



DIE WELT NACH CORONA (5): DIE ROLLE DER GELDPOLITIK

von Dr. Jörn Quitzau, André Broders

In Wirtschafts- und Finanzkrisen schlägt die Stunde der Zentralbanken. Vor allem, wenn aufgrund wirtschaftlicher Schocks Reaktionsschnelligkeit gefragt ist, zeigen sich Zentralbanken handlungsfähig. So war es 2008/09 während der globalen Finanzkrise, als nach der Lehman-Pleite das Vertrauen in das Finanzsystem erschüttert war und eine Kettenreaktion mit weiteren Bankpleiten drohte. So ist es auch 2020 inmitten der Corona-Pandemie: Die Zentralbanken aller großen Länder haben in den „Whatever it takes“-Modus geschaltet und stellen mit Maßnahmenpaketen bisher nie da gewesener Größenordnung enorme Liquidität für die Wirtschaft zur Verfügung. Die Europäische Zentralbank hat eigens für den Kampf gegen die Corona-Krise weitere Anleihekaufprogramme mit einem Volumen von aktuell 1,35 Billionen Euro aufgelegt.

Außerordentlich expansive Geldpolitik wird regelmäßig mit steigender Inflationsgefahr assoziiert. Auch heute, während der Corona-Pandemie, steht die Frage im Raum, ob die Maßnahmen der Zentralbanken mittel- bis langfristig zu deutlich höheren Verbraucherpreisen führen werden. Doch anders als während der globalen Finanzkrise vor gut zehn Jahren kommt heute keine regelrechte Alarmstimmung auf. Damals erwarteten sogar einige professionelle Beobachter drastisch höhere Inflationsraten, manche fürchteten sogar Währungsreformen. Beides ist bis heute ausgeblieben. Offenbar haben viele Beobachter daraus die Lehre gezogen, dass eine ungewöhnlich expansive Geldpolitik eben nicht zwangsläufig ins finanzielle Verderben führt.

Notenbanken als „lender of last resort“

Wenn Notenbanken in schweren Krisen umfassend Liquidität anbieten, ist das alles andere als ungewöhnlich. Zentralbanken haben anerkanntermaßen die Funktion des „lender of last resort“. Wenn keine andere Institution mehr willens oder in der Lage ist, in einer Notlage Liquidität zur Verfügung zu stellen, muss es die Notenbank tun. Als die Regierungen zu Beginn der Corona-Krise beschlossen haben, einen nennenswerten Teil der Wirtschaft vorübergehend stillzulegen, war sofort klar, dass auch gesunde Unternehmen mit einem funktionierenden Geschäftsmodell

recht bald in Schwierigkeiten geraten können. Wenn die Einnahmen (nahezu) vollständig wegfallen, während die Ausgaben zu einem großen Teil weiterlaufen, sind die finanziellen Reserven schnell aufgebraucht. Schnelligkeit war gefragt, um größere Kollateralschäden des wirtschaftlichen Shutdowns zu verhindern. Dafür war gemeinschaftliches und pragmatisches Handeln der Regierungen, Geschäfts- und Notenbanken erforderlich.

Umstrittene Staatsanleihekäufe

Während in der akuten Phase einer Krise die Zulässigkeit expansiver und notfalls auch unkonventioneller Geldpolitik außer Frage steht, gibt es kontroverse Diskussionen über bestimmte expansive Maßnahmen der Notenbanken in wirtschaftlich normalen Zeiten. Im Mittelpunkt stehen dabei die Ankäufe von Staatsanleihen, die stets den Geruch der monetären Staatsfinanzierung mit sich führen. Es gibt jedoch einen wichtigen Unterschied: Bei der (in der Eurozone verbotenen) monetären Staatsfinanzierung würde die Zentralbank dem Staat das Geld zur Verfügung stellen, ohne dafür einen Gegenwert zu erhalten. Das Geld würde einfach „gedruckt“ und die Geldmenge erhöht. Bei den Anleihekaufprogrammen erwirbt die Zentralbank hingegen Staatsanleihen, die am Ende der Laufzeit vom Staat zurückgezahlt werden müssen. Mit der Rückzahlung fließt das Geld also zurück an die Zentralbank und die Geldmenge sinkt wieder um den entsprechenden Betrag.

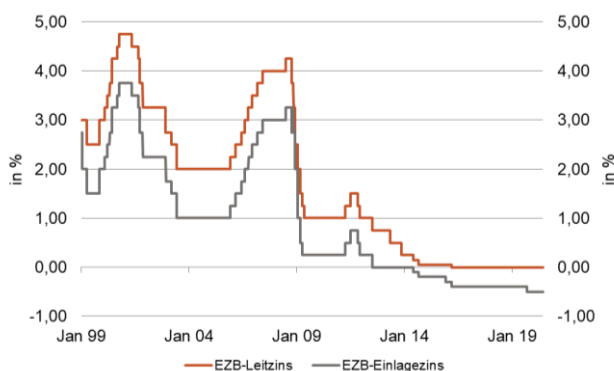
Dass die Anleihekäufe trotzdem in die Nähe monetärer Staatsfinanzierung gerückt werden, liegt vor allem an fehlender Trennschärfe: In der Praxis bedeutet das Laufzeitende einer Staatsanleihe nämlich nicht, dass der Staat das Geld abschließend an die Zentralbank zurückzahlt. Vielmehr reinvestieren die Zentralbanken den zurückgezahlten Betrag oft erneut in Staatsanleihen, um die gewünschte Wirkung ihrer Geldpolitik aufrecht zu erhalten. Per saldo ändert sich die Bilanz der Notenbank nicht. Auf ihrer letzten Sitzung im Juni hat die EZB beispielsweise beschlossen, die Erlöse aus fällig werdenden Anleihen bis mindestens Ende 2022 vollständig zu reinvestieren. Allein in der zweiten Jahreshälfte 2020 werden Wertpapiere mit einem Vo-

lumen von rund 134 Mrd. Euro aus den bisherigen EZB-Kaufprogrammen fällig. Würde sie auf die Reinvestition der Erlöse verzichten, dann würde die EZB die Schlagkraft des neuen Pandemie-Kaufprogramms schwächen.

Im theoretischen Extremfall könnten solche Anschlussfinanzierungen unendlich fortgesetzt werden, sodass die Zentralbank zwar einen Rückzahlungsanspruch hat, der letztlich aber nie eingelöst wird. In so einem Fall wäre das Anleihekaufprogramm faktisch doch sehr nah an monetärer Staatsfinanzierung. Wie schnell das Geld zurück an die Zentralbank fließt, hängt von den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ab. Erholt sich die Wirtschaft nach einer Krise schnell und steigen die Inflationsraten auf das gewünschte Niveau, brauchen die Zentralbanken die Erlöse aus den fällig werdenden Anleihen nicht zu reinvestieren. Im Idealfall können die Staatsanleihen sogar schon vor ihrem Fälligkeitstermin wieder am Markt platziert werden, sodass die Zentralbank ihre Bilanz entlasten kann und die Geldpolitik wieder in den Normalbetrieb zurückfindet.

Findet die Wirtschaft allerdings dauerhaft nicht zurück auf den Wachstumspfad, dann kann die Geldpolitik auch eine lang anhaltende oder dauerhafte Unterstützung beschließen. Die vergangenen Jahre haben gezeigt, wie schwer es den Notenbanken fällt, ihre Unterstützung zurückzufahren. Ein Blick auf die Leitzinsen seit Einführung des Euro zeigt, dass das mit dem konjunkturellen Auf und Ab verbundene Wechselspiel von expansiver und restriktiver Geldpolitik seit der globalen Finanzkrise kaum noch existiert (Abb. 1). Die Geldpolitik ist seit Jahren nur noch expansiv, selbst in konjunkturell stärkeren Phasen. Sachlich lässt sich die anhaltend lockere EZB-Politik mit der niedrigen Inflation begründen, die auch in wirtschaftlich besseren Zeiten meist deutlich unter dem EZB-Ziel von knapp 2 % lag.

Abb 1: EZB-Leitzins und Einlagezins



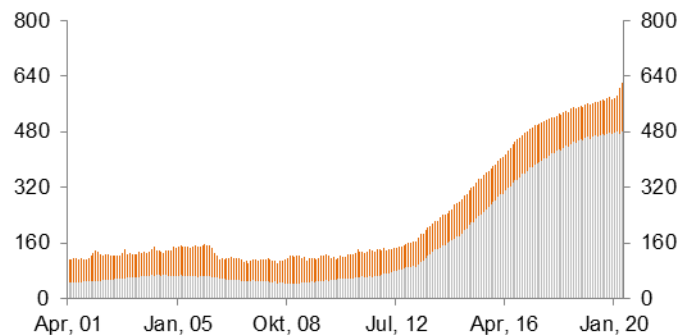
Quelle: Bloomberg

Japan: Vorreiter der unkonventionellen Geldpolitik

Ein Blick nach Japan zeigt zudem, wie sehr eine Notenbank für finanzpolitische Zwecke vereinnahmt werden kann. Japan war 2019 mit einem Schuldenstand von knapp 240 % des BIP das Land mit den höchsten Staatsschulden. Zum Vergleich: Italiens Schuldenquote lag 2019 bei rund 135 % und Deutschlands Schuldenquote bei rund 60 %. Der japanische Schuldenberg ist so gewaltig, dass die Regierung ihn zu vertretbaren Zinsen wohl kaum finanzieren könnte. Dank massiver Staatsanleihekäufe der Notenbank liegen die Zinsen für zehnjährige japanische Staatsanleihen aber bei 0 % – ganz so, als handelte es sich dabei um eine vollkommen risikolose Anlage.

Die Bilanzsumme der Bank of Japan ist in den letzten Jahren durch die Anleihekäufe massiv gewachsen (Abb. 2). Vor der Corona-Krise lagen bereits knapp 45 % der japanischen Staatsschulden in den Büchern der Notenbank. Ohne die Hilfe der Bank of Japan wäre das japanische Modell der defizitfinanzierten Konjunkturpolitik längst nicht mehr möglich. Die Notenbank steuert mit dieser Art Geldpolitik nicht nur die kurzfristigen Zinsen, sondern auch die langfristigen Kapitalmarktzinsen. Seit 2016 ist die Bank of Japan den übrigen Notenbanken noch einen weiteren Schritt voraus. Diese betreiben mit ihren dem Volumen nach prinzipiell begrenzten Kaufprogrammen eine quantitative Geldpolitik, bei der sich der Zins immer noch aus Angebot und Nachfrage ergibt. Dagegen kontrolliert die Bank of Japan den Zins direkt und ist dafür zu potentiell unbegrenzten Anleihekäufen bereit („Yield curve control“). Die Zinsen sind praktisch auf niedrigstem Niveau fixiert.

Abb. 2: Bilanzsumme der Bank of Japan (orange) und Volumen japanischer Staatsanleihen im Bestand der Notenbank (grau) in Billionen Yen



Quellen: Federal Reserve Bank St. Louis, Bank of Japan. Eigene Darstellung

Unerwünschte Nebenwirkungen dieser Politik zeichnen sich bisher nicht ab. Trotz der extrem expansiven Noten-

bank-Maßnahmen gibt es keine Inflation und auch der Yen-Wechselkurs hat nicht gelitten. Das führt zu der Grundsatzfrage, worin das Problem dauerhaft expansiver Geldpolitik liegt, wenn sie schon seit über einer Dekade nicht zu den befürchteten Nebenwirkungen führt. Und daran schließt sich die Frage an, wie die Geldpolitik nach der Corona-Krise wahrscheinlich aussehen wird.

Neuer geldtheoretischer Ansatz: MMT

Die Erfahrungen mit der japanischen Geldpolitik lenken die Aufmerksamkeit auf einen neuen Theorieansatz: Die sogenannte Modern Monetary Theory (MMT) stellt heraus, dass ein Staat mit eigener Notenbank nicht pleitegehen kann, weil die Notenbank jederzeit das vom Staat benötigte Geld zur Verfügung stellen kann.¹ Vertreter der Modern Monetary Theory sprechen sich deshalb für eine neue oder zumindest erweiterte Rolle der Notenbanken aus:² Sie sollten den Staat gegebenenfalls direkt finanzieren, sodass der Staat weder von Steuereinnahmen noch von den Kapitalmärkten abhängig ist. Dies sei solange unproblematisch, wie die Inflationsraten nicht steigen. Inflation entstehe nicht, wenn mit dem zusätzlichen Zentralbankgeld ungenutzte Ressourcen (z.B. Arbeitskräfte) beschäftigt werden, die das gesamtwirtschaftliche Güterangebot erhöhen. Volkswirtschaftlich brach liegende Ressourcen könnten auf diese Weise aktiviert werden, ohne dass zuvor über steigende Steuern Kaufkraft aus dem Wirtschaftskreislauf entzogen werden muss. Sollte die Inflation unerwünscht stark steigen, müsste der Staat die Steuern erhöhen, um überschüssige Liquidität aus dem Markt zu ziehen.

Auch wenn die Erfahrungen mit der japanischen Geldpolitik bisher dafür sprechen, dass unkonventionelle Ansätze erfolgreich sein können, gibt es eine Reihe von Argumenten gegen die Praxistauglichkeit der Modern Monetary Theory.³ Die vermeintliche Unbedenklichkeit einer Geldpolitik, die finanzpolitische Aufgaben übernimmt, basiert maßgeblich auf der Annahme, dass expansive Maßnahmen keine Gefahr darstellen, solange dadurch die Inflationsrate nicht steigt. Nun hat die amerikanische Immobilienkrise gezeigt, dass auch eine sehr lange Phase expansiver Geldpo-

litik nicht zwangsläufig zu steigenden Verbraucherpreisen führen muss. Die Politik der US-Notenbank Fed hat vielmehr eine Blase am Immobilienmarkt verursacht, deren Platzen die globale Finanzkrise nach sich zog. Stabile Verbraucherpreise sind also kein hinreichender Beweis dafür, dass expansive Geldpolitik unbedenklich ist. Sie kann sich auch durch steigende Preise inklusive Blasenbildung an den Vermögensmärkten bemerkbar machen.

Finanzmarktblasen lassen sich leider nicht eindeutig erkennen. Ob an einem Markt eine Preisblase existiert oder nicht, ist aber in jedem Fall nicht unabhängig vom Zinsniveau. Im aktuellen Niedrig- oder Nullzinsumfeld mögen die Bewertungen von Immobilien, Aktien und sonstigen Vermögenswerten gerechtfertigt erscheinen. Doch wie sähe es aus, wenn die Zinsen spürbar steigen? Könnten hochverschuldete Staaten ihre Schulden dann noch bedienen? Könnten sich Immobilienbesitzer die Anschlussfinanzierungen ihrer Kredite auch dann noch leisten? Und was würden höhere Zinsen für die Unternehmensgewinne und für die Aktienbewertungen bedeuten? Deutlich höhere Zinsen könnten zu scharfen Korrekturen an den Vermögensmärkten führen, mit entsprechend negativen Folgen für die Konjunktur und das Preisniveau. Die Notenbanken könnten also in der Nullzinspolitik gefangen sein, weil sonst die Gefahr von Turbulenzen an den Finanzmärkten bestände.

Mit Blick auf die demographische Situation in vielen Industrienationen ist auch denkbar, dass der Inflationsschub lediglich in die Zukunft verschoben wird. Um den Lebensstandard im Alter einigermaßen halten zu können, setzen viele Menschen auf private, kapitalgedeckte Altersvorsorge. Sie bilden aus einem Teil ihrer Einkommen einen Kapitalstock, den sie im Ruhestand wieder auflösen, um damit ihren Konsum zu finanzieren. Die Kaufkraft wird also in die Zukunft verschoben. Dieses Sparverhalten drückt heute auf die Verbraucherpreise und erhöht tendenziell die Vermögenspreise. Andersherum wird es sein, wenn die geburtenstarken Jahrgänge – das sind in Deutschland die Geburtsjahre 1955-1969 – in den nächsten Jahren nach und nach in den Ruhestand gehen. Ob es dadurch tatsächlich zu einer höheren Inflation kommt oder ob die höhere Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen in Zukunft durch höhere Importe bedient werden kann, muss sich noch zeigen.

Nehmen wir an, dass die Preise tatsächlich kräftig steigen. Was wäre dann zu tun? Nach den Vorstellungen der Mo-

¹ Husmann, Nele (2019), „Die USA können gar nicht pleitegehen“, Interview mit der MMT-Vordenkerin Stephanie Kelton.

Diese These ist im Kern unstrittig. Allerdings kann eine unbegrenzte Geldschöpfung das Vertrauen in die betreffende Währung erschüttern. Das Risiko einer Währungskrise ist für kleine Länder ungleich größer als für große Länder.

² Vgl. Quitzau, Jörn und André Broders (2019), *Modern Monetary Theory – Ein revolutionäres Allheilmittel für die Weltwirtschaft?*, Berenberg Makro vom 23.08.2019.

³ Vgl. Quitzau/Broders (2019), a.a.O.

dem Monetary Theory könnte die Inflation mit höheren Steuern eingedämmt werden. Auf diese Weise würde dem Privatsektor Kaufkraft entzogen, sodass der Preisauftrieb eingedämmt wird. Damit zeigt sich aber auch deutlich, dass mit einer Geldpolitik im Sinne der Modern Monetary Theory Umverteilungspolitik betrieben werden kann, deren Kosten erst in der Zukunft anfallen. Während heute mit der Geldschöpfung Projekte scheinbar kostenlos finanziert werden können, werden höhere Steuern erst in Zukunft erhoben. Sofern die Profiteure der heutigen Geldschöpfung nicht identisch sind mit den Steuerzahlern, die später belastet werden, würden auf diese Weise Einkommen umverteilt.

Hilfe der Notenbanken vorerst unverzichtbar

Unabhängig von den unterschiedlichen Theoriekonzepten und unabhängig von ordnungspolitischen Wunschvorstellungen werden die Notenbanken in den nächsten Jahren einen erheblichen Teil der Staatsschulden in ihren Büchern behalten. Damit werden die Zinsen für lange Zeit auf den extrem niedrigen Niveaus verharren. Anders können viele Länder die schon in den vergangenen Jahren sehr hohen und durch die Corona-Pandemie nochmals kräftig gestiegenen Staatsschulden nicht mehr tragen. Angesichts des tiefen konjunkturellen Einschnitts und der insgesamt fragilen wirtschaftlichen Situation sollte eine neuerliche Staatsschuldenkrise tunlichst vermieden werden.

Urteil des Bundesverfassungsgerichtes

Das Bundesverfassungsgericht hat am 5. Mai 2020 ein vielbeachtetes und überraschendes Urteil zur Rechtmäßigkeit des Staatsanleihekaufprogramm (Public Sector Purchase Programme – PSPP) getroffen. Die EZB hatte dieses Programm mit Beschluss vom 4. März 2015 aufgelegt. Das Bundesverfassungsgericht hat nun den Verfassungsbeschwerden gegen das Kaufprogramm stattgegeben und dies damit begründet, dass die EZB „...in den für die Einführung und Durchführung des PSPP erlassenen Beschlüssen weder geprüft noch dargelegt hat, dass die hierbei getroffenen Maßnahmen verhältnismäßig sind.“⁴ Nach Auffassung des Verfassungsgerichtes hat die EZB nicht gut genug erklärt, ob sie nicht Instrumente mit weniger Nebenwirkungen hätte einsetzen können. Es reiche nicht, dass sich die EZB auf die Feststellung beschränke, das angestrebte Inflationsziel sei nicht erreicht und es gebe keine weniger belastenden Mittel. Das Bundesverfassungsgericht hat der EZB

drei Monate Zeit gegeben, dies nachzuholen, sonst dürfte die Bundesbank sich nicht mehr an den Anleihekäufen beteiligen. Einen Verstoß gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung stellte das Verfassungsgericht allerdings nicht fest, u.a. weil das Volumen der Ankäufe im Voraus begrenzt war.

In der Sache dürfte sich durch das Urteil wenig ändern. Auch wenn es sich nicht auf das aktuelle Pandemie-Kaufprogramm bezieht, so hat es doch indirekte Auswirkungen. Die EZB wird deshalb künftig besser erklären müssen, warum sie genau diese Maßnahmen ergreift und weshalb sie keine Instrumente mit potenziell anderen oder geringeren Nebenwirkungen einsetzen kann. Das wird ihr sicher gelingen – schon deshalb, weil die Verhältnismäßigkeit einer geldpolitischen Maßnahme von einer Reihe von ökonomischen Annahmen abhängt, deren Plausibilität sich einer juristischen Prüfung weitgehend entzieht.

Ausblick

2020 sollte die von der EZB angekündigte Strategieüberprüfung das große Notenbank-Thema des Jahres werden. EZB-Präsidentin Christine Lagarde hatte bereits angekündigt, die EZB wolle dabei jeden Stein umdrehen. Auch die Höhe des Inflationsziels wäre sicher überprüft worden. Mit Blick auf die Klimadebatte erwarteten die Beobachter zudem mit Spannung, ob die EZB Möglichkeiten sieht, ihre Geldpolitik „grün“ zu gestalten.

Die Strategieüberprüfung ist durch die Corona-Krise vorerst in den Hintergrund getreten. Erst einmal bleibt die EZB im Krisenmodus, bis die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie eingedämmt sind. Wenn sie im Anschluss ihre Strategie auf den Prüfstand stellt, ist kaum damit zu rechnen, dass durch die Ergebnisse dieser Revision die Geldpolitik künftig deutlich restriktiver ausfallen wird. Wegen der Versäumnisse in der Wirtschafts- und Finanzpolitik, die in Ländern wie Italien zu Wachstumsschwäche und in mehreren Ländern zu hohen Staatsschulden geführt haben, befindet sich die EZB in einer Zwangslage. Ohne die Hilfe der EZB geht es vielerorts nicht.

Die Währungshüter haben in der Vergangenheit mehrfach gefordert, die Finanzpolitik müsse mehr tun, um die Wirtschaft anzukurbeln. Gemeint war damit insbesondere Deutschland. In der Corona-Krise schießt Deutschland nun finanzpolitisch aus allen Rohren. Auch die Zustimmung zum Plan der EU-Kommission, einen europäischen „Wie-

⁴ Bundesverfassungsgericht (2020), [Beschlüsse der EZB zum Staatsanleihekaufprogramm kompetenzwidrig](#).

deraufbaufonds“ maßgeblich mitzufinanzieren, zählt zu diesen Maßnahmen. Ob das alles reicht, Europa auf einen höheren Wachstumspfad zu bringen oder ob damit nur der krisenbedingte Absturz abgefangen wird, muss sich zeigen. Bis dahin werden einige Jahre vergehen und so lange wird die EZB aus ihrer unterstützenden Rolle kaum herauskommen.

Unsere Berichte zu den volkswirtschaftlichen Folgen der Corona-Krise:

Der Wiederaufschwung hat begonnen (17. Juni 2020),
Dr. Holger Schmieding

Die Welt nach Corona (4): Staatsschulden am Limit
(11. Mai 2020), Dr. Jörn Quitzau

Die Welt nach Corona (3): Mehr Markt oder mehr Staat?
(5. Mai 2020), Dr. Jörn Quitzau

Die Welt nach Corona (2): Zeitenwende? (21. April 2020),
Dr. Jörn Quitzau

Gemeinsam gegen COVID-19: Schicksalstage für Europa
(21. April 2020), Dr. Holger Schmieding

Die Welt nach Corona (1): Nach dem Shutdown
(16. April 2020), Dr. Jörn Quitzau

Etablierte Währungen vs. Bitcoin: Corona-Krise zeigt Mängel der Bitcoin-Idee (15. April 2020), Dr. Jörn Quitzau

Keine Angst vor höheren Preisen (10. April 2020),
Dr. Jörn Quitzau

Corona-Hilfspakete: Chancen, Risiken, Nebenwirkungen
(06. April 2020), Dr. Jörn Quitzau

Wegen Corona-Krise: Vorerst geringere Aussagekraft der Inflationsrate (30. März 2020), Dr. Jörn Quitzau

Corona – Der nächste Schritt: Perspektiven schaffen
(25. März 2020), Dr. Jörn Quitzau

Corona-Krise: Was kann die Wirtschaftspolitik tun?
(19. März 2020), Dr. Jörn Quitzau

Wirtschaftliche Folgen der Corona-Krise (16. März 2020),
Dr. Holger Schmieding



IMPRESSUM

Makro-Team

Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

Hamburg

Dr. Jörn Quitzau
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

London

Dr. Florian Hense
+44 20 3207 -7859 | florian.hense@berenberg.com

Kallum Pickering

+44 20 3465 -2672 | kallum.pickering@berenberg.com

New York

Dr. Mickey Levy
+1 646 949 -9099 | mickey.levy@berenberg.com

Roiana Reid

+1 646 949 -9098 | roiana.reid@berenberg.com

Themenseite Volkswirtschaft

<https://www.berenberg.de/volkswirtschaft/>

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

Aktuelles
Geldpolitik
Konjunktur
Schwellenländer
► Trends
Währungen

www.berenberg.de/publikationen

Wichtige Hinweise: Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 08.05.2020

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
www.berenberg.de
info@berenberg.de