aktienmärkte verhalten sich weiterhin so, wie sie es immer getan haben: als Frühindikator für die Wirtschaft. Auch wenn es in einer angsterfüllten Phase schwer fällt, ist es aus unserer Sicht eine passende Zeit, um in die Zukunft zu schauen, eine Erholung zu antizipieren und gierig zu sein. Auf Bärenmärkte folgen stets Bullenmärkte, welche schneller zu neuen Höchstständen führen, als sich viele Marktteilnehmer vorstellen können. Vieles liegt heute noch im Ungewissen, aber die außergewöhnliche Geschwindigkeit des Bärenmarkteintritts könnte für eine ebenso zügige Erholungsbewegung sprechen.



Quelle: FactSet, Median im S&P 500 Kursindex in Korrekturen und Bärenmärkten von 1928 bis 2020

Die aktuelle Marktbewegung zeigt sowohl die Eigenschaften einer Korrektur als auch eines klassischen Bärenmarkts. Von der Höhe der Kursverluste (mehr als 20 Prozent zum vorangegangenen Hoch) ist die Bewegung eindeutig als Bärenmarkt zu klassifizieren, vom Verlauf her ist dagegen die Charakteristik einer typischen Korrektur erfüllt – ein plötzlich eintretender, scharfer Kursverfall mit einer ebenso dynamischen Gegenbewegung. Im Zusammenhang mit einem Bärenmarkt tritt üblicherweise eine Rezes-

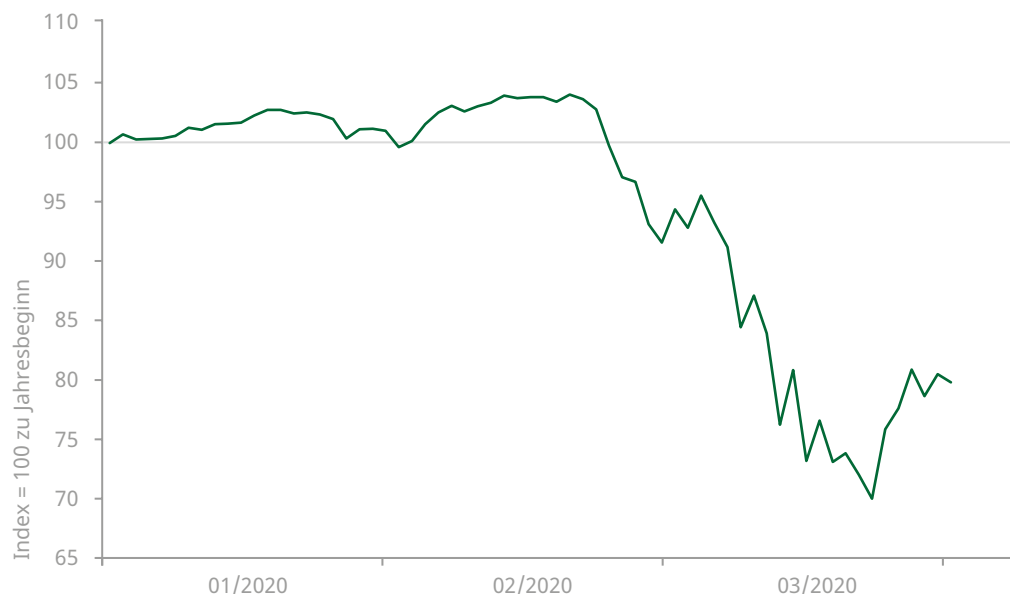
sion auf, die sich in den unmittelbar nachfolgenden Daten zu erkennen gibt. Angesichts der überaus heftigen Marktreaktion wird dadurch offensichtlich, dass der Aktienmarkt die gesteigerte Wahrscheinlichkeit für eine technische Rezession bereits eingepreist hat. Die jüngsten Wirtschaftsdaten belegen, dass der Kursrückgang im Bereich eines klassischen Bärenmarkts eine zwangsläufige Reaktion der Märkte darstellt, welche als Frühindikator für die Wirtschaft agieren.

EIN BÄRENMARKT MIT BESONDERER ANATOMIE

Dieser Bärenmarkt ist in Bezug auf seine Ursachen und die Eintrittsgeschwindigkeit äußerst ungewöhnlich. Noch nie in der Historie hat sich ein Bärenmarkt derart schnell entwickelt, und noch nie war eine globale Pandemie hauptverantwortlich für seinen Eintritt. Andererseits war es in der modernen Zeitrechnung auch noch nie der Fall, dass die Gesellschaft derartig auf eine Virusinfektion reagiert hat wie bei COVID-19. Große Teile der Wirtschaft wurden stillgelegt, kein Vergleich zu den oft nur lokalen und zeitlich unbedeutenden Maßnahmen bei vorangegangenen Pandemien.

Die heutigen Einflussfaktoren kann man durchaus als einzigartig beschreiben, das Verhalten der Märkte ist dagegen rational. In der Gesamtbetrachtung preisen Märkte Ereignisse der kommenden drei bis 30 Monate ein – manchmal etwas früher, manchmal etwas später. In der aktuellen Phase haben Märkte sehr deutlich auf den kurzfristigen Bereich reagiert. Als sich die Industrieländer in den Lockdown-Modus begeben haben, mussten Aktienmärkte die radikal veränderte Erwartungshaltung an die globale Wirtschaft unverzüglich einpreisen – von der fundamentalen Stärke zur heftigen wirtschaftlichen Kontraktion in nur wenigen Wochen.

MSCI WORLD INDEX



Quelle: FactSet, MSCI World Index vom 31.12.2019 bis 31.03.2020

Meldungen über das Virus zirkulierten bereits seit Dezember 2019 in den Schlagzeilen, als der Ausbruch in der Hubei-Provinz bekannt wurde. Die Ausweitung des Virus innerhalb des chinesischen Festlands wurde im Verlauf des Januars publik, wodurch zwangsläufig auch Diskussionen über eine globale Ausbreitung angestellt wurden. Noch im Februar strotzte die Wirtschaft außerhalb Chinas vor Betriebsamkeit, China selbst erwartete zu diesem Zeitpunkt einen kurzen, aber spürbaren Rücksetzer. Zudem konzentrierte sich die Diskussion auf die Problematik für die chinesische Produktionsmaschinerie. Durch die Eindämmungsmaßnahmen wurden Unterbrechungen der globalen Lieferketten befürchtet. Die Idee, dass andere Nationen mit freien Kapitalmärkten ähnlich reagieren würden und Regierungen, Institutionen und Unternehmen zu drastischen Einschränkungen der Geschäftstätigkeiten übergehen, erschien noch weit hergeholt. Parallel dazu schüttelten Aktienmärkte die schlechten Nachrichten ab und erreichten Mitte Februar neue Allzeithochs.

Dann änderte sich die Situation radikal. Eine Nation nach der anderen ergriff massive Maßnahmen zur Einschränkung, verschiedenste Geschäftszweige kamen nach und nach zum Erliegen. Jede Verschärfung der Maßnahmen erwirkte, dass Aktienmärkte die daraus resultierende wirtschaftliche Kontraktion schlagartig einpreisen mussten. Hierbei ist die Beobachtung extrem wichtig, dass sich Aktienmärkte ins Bärenmarktterrain bewegten, noch bevor negative Wirtschaftsdaten als Bestätigung für den wirtschaftlichen Einschnitt vorlagen. Wir erwarten, dass sich Aktienmärkte auch gegen Ende der Krise genauso verhalten und die Entwicklung frühestmöglich antizipieren – unabhängig davon, ob dieses „Ende“ im Sinne eines Tiefpunkts schon hinter uns liegt oder noch weitere Verwerfungen eingepreist werden müssen.

AKTIENMÄRKTE AGIEREN ZUKUNFTSORIENTIERT



Grafik: Grüner Fisher Investments

Für die nächsten drei bis 30 Monate ist es wahrscheinlich, dass sich manche Dinge zum Positiven wenden – vielleicht ist die Herdenimmunität erreicht oder es existiert ein wirksamer Impfstoff. Aktienmärkte wer-

den den klarer werdenden Blick auf die Zukunft graduell verarbeiten und frühzeitig die Rückkehr in den Bereich der wirtschaftlichen Normalität einpreisen.

„DIESES MAL IST ES ANDERS“

Für Anleger ist es wichtig, einige Sachverhalte differenziert zu betrachten. Die aktuelle Krise enthält viele außergewöhnliche und einzigartige Komponenten. Ein neuartiges Virus erzeugt eine historisch nicht vergleichbare gesellschaftliche und wirtschaftliche Reaktion, ausgedrückt durch eine unmittelbare Marktreaktion mit ungewöhnlichem Ausmaß. Davon abgesehen gehen Märkte aber ihrer ganz norma-

len Funktionsweise nach, in einer Art komprimierter Form.

Unter „normalen“ Bärenmarkt-Umständen, wenn sich der Bärenmarkt in den Aktienkursen bemerkbar gemacht hat und die Rezession eingetreten ist, wird dadurch das Ende eines Markt- und Geschäftszyklus markiert. Typischerweise ist die Betätigung des

„Reset-Knopfs“ schmerzhaft, aber auch notwendig. Übertreibungen werden dadurch abgebaut und das Kapital wird aus unproduktiven Investments abgezogen. Der Bärenmarkt setzt dann ein, wenn Investoren die Mauer der Angst überwunden haben, euphorisch werden und durch überhöhte Erwartungen blind werden für die drohende Möglichkeit einer Rezession. Aktienmärkte stürzen nicht in sich zusammen, sondern bewegen sich nur langsam nach unten. Investoren ignorieren weiterhin die sich verschlechternden Frühindikatoren und klammern sich an falsche Hoffnungen. Eine Rezession wird langsam in der Datenmenge ersichtlich, welche sich mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung ausbreitet und einen Beleg für die wirtschaftliche Schwäche nachliefert. Zum Zeitpunkt, an dem die Rezession offiziell bestätigt wird, ist es gut möglich, dass sich Aktienmärkte schon viele Monate in einem Bärenmarkt befinden. Dieser endet typischerweise auch einige Zeit vor der tatsächlichen Erholung der Wirtschaftsdaten. Die Marktstimmung erreicht in der finalen Phase der Abwärtsbewegung am Markt ihren tiefsten Punkt, die dynamische Erholung findet ihren Ausgangspunkt in Zeiten mit maximalem Pessimismus.

Die zum aktuellen Bärenmarkt gehörende Rezession ist noch mit vielen Fragezeichen ausgestattet. Auch wenn die Wahrscheinlichkeit mit jedem Tag der eingeschränkten Geschäftstätigkeit steigt, ist es noch nicht abschließend klar, ob der drastisch gesunkene Output seine Wirkung auch lange genug in den Da-

ten entfalten kann, um eine Rezession definitionsgemäß zu erfüllen (zwei aufeinanderfolgende Quartale mit sinkendem BIP). Es handelt sich auch nicht um eine „natürlich auftretende“ wirtschaftliche Kontraktion, da die vorangegangene Expansionsphase keinen exzessiven und ungerechtfertigten Höhenflug markiert hat. Investoren haben ihr Kapital nicht willkürlich verteilt, die fundamentale Stärke ließ kaum Blasenbildungen im Aktienbereich zu.

Es ist müßig, darüber zu philosophieren, aber wären die – nachvollziehbaren – Maßnahmen zur Eindämmung von COVID-19 nicht notwendig gewesen, hätte sich das Wachstum fortsetzen können. Globale Aktienmärkte erreichten ihr Allzeithoch am 12. Februar, der S&P 500 eine Woche später. Wenige Tage später begann der Lockdown. Die ersten Daten als Beleg für die wirtschaftliche Kontraktion waren am 24. März verfügbar – zu diesem Zeitpunkt befanden sich die Aktienmärkte schon eine Woche im offiziellen Bärenmarktterrain. Der Beweis dafür, dass Aktienmärkte ihre Funktion korrekt ausgeführt haben: Sie sind ein wirtschaftlicher Frühindikator. Gerade in einer emotionalen Phase wie dieser ist diese Differenzierung sehr wichtig: was ist außergewöhnlich, was funktioniert wie gehabt. Märkte wurden mit einer außergewöhnlichen Situation konfrontiert und haben außergewöhnliche Ergebnisse produziert – und sich in diesem Sinne völlig normal verhalten.

WER AUF DIE ERHOLUNG VERTRAUT, MUSS NICHT UNEINGESCHRÄNKT BULLISH SEIN

Einige Kunden haben uns gefragt, warum wir trotz eines offensichtlichen Bärenmarkts „bullish“ bleiben. Die einfache Antwort lautet: Wir sind nicht uneingeschränkt bullish. Wir prognostizieren auch keine kurzfristige Erholung. Es wäre wunderbar, wenn der Anstieg der Aktien seit dem 23. März tatsächlich der Beginn eines Bullenzyklus und nicht eine Bärenmarktrallye wäre. Diese Dinge sind jedoch erst nach einigen Monaten klar. Obwohl es frustrierend erscheint, existiert keine Gewissheit, wann sich der Zyklus dreht oder ob dies bereits der Fall gewesen ist. Der Startpunkt des nächsten Bullenmarkts wird wahrscheinlich erst Monate nach seinem Beginn klar ersichtlich sein.

Wir sind jedoch mittel- bis langfristig optimistisch, auch wenn wir die Möglichkeit eines zweiten Keulenschlags anerkennen. Wir glauben, dass eine Erholung eintreten wird. Bullenmärkte folgen immer Bärenmärkten und beginnen normalerweise, wenn die Leute sie am wenigsten erwarten. Die Aktien steigen vor den Wirtschaftsdaten und machen große Fortschritte, bevor es Anzeichen für das Ende der Rezession gibt. Wenn Sie auf die Bestätigung eines Bullenmarkts warten, bevor Sie Aktien besitzen, riskieren Sie, die signifikanten Gewinne zu verpassen, die normalerweise früh in einem Bullenmarkt eintreffen. Diese Renditen sind unverzichtbar, um im Laufe der Zeit marktähnliche Renditen zu erzielen – insbesondere, da sich die frühen Gewinne über den Zinseszinsseffekt im gesamten Bullenmarkt verstärken.

MÄRKTE GEBEN KEIN SIGNAL ZUM EINSTIEG

Dieser Bärenmarkt wird sein Ende finden, wie alle vorangegangenen Bärenmärkte auch. Die Erholung wird einsetzen, lange bevor sich die Datenlage verbessert oder die Anleger das Vertrauen in die Märkte zurückgewinnen. Aktien zu kaufen, wenn niemand sie haben will, hat sich langfristig betrachtet immer schon ausgezahlt. In einer frühen Bullenmarktphase ist typischerweise wenig Zuspruch vorhanden, kritische Marktbeobachter bemängeln die „fundamentale Unterstützung“ für eine substantielle Aufwärtsbewegung. Aktienmärkte lassen sich dadurch aber nicht beirren.

Der letzte Bärenmarkt endete am 9. März 2009. Zu diesem Zeitpunkt lagen die Unternehmensgewinne noch am Boden und die Rezession wurde erst am 30. Juni beendet. Wichtig ist hierbei vor allem, dass noch viel mehr Zeit verstreicht, bis das Ende einer Rezession offiziell erklärt werden kann. Die US-Organisation National Bureau of Economic Research bestätigte das Ende der Rezession am 20. September 2010. Zu diesem Zeitpunkt befanden sich die Aktienmärkte bereits 18 Monaten im Bullenmarkt und globale Aktien erreichten eine Rendite von 76,1 Prozent.



Quelle: FactSet, S&P 500 Index vom 31.12.2008 bis zum 31.12.2015

Aktienmärkte werden auch dieses Mal der Wirtschaft vorweg gehen. China, das Epizentrum des COVID-19-Virus, kann hier als Blaupause dienen. Der Aktienindex des chinesischen Festlands erreichte seinen Hochpunkt Mitte Januar, parallel zum Ausbruch des Virus in der Hubei-Provinz. In den Neujahresferien wurde die nationale Ausbrei-

tung bekannt und die Märkte eröffneten anschließend mit einem Minus von 9,2 Prozent am ersten Handelstag. Die darauffolgende Erholung setzte jedoch schnell ein, trotz andauernder Einschränkungsmaßnahmen und dramatisch verschlechterten Wirtschaftsdaten.

VERHEERENDE DATEN VORAUSS

Auf absehbare Zeit werden Wirtschaftsdaten aus den USA und Europa verheerend ausfallen. Die Einkaufsmanagerindizes für den Monat März bieten erste Hinweise auf das Ausmaß des wirtschaftlichen Schadens. Diese Indizes weisen den Prozentsatz der Unternehmen aus, die über wachsende wirtschaftliche Aktivität berichten. Werte unter 50 signalisieren somit eine wirtschaftliche Kontraktion. In Zeiten von COVID-19 ist es somit nicht verwunderlich, dass der erwartete Rückgang historische Ausmaße annimmt.

Die scheinbare relative Stabilität der Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe beruht dabei auf einer fehleranfälligen Berechnungsmethode. Extrem ansteigende Lieferzeiten gehen als positiver Einflussfaktor in die Berechnung ein, da es unter normalen Umständen eine robuste Nachfrage impliziert. In der aktuellen Situation resultiert es schlichtweg aus Fabrikschließungen und schwerwiegenden Störungen der Lieferketten.

Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe							
	USA	GB	Eurozone	Deutschland	Frankreich	Spanien	Italien
Januar	51,9	50,0	47,9	45,3	51,1	48,5	48,9
Februar	50,7	51,7	49,2	48,0	49,8	50,4	48,7
März	48,5	47,8	44,5	45,4	43,2	45,7	40,3
April*	36,9	32,9	33,6	34,4	31,5	-	-

Einkaufsmanagerindizes für den Dienstleistungssektor							
	USA	GB	Eurozone	Deutschland	Frankreich	Spanien	Italien
Januar	53,4	53,9	52,5	54,2	51,0	52,3	51,4
Februar	49,4	53,2	52,6	52,5	52,5	52,1	52,1
März	39,8	34,5	26,4	31,7	27,4	23,0	17,4
April*	27,0	12,3	11,7	15,9	10,4	-	-

Quelle: FactSet; *Vorläufige Daten für den Monat April, noch nicht für alle Länder veröffentlicht

Ähnlich miserabel wird das Zahlenwerk zu den Unternehmensgewinnen ausfallen. Aktuelle Analystenschätzungen bewegen sich im Bereich von minus zehn Prozent auf Jahressicht und einem Rückgang von 20 Prozent im zweiten Quartal 2020. Letzteres könnte noch nach oben korrigiert werden, sollte der Geschäftsbetrieb relativ zügig wieder anlaufen. Sollte dies nicht der Fall sein, könnten

sich die verheerenden Daten auch noch im dritten Quartal 2020 ausbreiten. Diese Tatsachen sollten Anleger nicht dazu verleiten, in den Panikmodus zu verfallen, sondern eine vernünftige Erwartungshaltung anzunehmen – und es in gewissem Sinne den Märkten gleichzutun, welche diese enorme Kontraktion bereits antizipieren mussten.

Obwohl diese Zahlen verheerend ausfallen werden, spielt die Tiefe dieses Absturzes eine geringere Rolle als die Dauer. Wie lange wird die Politik der sozialen Distanzierung eine wirtschaftliche Kontraktion erzwingen? Werden die Regierungen angesichts der abflachenden Infektionskurven entscheiden, dass jeder zur Schule und zur Arbeit zurückkehren kann? Oder entscheiden sie, dass ihre Richtlinien funktionieren und aus Sicherheitsgründen fortgeführt wer-

den müssen? Wird das Virus im Sommer abklingen? Wie wird sich die Realität im Verhältnis zur vorherrschenden Erwartungshaltung darstellen? Fragen, die sich zum aktuellen Zeitpunkt nicht beantworten lassen. Gerade deshalb ist es wichtig zu verstehen, dass an den Märkten eigentlich nie Gewissheit herrscht – und damit keine Grundvoraussetzung für eine Erholungsbewegung darstellen.

DIE FOLGEN DES ÖLPREISABSTURZES SIND BEGRENZT

Nicht nur die Aktienmärkte sind im ersten Quartal 2020 einem Kurssturz zum Opfer gefallen. Auch der Ölpreis erlebte aufgrund von Diskussionen rund um einen Ölpreiskrieg zwischen Russland und Saudi-Arabien einen heftigen Absturz. Als die Verhandlungen um die richtige Vorgehensweise schließlich scheiterten, erhöhten beide Kontrahenten ihre Produktion, um ihrem Gegenüber Marktanteile wegzunehmen und somit die eigene Ausgangslage zu verbessern. Ebenso wird insbesondere in dieser Situation die amerikanische Schieferölindustrie hart getroffen, die zu deutlich höheren Kosten produziert und somit weniger flexibel reagieren kann.

Als Ergebnis dieser Entwicklungen stieg das Angebot am Ölmarkt kurzfristig stark an, während die Nachfrage parallel aufgrund von einer stillstehenden globalen Wirtschaft stockte. Die Reaktion des Ölpreises war ein Zusammenbruch auf das niedrigste Niveau seit 20 Jahren. Während inzwischen die ersten Schritte der größten Ölproduzenten nach ausgiebigen Verhandlungen revidiert wurden, kann dies die gesunkene Nachfrage nicht kompensieren, sodass die Wahrscheinlichkeit groß ist, dass der Ölpreis noch eine geraume Zeit niedrig bleibt.

Über Wochen hinweg bestimmte der Ölpreis die Schlagzeilen. Wir würden jedoch empfehlen, nicht zu viel in diese Diskussion hineinzuzinterpretieren. Bereits seit längerem sind wir der Meinung, dass Öl nicht mehr der wirtschaftliche Treiber ist wie in den 70er Jahren, als der Ölpreisschock tendenziell einen größeren wirtschaftlichen Einfluss hatte. Die heutigen Industriestaaten agieren viel energieeffizienter als noch in der Vergangenheit. Auch andere Interpretationen schlagen fehl. Ein niedriger Ölpreis hilft nicht bei Flug- oder Benzinkosten, wenn wir nicht fliegen und kein Auto fahren. Letztendlich sinken in Zeiten einer geschlossenen Weltwirtschaft lediglich die Heizkosten – mehr nicht. Somit ist der gesunkene Ölpreis für die Gesamtwirtschaft zunächst einmal weder ein Rücken- noch ein Gegenwind.

„Die Wahrscheinlichkeit ist groß, dass der Ölpreis noch eine geraume Zeit niedrig bleibt.“



	Ausstehend	Anteil
Investment-Grade-Anleihen	422 Mrd. US-Dollar	57%
High-Yield-Anleihen	149 Mrd. US-Dollar	20%
Kredite	169 Mrd. US-Dollar	23%
Gesamt	741 Mrd. US-Dollar	100%

Quelle: FactSet, Globale Energieschulden, Stand 09.03.2020, beinhaltet auch Kredite des Sekundärmarkts

In den kommenden Monaten werden Energiefirmen dazu gezwungen sein, ihre Investments und ihr Personal zu reduzieren. Die Investitionsausgaben der Energiefirmen sind jedoch bereits seit längerem sinkend. Bereits seit Ende 2014 leidet der Ölpreis und mit ihm die Investitionen. Somit ist es nicht verwunderlich, dass sich beispielsweise die Anzahl der US-amerikanischen Ölbohrlöcher seit Anfang 2015 auf einem deutlich reduzierten Niveau befindet, während durch eine gesteigerte Effizienz und verbesserte Technologien mit der reduzierten Anzahl ständig mehr Menge produziert werden kann.

Bei den Folgen entstehen jedoch immense Unterschiede zwischen den einzelnen Energiefirmen. So sind es beispielsweise die hochverschuldeten Firmen mit teurer Offshore-Förderung, die bereits

recht früh auf den Ölpreisverfall reagierten und Pläne für Umschuldungen konzipierten. Ebenso sind vor allem kleine Explorationsunternehmen der US-Wirtschaft stark betroffen. Bei den großen Produzenten und verarbeitenden Unternehmen des Energiesektors dreht sich die Sorge weniger um eine mögliche Insolvenz als um die Nachhaltigkeit der Dividende, da sie grundsätzlich über stabilere Bilanzen mit niedrigeren Verschuldungsquoten verfügen. Diese Firmen machen jedoch einen Großteil des Energiesektors aus, sodass der Gesamtanteil an betroffenen Insolvenzen im Verhältnis zur gesamten Marktkapitalisierung auch bei anhaltendem niedrigem Ölpreis tendenziell klein bleiben dürfte.

	JP Morgan	Bank of America	Wells Fargo	Citibank
Energiekredite als Prozentsatz der gesamten Kredite	2,8%	1,7%	1,4%	/
Energie + Rohstoffe als Prozentsatz der Kredite	3,8%	4,4%	3,1%	4,5%
Kernkapitalquote	12,4%	11,2%	11,1%	11,8%
Quote nicht bedienter Kredite	0,3%	0,6%	0,7%	0,6%

Quelle: Finanzergebnisse der Unternehmen

Die gesamtwirtschaftlichen Einflüsse aufgrund von reduziertem Personal werden ebenso begrenzt bleiben. So befindet sich der Anteil der amerikanischen Energiebeschäftigten beispielsweise auf einem zyklischen Tiefpunkt mit einem Anteil am gesamten Arbeitsmarkt außerhalb der Landwirtschaft von weniger als 0,15 Prozent. Ähnlich sieht es rund um den Globus aus. Der Öl- und Gassektor hat an Einfluss verloren und wird immer mehr durch alternative Energien ersetzt. Gesamtwirtschaftliche Belastungen aufgrund von steigenden Arbeitslosenzahlen im Sektor sollten insofern tendenziell begrenzt bleiben.

Die Grundstruktur der globalen Verschuldung von Energiefirmen konzentriert sich tendenziell vor allem auf die Anleihemärkte. Diese machen 77 Prozent der gesamten Verschuldung aus, während 57 Prozent der Verschuldung hierbei von Firmen mit einem Investmentrating stammen. Im Zuge der aktuellen Öl-

preiseinflüsse ist es zwar wahrscheinlich, dass hierbei ein größerer Anteil der Firmen diese Bewertung verliert und in den Hochzinsbereich wechseln wird – die Folgen würden sich in den meisten Fällen jedoch auf gestiegene Fremdkapitalkosten und eben nicht auf eine hiermit verbundene Insolvenz beschränken. Die Laufzeiten der aktuellen Kreditportfolios zeigen demgegenüber eine sehr gesunde Struktur. So laufen fast 50 Prozent der gesamten Schulden erst nach dem Jahr 2025 aus, sodass die kurzfristigen Einflüsse eines gesunkenen Ölpreises begrenzt sein sollten.

Auch der Einfluss auf die Kreditportfolios der Banken ist beschränkt. Die meisten Banken haben nur sehr geringe Anteile an Krediten an den Energiesektor vergeben, sodass eine folgende Bankenkrise aufgrund von Ölpreisverwerfungen zum aktuellen Zeitpunkt ziemlich unwahrscheinlich ist. Gerade im Vergleich zum Jahr 2016 sind die Anteile hierbei

extrem gesunken und damit im Vergleich zu dem Zeitpunkt, als die Sorgen um eine neu entstehende Finanzkrise aufgrund der hochverschuldeten Energiewirtschaft zum letzten Mal groß waren. Der Ölpreis ist gerade in der heutigen Zeit stark an die Weltwirtschaft gekoppelt. Während die Angebotsseite erste Anzeichen einer Einigung zeigt, schwächt die Nachfrage. Doch selbst wenn der Ölpreis längere Zeit niedrig bleibt, sind es vor allem bestimmte Segmente des Sektors, die härter getroffen

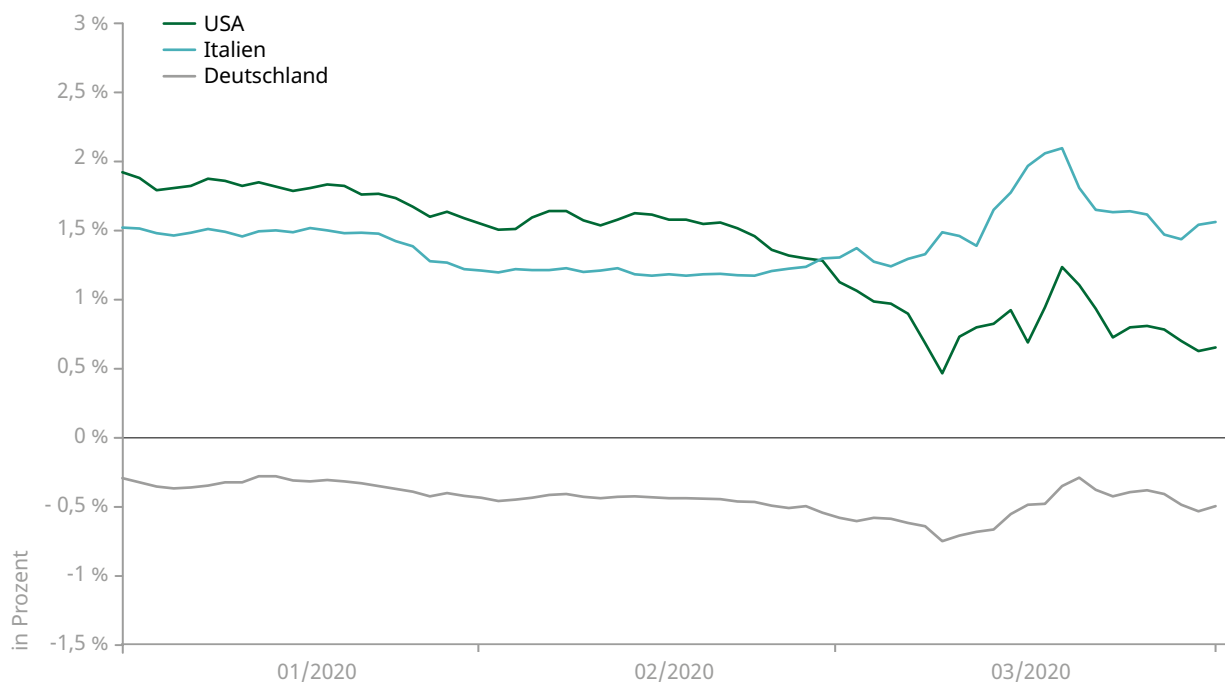
werden als andere. Die großen Unternehmen mit stabilen Bilanzen, insbesondere aus der verarbeitenden Industrie, werden diese Folgen nicht in dem Maß zu spüren bekommen wie andere Bereiche. Die Auswirkungen auf die globale Wirtschaft bleiben begrenzt – die aktuelle Situation liefert hier weder Rücken- noch Gegenwind. Ebenso bleibt ein Übergreifen auf die Finanzindustrie zum aktuellen Zeitpunkt eher unwahrscheinlich.

DIE ZINS- UND ANLEIHEENTWICKLUNG IST NORMAL FÜR EINEN BÄRENMARKT

Die Zinsen europäischer Staatsanleihen zeigten zwischenzeitlich im ersten Quartal geringfügige Risikoaufschläge, um diese dann im Zuge eines sich beruhigenden Umfelds zumindest teilweise wieder abzugeben. Die Zinsen von 10-jährigen amerikanischen Staatsanleihen fielen im Lauf des ersten Quartals von 1,92 Prozent auf 0,7 Prozent. Hypo-

thekenzinsen fielen ebenso auf historische Tiefstwerte, während Investment-Grade-Anleihen und High-Yield-Anleihen im Zins stark anstiegen. Entwicklungen wie diese sind völlig normal in Bärenmärkten, wenn Zinsen sich invers zu Kursen entwickeln und Anleihen sich somit tendenziell ähnlich verhalten wie Aktien.

ZINSENTWICKLUNG 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN



Quelle: FactSet Research Systems

Zahlreiche Diskussionen begleiteten die gesunkenen Staatsanleihezinsen in den USA. Viele Marktbeobachter versuchten daraus Entwicklungen abzulesen, dabei hätte es uns sehr verwundert, wenn die langfristigen Zinsen nicht gefallen wären. So reduzierte die amerikanische Zentralbank die Zinsen auf einen kurzfristigen Übernachtzins von 0 bis 0,25 Prozent und startete erneut ihr Anleihekaufprogramm, welches die Kurse langfristiger Anleihen ansteigen und somit den dazugehörigen Zins sinken lässt.

Die gefallen Zinsen sind somit völlig normal und zeigen viel eher die Flucht in Qualitätstitel, was ebenso normal in einem Bärenmarkt ist. Historisch betrachtet zeigen niedrige Zinsen bei langlaufenden Staatsanleihen, dass Investoren sich wenig um Rendite kümmern, nur um sich sicher fühlen zu können. Dabei handelt es sich um ein klares Zeichen der Angst, was uns wiederum zur Aussage von Warren Buffett führt: „Sei gierig, wenn andere ängstlich sind“.

DIE REAKTIONEN DER ZENTRALBANKEN UND REGIERUNGEN SIND NICHT DIE LÖSUNG

Mit den Maßnahmen rund um COVID-19 wurden rund um den Globus riesige fiskalische und geldpolitische Maßnahmen von Politik und Zentralbanken verkündet. Die handelnden Personen nennen diese Pläne „Stimuli“, was mit der grundsätzlichen Annahme verknüpft ist, dass diese Maßnahmen Wachstum generieren werden. Schaut man sich die konkreten Ideen genauer an, wirken sie jedoch mehr wie Rettungskataloge und nicht wie Stimulus-Maßnahmen.

Letztendlich sind wir davon überzeugt, dass es sich bei den gut gemeinten Eingriffen um einen bunten Mix handelt. Manche Maßnahmen, wie beispielswei-

se die Neuaufnahme des Anleihekaufprogramms der amerikanischen Federal Reserve werden mehr schaden als nützen. Andere können dazu beitragen, Unternehmen und Menschen temporär durch die schwere Zeit zu helfen, was genau das ist, was momentan benötigt wird. Sie sind jedoch nicht in der Lage, die drohende Rezession zu verhindern, da sie das primäre Problem nicht lösen: Eine geschlossene Wirtschaft aufgrund von Restriktionen rund um das Corona-Virus. Die Lösung dafür ist keine Staatshilfe oder ein Stimulus. Es ist eine Rückkehr zu einem normalen Leben bei gleichzeitig größtem Schutz der Gesellschaft.

DIE FEDERAL RESERVE DENKT GROSS

Seit Mitte März verkündete die Fed in mehreren Schritten außergewöhnliche Maßnahmen, um die notwendige Liquidität für den Markt sicherzustellen und die Wirtschaft zu unterstützen. Zu den wichtigsten Maßnahmen gehörten unter anderem Zinssenkungen von 1,5 – 1,75 Prozent auf 0 – 0,25 Prozent: Eine Senkung des Zinses auf 0,25 Prozent für Banken, wenn diese Geld bei der Fed leihen und eine Senkung der notwendigen Mindestreserve auf 0 Prozent. Zudem wurde ein Neustart des Anleihekaufprogramms in unbeschränktem Ausmaß und endloser Laufzeit eingeleitet. Der Aufkauf von Unternehmens- und Kommunalschulden und Kreditgarantien von insgesamt 2,3 Billionen US-Dollar kann optional gesteigert werden, falls die Notwendigkeit besteht. Zusammen mit anderen Zentralbanken wird eine koordinierte Aktion durchgeführt, um die Dollar-Liquidität für die globalen Finanzmärkte speziell in Entwicklungsländern sicherzustellen.

Mediale Schlagzeilen feierten diese Maßnahmen, da sie die Zentralbanker als entscheidungsfreudig und kreativ erscheinen ließen. Unsere Sicht ist weniger positiv, da durch manche Maßnahmen mehr Panik als Vertrauen entstanden ist. Beispielsweise verkündete die Fed in einem Notfallmeeting unerwartet am Sonntag den 15. März Notfallmaßnahmen wie unter anderem die zweite Zinssenkung und den Neustart der Anleihekäufe, statt einfach auf das drei Tage später regulär stattfindende Treffen zu warten. Die Intension war, eine Beruhigungspille an die Märkte zu verteilen – die Reaktion hingegen eine völlig andere. Am folgenden Montag brachen die globalen Aktienmärkte ein, da Investoren das Gefühl hatten, die Fed wüsste etwas, das sonst nur wenige wüssten. Pure Angst war das Resultat.

Des Weiteren haben die aktuellen Maßnahmen keinen stimulierenden Charakter im Sinne einer breiten Erhöhung des Geldangebots. Viel eher wird Liquidität in die Bereiche gepumpt, von denen die Fed überzeugt ist, dass es notwendig ist. Möglicherweise helfen die Maßnahmen vor Ängsten, dass Kommunen und Unternehmen sich nicht mehr refinanzieren können. Sicherungen in diesen Märkten können vorteilhaft sein. Doch selbst wenn dies geschieht, stellen sich neue Fragen. Zum einen muss man hinterfragen, warum es diese komplexe Struktur an Programmen braucht.

In der Vergangenheit wurden einfache Mittel genutzt, um Liquidität sicherzustellen: Während dieses Mal die Mindestreserven gesenkt wurden, verzichtete man auf ein bewährtes Instrument. So wurden normalerweise in der Vergangenheit die Zinsen für Kredite von der Zentralbank unter den Interbankenzins gesenkt. Mit dieser Maßnahme wurden Anreize für Banken geschaffen, sich Geld bei der Fed zu leihen und dann mit kleinem Gewinn an andere Banken weiter zu verleihen. Eine kleine Idee, die jedoch gut dabei hilft, Geld fließen zu lassen und Liquidität sicherzustellen. Die Fed verzichtete darauf

im Jahr 2008 und ebenso heute. Helfen komplizierte Programme dabei, das Vertrauen von Investoren zu sichern? Vielleicht. Sie sind jedoch auch in der Lage, das Gefühl zu vermitteln, dass wohl dieses Mal etwas Außergewöhnliches notwendig ist, um die Lage zu retten.

Eine weitere Überlegung: Die primäre Rolle der Zentralbanken ist, als Kreditgeber in letzter Instanz aufzutreten. Dabei soll Geld an solvente Banken verliehen werden, die kurzfristig Geld brauchen, welches sie gerade nicht am offenen Kapitalmarkt bekommen. Jetzt aber hat die Fed ihre Programme für ein größeres Publikum geöffnet, was sogar mit einem hervorragenden Rating versehene Firmen, Haushalte, kleine Unternehmen und verschiedene Regierungen beinhaltet. Damit entsteht automatisch die Frage nach der Rolle einer Zentralbank und ihren Grenzen. Zentralbanker sind nicht gewählt und sollen keine Politik machen. Diese Maßnahmen sind aus unserer Sicht im demokratischen Prozess nicht vorgesehen – ein derartiges Vorgehen verlangt nach einer Überprüfung.

QUANTITATIVE EASING KEHRT IN DIE USA ZURÜCK

Anleihekaufprogramme sind aus unserer Sicht kontraproduktiv und helfen lediglich dabei, die Bankreserven zu fluten. Es erscheint in der aktuellen Zeit unnötig, diese wieder einzuführen, da gerade in den USA die Überschussreserven in den letzten Jahren stark zugenommen haben. Eine zusätzliche Idee dahinter ist, die langfristigen Zinsen zu senken und die Kreditvergabe attraktiver zu machen, was ebenfalls unnötig erscheint, da langfristige Zinsen sich nahe ihrem historischen Tief befinden. Zusätzlich wird hierbei vergessen, dass die aktuelle Kreditvergabe schon seit Jahren viel stärker vom Angebot als von der Nachfrage abhängt.

Kaufen Zentralbanken Anleihen, so steigen langfristige Anleihekurse und die Renditen sinken. Die Differenz zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinsen wird kleiner, was den Gewinn von Banken bei der Kreditvergabe senkt, die Kredite langfristig vergeben und sich kurzfristig refinanzieren. Somit sinken die Nettozinsmargen tendenziell und Banken haben weniger Interesse daran, Kredite zu vergeben. Hierdurch leiden das Kreditwachstum und das Geldmengenwachstum.

Während der expansiven Phase in den USA, die im Jahr 2009 startete, wuchs die Wirtschaft trotz QE und nicht wegen dieses Programms. Diese Idee benötigt eine Veränderung, in der aktuellen Lage wirkt sie aber eher wie ein Gegenwind für die Wirtschaft und nicht wie eine Straßensperre für Wachstum. QE verringert das Geldmengenwachstum – ein Fehler! All das entwickelt sich jedoch nicht wie bei der großen Depression der 30er Jahre, als die Fed die Geldmenge um ein Drittel senkte.


„Anleihekaufprogramme
sind aus unserer Sicht
kontraproduktiv.“

AUCH VIELE ANDERE ZENTRALBANKEN REAGIEREN

Ähnlich zur Fed haben auch andere Zentralbanken reagiert. In Großbritannien senkte die Bank of England in zwei Zügen den Zins, was den Bankenzins auf historisch niedrige 0,1 Prozent brachte. Ebenso wurden zusätzliche 200 Milliarden Pfund dem Anleihekaufprogramm zugeführt, um vor allem Staats- und Unternehmensanleihen aufzukaufen und Anforderungen für Kapitalreserven der Banken gesenkt. Ein zusätzliches Programm zur Kreditvergabe an kleine Unternehmen soll dabei helfen, langfristige Schäden zu vermeiden und dem Staat wurde erlaubt, seine Bilanzen zu überziehen. Mit dieser Idee soll dem Staat erlaubt werden, kurzfristige Anleihen auszugeben, um Maßnahmen zu finanzieren, welche dann zum Jahresende zurückgezahlt werden müssen. Somit soll Zeit gekauft werden, neue Schulden nach und nach auszugeben, statt mit einem kurzfristigen Angebotsschock den Markt zu fluten.

Eine ähnliche Maßnahme im Jahr 2008 verhinderte eine ausufernde Inflation. Die Europäische Zentralbank verkündete zwei Erhöhungen ihrer Programme mit einem Volumen in Höhe von 870 Milliarden Euro, was zu einem Gesamtvolumen an Anleihekäufen in diesem Jahr von 1,1 Billionen Euro führt. In Japan erhöhte die Bank of Japan ihre Limits bei Käufen von ETFs, Immobilienfonds und Unternehmensanleihen, während sie parallel ein Kreditprogramm für kommerzielle Banken startete. Ebenso wie bei der amerikanischen Fed sind die Programme in ihren Wirkungen leider limitiert. Derartige Maßnahmen können den globalen Shutdown nicht ausgleichen, sondern lediglich eine zeitliche Brücke bauen, damit Unternehmen im Anschluss an die Maßnahmen wieder normal existieren können.

FISKALISCHE REAKTIONEN RUND UM DEN GLOBUS

Ebenso wie die Maßnahmen der Zentralbanken haben Regierungen rund um den Globus verschiedenste Fiskalpakete geschnürt, die dabei helfen

sollen, die Auswirkungen der aktuellen wirtschaftlichen Schließung zu limitieren. Hier sind ein paar der wichtigsten Maßnahmen aufgeführt.

Reaktion der USA	Betrag	Details
Unternehmen	510 Mrd. USD	Kredite und Hilfen für große Unternehmen
	259 Mrd. USD	Kredite und Hilfen für kleine Unternehmen
Personen	250 Mrd. USD	Einmalige Steuererleichterungen
	250 Mrd. USD	Arbeitslosenhilfen
	24 Mrd. USD	Lebensmittelhilfen für Hilfsbedürftige
Übriges	150 Mrd. USD	Geld für Staats- und lokale Regierungen
	100 Mrd. USD	Krankenhausunterstützungen
	51 Mrd. USD	Internationale Hilfen

Quelle: Internationaler Währungsfonds, Stand: 14.04.2020

Reaktion von GB	Betrag	Details
Unternehmen	330 Mrd. £ 30 Mrd. £ 27 Mrd. £	Kredite und Garantien für Unternehmen Mehrwertsteuerstundung bis Jahresende Zusätzliche unterstützende Maßnahmen
Personen	7 Mrd. £	Zahlung von 80 % des Lohns von Selbstständigen und Beurlaubten bis zu drei Monate Stärkung der sozialen Sicherung
Übriges	5 Mrd. £ 150 Mio. £	Geld für nationale Gesundheitsorganisation Internationale Hilfen

Quelle: Internationaler Währungsfonds, Stand: 14.04.2020

Reaktion von Europa	Betrag	Details
Deutschland	156 Mrd. € 757 Mrd. €	Unterstützungsbudget für Gesundheitsbranche, Selbstständige und Angestellte Wirtschaftliche Stabilisation für alle Firmen
Frankreich	100 Mrd. € 312 Mrd. €	Ziel: Gesundheitsbranche, Unternehmen, Selbstständige, Angestellte und Arbeitslose Staatsgarantien für Bankkredite
Italien	25 Mrd. €	Notfallpaket für Gesundheitssystem, Jobs und Unternehmen
Spanien	13,9 Mrd. € 100 Mrd. €	Für Gesundheitsbranche und Angestellte Kreditgarantien für Firmen und Selbstständige

Quelle: Internationaler Währungsfonds, Stand: 14.04.2020


Viele haben diese Maßnahmen „Stimuli“ genannt. Wir stimmen dem nicht zu. Wirklicher Stimulus hilft dabei, Nachfrage zu schaffen, wenn es keine gibt. Solche Maßnahmen werden normalerweise in einer klassischen Rezession durchgeführt, eine wirtschaftliche Kontraktion, die eine vorangegangene, überzogene Expansion korrigiert. Denken Sie an die Rezession nach der Technologieblase der 2000er Jahre, als Unternehmen mit unprofitablen Ideen riesige Mengen an Geld verbrannt hatten. In diesen Zeiten müssen Unternehmen überleben und vermeiden Risiken. Dann hilft ein fiskalischer Stimulus dabei, den eingeschlafenen Privatsektor durch neue Investments, insbesondere durch Infrastrukturprogramme, wiederzubeleben. Bei diesen Investitionen handelt es sich nicht immer um die effektivste Geldverwendung, die Empfänger können jedoch wählen, ob sie das Geld ausgeben, investieren oder sparen. Diese erste Ausgabe hilft jedoch auf jeden Fall dabei, Geld in Bewegung zu bringen, sodass dieses mehrere Hände durchläuft – ein Phänomen, welches als Multiplikationseffekt bekannt ist und das dabei hilft, wirtschaftliche Aktivität und Wachstum zu generieren.

Im Gegensatz dazu erlebt die Wirtschaft gerade keine klassische Rezession, auch wenn wahrscheinlich eine Kontraktion entsteht. Regierungsprogramme sind viel eher gerade dazu geeignet, verpasste Einnahmen zu ersetzen, was Unternehmen und Menschen dabei helfen soll, über Wasser zu bleiben. Das ist gut, wenn es funktioniert, aber es generiert keine neue Nachfrage. Genauso wenig wie die Rettungsaktion für General Motors 2009 ein Stimulus

war, handelt es sich hierbei um einen solchen. Aus unserer Sicht werden die investierten Billionen keine Erholung generieren, sie sind lediglich eine massive Absicherung.

Die Erholung wird kommen – und hat nichts damit zu tun, wieviel Geld die Staaten ausgeben. Märkte brauchen keinen Retter, der wirtschaftliche Zyklus existiert mit und ohne Unterstützung. Während der Rezession der Eurozone 2011 – 2013 reduzierten die Staaten ihre Staatsausgaben. Das hielt die Wirtschaft nicht davon ab, in eine wirtschaftliche Expansionsphase Mitte 2013 zurückzukehren.

Es ist wichtig zu betonen, dass die wirtschaftliche Entwicklung rund um COVID-19 bislang keinen permanenten Betrag an Vermögen zerstört hat, wie es eine normale Rezession macht. Die plötzlichen Schließungen von Geschäften werden wahrscheinlich zumindest teilweise Nachholeffekte verursachen. Das ebnet zusätzlich den Weg für eine große Erholung, wenn der Druck verschwindet und Aktivität zurückkehrt.



„Diese Investitionen werden keine Erholung generieren, sie sind lediglich eine massive Absicherung.“

DIE US-WAHL 2020 NIMMT FORMEN AN

Zu Jahresbeginn 2020 stand für die Wahl des demokratischen Präsidentschaftskandidaten noch ein unübersichtliches Kandidatenfeld von 15 Personen zur Verfügung. Mittlerweile hat sich der frühere US-Vizepräsident Joe Biden als voraussichtlicher Gegner von Amtsinhaber Donald Trump herauskristallisiert. Viele Beobachter stellen sich nicht nur die Frage, wer im November 2020 das Rennen macht, sondern auch, wie sich die weitreichenden Einschränkungen durch COVID-19 auf den Wahlkampf auswirken. Aus unserer Sicht macht es die ungewöhnliche Situation noch schwieriger, sinnvolle politische Prognosen

auszuarbeiten. Die kurzfristige Unsicherheit kann sich noch stärker ausprägen und in der Folge auch für einen überproportionalen Rückenwind an den Aktienmärkten sorgen, sobald sich diese politische Unsicherheit wieder auflöst.

Das typische Prinzip kann sich somit auch im „außergewöhnlichen“ Wahljahr 2020 entfalten: Aktienmärkte missbilligen die politische Unsicherheit im Vorfeld, reagieren teilweise allergisch auf die aggressive Wahlkampfretorik und begrüßen es, wenn sich das Bild aufklärt.

Der früh im Kalenderjahr 2020 eingetretene Bärenmarkt addiert lediglich eine weitere Variable hinzu. Sollten sich die Eindämmungsmaßnahmen im zweiten Halbjahr auflockern und die wirtschaftliche Aktivität wieder an vorherigen Niveaus annähern, trifft die politische Entspannung auf eine wirtschaftliche Erholung. Es würde sozusagen doppelter Rückenwind entstehen, was für deutlich positive Auswirkungen in der zweiten Hälfte eines US-Wahljahrs sprechen würde. Sollte sich der Lockdown im zweiten Halbjahr fortsetzen, würde die politische Entspannung zumindest den negativen Signalen aus der Wirtschaft entgegenwirken. Im weiteren Jahresverlauf wird sich zeigen, welcher Präsidentschaftskandidat die vorherrschenden Rahmenbedingungen am ehesten zu seinen Gunsten ausnutzen

kann. Für Anleger ist es an dieser Stelle noch immer zu früh, auf politische Erkenntnisse zu hoffen. Und dennoch ist es gerade in emotionalen Marktphasen wichtig, dass der US-Präsidentschaftszyklus für die zweite Hälfte eines Wahljahrs positive Rahmenbedingungen bereithält – auch wenn sie im aktuellen Marktumfeld nicht wirklich im Fokus stehen.

„Die Aktienmärkte reagieren teilweise allergisch auf aggressive Wahlkampfrhetorik.“

COVID-19 IM FOKUS

Diskussionen um das Coronavirus beherrschen unseren Alltag. Angst und Unsicherheit prägen das Bild, da die gesellschaftlichen Auswirkungen des Coronavirus zweifelsohne katastrophal sind. Auch wenn es schwer fällt, sollte man die Sichtweise auf das Virus selbst von der Sichtweise auf die Märkte trennen. Im Zusammenhang mit COVID-19 bleiben viele Variablen weiterhin unbekannt, selbst führende Experten sind sich nicht einig. Zwei Folgerungen stehen jedoch fest im Raum: Entweder kommt der Impfstoff oder die Bevölkerung entwickelt eine Herdenimmunität, nachdem große Teile dem Virus ausgesetzt waren und Antikörper bilden. Beide Vorgänge werden natürlich nicht unmittelbar kommen, aber es besteht eine sehr gute Chance, dass sie im Zeitraum von drei bis 30 Monaten abgeschlossen werden können – das Zeitfenster, welches Aktienmärkte typischerweise einpreisen.

Es ist eine wissenschaftliche Diskussion über das Unbekannte. Zahlreiche Theorien und hypothetische Modelle versuchen anzunähern, wie sich das Virus entwickeln könnte. Diese Theorien nehmen auch große Teile der öffentlichen Diskussion ein. Folgende Fragen bleiben jedoch nach wie vor unbeantwortet:

- Wie ansteckend ist COVID-19?
- Wie viele Menschen haben sich bisher infiziert?
- Welcher Anteil der Infizierten zeigt keine Symptome und wie ansteckend sind sie?
- Wie viele Menschen hatten nur milde Symptome und haben sich erholt, ohne zu wissen, dass sie sich mit COVID-19 infiziert haben?
- Wie ist die tatsächliche Todesrate?
- Wie lange hält sich COVID-19 in der Luft und auf Oberflächen?
- Wissenschaftler sind sich ziemlich sicher, dass eine bereits infizierte Person eine Immunität ausbildet, aber ist dies nachhaltig?

Da nicht die gesamte Weltbevölkerung getestet werden kann und die bereits abgeschlossenen, nicht entdeckten COVID-19-Fälle eine hohe Dunkelziffer bilden, ist eine zuverlässige Berechnung der Infektions- und Todesraten auch gar nicht möglich.

Die strikten Eindämmungsmaßnahmen dienen vor allem dazu, zu verhindern, dass das Gesundheitssystem durch eine Infektionswelle überlastet werden könnte. Hot Spots wie Italien und der Großraum New York sind hier als Beispiele für mangelnde Kapazitäten zu nennen. Abflachende Infektionskurven und eine sinkende Auslastung der Krankenhauskapazitäten auf breiter Ebene werden Regierungen jedoch weiterhin veranlassen, über eine Lockerung der Einschränkungen nachzudenken. In vielen Ländern der Welt ist dies bereits zu beobachten, wobei die Herangehensweise sehr unterschiedlich ausfällt. Die Rückkehr zur Normalität bekämpft in gewissem Sinne auch den Leidensdruck, der sich für viele Menschen durch die wirtschaftlichen Einbußen in der Phase des Stillstands aufgebaut hat. Was würde aber eine „zweite Welle“ an COVID-19 Erkrankungen für die Märkte bedeuten? Experten vermuten, dass das

Virus in den Herbstmonaten wieder verstärkt auftreten könnte, eventuell sogar in einer mutierten Form, gegen die auch bereits Infizierte nicht mehr immun wären. Dies wirft neue Fragezeichen auf, vor allem welche Erkenntnisse und Lerneffekte aus der ersten Ansteckungswelle hilfreich sein können. Aus Investorensicht gilt es festzuhalten: Eine zweite Welle mit erneuten Einschränkungsmaßnahmen würde die Erholungsbewegung verzögern und kurzfristig neue Unsicherheit schaffen.

FAZIT

Bei fast allen Bärenmärkten spielte die sich einstellende Rezession eine notwendige Rolle, um die Übertreibungen der vorangegangenen Expansionsphase zu „korrigieren“. Die Jahre 2000 bis 2002 sind hierfür ein klassisches Beispiel. Es braucht eine gewisse Zeit, um diese Probleme zu beheben, woraus eine Basis für die neue Expansionsphase entstehen kann. Die heutige wirtschaftliche Kontraktion passt allerdings nicht wirklich in diese Reihe. Vor dem Einbruch der Märkte existierte keine breite Basis, die auf eine Übertreibung oder komplett unrealistische Erwartungen hindeutete. Viel eher befand sich die globale Wirtschaft vor COVID-19 in einer starken Verfassung und räumte dem laufenden Bullenmarkt noch einiges an Potential ein.

Als „institutionell bedingte“ wirtschaftliche Kontraktion ist die Abwärtsbewegung 2020 nicht wie ein gewöhnlicher Bärenmarkt im Zusammenspiel mit einer traditionellen Rezession zu betrachten. Der Kursverlauf zeigt bisher eher die typische Charakteristik einer Korrektur, jedoch mit überdimensionalem Ausmaß. Die Dauer der eingeschränkten Geschäftstätigkeit wird weiterhin das entscheidende Kriterium bleiben. Wird eine zügige Rückkehr zu einer annähernd normalen Geschäftstätigkeit ermöglicht, können die im ersten Quartal 2020 abrupt unterbrochenen Trends tendenziell wieder fortgeführt werden. Ob der Tiefpunkt am 23. März den offiziellen Wechsel zurück in einen Bullenmarktzyklus markiert, kann zum aktuellen Zeitpunkt noch nicht mit Sicherheit festgestellt werden. Auf kurze

Sicht ist es nicht möglich, die nächsten Schritte der Regierungen rund um den Globus vorherzusagen. In der bisherigen Erholungsbewegung, die von einer hohen Dynamik geprägt war, wurde allerdings unsere Haltung bestätigt, dass noch kein Wechsel des Investmentstils angebracht ist. Wachstumsorientierte Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung haben ihre Führungsrolle beibehalten, sowohl in der heftigen Abwärtsbewegung als auch in der dynamischen Gegenbewegung.

Wenn jedoch die Schließungen anhalten und wir einen längeren, stärkeren wirtschaftlichen Rückgang und Bärenmarkt erleben, verhalten sich Aktien möglicherweise eher so, wie sie es normalerweise am Ende eines vollständigen Marktzyklus tun. Das würde für eine Neupositionierung in kleinere und wertorientiertere Unternehmen sprechen, die typischerweise in der frühen Phase eines neuen Bullenmarkts führend sind. Ein drittes Szenario ist ebenfalls nicht auszuschließen: Sollte die Erwartungshaltung an eine schnelle Erholung zu hoch ausfallen und die Regierungen einschränkende Maßnahmen für die Wirtschaft von unbekannter Dauer durchsetzen, ist ein weiterer Keulenschlag für die Märkte möglich. Aus diesem Grund ist für uns als Vermögensverwalter Wachsamkeit gefragt, auch wenn wir diesem Szenario aktuell eine geringe Wahrscheinlichkeit beimessen, in dem die Einnahme einer defensiven Haltung im Portfolio angestrebt wird.

Wir befinden uns in einer emotionalen Marktphase. Der Bärenmarkt ist im ersten Quartal mit enormer Schnelligkeit eingetreten. Nur 20 Handelstage waren nötig, um den MSCI World Index mehr als 20 Prozent unter sein vorangegangenes Hoch zu drücken, die definitionsgemäße Grenze zu einem offiziellen Bärenmarkt. Für Anleger ist es in dieser schwierigen Phase wichtig, emotionale Handlungen zu vermeiden. Der Aktienmarkt wird dieses Vorhaben durch seine gesteigerte Volatilität immer wieder auf die Probe stellen. Verheerende Marktdaten entfalten sich gerade sukzessive, die Märkte schauen jedoch in die Zukunft. COVID-19 wird weiterhin die Schlagzeilen beherrschen, Politiker und Marktteilnehmer in seinen Bann ziehen und jede Menge Fragen aufwerfen. Regierungen werden versuchen, zum Wohle ihrer Bürger zu agieren, sehen sich aber auch zunehmend mit den unbequemen Folgen eines wirtschaftlichen Stillstands konfrontiert. Mittlerweile wurden schon einige Schritte zur Rückkehr in die Normalität unternommen, aber vieles liegt noch im Ungewissen. Wann kommt der Impfstoff? Droht eine zweite Infektionswelle? Werden manche Branchen so stark unter Druck geraten, dass sie irreparable Schäden davontragen? Wie sind die Maßnahmen der Notenbanken zu bewerten? Die Beantwortung dieser Fragen hängt stark mit der zeitlichen Dauer zusammen, in der die wirtschaftliche Aktivität rund um den Globus beeinträchtigt wird.

Anleger müssen mit dieser Ungewissheit umgehen können. Aktienmärkte preisen die zukünftige Entwicklung ein und lassen sich nicht von rückwärtsgerichteten Marktdaten beeindrucken. Auch die Einstellung zu COVID-19 selbst und die persönliche Haltung zu den gesellschaftlichen Auswirkungen sind jetzt keine besonders guten Ratgeber, wenn es um zukunftsorientierte Investitionsentscheidungen geht. Eine laufende Analyse der Marktsituation ist notwendig, um kurzfristig auftretende Änderungen mit hoher Marktrelevanz zu antizipieren und mit hoher Flexibilität zu agieren. Geduld und Disziplin sind das oberste Gebot für eine langfristig erfolgreiche Umsetzung der Investmentstrategie. Kritische Situationen wie die Technologieblase und die tiefe Rezession von 2000 bis 2002, die Weltwirtschaftskrise 2008/2009, die Eurokrise im Jahr 2011 und die COVID-19-Krise im Jahr 2020 stellen wahre Hätetests für den langfristig orientierten Anleger dar, bieten gleichzeitig aber auch erhebliche Chancen. Denn jeder Bärenmarkt wird von einem Bullenmarkt gefolgt, und die Renditen in der dynamischen Frühphase eines Bullenmarkts sind unersetzlich für das Anlageziel, langfristig aktienmarktähnliche Renditen im eigenen Portfolio abzubilden.

Ihr persönlicher Ansprechpartner steht Ihnen 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



*Unsere gesammelten
Publikationen der letzten Jahre
finden Sie auf unserer Webseite
(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



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
www.gruener-fisher.de