

DIE FOLGEN DER KRISE

WIE ENTWICKELN SICH DIE
MÄRKTE NACH MASSIVEN
EINBRÜCHEN?

SCHWACHER EURO

WELCHE VORTEILE
ERGEBEN SICH FÜR
INVESTOREN?



EUROSTUDIE

DER WIRTSCHAFTSRAUM IN UNRUHIGEN ZEITEN

WIE SICH DIE LAGE DURCH COVID-19, LÄNDERPOLITIK
UND EINFLUSS DER ZENTRALBANKEN VERÄNDERT



GRÜNER FISHER
INVESTMENTS



EUROPÄISCHE PROBLEME IN VOLATILEN ZEITEN

DER EUROPÄISCHE LEITGEDANKE

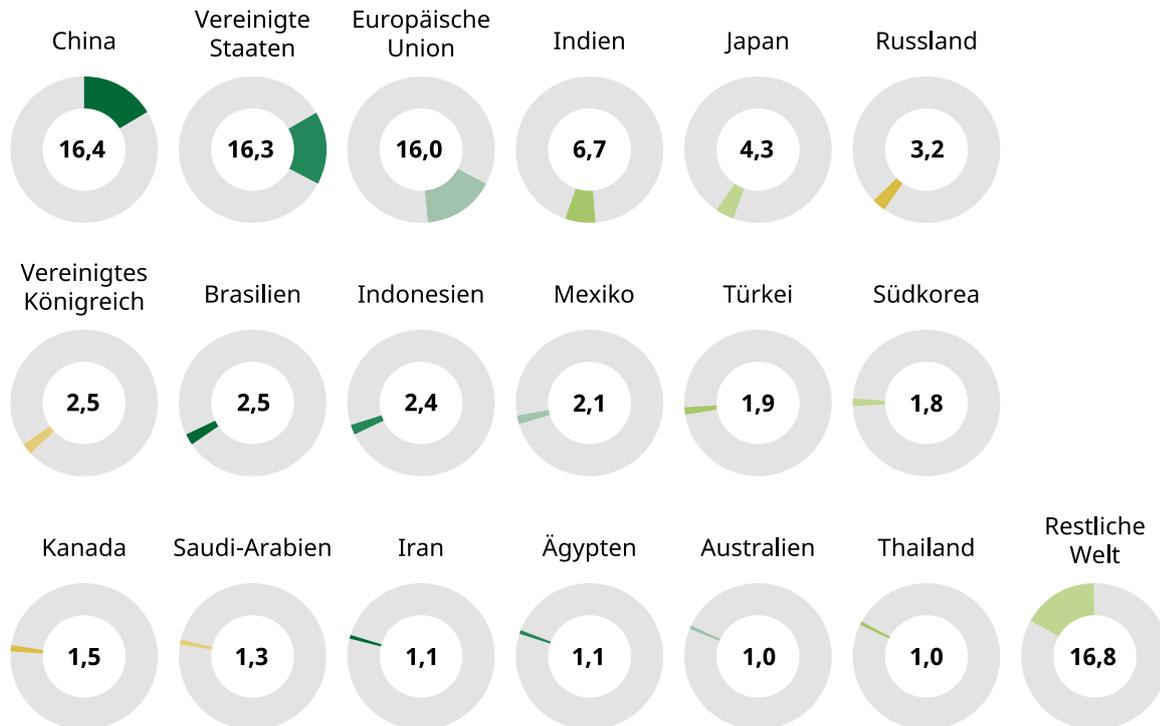
Hinter dem europäischen Leitgedanken steht seit jeher die Idee, gesellschaftliche und wirtschaftliche Barrieren zu überwinden und Europa zu einem starken, geeinten Mitglied der globalen Wirtschaft zu machen. Ein „Binnenmarkt ohne Grenzen“ ist und bleibt das erklärte Ziel der Europäischen Union, um auf aggregierter Basis mit den BIP-Schwergewichten USA und China mithalten zu können.

Offiziell lässt die Europäische Union verlauten: „Ziel der Europäischen Union ist es, dass die EU-Bürgerinnen und -Bürger in allen EU-Ländern studieren, wohnen, einkaufen, arbeiten oder ihren Ruhestand verbringen sowie aus einem reichhaltigen Angebot an Produkten aus ganz Europa wählen können.

Zu diesem Zweck stellt sie den freien Verkehr von Waren, Dienstleistungen, Kapital und Personen in einem EU-Binnenmarkt sicher. Durch die Beseitigung technischer, rechtlicher und bürokratischer Hindernisse ermöglicht die EU den Bürgerinnen und Bürgern den freien Handel und die freie Ausübung von Geschäftstätigkeiten.“

Obwohl der Anteil der EU an der Weltbevölkerung nur rund sieben Prozent beträgt, macht der Handel zwischen der EU und der restlichen Welt rund 16 Prozent der weltweiten Ein- und Ausfuhren aus. Trotz aller Exportstärke erfolgen 64 Prozent des Gesamthandels der EU-Länder mit anderen EU-Ländern.

ANTEILE DES WELT-BIP IN KKS (%)



Anmerkung: Europäische Union bezeichnet seit dem 1. Februar 2020 die Europäische Union mit 27 Mitgliedstaaten
 Quelle: Eurostat, BIP in Kaufkraftstandards (KKS), Datenerhebung ab 2017

Man kann also durchaus von einem „starken Wirtschaftsraum“ sprechen, doch die klar definierte Zielsetzung der Europäischen Union ist seit jeher mit Komplikationen verbunden. Die Heterogenität der einzelnen Staaten, der nationale Wunsch nach Souveränität und erhebliche wirtschaftliche Unterschiede unter den Mitgliedsstaaten machen die Europäische Idee zu einem Mammutprojekt mit vielen politischen Hindernissen. Auf der einen Seite stehen die wirtschaftlichen Schwergewichte Deutschland und Frankreich, auf der anderen Seite die wirtschaftlich schwächeren Staaten, die als „Peripherieländer“ oder „PIIGS-Staaten“ im Höhepunkt der Eurokrise viele Schlagzeilen geliefert haben.

Seit Jahren schon sorgt die europäische Gemeinschaftswährung im Zuge einer steigenden Verschuldung im Euroraum und einer auseinanderdriftenden Schere zwischen Nord und Süd für Sorgenfalten bei Euro-Anlegern. Die Gemeinschaftswährung scheint fehlkonzipiert und nicht in der Lage zu sein, die strukturellen Probleme einer gemeinsamen Währung ohne gemeinschaftliche Fiskalpolitik lösen zu können. Wachsender Populismus in ganz Europa und der Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union steigern die Unsicherheiten tendenziell. Der

Kampf um die europäische Einigkeit ist auch ein immerwährender Kampf für die Akzeptanz unter den einzelnen EU-Mitgliedsstaaten – schließlich geht es am Ende nicht nur um wirtschaftliche Konkurrenzfähigkeit, sondern auch um politische Kompetenzen. Dabei ist die politische Stabilität in einzelnen Ländern nicht gegeben: Regierungen brechen auseinander wie beispielsweise in Spanien, Italien oder Frankreich, die Flüchtlingskrise lässt die Werteunion erzittern und auch das dauerhafte Niedrigzinsumfeld scheint mehr ein stagnierendes Japan der letzten zwei Jahrzehnte zu erinnern als an einen klaren Plan der wirtschaftlichen Expansion.

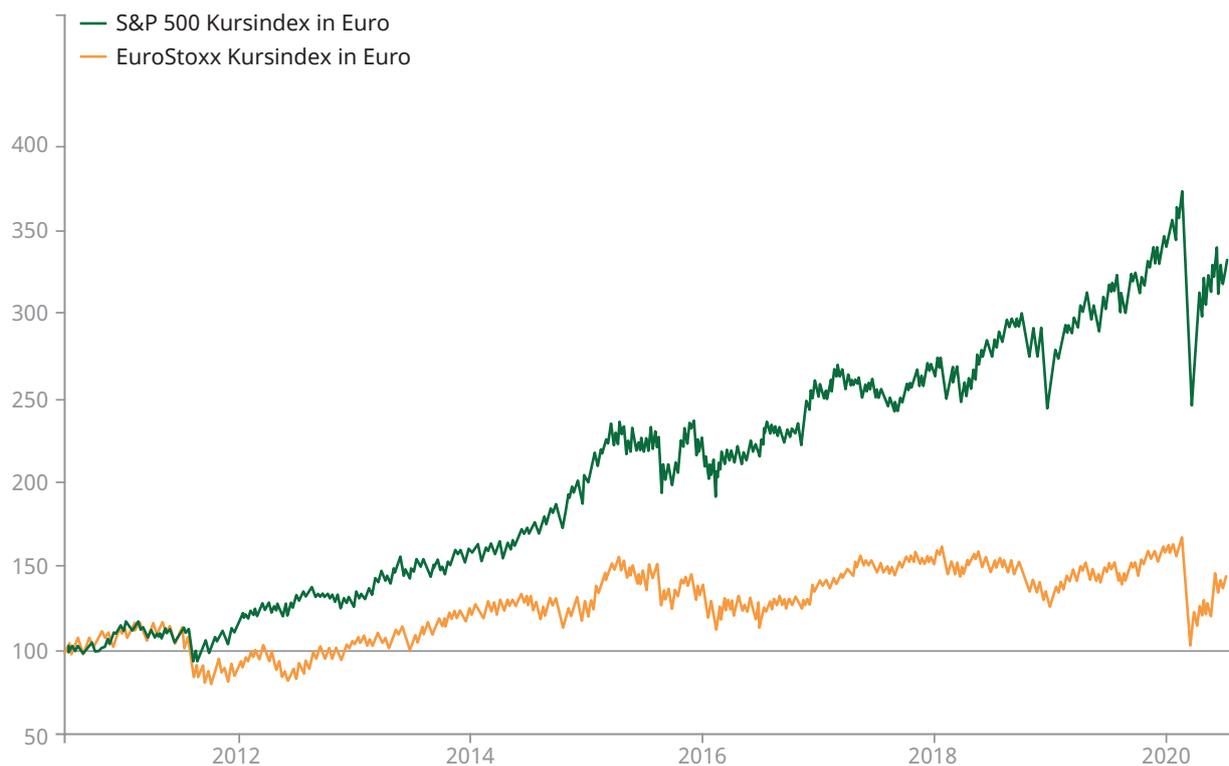
Die Europäische Zentralbank (EZB) ist in den letzten Jahren zunehmend in den Mittelpunkt des Geschehens gerückt. Mit expansiver Geldpolitik und umfangreichen Maßnahmenkatalogen ist die EZB seit vielen Jahren um Stabilität in Europa bemüht, ebenso stehen die Entscheidungen der EZB unter Christine Lagarde und zuvor Mario Draghi seit Jahren in der Kritik. Anleger sind aufgrund der politischen und wirtschaftlichen Risiken in Europa stark verunsichert, die negativen Schlagzeilen reißen nicht ab: Von der Eurokrise über die hohe Verschuldung bis zur Corona-Krise im Jahr 2020.

An den Aktienmärkten ist die Erwartungshaltung auf einem relativen Tiefpunkt angekommen. Die Positionierung der professionellen Manager ist nicht nur wegen der relativen Underperformance der Eurozone im letzten Marktzyklus inzwischen besonders niedrig. Auch die Erwartungshaltung der Gewinne und Umsätze europäischer Unternehmen ist historisch schlecht. Einer der Gründe dürfte die besonders starke Exportabhängigkeit europäischer Unternehmen insbesondere von China kombiniert mit einem besonders niedrigen Anteil an den dominierenden Technologieunternehmen sein. Die wirtschaftlich besonders sensitive Struktur der euro-

päischen Unternehmen hat gerade in der jüngsten Vergangenheit zusätzlich stark unter Corona und einem sich verschlechternden Kreditumfeld gelitten.

Doch nicht alles ist schlecht. Für einen differenzierten Blick auf die Probleme Europas und mögliche Lösungen ist es zwingend notwendig, die Themen tiefer zu beleuchten und sich nicht einfach auf populistische Weisheiten zu berufen. Viel eher gilt es, die richtigen Schlüsse zu ziehen für die persönliche Situation aber auch für die Frage, was all diese Entwicklungen und ihre möglichen Worst-Case-Szenarien für die persönliche Geldanlage bedeuten.

EUROPÄISCHE AKTIEN IM VERGLEICH



Quelle: FactSet Research Systems

EIN SCHWACHER EURO BRINGT VORTEILE!

Die Angst vor einem schwachen Euro ist weit verbreitet. Aus der Sicht eines Euro-Investors ist jedoch die Schwäche der Heimatwährung ein nicht zu unterschätzender Vorteil für global ausgerichtete Investi-

tionen. In den letzten zehn Jahren bedeutete die relative Euro-Schwäche im Vergleich zum US-Dollar tendenziellen Rückenwind.

WECHSELKURS EUR/USD



Quelle: FactSet Research Systems

Was passiert also, wenn das oft befürchtete Szenario eintritt, und der Euro im Vergleich zu anderen Währungen von weltweiter Bedeutung signifikant an Wert verliert? Investitionen in Wertpapiere außerhalb des Euro-Raums erzielen erhebliche Währungsgewinne im Portfolio! Es lohnt sich natürlich eine tiefergehende Betrachtung, da die Währungskomponente weit verzweigte Auswirkungen auf den Geschäftserfolg eines Unternehmens haben kann. Gerade bei global agierenden Unternehmen sind viele Details zu beachten. Welchen Einfluss haben Währungsschwankungen auf die Input-Kosten?

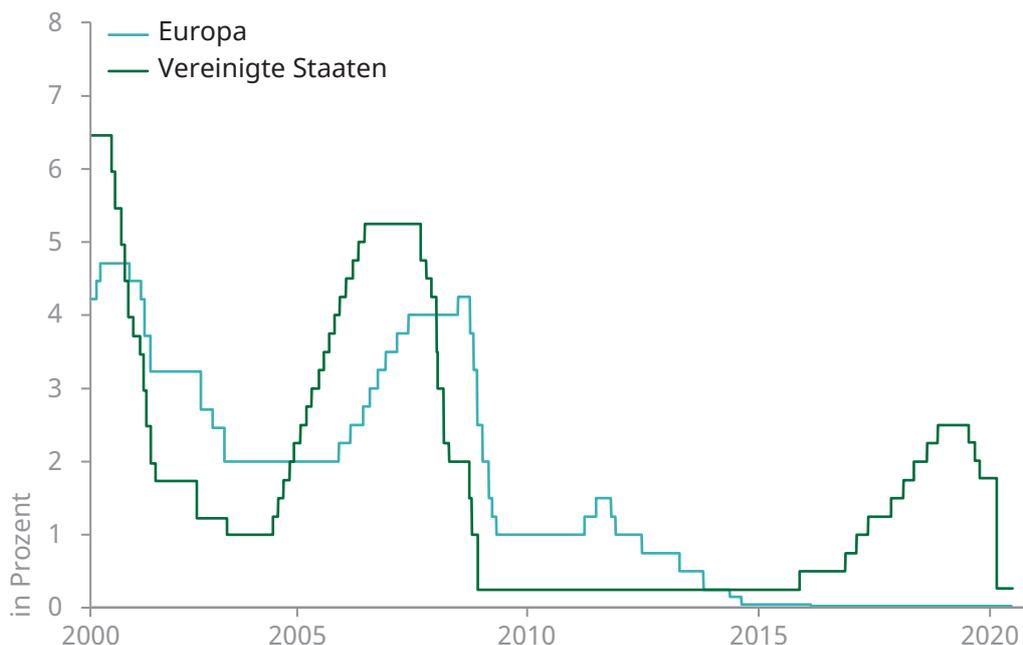
Welche Auswirkungen ergeben sich für die Produktionsstandorte und wie verändern sich generell die Voraussetzungen für Import- und Exportbemühungen? Wie haben sich die Unternehmen selbst gegen Währungsschwankungen abgesichert? Aus diesen Gründen ist es sicherlich nicht ratsam, pauschale Urteile zu fällen. Im Einzelfall gilt es, sich die Positionierung der Unternehmen etwas detaillierter anzuschauen. Generell lässt sich dennoch feststellen: Mit einer schwachen Heimatwährung im Rücken bringt die globale Diversifikation des Portfolios relative Vorteile mit sich.

ZENTRALBANKPOLITIK IM FOKUS: ZINSEN, QUANTITATIVE EASING, INFLATION UND BANKVORSCHRIFTEN

Die Politik der Europäischen Zentralbank ruft seit einigen Jahren regelmäßig Kritiker auf den Plan. So wurde im Zuge der Finanz- und Staatsschuldenkrise Ende der 2000er Jahre der kurzfristige Leitzins sukzessive bis auf null gesenkt – ein Zinspfad, welcher dem der amerikanischen Federal Reserve folgte. Mit dieser Vorgehensweise und der berühmten Aussage Mario Draghis „Whatever it takes“ sorgte die Politik

für eine Beruhigung der Schuldenkrise und das Marktvertrauen in die europäischen Staaten erhöhte sich. Doch auch wir sehen die Zentralbankpolitik eher kritisch. Aus der Entwicklung der letzten Jahre entstehen Probleme, die unter anderem vor allem damit zusammenhängen, dass die Spitzenpositionen immer seltener von Volkswirtschaftlern besetzt werden und immer häufiger Politiker diese Ämter begleiten.

LEITZINSEN IM VERGLEICH



Quelle: FactSet Research Systems

Doch nicht nur die Zinsentwicklung unterliegt teils heftiger Kritik. Auch die immensen Anleihekaufprogramme der Zentralbank, bei welchen flächendeckend vor allem langlaufende Staatsanleihen aufgekauft werden, erzeugen regelmäßig die Sorge, dass die Geldmenge zu stark steigen und hierdurch eine extreme Inflation entstehen könnte. An dieser Stelle besteht jedoch ein fundamentales Missverständnis unter Marktteilnehmern und Zentralbankern. So erhöht sich durch Anleihekäufe durchaus die Geldbasis. Diese künstliche Nachfrage nach

Langläufern sorgt jedoch gleichzeitig für steigende Kurse langlaufender Anleihen und somit sinkenden Renditen. Da nur der kurzfristige Zins durch die Zentralbank festgelegt wird, flacht die Zinsstrukturkurve in Phasen von Anleihe-Kaufprogrammen tendenziell ab.

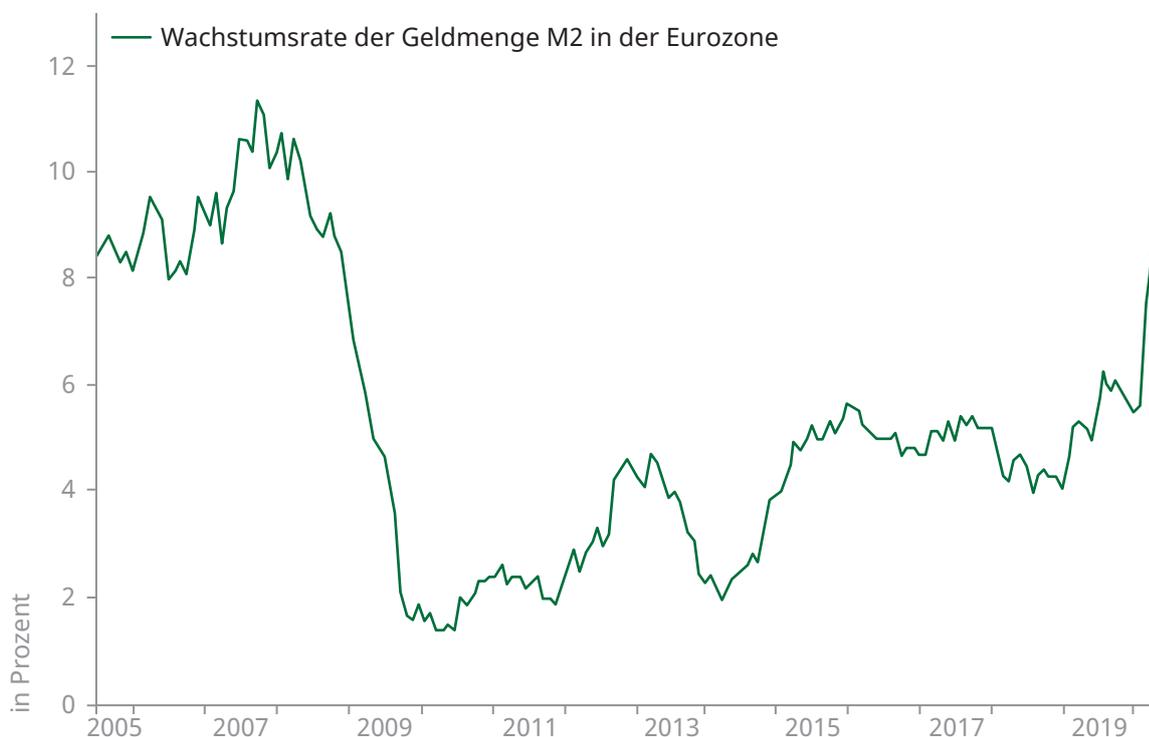
Problematisch wird diese Entwicklung, wenn man sich die tatsächlichen Auswirkungen auf die Realwirtschaft anschaut. So argumentieren Zentralbanken regelmäßig damit, dass durch den sinkenden Zins

die Kreditvergabe stimuliert würde, weil Kreditzinsen schlichtweg günstiger würden und somit die Nachfrage steige. Die marginalen Zinsveränderungen sprechen jedoch eine grundsätzlich andere Sprache. Zum anderen vergessen die Zentralbanken bei dieser Argumentation, dass die so wichtige Kreditvergabe in der heutigen Zeit viel stärker vom Angebot der Geschäftsbanken abhängig ist als von der Nachfrage. Gerade die gestiegenen Regulierungen und Risikovorsorgen der letzten Jahre haben für den Effekt gesorgt, dass Banken ihre Kreditvergabe vorsichtiger gestalten.

Neben diesem Effekt hilft die fundamentale Betrachtung des ureigenen Geschäftsmodells der Banken. Diese verleihen Geld langfristig und refinanzieren sich kurzfristig. Anleihekäufe von Seiten der Zentralbanken wirken nun auf die Zinsstruktur, die norma-

lerweise vor allem von den Inflationserwartungen abhängig ist. Die Differenz zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinsen sinkt nun, die Zinsstruktur flacht ab. Zwar hat diese keine perfekte Korrelation zu den Nettozinsmargen der Banken bei der Kreditvergabe – die Struktur gibt aber durchaus einige Hinweise darauf, wie viel Banken mit der Vergabe neuer Kredite verdienen können. Eine sinkende Nettozinsmarge sorgt dann für eine geringere Bereitschaft der Banken, Kredite zu vergeben. Hieraus ergibt sich automatisch auch ein geringeres Wachstum der Wirtschaftsleistung.

GELDMENGENENTWICKLUNG IN EUROPA



Quelle: FactSet Research Systems

Doch nicht nur das Wachstum wird beeinflusst durch diese Entwicklungen, auch die reale Geldmenge verändert sich. Anders als häufig behauptet hängt diese nämlich weniger von den Anleihekäufen direkt ab, sondern von der Kreditvergabe. Steigendes Kreditwachstum sorgt für eine steigende reale Geldmenge – Anleihekäufe hingegen sorgen nur für eine gesteigerte Geldbasis. Dieses Geld wird nicht automatisch in den Wirtschaftskreislauf transferiert, sorgt also auch nicht für ein mögliches Missverhältnis zwischen Geldmenge und Gütern.

Der Zusammenhang zwischen den Anleihekäufen, den Zinsen und der abgeflachten Zinsstrukturkurve erklärt sehr gut, warum das Kredit- und Geldmengenwachstum in den letzten Jahren in der Eurozone

eher moderat ablief und somit auch das Wirtschaftswachstum im historischen Vergleich tendenziell eher schwächelte. Als Blaupause hierfür kann man die Vereinigten Staaten nehmen, wo das Wirtschaftswachstum stark anstieg, als die Anleihekaufprogramme der Federal Reserve beendet wurden und die Zinsdifferenz zwischen kurzfristigen und langfristigen Zinsen auseinanderdriftete.

*„Steigendes
Kreditwachstum sorgt
für eine steigende reale
Geldmenge.“*

FOLGT NUN DIE INFLATION?

Das grundsätzliche Fehlverständnis dieses Zusammenhangs sorgt immer häufiger für Stimmen, die behaupten, dass das grundsätzliche Verhältnis zwischen Geldmenge und Gütern nicht mehr nach den allgemeinen Regeln der Volkswirtschaft funktio-

niere. Wir sind da anderer Meinung. Wie Milton Friedman bereits vor Jahrzehnten sagte, ist die Inflation immer ein Geldmengenphänomen. Wenn zu viel Geld auf zu wenige Güter trifft, steigen die Preise.

HARMONISIERTER INDEX DER KONSUMPREISE



Quelle: FactSet Research Systems

Seit Jahren nun steigt die reale Geldmenge, beispielhaft messbar mit der Kennzahl M2, nur moderat an. Diese Größe misst die Geldmenge M1, bestehend größtenteils aus Bargeld, Bankreserven und Einlagen und fügt ihr Geldmarktfonds und Festgelder mit bestimmten Laufzeiten hinzu. Erst durch die aktuellen Entwicklungen und die institutionelle Reaktion rund um Corona stieg diese Größe in Form eines Einmal-effekts dynamisch an. Marktbeobachter vermuten bereits eine langfristige starke Geldmengensteigerung. Doch ähnlich wie in der Finanzkrise, als sich die jährliche Wachstumsrate zeitweise im zweistelligen Bereich befand, sollte es sich auch in diesem Fall eher um einen einzigartigen Vorgang handeln, sodass die Entwicklung in naher Zukunft zu moderaten Wachstumsraten zurückkehren sollten.

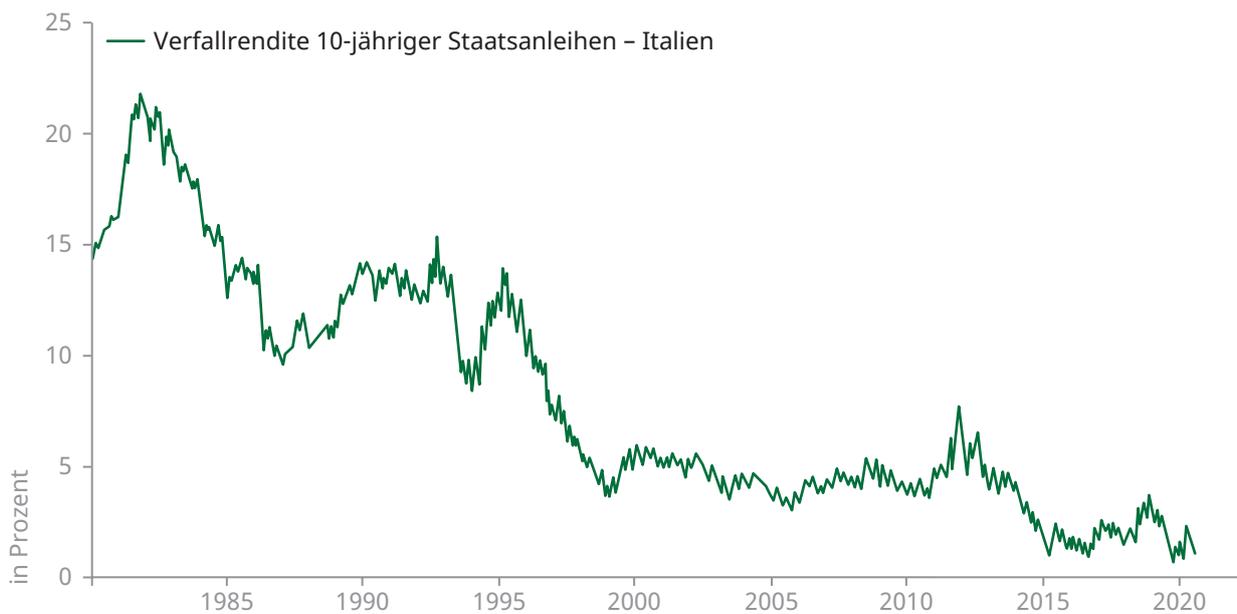
Die Preisentwicklung zeigte zunächst eine negative Reaktion auf die Vorkommnisse rund um das Virus. Viele Produkte und Dienstleistungen erfuhren Nachfrageeinbrüche, sodass Preise schwächelten. Aufgrund der kurzfristig angestiegenen Geldmenge ist jedoch davon auszugehen, dass bei einer Rückkehr der wirtschaftlichen Aktivität eine leicht verstärkte Inflation zurückkehren wird. Dies wäre eine durchaus positive Entwicklung, da hierdurch die gefährliche Deflation aus dem Bereich des kurzfristig Möglichen verschwinden würde. Was in einem solchen Szenario passieren könnte, kann man gut an den Entwicklungen der 1930er Jahre beobachten, als die Geldmenge reduziert wurde und eine jahrelange Rezession hervorgerufen wurde.

GESUNKENE ZINSEN SORGEN FÜR ENTSPANNUNG IN DEN SCHULDENPORTFOLIOS

Die Sorgen vor eskalierenden Staats- und Unternehmensschulden sind groß. So steigt seit Jahren die absolute Verschuldung der Eurostaaten. Marktbeobachter merken regelmäßig an, dass ein solches System nicht unendlich lange funktionieren kann und der aktuelle Wohlstand auf Kosten der nächsten Generationen finanziert werde. Doch diese häufig populistisch verwendete Meinung greift vielfach zu

kurz. Zunächst einmal sind Schulden nicht per se negativ. Die Fähigkeit, Geld über die Zeit zu transferieren, stellt eine der Basiseigenschaften des heute bestehenden Wohlstands dar. Problematisch wird es immer dann, wenn eine Überschuldung entsteht, also die entstehende Zinslast nicht mehr aus den generierten Einnahmen bedient werden kann.

LANGFRISTIGE ENTWICKLUNG VON STAATSANLEIHEN



Quelle: FactSet Research Systems

Grundsätzlich sollte man Staatsschulden in zwei verschiedene Kategorien einordnen. So können Staatsausgaben sinnvoll in Form von Investitionen gesteigert werden, alternativ kann das Fremdkapital eher schädlich auch für Subventionen genutzt werden. Sollten beispielsweise so genannte Corona-Bonds ausgegeben werden und die Bilanzsumme der EU um 500 Milliarden Euro im Jahr 2021 steigen, um die Folgen der Corona-Krise abzufedern, so kann ein solches Programm verschiedene Auswirkungen verursachen. Es kann stimulierend wirken, je nachdem wie das Geld ausgegeben wird. Eine genaue Prognose über solche Ausgaben lassen sich zum aktuellen Zeitpunkt noch nicht treffen – und insbesondere sollte man seine Investmententscheidung nicht nach solchen Möglichkeiten ausrichten, so lange sie nicht zu nachvollziehbaren Wahrscheinlichkeiten werden.

Weiterhin entwickeln sich die Schuldenportfolios der Eurostaaten positiv. Seit Jahren sinken die zu zahlenden Zinsen für neu aufgenommene Schulden nicht nur in wirtschaftlich starken Ländern der Eurozone wie Deutschland. Auch die „Problemländer“ wie Italien, Spanien, Griechenland oder Portugal profitieren von diesem Trend. Sie refinanzieren alte, auslaufende Schulden zu günstigeren Zinssätzen. Der komplette Effekt der niedrigen Zinsen ist somit noch gar nicht vollständig in den Schuldenportfolios angekommen. Häufig werden neue Anleihen nämlich nicht ausgegeben, um neue Schulden aufzunehmen, sondern um alte Anleihen zu prolongieren. So betragen die Zinskosten Italiens im Jahr 2019 12,4 Prozent der Steuereinnahmen, in Spanien waren es 13,6 Prozent – beide mit sinkender Tendenz. Beispielsweise nahm Italien im April 2010 Anleihen mit einer Laufzeit von

10 Jahren zu 4 Prozent auf und refinanzierte diese im April 2020 zu 1,35 Prozent. Eine ähnliche Entwicklung lässt sich in Spanien beobachten, mit 10-jährigen Anleihen aus dem Mai 2010 zu 4,1 Prozent und einer Prolongation im Mai 2020 zu 0,82 Prozent. Beides sind Beispiele, die ein Gefühl dafür geben können, wie behäbig Schuldenportfolios eigentlich sind. Zinsveränderungen sorgen nur sehr langsam für veränderte Zinsbelastungen – ein Phänomen, das dafür sorgt, dass die europäischen Staaten sich gerade auf Jahrzehnte hinweg günstig verschulden können. Notwendig sind dann die richtigen Anschlussmaßnahmen. Wenn diese folgen, ist der angeblich vorgezeichnete Weg einer staatlichen Insolvenz nicht automatisch vorprogrammiert.



„Die Schuldenportfolios der Eurostaaten entwickeln sich positiv.“

DAS WORST-CASE-SZENARIO

Worst-Case-Szenarien gibt es dennoch viele. Häufig sind diese zwar möglich, aber nicht sonderlich wahrscheinlich. Dennoch richten viele Anleger ihre Anlageentscheidungen nach ihnen aus. So wird sich gesorgt um:

- Hyperinflation
- Deflation
- Zusammenbruch des Euro
- Währungsreform
- Staatlicher Zugriff auf Vermögenswerte
- u. v. m.

Doch auch wenn man diese Szenarien für wahrscheinlich hält, sollte man die richtigen Folgerungen ziehen. Die Flucht in ausländische Währungen kann zunächst tendenziell helfen, liefert aber bis zum Eintritt des jeweiligen Ergebnisses keine Rendite, wenn eine liquide Anlageklasse gewählt wird. Der beste Schutz vor extremen Szenarien sind somit reale Sachwerte. Zu den besten Schutzmaßnahmen zählen Immobilien, Edelmetalle und (global diversifizierte) Aktien. Wichtig ist hierbei nicht zwingend, den Euro-Raum zu verlassen, denn Edelmetalle wie Gold notieren häufig in US-Dollar und auch internationale Aktien sind als Eigenkapital in einer anderen Währung dazu in der Lage, den richtigen Schutz vor einem extremen Szenario innerhalb des Euroraums oder der Europäischen Union zu liefern.

Beispielhaft kann man sich hierbei an historischen Entwicklungen orientieren. So lieferte Gold einen hervorragenden Schutz vor Hyperinflation in Ländern wie Argentinien oder anderen Entwicklungsländern. Bei vergangenen Währungsreformen waren plötzlich die Anleger besonders gut gestellt, die Aktien aus dem Ausland besaßen, konnten sie diese doch im Ausland in der Fremdwährung verkaufen und dann in einer relativ schwachen neuen Heimatwährung wieder transferieren. Der Kaufkraftgewinn war immens.

„Worst-Case-Szenarien sind möglich, aber nicht sonderlich wahrscheinlich.“

GEMEINSAME SCHULDEN ALS LÖSUNG?

Durch die gesellschaftliche und wirtschaftliche Heterogenität innerhalb der Europäischen Union bestehen bereits grundsätzlich große Unterschiede in Bezug auf Wirtschaftsstärke, Verschuldungsquote und Leistungsfähigkeit. Bereits vor aktuellen Krisen wie der Staatsschuldenthematik oder der Gesundheitskrise rund um COVID-19 wurde daher schon vor Jahren eine mögliche, zumindest teilweise Verallgemeinerung von Schulden breit diskutiert. Mit der Einführung des Euro entschied man sich jedoch bewusst für eine Währungsunion ohne gleichzeitig eine fiskalische Transferunion zu schaffen.

Diese Funktionsweise sorgt seit Bestehen für heftige Kritik, in welcher dieses einzigartige Konstrukt als nicht überlebensfähig und unfertig charakterisiert wird. Einzigartig ist dies daher, da in der Regel eine gemeinsame Währung und Geldpolitik in anderen Regionen der Erde durch eine geteilte Fiskalpolitik komplettiert wird – inklusive eines Transfers von wohlhabenderen zu ärmeren Regionen. Beispiele hierfür gibt es viele. In Deutschland existieren der Solidaritätsbeitrag und ein Länderausgleich von reichen Bundesländern zu ärmeren Bundesländern.

In den USA werden Bundessteuereinnahmen und Anleiheerlöse anhand der wirtschaftlichen Situation verteilt. Großbritannien verteilt Einnahmen aus England nach Wales, Schottland und Nordirland. In der Europäischen Union hingegen wird wohl vor allem bedingt durch den Mangel an gemeinsamer Identität lediglich ein gemeinsames Budget aufgestellt, welches für die operativen Weiterentwicklungen verwendet wird – nicht hingegen in nationale Budgets zurückgeführt wird.

Vor allem in der Schuldenkrise zwischen 2011 und 2013 versuchten verschiedene europäische Staaten diese Tatsache zu verändern und sahen dies als Chance an, die Union hiermit zu vollenden, doch bereits seit längerem spaltet sich diese Frage vor allem an einer Nord-Süd-Linie. Gerade die reichen nordeuropäischen Staaten bilden eine Allianz gegen eine solche Vorgehensweise. Eine Zustimmung der Bevölkerung zu diesen Maßnahmen im aktuellen Umfeld aus Populismus und politischem Rechtsruck dürfte aus aktueller Sicht in der nahen Zukunft nicht möglich sein.

KOMMT DIE GEMEINSAME STEUERPOLITIK?

Neben den gemeinsamen Schulden ist seit längerem eine zumindest partielle gemeinsame Steuerpolitik in den Überlegungen. So sucht man Wege, beispielsweise die Steuervermeidungstaktiken der großen Technologiekonzerne zu verhindern. Eine gemeinsame Steuerpolitik stellt grundsätzlich genau das Gegenteil von Stimuli dar. Doch ein Weg innerhalb der EU ist weit, was man anhand der bereits geführten Diskussionen hervorragend erahnen kann. Aus derartigen Überlegungen entstehen insbesondere in der Europäischen Union selten tatsächliche Gesetze, da einfach grundsätzlich verschiedene Interessen aufeinandertreffen.

Somit sind Überlegungen einer gemeinsamen Steuerpolitik Stand heute noch sehr hypothetischer Natur und dies ist allen Teilnehmern bewusst. Keiner geht von einer schnellen Lösung für das Problem

zwischen gemeinsamer Währung und unterschiedlicher Fiskalpolitik aus. Langwierige Verhandlungen werden erwartet. Beispielhaft scheiterte auch der Versuch, Länder wie Irland oder Luxemburg dazu zu bringen, ihre niedrigen Steuerquoten anzuheben. Diese profitieren aktuell immens von diesem System, nach dem die Technologiekonzerne nur dort Steuern zahlen müssen, wo sie eine physische Präsenz unterhalten. Somit haben sie kein Interesse an einer gemeinsamen, höheren Steuer – Ausgang ungewiss. All das zeigt, wie langsam Fortschritte generiert werden. Legislative Veränderungen sind Mangelware. Langfristig bedeutet das zunächst einmal, dass Unternehmen aus den meisten Bereichen eine gewisse Planungssicherheit haben. Märkte schätzen die Sicherheit – eines der entscheidenden Argumente für eine positivere Entwicklung für europäische Aktien in der Zukunft.

BREXIT - DAS DAUERTHEMA

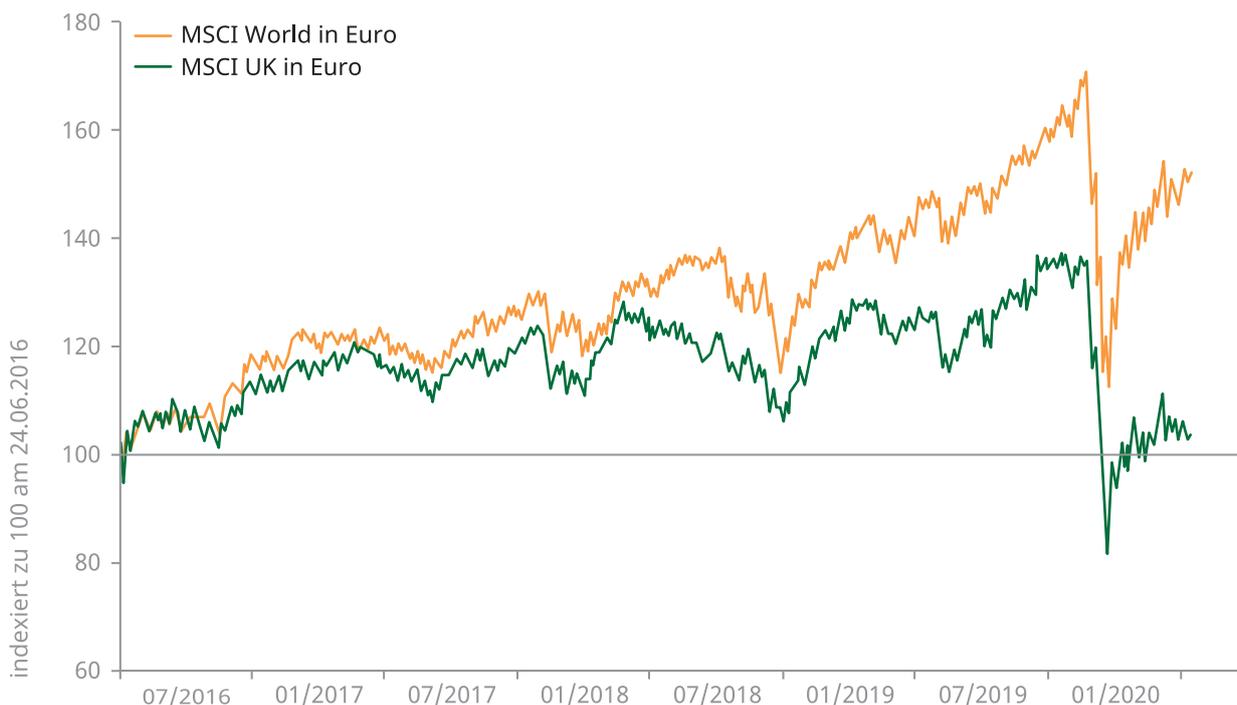
Als am 24.06.2016 die Entscheidung der Briten feststand, aus der EU austreten zu wollen, war die Aufregung zunächst groß. Aber die Medienlandschaft neigt definitiv zu Übertreibungen, was die Konsequenzen dieser Entscheidung angeht. Mehr als vier Jahre nach dem Referendum lässt sich feststellen, dass sich die Wogen zusehends geglättet haben. Nach zähen politischen Verhandlungen ist die Europäische Union nicht kollabiert, als Großbritannien sie am 31. Januar 2020 formal verlassen hat. Das klingt aus heutiger Sicht alles selbstverständlich und die EU-Apokalypse wurde natürlich nicht herbeigeführt, im Juni 2016 waren viele verunsicherte Anleger jedoch empfänglich für derartige Schlagzeilen.

Was zählt, sind am Ende die vereinbarten Handelsabkommen zwischen Großbritannien und der EU. Bis zum 31. Dezember 2020 befindet sich Großbritannien in einem Übergangszeitraum und bleibt Teil der Zollunion und des Binnenmarkts. Eine Fristverlängerung um bis zu zwei Jahre – um der politischen Hängepartie die Krone aufzusetzen – wurde von der Britischen Regierung abgelehnt. Nach Aussage des

zuständigen Brexit-Ministers Michael Grove geht es darum, „der Wirtschaft Klarheit und Sicherheit zu verschaffen“. Ein No-Deal-Brexit ist also immer noch möglich, sofern die politischen Protagonisten ein weiteres Mal unter Beweis stellen, dass sie zeitliche Fristen gerne überreizen. Zum Jahresende 2020 hin kann man sich also auf das übliche Geplänkel zwischen den Verhandlungspartnern einstellen.

In der Zwischenzeit haben sich die Märkte längst mit dem politischen Gezerre arrangiert und widmen sich mit ihrer zukunftsorientierten Art längst wieder anderen Themen. Auch wenn die Thematik für den britischen Aktienmarkt mittelfristig eine Belastung dargestellt hat, ist aus Sicht der Europäischen Union die leidige Brexit-Story eher glimpflich verlaufen. Es wurde kein Signal für andere Mitgliedsstaaten gesetzt, dass ein Austritt aus der EU einer „Befreiung“ gleichkommt. Viel eher ist die wirtschaftliche Abhängigkeit von der Teilhabe am EU-Binnenmarkt ein wichtiger Hinweis für andere Staaten, die im Rahmen populistischer Tendenzen ebenfalls immer wieder auf nationale Interessen pochen.

DIE UNSICHERHEIT BELASTET

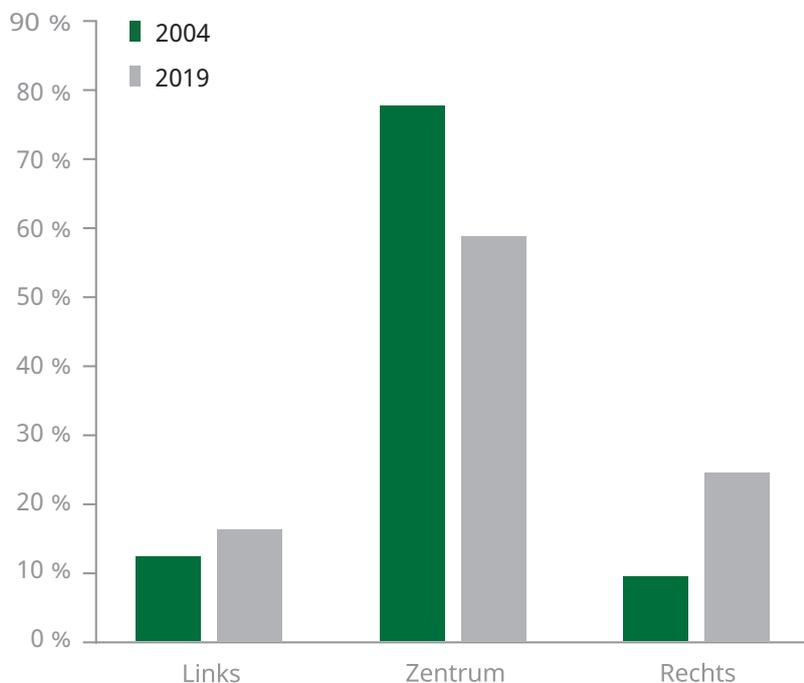


POPULISMUS VS. POLITISCHE PATTSITUATIONEN

In ganz Europa haben die Populisten den Parteien der Mitte Wählerstimmen abgenommen. Dementsprechend sind die Sorgen vor Radikalismus oder EU-feindlichen Tendenzen seit Jahren präsent. Populismus bringt jedoch eher eine Art Stillstand als eine radikale Politik, egal ob es sich um Europawahlen

oder Länderwahlen handelt. Stellen Sie sich die politische Ideologie als glockenförmige Kurve vor. Der historische Zentrismus formte die Wölbung in der Mitte. Durch den Populismus wird diese in Richtung der Ränder gedrückt, die Sitze verteilen sich auf ein breites Spektrum an Ideologien.

NEUE PARLAMENTARISCHE FORM DER PATTSITUATION



Quelle: EU-Parlament, Ideologische Identität der EU-Politik 2004-2019

Zur Bildung von Koalitionen sind nun in den meisten Ländern mehrere Randparteien erforderlich; die deutsche Große Koalition der Mitte ist eine seltene Ausnahme. Parlamente, in denen die Sitzverteilung derart zum Rand hin „platt gedrückt“ ist, können keine umwälzenden Gesetze verabschieden, die der Wirtschaft schaden. Die Stabilität eines stillstehenden Systems ermöglicht es den Unternehmen, auf ruhigeren Gewässern zu fahren.

Für einen Austritt aus der EU sind die Hürden zudem teilweise so hoch, dass dies zum aktuellen Zeitpunkt ein höchst unwahrscheinliches Szenario darstellt. In einem Land mit einer zersplitterten Parteienland-

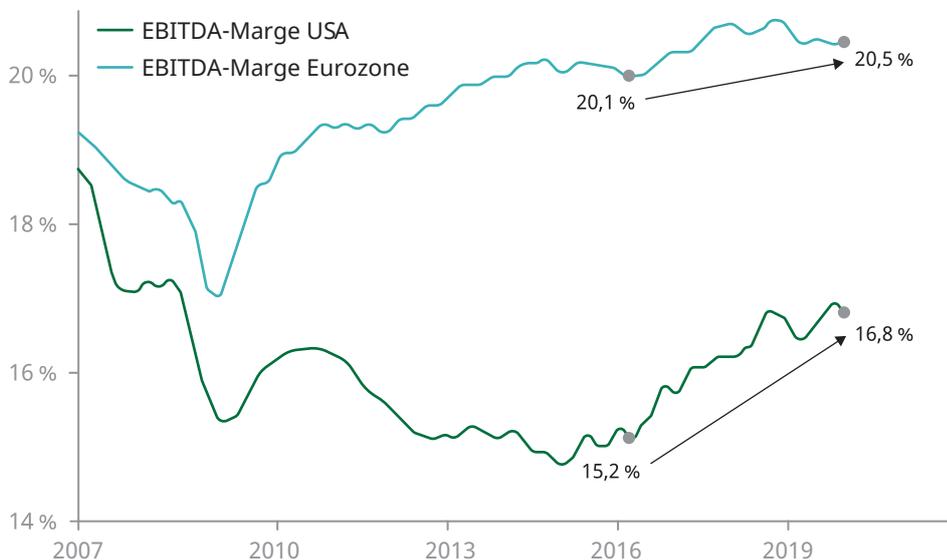
schaft ist eine urplötzliche Einigkeit – in Italien ist beispielsweise eine Zwei-Drittel-Mehrheit für den EU-Austritt vonnöten – nicht zu erwarten. Zumal in der politischen Mitte durchaus starke EU-freundliche Tendenzen existieren. Politik auf Europa-Ebene wird allerdings immer ein schwieriges Thema bleiben. Die Politiker eines Landes werden stets geneigt sein, komplexe und „unattraktive“ Sachverhalte auf die EU-Ebene auszulagern.

DAS FUNDAMENTALE UMFELD IST BEREIT ZUR ERHOLUNG

Auch die europäische Wirtschaft und die Aktienmärkte wurden von den institutionellen Maßnahmen rund um COVID-19 hart getroffen. Der schnelle Shutdown sorgte für erhebliche Einbrüche im fundamentalen Umfeld. Dennoch kann man Mitte des Jahres 2020 konstatieren, dass durch die einzigartigen Vorschriften der sozialen Distanzierung die Erholungsbewegung ebenso schnell voranschreit. Betrachtet man die Entwicklung der europäischen Wirtschaft vor der virusbedingten Krise, so zeigten viele Entwicklungen einen positiven Pfad, während gleichzeitig die Erwartungshaltung verhältnismäßig niedrig war. Dies scheint der Weg zu sein, auf den die europäische Wirtschaft zurückkehrt. Die Grundgegebenheiten sind zumindest hervorragend.

Die Grundstruktur ist gerade im Bereich der großen Unternehmen in Europa geprägt von qualitativ hochwertigen Unternehmen mit niedriger Verschuldung und guten Cashflows. Ebenso profitieren europäische Firmen bereits seit längerem von niedrigen Zinsen und hiermit verbunden von tendenziell geringen Fremdkapitalkosten. Dieser Stil ist hervorragend geeignet, Krisen besser zu überstehen als Unternehmen, die stark von Fremdkapital abhängig sind oder nur niedrige Margen in ihrem Geschäftsmodell aufweisen. Seit geraumer Zeit konnte man vor der Krise bereits beobachten, dass die Gewinnmargen europäischer Unternehmen stärkere Zuwächse generieren konnten als ihre US-amerikanischen Pendanten. Sollte die wirtschaftliche Aktivität zügig zurückkehren, sollte sich diese Entwicklung fortsetzen.

GEWINNMARGEN IM VERGLEICH



Quelle: FactSet, Dezember 2019

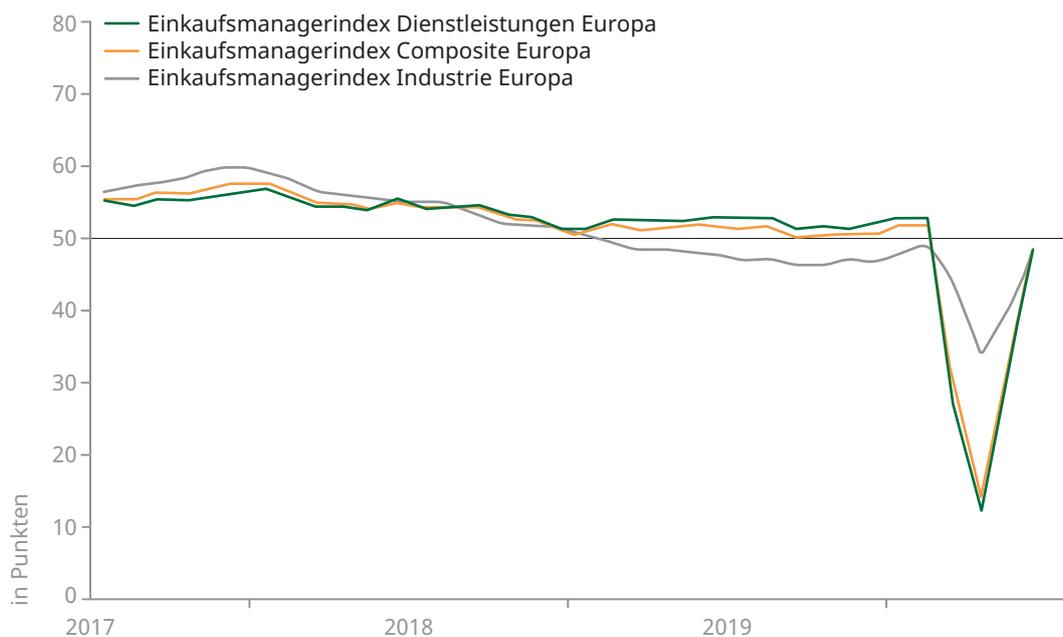
Eine zweite Grundeigenschaft Europas findet man in der starken Exportorientierung der Binnenwirtschaft. So entsteht ein Großteil des europäischen Wachstums vor allem in den Emerging Markets, insbesondere in China. Gerade dann, wenn die chinesische Wirtschaft stark wächst, entstehen somit positive Effekte. Seit Jahren kritisieren Marktbeobachter, dass China alte Wachstumszahlen nicht mehr bestätigen kann. Dabei wird grundsätzlich

vergessen, dass das absolute Wachstum sich auf Rekordwerten befindet – lediglich die prozentualen Betrachtungsweisen sorgen dafür, dass die Wachstumswerte aufgrund der deutlich gesteigerten Volumina nicht mehr an die Werte der vergangenen Jahrzehnte anknüpfen können. Insofern sollte gerade die Verbindung zu China weiterhin zu erheblichen Wachstumsperspektiven für die europäische Exportwirtschaft sorgen.

Gerade aufgrund von einer zwischenzeitlichen Schwäche der chinesischen Wirtschaft, entstanden aus einer kurzfristigen Lücke der Kreditversorgung mittelständischer, chinesischer Unternehmen, entwickelte sich die europäische Industrie in den letzten Jahren schwächer. Ablesbar war diese Entwicklung beispielhaft seit Ende 2018 aus dem dazugehörigen Einkaufsmanagerindex. Auch wenn der Industriesektor weiter bedeutsam für Wachstum und Arbeitsplätze in Europa ist, so wird seine Bedeutung dennoch tendenziell überschätzt. In den letzten Jahrzehnten konnte man nämlich eine sukzessive Verschiebung hin zur Dienstleistungsbranche ausmachen. Inzwi-

schen besteht die europäische Wirtschaftsleistung nur noch zu 25 Prozent aus dem verarbeitenden Gewerbe, während Dienstleistungen 73,4 Prozent ausmachen. Die restlichen 1,7 Prozent des europäischen Bruttoinlandsprodukts werden durch Landwirtschaft erzeugt. Der wichtige Dienstleistungssektor zeigt seit einiger Zeit eine gewisse Stärke in Form von Umfragewerten im Einkaufsmanagerindex über 50 – expansives Territorium. Eine Rückkehr in diesen Bereich im Zuge von einer externen Rückkehr zu Weltwirtschaftswachstum sollte mit Bewältigung der Gesundheitskrise die nächste logische Folge sein.

EINKAUFSMANAGERINDIZES IN EUROPA



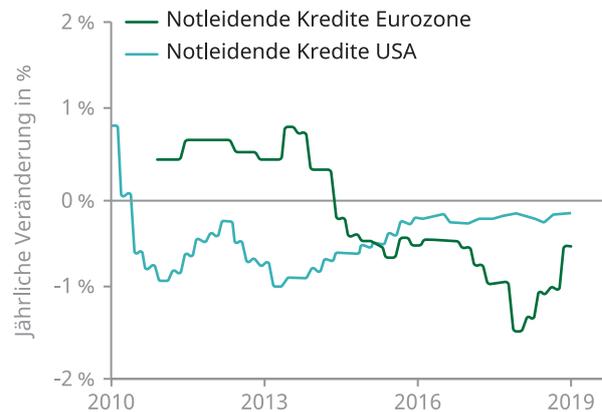
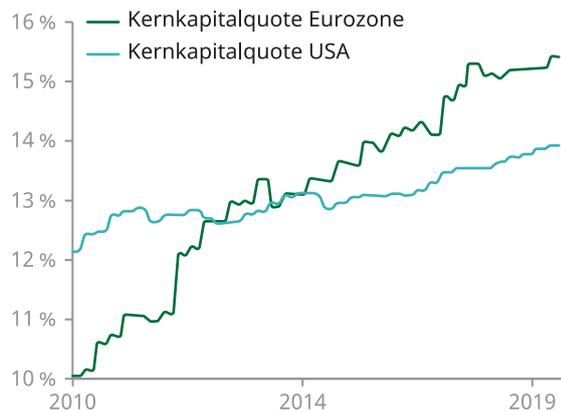
Quelle: FactSet Research Systems

Das wirtschaftlich sensitiv ausgerichtete Europa ist hervorragend positioniert, um von einer Rückkehr wirtschaftlichen Wachstums auf globaler Ebene zu profitieren. Hierbei helfen auch die nach der Finanzkrise extrem gestiegenen Vorschriften für europäische Kreditinstitute, welche seit dieser Zeit erhebliche Fortschritte gemacht haben. Nicht nur die dauerhaft durchgeführten Stresstests sorgten dafür, dass die Kernkapitalquoten der Banken seit Jahren steigen und auch der Anteil der ausfallgefährdeten Kredite geht seit 2014 zurück.

Nach den Erfahrungen der Finanzkrise ist die Skepsis gegenüber dem Kredit- und Bankenwesen auch eine

Dekade später noch immer nicht verschwunden. Doch dank der stabilisierten Bilanzen nutzt inzwischen fast jedes Hilfsprogramm von Regierungen Banken zur Umsetzung, um Liquidität zu Unternehmen zu bewegen, die kurzfristig von Cashflows abgeschnitten wurden. Dieses fundamentale Setup aus handlungsfähigen Kreditinstituten, stabilen Unternehmen, guten Cashflows und Margen und einer Rückkehr der wirtschaftlichen Aktivität bietet gute Chancen, im kommenden Markt- und Wirtschaftszyklus einen Teil der Entwicklungsunterschiede vor allem gegenüber technologiestarken Regionen zu kompensieren.

ENTWICKLUNG VON KERNKAPITALQUOTEN UND NOTLEIDENDEN KREDITEN



Quelle: FactSet, Dezember 2019

Die europäische Unternehmenslandschaft hat gerade in der Krise in vielen Bereichen die fundamental stabile Wirtschaft untermauert. Häuserpreise blieben unter anderem aufgrund der relativ niedrigen Verschuldungsquoten stabil. Auch der Zugang zu Krediten blieb erhalten. Das Kreditwachstum als wichtige Grundvoraussetzung für wirtschaftliches Wachstum konnte ebenso positiv überraschen. Vor allem im Industriebereich zeigte sich hingegen ein eher gemischtes Bild. Die exportabhängigen Neuaufträge litten unter dem globalen Stillstand und auch die Industrieproduktion verringerte sich sichtbar.

All diese Entwicklungen zeigen wichtige Eigenschaften des europäischen Wirtschaftsraums. Wächst die Weltwirtschaft, so sind die Unternehmen in vielen

Bereichen hervorragend positioniert, um mit ihren Produkten und Dienstleistungen einen großen Anteil dieses Wachstums zu erlangen. Seit Jahren hat sich trotz vieler protektionistischer und populistischer Meinungsäußerungen in der Breite die Überzeugung durchgesetzt, dass Freihandelszonen und weniger Schutzmaßnahmen zu gesteigertem Wohlstand für alle beitragen sollten. Eine Fortsetzung dieser Entwicklung sollte zu positiven Effekten auf die europäische Wirtschaft im nächsten Zyklus führen.

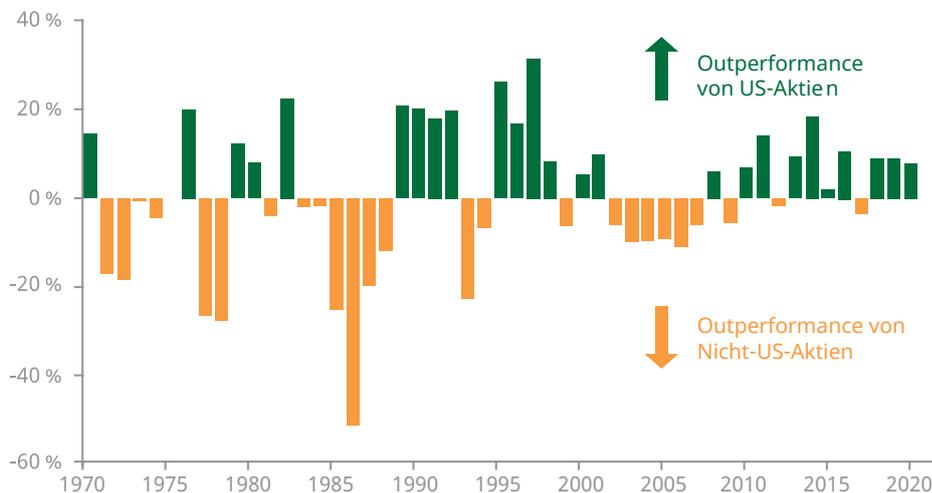
UNTERSCHÄTZTES EUROPA?

Corona hat nichts daran geändert, dass die Erwartungshaltung für Europa auf einem relativ niedrigen Niveau angesiedelt ist. Die zurückliegende Entwicklung an den Aktienmärkten veranlasst viele Anleger, Europa gerade im Vergleich mit den USA als unattraktiv zu betrachten. Europäischen Banken wird wenig zugetraut, die industrielle Schwäche wird als schwerwiegend wahrgenommen. Es spricht aus Sicht eines global ausgerichteten Investors eigentlich aktuell wenig dafür, europäische Unternehmen im internationalen Vergleich zu bevorzugen – genau hier ergibt sich Potenzial für positive Überraschungen.

Die Führungsrolle zwischen den großen Wirtschaftsregionen wechselt, Währungen durchleben Stärke- und Schwächephasen, die Anlegergunst wandert hin und her. Natürlich ist Europa aufgrund seiner Heterogenität mit speziellen Problemen behaftet

und es wird stets schwerfallen, eine einheitliche europäische Linie zu finden. Wichtig für Anleger ist jedoch, dass die Märkte in die Zukunft blicken und Dynamik vor allem dann entsteht, wenn die Diskrepanz zwischen Realität und Erwartungshaltung ausgeglichen wird. Aktuell ist das Sentiment für Europa relativ betrachtet im Keller – die Hürden für positive Überraschungen sind also niedrig gesetzt.

PERFORMANCE VON US-AKTIEN VS. NICHT-US-AKTIEN

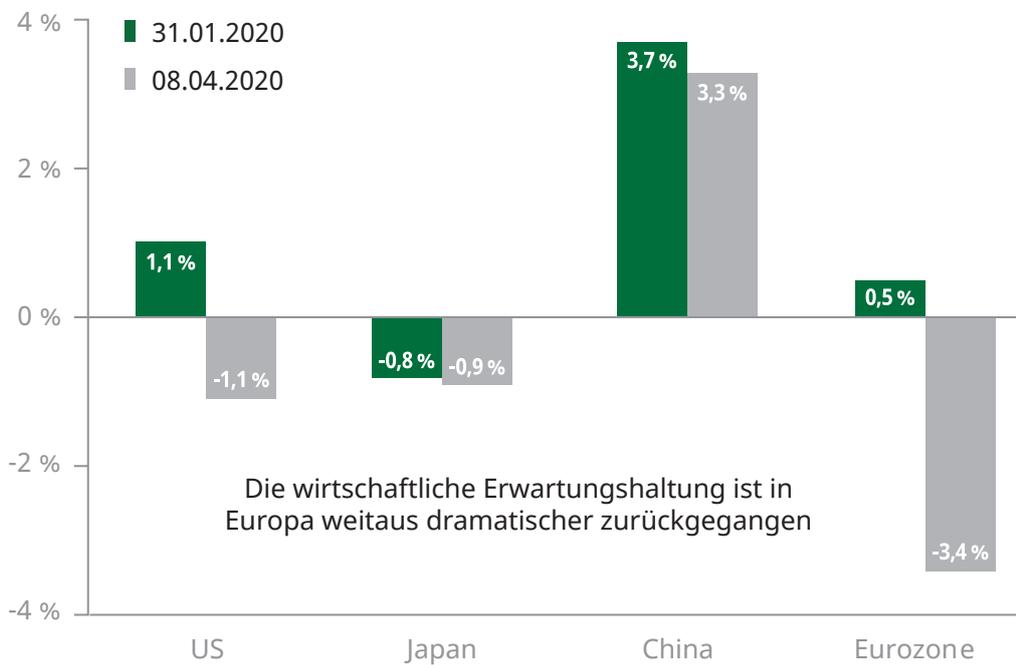


Quelle: FactSet, S&P 500 Total Return vs. MSCI EAFE Total Return, 1970 bis 2020, Entwicklung in US-Dollar

Vor allem sind die Erwartungen an die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung in Europa gedämpfter als in anderen Wirtschaftsregionen. Für das BIP 2020 zeigt sich die niedrigste Erwartungshaltung im Vergleich mit allen anderen Industrieländern oder Regionen. Im Rahmen der Erholungsphase nach COVID-19

stehen die Chancen für den wirtschaftlich sensiblen Euroraum also relativ gut, die niedrigen Erwartungen zu übertreffen. Das Sentiment dürfte sich auch auf absehbare Zeit der „Dauerbelastung“ ausgesetzt sehen, welche durch die wirtschaftliche Ungleichheit der einzelnen Staaten und politische Störfeuer entsteht.

MEDIAN DER BIP-WACHSTUMSPROGNOSEN NACH WIRTSCHAFTSREGIONEN



Quelle: Bloomberg 2020 Median GDP Forecast 31.01.2020 & 08.04.2020

FAZIT

Der Leitgedanke der Europäischen Union ist absolut richtig, einleuchtend und zukunftsweisend. Wie schwierig die Umsetzung in einem heterogenen Wirtschaftsraum ausfallen kann, wurde Europa in den letzten Jahren meist schmerzhaft vor Augen geführt. Von einer diskussionswürdigen Notenbankpolitik über die „fehlerhaft konstruierte“ Gemeinschaftswährung bis zur Verschuldungsthematik und politischem Chaos: Europa hat im wahrsten Sinne des Wortes in den letzten Jahren nie ruhige Zeiten erlebt, COVID-19 hat dieser unruhigen Entwicklung einen erneuten Rückschlag zugefügt. Doch bei aller relativen Schwäche lässt sich auch feststellen: Europa lässt sich nicht so einfach unterkriegen.

Als Anleger ist man deshalb am Ende gut beraten, die Warnungen der lautesten Kritiker (die sowohl einen Zerfall der Währungsunion als auch den Kollaps diverser Staaten prognostizieren) auf den Prüfstand zu stellen, bevor sie Einfluss auf die eigenen Investitionsentscheidungen ausüben. Jede Krise beinhaltet Chancen, vor allem aus der Sicht eines Aktienanlegers. Heute gelten die USA am Aktienmarkt in vielerlei Hinsicht als Maß aller Dinge. Der Startschuss zu dieser mustergültigen Entwicklung fiel allerdings gerade in jener Zeit, in der die Anhebung der US-Schuldenobergrenze und konjunkturelle Probleme das Bild in den Medien dominierten. Das impliziert

natürlich nicht, dass der „Krisenregion“ Europa automatisch eine goldene Zukunft bevorsteht, zumindest ist aber die niedrige Erwartungshaltung an die weitere Entwicklung vorteilhaft. Europa wird auch in den kommenden Jahren nicht frei von negativen Schlagzeilen sein, dazu sind viele Probleme einfach zu omnipräsent. Aber die Realität wird es nicht allzu schwer haben, um mit der niedrigen Erwartungshaltung mitzuhalten – deshalb sollte man den „alten Kontinent“ auf keinen Fall zu früh abschreiben.

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 heutige wirtschaftliche und politische Situation stellt den Euro auf eine harte Probe.“

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 Optionscheine und Hebelzertifikate verstanden hat, sollte sich an Spekulationen mit Optionscheinen 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 Produktinforma-

tionen 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. Unsere ausführlichen Datenschutzbestimmungen finden Sie auch auf unserer Webseite.

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



GRÜNER FISHER
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