

NEUER  
BULLENMARKT?

DIE ENTWICKLUNG  
DES 2. QUARTALS IST  
VIELVERSPRECHEND

ERHOLUNG  
IN EUROPA

RÜCKKEHR DES WACHS-  
TUMS IM RAHMEN DER  
WIEDERERÖFFNUNG



# QUARTALSBERICHT

DIE ENTWICKLUNG DER MÄRKTE IM  
2. QUARTAL 2020

UMFASSENDE AUSFERTIGUNG



**GRÜNER FISHER**  
I N V E S T M E N T S

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

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

## II. QUARTAL 2020 – DIE V-FÖRMIGE ERHOLUNG

Auf das historisch schlechte Anfangsquartal 2020 folgte an den globalen Aktienmärkten eine dynamische Erholungsbewegung. Der MSCI World Index legte in Euro gerechnet im zweiten Quartal 2020 um 16,1 Prozent zu. Dabei lief die V-förmige Bewegung nicht perfekt ab, dennoch konnten bereits in der ersten Jahreshälfte die herben Verluste aus der COVID-19-Bewegung bis Mitte März mehrheitlich wieder aufgeholt werden. Mit relativen Performance-Vorteilen ausgestattet, zeigte sich einmal mehr die Kategorie US-Technologie.

Performance	2. Quartal 2020		Gesamtjahr 2020	
	in lokaler Währung	in EUR	in lokaler Währung	in EUR
<b>Aktien Global</b>				
MSCI World Index	17,95 %	16,10 %	-6,22 %	-6,70 %
MSCI AC World	17,72 %	15,93 %	-6,23 %	-7,19 %
<b>Aktien Europa</b>				
Euro STOXX 50	16,05 %	16,05 %	-13,65 %	-13,65 %
DAX	23,90 %	23,90 %	-7,08 %	-7,08 %
SMI	7,88 %	7,61 %	-5,38 %	-3,47 %
ATX	12,25 %	12,25 %	-29,50 %	-29,50 %
FTSE 100	8,78 %	5,89 %	-18,20 %	-23,75 %
CAC 40	12,28 %	12,28 %	-17,43 %	-17,43 %
<b>Aktien USA</b>				
S&P 500	19,95 %	17,19 %	-4,04 %	-4,09 %
DJ Industrial Average	17,77 %	15,06 %	-9,55 %	-9,60 %
NASDAQ Composite	30,63 %	27,62 %	12,11 %	12,04 %
<b>Aktien EM / Japan / BRIC</b>				
MSCI Emerging Markets	15,94 %	14,56 %	-6,49 %	-10,78 %
Nikkei 225	17,82 %	15,18 %	-5,78 %	-5,06 %
MSCI Brazil	29,73 %	19,72 %	-17,38 %	-39,51 %
MSCI Russia	8,54 %	14,90 %	-15,36 %	-25,34 %
MSCI India	20,20 %	17,66 %	-12,69 %	-17,51 %
MSCI China	14,21 %	11,61 %	2,43 %	2,49 %
<b>Rohstoffe</b>				
Gold (\$/ozt)	9,89 %	7,36 %	16,73 %	16,66 %
Silber (\$/ozt)	28,10 %	25,15 %	-1,11 %	-1,17 %
Crude Oil WTI	91,52 %	87,10 %	-35,75 %	-35,79 %

Quelle: FactSet Research Systems, Index-Daten vom 31.12.2019 bis zum 30.06.2020

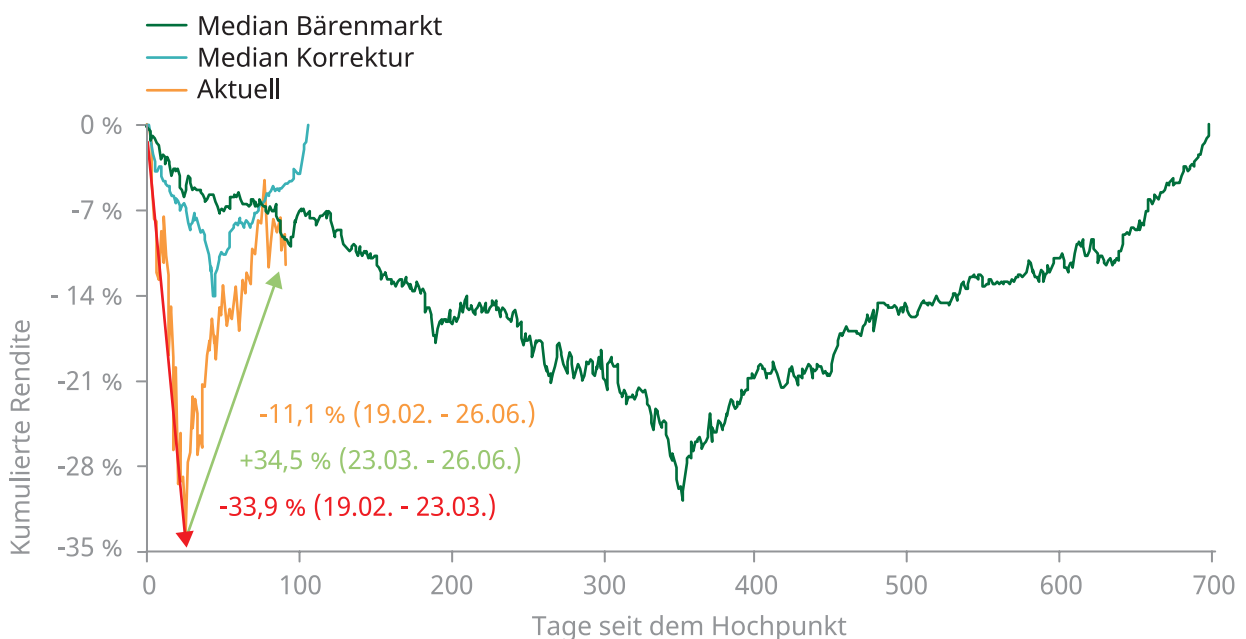
Gestützt wurde die Entwicklung der globalen Aktienmärkte einmal mehr von den robusten US-Indizes, die ihre relative Outperformance im Vergleich zu den europäischen Aktienmärkten über den COVID-19-Bärenmarkt hinweg fortsetzten. Im Bereich der Rohstoffe sorgte WTI-Öl für Kapriolen, als der Ölpreis zum Kontraktwechsel im April kurzfristig in den negativen Bereich abstürzte. Insgesamt fand aber auch hier eine Konsolidierung im Anschluss an das verheerende erste Quartal 2020 statt.

Aus unserer Sicht wird der weitere Jahresverlauf von fortgeführter Volatilität geprägt sein. Obwohl zahlreiche Variablen einer kritischen Überprüfung bedürfen, sprechen jedoch aktuell keine triftigen Gründe gegen einen positiven Verlauf bis zum Jahresende.

Im vergangenen Quartalsbericht Anfang April schrieben wir: „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. Auf Bärenmärkte folgen stets Bullenmärkte, welche schneller zu neuen Höchstständen führen, als sich viele Marktteilnehmer vorstellen können.“ In der Tat legten die globalen Aktienmärkte, ausgehend vom Tiefpunkt am 23. März 2020, eine kräftige V-förmige Bewegung hin, die viele Anleger auf dem falschen Fuß erwischte.

Wir sehen diese Entwicklung als neuen Bullenmarkt, dessen frühe Phase jedoch eher einer Erholungsbewegung im Rahmen einer überdimensionalen Korrektur ähnelt als einem typischen Bullenmarktbeginn. Hierzu sollte allerdings gesagt werden, dass es an den Märkten keine Gewissheit gibt. Investieren ist am Ende immer ein Geschäft mit Wahrscheinlichkeiten, nicht mit Gewissheiten. Ein nachhaltiger Anstieg mit typischen Volatilitätsphasen erscheint uns in diesem Zusammenhang also weitaus wahrscheinlicher als ein erneuter steiler Abschwung.



Quelle: FactSet Research Systems, Median des S&P 500 Kursindex in Bärenmärkten und Korrekturen von 1928 bis 2019 und S&P 500 Kursindex vom 19.02.2020 bis 26.06.2020

Auch wenn die Kursbewegungen in den letzten Monaten ungewöhnlich erscheinen: Die Marktstimmung ist geradezu klassisch für einen frühen Bullenmarkt. Nur wenige Investoren glauben an die Rallye. Wie Ken Fisher in einer Kolumne im Mai 2020 hervorgehoben hat, lehnen viele Experten positive Entwicklungen ab und bezeichnen sie als flüchtig oder fehlerhaft. Diese Denkweise beschreibt er als „Pessimismus des Unglaubens“. Viele Anleger haben die miserablen Prognosen für das BIP und die Unternehmensgewinne im zweiten Quartal 2020 vor Augen und vermuten, dass sich die Aktienmärkte von der Realität abgekoppelt haben. Ihrer Auffassung nach ignorieren steigende Märkte auch die neuen COVID-19-Fälle. Nur wenige ergründen die einfache Tatsache, dass Aktien Frühindikatoren sind. In der Regel preisen sie die Entwicklung der kommenden drei bis 30 Monate ein. Im schnellsten Bärenmarkt aller Zeiten verlagerten die Aktienmärkte den Fokus auf das kurze Ende dieser Spanne, um die plötzlichen und gravierenden wirtschaftlichen Veränderungen einzukalkulieren. Als die „neue Realität“ dann allgemein bekannt war, konzentrierte sich der Fokus wieder auf das längere Ende der Zeitspanne – eine Zeit, in der COVID-19 eine „alte“ Nachricht darstellt, durch einen Impfstoff besiegt sein könnte oder einfach nur nachlässt.

Bereits jetzt haben diverse Lockerungsmaßnahmen dazu beigetragen, dass in vielen wirtschaftlichen Bereichen wieder Licht am Ende des Tunnels zu sehen ist. Diese Tatsache dürfte wenig überraschen, wenn man bedenkt, dass die wirtschaftliche Situation vor dem Corona-Crash grundlegend intakt war. Verbesserungen werden aufmerksam beobachtet, aber nur wenige Experten erwarten, dass sie eine nachhaltige Wirkung entfalten können. Mit steigenden Infektionsraten pausieren einige Staaten ihre Pläne zur Wiedereröffnung der Wirtschaft oder nehmen Lockerungsmaßnahmen wieder zurück – die Angst vor einem erneuten Lockdown ist weiterhin hoch.

Ist eine erneute Stilllegung der Wirtschaft schädlich? Natürlich! Es ist eines von vielen möglichen Szenarien. Entscheidend ist jedoch, dass fast jeder Investor diese Möglichkeit im Blick hat und diese gedämpfte Erwartungshaltung in den Aktienkursen widergespiegelt wird. Um einen neuerlichen Absturz der Märkte zu rechtfertigen, ist aus unserer Sicht jedoch ein wenig diskutiertes, negatives Ereignis mit Schockwirkung nötig. Aktuell sehen wir ein derartiges Ereignis nicht, wir beobachten jedoch die weitere Entwicklung genau und werden nicht zögern zu handeln, sollte sich diese Einschätzung ändern.

Im weiteren Jahresverlauf wird die anstehende US-Präsidentenwahl im November zusehends für Schlagzeilen sorgen. Umfragen zeigen derzeit, dass der mutmaßliche demokratische Kandidat Joe Biden weit vor Amtsinhaber Donald Trump liegt. Aus unserer Sicht wäre es jedoch verfrüht, konkrete Prognosen für die Wahlergebnisse daraus abzuleiten. Noch ist jedes Ergebnis möglich, von einem demokratischen bis zu einem republikanischen Erdbeben. Wir werden auf den nachfolgenden Seiten näher darauf eingehen, vor allem auf die potenziellen Auswirkungen auf die globalen Märkte.

Bezüglich der Branchen und des Investmentstils haben sich die Märkte weitgehend so verhalten, wie wir es erwartet und in den Kundenportfolios antizipiert haben. Als die Aktienmärkte im ersten Quartal 2020 abstürzten, stellten wir früh fest, dass sich die Märkte wie in einer Korrektur verhalten: Typischerweise ein kurzer, starker Rückgang zwischen zehn und 20 Prozent, der ohne Vorwarnung beginnt und endet. Es entstand eine Kursbewegung, welche geradezu in die offizielle Bärenmarktdefinition „gestürzt“ ist und dennoch mit einem klassischen Bärenmarkt wenig gemeinsam hatte. Denn typische Bärenmärkte beginnen schleichend und verursachen erst in ihrer Spätphase eine weitreichende Panik.

Risiken bestehen – wie immer. Keine Erholungsbewegung verläuft reibungslos. Korrekturen können jederzeit und aus jedem Grund auftreten, selbst in der dynamischen Frühphase eines neuen Bullenmarkts. Es gibt viele Anleger, die in der aktuellen Phase pessimistisch sind. Lassen Sie andere ruhig pessimistisch sein – diese Ängste könnten die ersten Bausteine in einer neuen „Mauer der Angst“ darstellen, an welcher Bullenmärkte typischerweise emporklettern.

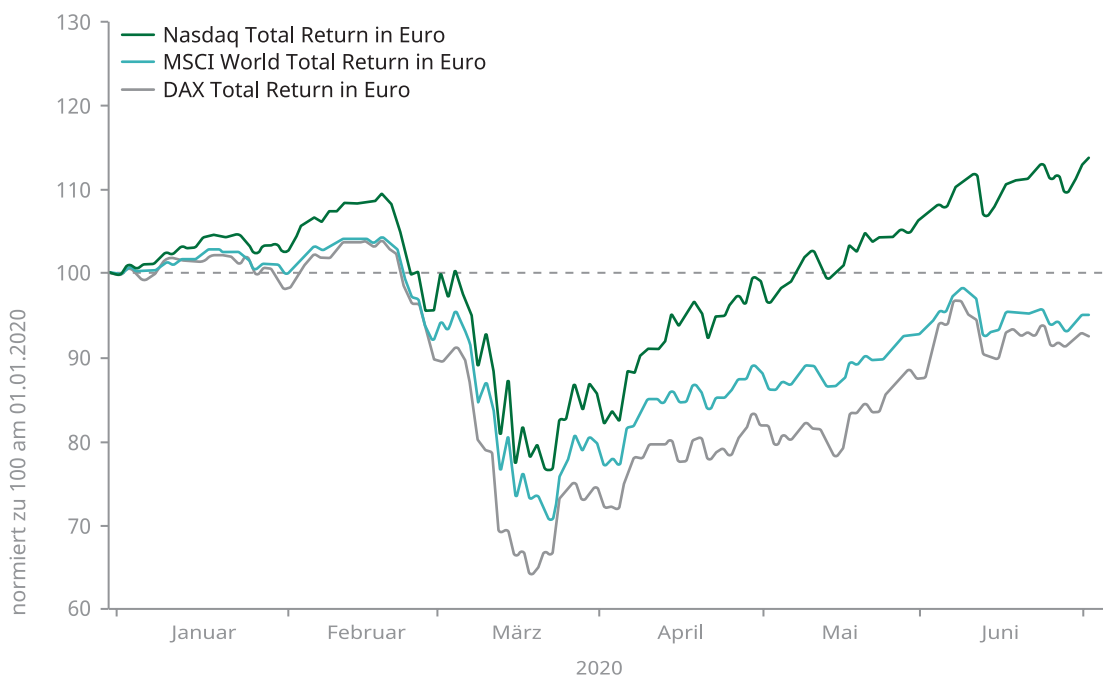
## DER BULLENMARKT MARSCHIERT

Wenn das erste Quartal 2020 die linke Hälfte einer V-förmigen Bewegung geformt hat, sieht das zweite Quartal sehr nach der rechten Hälfte aus. Ende Juni notierte der MSCI World Index in Euro gerechnet 31,7 Prozent höher als zum Tiefpunkt am 23. März 2020. Für uns sieht diese Entwicklung nach einem neuen Bullenmarkt aus, in welchem Aktien trotz einer tendenziell schlechten Stimmung bereits damit begonnen haben, eine bessere Zukunft einzupreisen. Um diese Entwicklung noch zu verhindern, würde es nun eines radikalen Marktabsturzes auf einen neuen Tiefpunkt bedürfen, was wiederum sehr ungewöhnlich und gleichzeitig unwahrscheinlich wäre, wie wir im Folgenden zeigen werden. Eine deutlich realistischere Markterwartung dürfte aus unserer Sicht eine positive Gesamttrendite des Markts im Jahr 2020 sein.

Bereits im März schrieb Ken Fisher in seiner Kolumne, dass eine zumindest partielle Wiedereröffnung der Wirtschaft im Sommer dazu führen sollte, dass Aktien viel schneller neue Hochpunkte erreichen werden, als viele sich zu diesem Zeitpunkt vorstellen konnten. Die globalen Stilllegungen wurden in Europa und Teilen der USA zunächst im Mai aufgelockert. Der Großteil der Wirtschaft durfte bis Ende Juni zumindest teilweise

wieder arbeiten. Der amerikanische Technologieindex Nasdaq erreichte unterdessen ein Rekordhoch. Der MSCI World befindet sich in Reichweite seines alten Hochpunkts und auch der deutsche Aktienindex DAX konnte eine deutliche Erholung verzeichnen.

Diese Entwicklungen passen hervorragend zu Kens Beschreibung eines Bärenmarkt-Tiefpunkts aus dem April, welcher sich durch überbordenden Pessimismus und Panik auszeichnet. Das führt dazu, dass Anleger fluchtartig den Markt verlassen. Somit wird ein irrationales Worst-Case-Szenario einer langfristig schlechten wirtschaftlichen Zukunft eingepreist – ein Phänomen, welches in dieser Art immer wieder vorkommt. Während sich in Krisenzeiten zwar das Thema der Krise unterscheidet, läuft das Markt- und Anlegerverhalten regelmäßig gleich ab. Entscheidend ist, in der Erholungsbewegung positioniert zu sein. Schwindende Unsicherheit und positive Überraschungen lassen in diesen Phasen Aktien steigen.

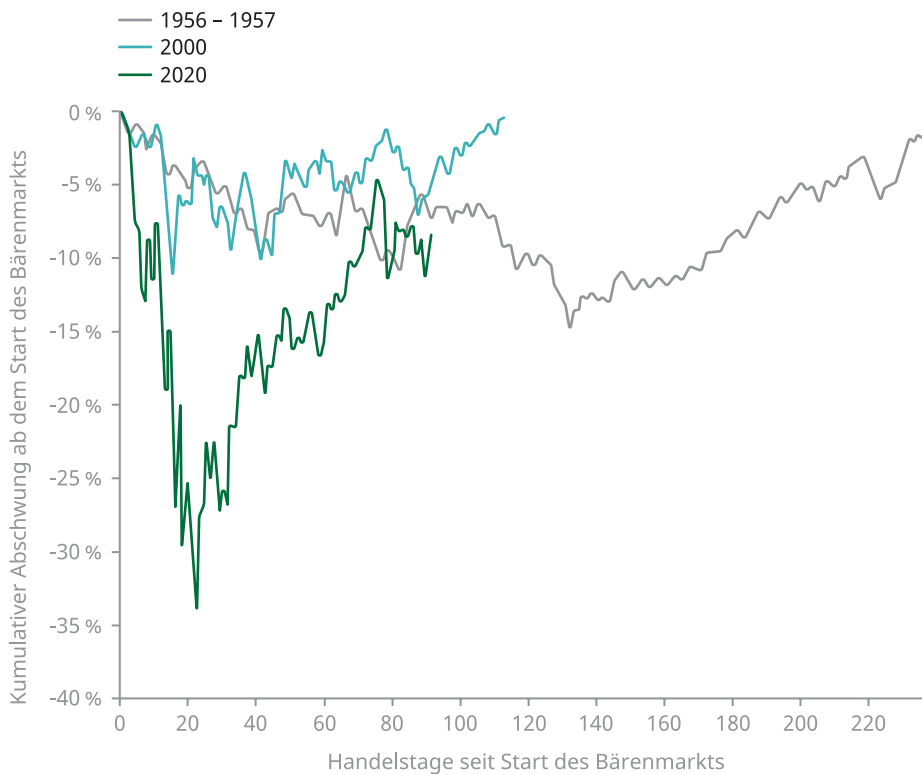


Quelle: FactSet Research Systems

Der nun folgende Pfad wird keine gerade Linie darstellen. Auch eine einfache Fortsetzung des dynamischen zweiten Quartals für den Rest des Jahres wäre unrealistisch. Eine Korrektur ist jederzeit und aus jedem Grund möglich, eine W-förmige Bewegung auf neue Tiefpunkte hingegen wäre einzigartig. Die Historie des Aktienmarkts schafft zwar keine zukünftigen Sicherheiten, ermöglicht jedoch begründete Wahrscheinlichkeiten.

Seit dem Tiefpunkt des amerikanischen S&P 500 im März wurden bereits mehr als 75 Prozent des Marktabschwungs wieder aufgeholt. Lediglich zwei Bärenmarkt-Rallyes konnten Erholungen dieser Stärke erreichen, um danach noch einmal auf ein altes Tief zu fallen: 1957 und 2000. Keine dieser Entwicklungen

ähnelt der heutigen. 2000 fielen Aktien zwischen dem 24. März und dem 14. April um 11,2 Prozent, um dann bis zum 01. September fast den gesamten Verlust aufzuholen. Im Anschluss entwickelte sich eine langsame Abwärtsbewegung bis zum Bärenmarkt-Tiefpunkt im Jahr 2002. Ähnlich war der Verlauf 1957, als ebenfalls zunächst nur 14,8 Prozent im S&P 500 verloren gingen, was zu über 90 Prozent wieder aufgeholt wurde. Danach erst fiel der Markt auf Bärenmarktniveau. Anders als heute startete keine dieser Rallyes aus einem Bärenmarktniveau von mehr als 20 Prozent abwärts. Nichts ist unmöglich, erfolgreiche Investitionen benötigen jedoch gewichtete Wahrscheinlichkeiten – keine Möglichkeiten. Ein erneuerter Bärenmarkt verfügt aktuell über eine außerordentlich niedrige Wahrscheinlichkeit.



Quelle: Global Financial Data, S&P 500 Kursindex, 20.02.2020 – 30.06.2020, 02.08.1956 – 15.07.1957 und 24.03.2000 – 01.09.2000

## DER PESSIMISMUS DES UNGLAUBENS

Ein klassisches Kennzeichen eines neuen Bullenmarkts ist ein Phänomen, das wir den „Pessimismus des Unglaubens“ nennen. Darunter verstehen wir die Tendenz der Investoren, nur die schlechten Nachrichten wahrzunehmen, positive Anzeichen als falsch oder Ursache zukünftiger Probleme abzuwerten und nach Gründen zu suchen, dass die Rallye des Aktienmarkts nur eine Täuschung sein kann. Auch dieses Mal kann man dieses Phänomen überall beobachten. So wird erklärt, dass Aktien dramatische Vorhersagen für das Bruttoinlandsprodukt des zweiten Quartals einfach ignorieren, ebenso die furchtbar anmutenden Unternehmensgewinne. Investoren seien irrational, da sie steigende Zahlen bei den Corona-Erkrankungen und das Risiko einer zweiten Welle mit anschließender Wirtschaftsschließung missachteten. Eine neue Generation von jungen Investoren sorge durch Daytrading mit Hilfe neuentwickelter Investment-Apps wie Robinhood für eine irrationale Blase. Oder aber der Einfluss der Zentralbanken sorge durch massive Geldmengensteigerungen für steigende Kurse ohne fundamentale Basis. Wer danach sucht, wird mit Leichtigkeit Argumente finden, warum die aktuelle Marktentwicklung irrational sein könnte.

Gerade die Argumentation rund um die Robinhood-Millennials zeigt wunderbar, wie der Pessimismus des Unglaubens funktioniert. Die Theorie geht wie folgt: Gelangweilte junge Anleger, deren Nervenkitzel in Corona-Zeiten nicht mehr durch Onlinespiele oder Fantasy-Sport befriedigt wurde, suchten eben diesen, indem sie sich zum ersten Mal in ihrem Leben mit Aktienhandel beschäftigten. Hierzu dienten neue Trading-Apps mit auffälligen,

verspielten Layouts. Statt hierbei auf diversifizierte Fonds zu setzen, um Vermögen über mehrere Jahrzehnte aufzubauen, suchten sie den schnellen Reichtum in Penny-Stocks und Coronavirus-Gewinnern. Experten fanden schnell Parallelen zwischen diesen Personen und dem berühmten Schuhputzer der späten 20er Jahre oder dem Taxifahrer der 2000er, welche Aktientipps verteilten. Das Fazit: Die Euphorie muss da sein!

Natürlich gibt es junge Menschen, die in dieses Raster fallen. Doch die Robinhood-Gruppe ist extrem klein, nicht besonders finanzstark und nicht repräsentativ für die globalen Aktienmärkte. Doch wenn Menschen daran glauben, dass eine Rallye falsch und deren Teilnehmer irrational sein müssen, sind Robinhood-Spekulanten eine willkommene Rechtfertigung. Es scheint ein klassisches Beispiel des Bestätigungsfehlers zu sein, der Tendenz also, lediglich die eigene Meinung unterstützende Informationen aufzunehmen und alle anderen als falsch zu verwerfen.

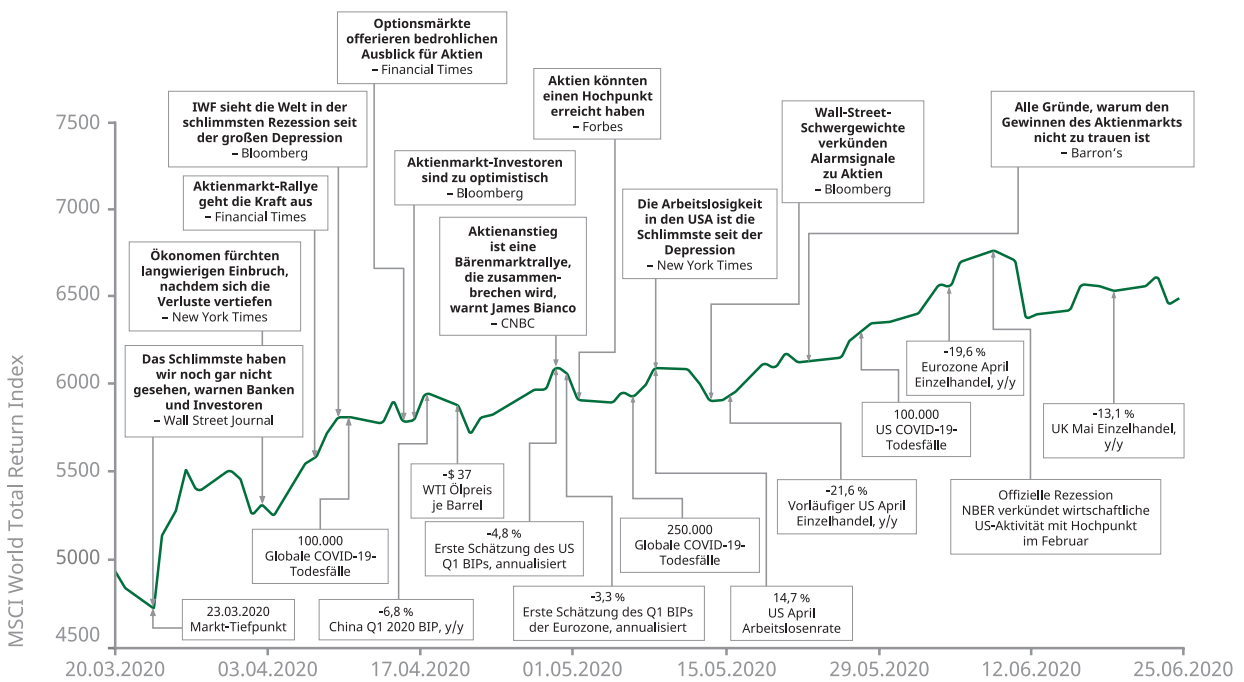


*„Investoren nehmen nur schlechte Nachrichten wahr und tun positive Anzeichen als falsch ab.“*

## DER BESTE INDIKATOR: DER AKTIENMARKT SELBST!

Aus unserer Sicht hat dieser neue Bullenmarkt eine einfache Grundlage: Aktien sind ein voranlaufender, wirtschaftlicher Indikator. Sie schauen grundsätzlich zwischen drei und 30 Monaten in die Zukunft.

Auf beiden Seiten der bislang gesehenen V-förmigen Bewegung diskontierte der Markt somit effizient, was in der Zukunft folgen sollte.



Quelle: FactSet Research Systems, eigene Darstellung

Während der Abwärtsbewegung waren die Aktienmärkte sehr stark auf das kurze Ende ihres typischen Betrachtungsfensters fokussiert. Der schnellste Abschwung aller Zeiten auf Bärenmarktniveau sagte alle folgenden wirtschaftlichen Daten voraus, die in der Kontraktionsphase als Folge des Lockdowns entstehen sollten. Aktien brauchten keine Bestätigung durch Zahlen des Bruttoinlandsprodukts, des Einzelhandels oder der Industrieproduktion. Selten war dieser Zusammenhang einfacher zu verstehen. So entstand der Tiefpunkt am 23. März 2020 und die meisten wirtschaftlichen Indikatoren zeigen aktuell, dass wohl schließlich ein Boden der Zahlen im zweiten Quartal gefunden wurde. Somit zeigten die Aktienmärkte in etwa drei Monate vorher, was nachfolgen sollte.

Am Tiefpunkt veränderte sich der Fokus. Aktien waren nicht mehr ganz so kurzfristig orientiert und verlängerten die Spanne, die nun eingepreist wurde. Sie stiegen im April und Mai, als sich der Großteil der Welt noch im Lockdown befand und die wirtschaftlichen Daten rekordschlechte Werte anzeigten. Dieser Anstieg erwischte pessimistische Experten auf dem falschen Fuß. Aber schon bald begannen viele westliche Nationen damit, ihre Restriktionen zu lockern. Die wirtschaftliche Aktivität nahm zu, gut messbar in alternativen Daten wie Restaurant-Reservierungen, Kreditkartenaktivitäten, Elektrizitätsverbrauch oder Passagieren an den Flughäfen. Inzwischen kann man dies auch in eher traditionellen Messungen nachvollziehen wie beispielweise erholten Einkaufsmangerindizes oder Einzelhandelsumsätzen.



Aus unserer Sicht betrachten Aktien jedoch nicht nur diese kurzfristige Erholung – sie blicken weiter in die Zukunft in eine Zeit, in der irgendwann COVID ein alter Hut und ein gewisses Maß an Normalität zurückgekehrt sein wird, unabhängig davon, ob wir einen Impfstoff haben oder aber eine andere Form des Umgangs mit dem Virus gefunden wurde. Menschen haben große Probleme, sich eine solche Zukunft vorzustellen, aber Aktien waren schon immer in der Lage, Dinge zu sehen, die Menschen nicht sehen können. Genau das geschah nach dem letzten Bärenmarkt, als der neue Bullenmarkt im März 2009 begann. Die Rezession endete jedoch erst im Juni 2009. Genau zu diesem Zeitpunkt waren die wirtschaftlichen Daten am schlechtesten, die Arbeitslosenzahlen am höchsten und die Zukunft schien niemals mehr positiv zu werden. Die Erholung war kein perfektes V, sondern eher wie ein „Nike-Zeichen“. Unternehmensgewinne brauchten eine gewisse Zeit, sich zu erholen. Aktien jedoch stiegen bereits.

Wir sind davon überzeugt, dass Vertrauen in die Vorhersagekraft der Märkte sich dieses Mal wieder als lohnend erweisen wird. Märkte konnten Themen wie ein Wiederaufflackern des Virus oder neue Lockdowns schon immer gut durchdringen. Niemand erwartete eine Wiederbelebung der Wirtschaft ohne weitere Erkrankungen. Eine Erhöhung der Fälle war somit ausgemachte Sache, als viele Bereiche der Wirtschaft wieder zurück in die Aktivität kehrten. Die Angst einer zweiten Welle war bereits omnipräsent, als die erste Welle noch voll aktiv war. Eben diese

Erwartungshaltung war allen Marktteilnehmern bekannt und somit auch voll in den Aktienmärkten eingepreist. Überraschungen bewegen Märkte. Mehr Erkrankungen sind aber keine Überraschung. Auch Schwierigkeiten von bestimmten Staaten bei der Wiedereröffnung sind vollständiger Teil der Erwartungshaltung. Und eben mit dieser gilt es, die Realität zu vergleichen.

Die Parallele zwischen einer zweiten Welle und einem zweiten Abschwung am Aktienmarkt scheint für die Pessimisten wie gemalt zu sein. Zweite Abschwünge wurden auch 2009 bis ins Jahr 2010 hinein befürchtet. Erinnern Sie sich an die Ängste zu Hypothekenkrediten oder die Schuldenkrise Dubais? Kommunale Schulden und Meredith Whitneys berühmtes 60-Minuten-Interview? All diese Entwicklungen stellen die Parallele zur zweiten Welle, einer möglichen Schuldenkrise, Hyperinflation oder anderen Ängsten heute dar. Investoren kämpfen hierbei lediglich den letzten Kampf des Unglaubens. Wir möchten einen zweiten globalen Lockdown nicht kleinreden, der wirklich schlimm sein könnte. Wir glauben, dass die Wahrscheinlichkeit eines solchen extrem abgenommen hat, aber nicht ausgeschlossen ist. Sich für eine Möglichkeit zu positionieren, halten wir jedoch für falsch. Lockdowns sind politische Entscheidungen – größtenteils unvorhersehbar. Wir können lediglich die Situation analysieren und Risiken abwägen. Sollten wir etwas grundsätzlich extrem Negatives ausmachen, das nicht im Markt eingepreist ist, werden wir nicht zögern, zu handeln.

## SKEPSIS MACHT SICH BREIT

Häufig verweisen wir auf das berühmte Zitat von Sir John Templeton zur Beschreibung der Marktstimmung in Bullenmärkten. So entstehen Bullenmärkte im Pessimismus, wachsen in Skepsis, reifen in Optimismus und sterben in Euphorie. Während diese Entwicklung logisch nachvollziehbar erscheint, ist eine Bestimmung der aktuellen Stimmungslage von vielen Faktoren abhängig und fällt Beobachtern tendenziell schwer. Für viele Marktteilnehmer scheint gerade die Marktstimmung aufgrund von gestiegenen Kursen nicht mehr zur fundamentalen Realität zu passen. Dabei kann man in einer Standortbestimmung die aktuelle Marktstimmung aus unserer Sicht tendenziell in der Skepsis verorten.

Gerade die Stimmung in den industrialisierten Ländern außerhalb der Vereinigten Staaten scheint Stand heute auf einem Tiefpunkt angekommen zu sein und

befindet sich weit unter den Niveaus des Jahres 2009. In den USA hingegen ist die Stimmungskurve im Zuge von hohen Ansteckungszahlen und innenpolitischen Problemen schwach mit weiter fallender Tendenz. Konsumenten sowie der Arbeitsmarkt sind verunsichert, was in vielen Umfragen beispielsweise vom Conference Board deutlich wird. Auch die Unternehmen und die institutionellen Investoren agieren aktuell vorsichtig. Die Kapitalmarktaktivität, beispielsweise messbar über Neuemissionen und Übernahmen von Aktien, ist niedrig, was ebenfalls auf eine schwache Erwartungshaltung schließen lässt. Unsere internen Messungen zeigen ein ähnliches, skeptisches Bild. So zeigt sich ein typisches Bild der Anfangsphase eines Bullenmarkts, in der Anleger mehr mit ihrem eigenen Unglauben beschäftigt sind, da sie noch emotional belastet durch die vorangegangene Krise sind.

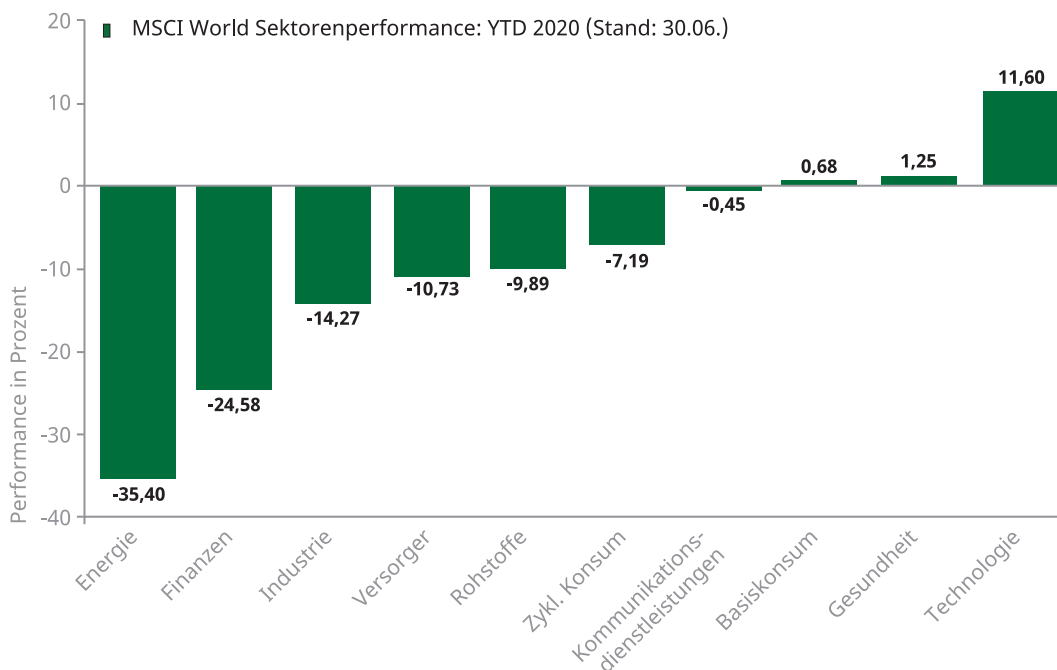
## WAS IM BÄRENMARKT FUNKTIONIERT HAT

Bereits Ende des letzten Quartals haben wir genauer beleuchtet, dass sich der Markt im Rahmen der COVID-19-Krise viel eher wie in einer großen Korrektur als analog zu einem traditionellen Bärenmarkt verhalten hat. Normalerweise starten Bärenmärkte langsam, wiegen Investoren für Monate in Sicherheit, um dann den großen Schlag gegen Ende durchzuführen. Dieses Mal fielen Aktien vom Hochpunkt aus rapide nach unten, wie in einer Korrekturbewegung. Wir antizipierten, dass eine Fortsetzung dieser Entwicklung durchaus Auswirkungen und Folgerungen für die Portfoliopositionierung haben würden.

Im Quartalsbericht zum ersten Quartal erklärten wir, dass die Fortsetzung einer korrekturartigen Verhaltensweise dazu führen werde, dass sich große, wachstumsorientierte Werte besser entwickeln sollten

als kleine Value-Werte. Normalerweise entwickeln sich Werte, die vor einer Korrektur besser laufen, auch im Anschluss in der Erholung besser. Erst eine Rückkehr zu einer wirtschaftlichen Expansion dürfte somit in der Zukunft dazu führen, dass eher kleine, wirtschaftlich sensitive Value-Werte besser laufen als deren Gegenspieler in Form von großen Wachstumswerten.

Stand heute hat sich diese Einschätzung nicht geändert. Weiterhin kann man viele Entwicklungen beobachten, die sich typischerweise eher in einer Korrektur zeigen. Dies gilt insbesondere für die führenden Aktien. Der Technologiesektor und technologienahe Werte haben ihre Führungsrolle fortgesetzt, was tendenziell typischen Kundenportfolios zugutekam, da diese im ersten Halbjahr dort besonders stark gewichtet waren.



Quelle: FactSet Research Systems

Die aktuelle Outperformance von Wachstumswerten stellt ein untypisches Phänomen für die Erholungsbewegung im Anschluss an einen Bärenmarkt dar. Normalerweise entwickeln sich diese besonders in der zweiten Hälfte eines Bullenmarkts hervorragend, wenn Investoren an den Markt zurückkehren, die

während des vorangegangenen Bärenmarkts ihre Aktien verkauft hatten. Sie orientieren sich an den größten und bekanntesten Unternehmen mit diversifizierten Umsatzstrukturen und guten Wachstumschancen für Umsatz und Gewinn. Value-Aktien hingegen gewinnen den Wettbewerb meist zu Beginn

eines Bullenmarkts. Hierbei handelt es sich tendenziell um eher wirtschaftlich sensitive Unternehmen, die während eines Bärenmarkts besonders hart getroffen werden, wenn die wirtschaftliche Rezession um sich

greift. Sie profitieren zu Beginn, wenn Investoren vor allem nach ungerechtfertigt abgestraften Werten und Turnaround-Aktien suchen.



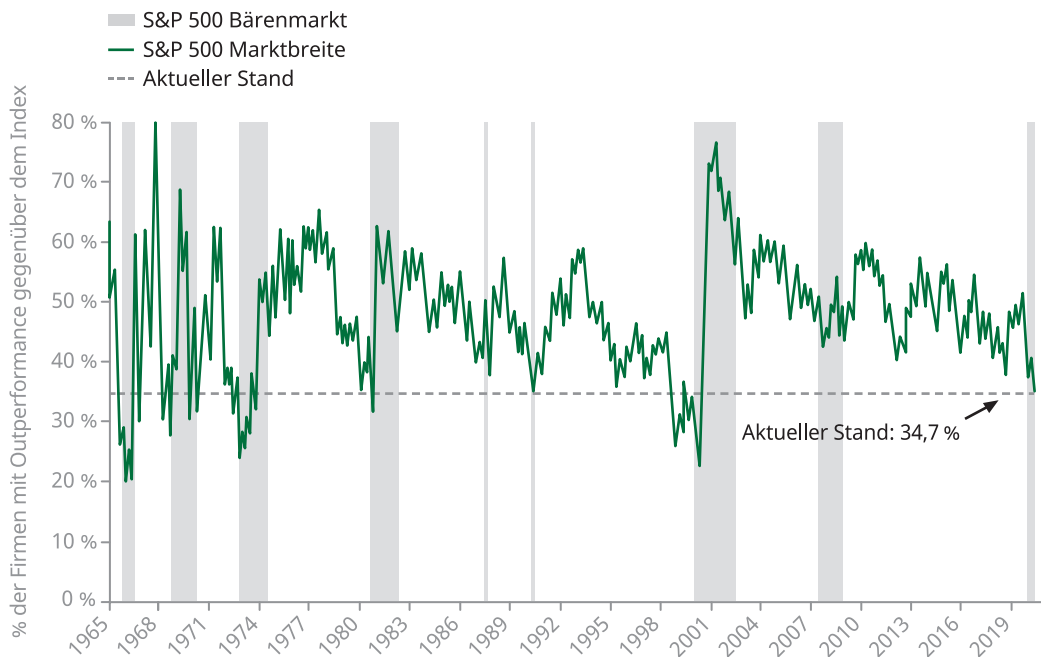
Quelle: FactSet Research Systems

Die wohlbekannte Historie der Aktienmärkte führt dazu, dass aktuell viele Investoren eine Outperformance von kleinen Value-Werten für die kommende Zeit erwarten. Die weitverbreitete Aufmerksamkeit sorgt dafür, dass die Historie bereits eingepreist ist. Grundsätzlich gilt an den Aktienmärkten, dass in Zeiten, wenn jeder eine bestimmte Entwicklung erwartet, Aktien meist eine andere Richtung einschlagen. Bei dieser anderen Richtung handelt es sich zum aktuellen Zeitpunkt um die Outperformance von wachstumsorientierten Werten im neuen Bullenmarkt.

Eine weitere Marktbeobachtung spiegelt diese Entwicklung wider. So zeigt sich bislang in der Aufwärtsphase seit dem Tiefpunkt, dass die Marktbreite beispielhaft im S&P 500 weiter abnimmt. Diese misst die Anzahl der Aktien, die eine Outperformance zum breiten Markt zeigen. Normalerweise nimmt die Marktbreite im Lauf eines Bullenmarkts ab, um dann

mit einem Stilwechsel im Bärenmarkt anzusteigen, da eine größere Anzahl an Aktien zu Beginn eine Outperformance erzielen kann. Doch in diesem Bärenmarkt hat die Breite des Markts weiter abgenommen und beträgt zum Quartalsende lediglich noch 34,7 Prozent. Diese Entwicklung lässt Zweifler vermuten, dass die aktuelle Aufwärtsphase nicht nachhaltig sei. Für uns hingegen handelt es sich hierbei vor allem um ein Anzeichen, dass Märkte sich anders als in vielen vorangegangenen Markterholungen in einem Korrekturmodus befinden, obwohl die Abwärtsbewegung der Größenordnung eines Bärenmarkts entspricht. Wir erwarten, dass große Wachstumswerte weiter vorangehen werden und sich die Marktbreite als ein Resultat dessen weiter einengen könnte.

## MARKTBREITE IN MARKTZYKLEN



Quelle: Clarifi, Stand 09.07.2020. S&P 500 rollierende 12-Monats-Marktbreite, 31.03.1965 – 30.06.2020

## JETZT NICHT DEN MUT VERLIEREN

Nachdem man nun eine der volatilsten Zeiten der Historie überstanden hat, kann man mit Stolz auf die vergangene Phase zurückschauen. Bedenken Sie nur all die Probleme, mit denen Investoren in den letzten sechs Monaten umgehen mussten. Diese steigern vorherrschende Bedenken und werfen viele Fragen auf. Selbst Sorgen, die keinen Einfluss auf Unternehmensgewinne oder Fundamentaldaten des Aktienmarkts ausüben, können die Investorenstimmung nach unten ziehen.

Kein Bullenmarkt startet mit einer perfekten Kulisse – alle beginnen im Pessimismus. Diese pessimistischen Rahmenbedingungen sollte man nüchtern einschätzen: Sie bilden die anfängliche Mauer der Angst, welche man durchbrechen muss, um diese schwierige Phase erfolgreich zu bewältigen. Wenn sich die Märkte früheren Höchstständen nähern, während die Angst noch vorherrscht, ist es für Anleger normal, dies als sicheren Ausstiegspunkt zu betrachten – eine Möglichkeit, zukünftigem Ungemach

aus dem Weg zu gehen und Portfoliorückgänge zu vermeiden. Wir nennen diese Mentalität die „Break-Even-itis“, welche einen großen potenziellen Schaden für die langfristigen Ziele als Investor beinhaltet. Im letzten Bullenmarkt stieg der amerikanische S&P 500 um 115,8 Prozent an – zwischen dem Datum, an dem der Break-Even erreicht wurde und seinem tatsächlichen Ende. Im Bullenmarkt der 90er Jahre waren es stolze 313,9 Prozent ab dem Break-Even bis zur Spitze. Um die langfristige Performance des Aktienmarkts in das eigene Depot zu transferieren, benötigen Investoren diese Bullenmärkte in ihrer vollen Ausprägung.

Wenn Sie es bislang durch die erste Hälfte 2020 geschafft haben, ohne zu verkaufen, haben Sie den harten Teil überstanden, der eine stürmische Abwärtsbewegung und den ersten Teil der Erholungsbewegung beinhaltet. Jetzt ist die Zeit, stark zu bleiben und sich sinnbildlich gesprochen nicht selbst in den Fuß zu schießen.

## US-WAHL RÜCKT IN DEN FOKUS

---

Unsere politischen Kommentare sind wie immer absichtlich unparteiisch. Wir bevorzugen weder Politiker noch politische Parteien und bewerten Entwicklungen ausschließlich auf Basis ihrer möglichen Auswirkungen für die Kapitalmärkte. Wir glauben, dass politische Voreingenommenheit den Blick auf das Wesentliche verstellt und das Risiko von Investitionsfehlern erhöht.

Bereits jetzt kursieren Schlagzeilen, die kräftige Marktturbulenzen im Rahmen der US-Präsidentenschaftswahl im November 2020 vorhersagen. Insbesondere dann, wenn der mutmaßliche demokratische Kandidat Joe Biden den amtierenden Präsidenten Donald Trump aus dem Weißen Haus verdrängen

kann. Aus unserer Sicht ist es zum aktuellen Zeitpunkt allerdings noch deutlich zu früh, um den Wahlsieger vorherzusehen, geschweige denn belastbare Aussagen über die zukünftige US-Politik zu treffen. Darüber hinaus sind wir davon überzeugt, dass die meisten Ängste, die mit der US-Wahl in Verbindung stehen, falsch sind. Tendenziell ist die Marktrelevanz bezüglich vieler Themen im heißen Wahlkampf nicht gegeben, der Einfluss einzelner Persönlichkeiten wird überschätzt und parteipolitische Vorurteile verzerren die Wahrnehmung. Aus diesem Grund ist es wichtig, in erster Linie das typische Zusammenspiel von Märkten und Politik zu beleuchten, bevor das Wahljahr 2020 in seinen Einzelheiten untersucht wird.

## AKTIENMÄRKTE SIND UNPOLITISCH

---

Wenn es um die Marktrelevanz politischer Entscheidungen geht, konzentrieren sich viele Anleger darauf, ob ein Politiker oder eine Partei als „marktfreundlich“ gilt. Wir betrachten das etwas differenzierter. Aus unserer Sicht kommt es letztendlich auf die durchgeführte Politik selbst an, nicht auf Personalien. Keine Person oder politische Gruppierung besitzt ein Monopol auf gesetzgeberische Entscheidungen, die von den Märkten positiv oder negativ aufgenommen werden. Aktienmärkte interessiert vor allem, ob neue Regelungen zu kritischen Themen wie Eigentumsrechten oder unternehmerischer Selbstbestimmung auferlegt werden. Im Verlauf der Wahlkampagnen wird dabei die Erwartungshaltung positioniert. Aktien bewegen sich anschließend, um die Diskrepanz zwischen dieser Erwartungshaltung und der politischen Realität auszugleichen.

Tendenziell wird die Erwartungshaltung der Anleger von allgemeinen Sichtweisen beeinflusst, insbesondere in den Wahljahren. Sie ist angelehnt an die Art und Weise, wie eine Partei ihre Basis anspricht. So wird den Demokraten traditionell der Hang zu stärkerer Regulierung, höheren Steuern und „Anti-Business“-Politik zugeschrieben. Im Gegensatz dazu stehen die Republikaner für Steuersenkungen, gelockerte Vorschriften und „Business-freundliche“ Politik. In der Summe ist jedoch keine der beiden Parteien von

Natur aus gut oder schlecht für die Aktienmärkte. Unter einem republikanischen Präsidenten erreichte der S&P 500 in seiner gesamten Historie, inklusive aller Dividenden, im Durchschnitt 9,5 Prozent pro Jahr, unter einem demokratischen Präsidenten 14,8 Prozent. Beide Parteien haben legislative Änderungen durchgesetzt, die Gewinner und Verlierer geschaffen haben, wie die Dodd-Frank Wall Street Reform der Demokraten oder der Sarbanes-Oxley Act der Republikaner.

Große Veränderungen erfordern in den USA generell eine Änderung der Gesetzgebung. Dementsprechend ist für die Aktienmärkte entscheidend, wie aktiv der Kongress ist und wie leicht neue Gesetze verabschiedet werden können. Je mehr der Kongress absegnet, desto größer ist die Unsicherheit. Dies führt zu einer verringerten Risikobereitschaft bei den Unternehmen, die in einem derartigen Umfeld eher eine abwartende Haltung einnehmen, bevor große Projekte angestoßen werden. Für Anleger ist also nicht nur die Wahl der Präsidenten ausschlaggebend, sondern auch die Zusammensetzung des Kongresses - und somit die Wahrscheinlichkeit für erhöhte oder verminderte politische Pattsituationen.

## 2020 – EIN TYPISCHES WAHLJAHR?

Die parteipolitischen Vorurteile der Anleger können sich jederzeit auf die Marktstimmung – und die Markttrenditen – rund um die Präsidentschaftswahlen auswirken. Die Geschichte zeigt, dass Wahljahre in der Regel positiv verlaufen und vor allem im späten Jahresverlauf an positiver Dynamik gewinnen, sobald die Unsicherheit allmählich abnimmt. Im frühen Jahresverlauf kann aggressive Wahlkampfretorik die Stimmung belasten und die hohe Zahl der möglichen Kandidaten macht es unmöglich, sinnvolle Wahrscheinlichkeiten für tatsächliche legislative Änderungen in der nahen Zukunft zu bestimmen. Je näher die Präsidentschaftswahl am 3. November 2020 rückt, desto geringer fällt das Spektrum der potenziellen Ergebnisse aus. Die politische Haltung des Wahlsiegers und die Fähigkeit, große Gesetzes-

änderungen durchzusetzen, werden ebenfalls klarer und helfen den Märkten, nach vorne zu blicken. Speziell für das Aktienjahr 2020 ist es natürlich möglich, dass andere Faktoren stärker wiegen – dennoch sehen wir durch die politische Konstellation tendenziellen Rückenwind für die Märkte.

Interessanterweise unterscheidet sich die Rendite des ersten Halbjahres 2020 nicht wesentlich von einem durchschnittlichen Wahljahr – auch wenn der eingeschlagene Weg hochgradig ungewöhnlich war.



Quelle: Global Financial Data zum 21.01.2020, tägliche S&P 500 Kursrenditen, 1929 – 2020

## „THE PERVERSE INVERSE“

Nach der Wahl folgen die Märkte normalerweise einem Trend, den wir als „Perverse Inverse“ bezeichnen. Wenn ein Republikaner gewinnt, schneiden Aktien im Wahljahr in der Regel sehr gut ab, was mit der als unternehmensfreundlich angenommenen Ausrichtung der Partei einhergeht. Ein demokratischer Wahlsieg dämpft die Renditen ab, da viele Anleger unternehmerische Einschränkungen befürchten. Dieses Phänomen kehrt sich im Folgejahr allerdings um. Wenn eine republikanische Regierung ins Weiße Haus einzieht, sorgt die verbesserte Stimmung für eine hohe Erwartungshaltung. Anleger werden

oftmals unmittelbar enttäuscht, sobald sich herausstellt, dass der US-Präsident eher als Moderator auftritt und wesentliche Veränderungen durch eine politische Pattsituation blockiert werden. Auch ein demokratischer US-Präsident spielt tendenziell die Rolle des gemäßigten Moderators, allerdings übertrifft diese Realität normalerweise die niedrigen Erwartungen der Anleger. Eine Betrachtung der Renditen über zwei Jahre hinweg zeigt, dass keine wesentlichen Unterschiede auftreten – nur eine veränderte Renditeverteilung.

	Wahljahr	Erstes Amtsjahr
Republikaner wird gewählt	15,2 %	2,6 %
Demokrat wird gewählt	7,4 %	16,2 %

Quelle: Global Financial Data zum 22.10.2018, S&P 500 Total Return Index in Wahljahren und ersten Jahren nach Amtsantritt, 1928 – 2017

Aus unserer Sicht ist es weiterhin verfrüht, konkrete und sinnvolle Prognosen für den Ausgang der US-Wahl abzugeben. In den aktuellsten Umfragen verfügt der mutmaßliche demokratische Kandidat Joe Biden über einen deutlichen Vorsprung vor Amtsinhaber Donald Trump. Zu einem vergleichbaren Zeitpunkt vor vier Jahren lag Donald Trump in den Umfragen gegen Hillary Clinton ebenso zurück, zudem glaubten viele nicht daran, dass er überhaupt die Nominierung zum republikanischen Kandidaten schaffen würde.

Kongress ist sehr facettenreich. Ein Erdrutschsieg von Joe Biden könnte eine „blaue Welle“ durch den Kongress senden. Ebenso könnte eine zweite Amtszeit von Trump eine republikanische Mehrheit in beiden Häusern bringen – oder die Realität siedelt sich irgendwo in der Mitte an. Das Rennen um den Kongress nimmt gerade erst Gestalt an, dementsprechend kommt jede Projektion noch einer wilden Vermutung gleich.

Heute fehlt es vor allem auch an Glaubwürdigkeit. Viele US-Bürger haben Donald Trump aufgrund seiner Reaktionen auf COVID-19, die Rezession und soziale Unruhen bereits abgeschrieben. Wir sagen nicht voraus, dass er auch dieses Mal sämtliche Hindernisse aus dem Weg räumen kann, und verbleiben lediglich mit dem Hinweis, dass sich in drei Monaten viel ändern kann. Auch das Rennen um den

Insgesamt gehen wir davon aus, dass die kumulierten Renditen für die Jahre 2020 und 2021 im Gesamtpaket ähnlich ausfallen werden, sollte der Wahlsieger Donald Trump heißen oder eben nicht. Wir erwarten dabei, dass die Märkte den Wahlsieger wie einen traditionellen republikanischen oder demokratischen Gewinner begrüßen werden. Ein demokratischer Wahlsieg würde somit für eine Verlagerung der Renditen vom Wahljahr ins erste Amtsjahr sprechen.

	Wahljahr	Erstes Amtsjahr	Kombiniert
Republikater wird wiedergewählt	10,6 %	2,7 %	13,1 %
Demokrat wird neu gewählt	-2,8 %	21,8 %	15,9 %

Quelle: Global Financial Data zum 15.07.2020, S&P 500 Total Return Index, 1926 – 2020



## DIE DATEN SIND SCHLECHT, SOLLTEN ABER KEINE ÜBERRASCHUNG DARSTELLEN

Die BIP-Zahlen vieler bedeutender Nationen für das zweite Quartal 2020 werden voraussichtlich Ende Juli vorliegen. Eins kann man mit Sicherheit vorwegnehmen: Sie werden furchtbar ausfallen, da sie die Auswirkungen der COVID-19-Stillegungen in vollem Umfang zeigen. Letztendlich werden sie jedoch nur den Schaden bestätigen, dessen Informationsgehalt die Aktienmärkte bereits in ihrer dramatischen Abwärtsbewegung bis Mitte März verarbeitet haben. Obwohl die offizielle Meldung dieser Daten kurzfristigen Einfluss auf die Marktstimmung nehmen könnte, sind wir davon überzeugt, dass die Märkte wieder einen etwas weiteren Blickwinkel angenommen haben und weit über das zweite Quartal hinaus auf eine gesündere Wirtschaft blicken.

Die „Hauptlast“ der wirtschaftlichen Stilllegungen entfiel auf die Monate April und Mai, erste Lockerungsmaßnahmen dürften die dramatischen Einbrüche kaum abgefedert haben. Um die Daten vollends richtig zu interpretieren, ist auch ein Blick auf die Berechnungsmethode empfehlenswert. Die meisten europäischen Nationen melden das BIP-Wachstum

gegenüber dem Vorquartal – normalerweise saisonbereinigt, um Kalendereffekte wie Feiertage zu berücksichtigen. Amerika und Japan melden die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorquartal zu annualisierten Raten. Dies entspricht also einer jährlichen Änderungsrate des BIP, sollte sich das gemeldete Wachstum ein ganzes Jahr auf demselben Niveau halten. Wenn das US-BIP im zweiten Quartal auf Jahresbasis um 50 Prozent sinkt, bedeutet es folglich nicht, dass sich die Wirtschaftsleistung halbiert. Es entspricht einem Rückgang von elf Prozent gegenüber dem Vorquartal, welcher sich über vier Quartale aufsummiert. Andere Nationen, wie zum Beispiel China, vergleichen das aktuelle Quartal mit dem Quartal vor einem Jahr. Unter Umständen zeigt sich diese Methode weniger volatil und durch die ältere Datenbasis etwas robuster.

Unabhängig von der Berechnungsmethode erwarten Analysten auf breiter Ebene, dass das BIP der Industrieländer die schlechteste Entwicklung in der gesamten Datenhistorie aufweisen wird.

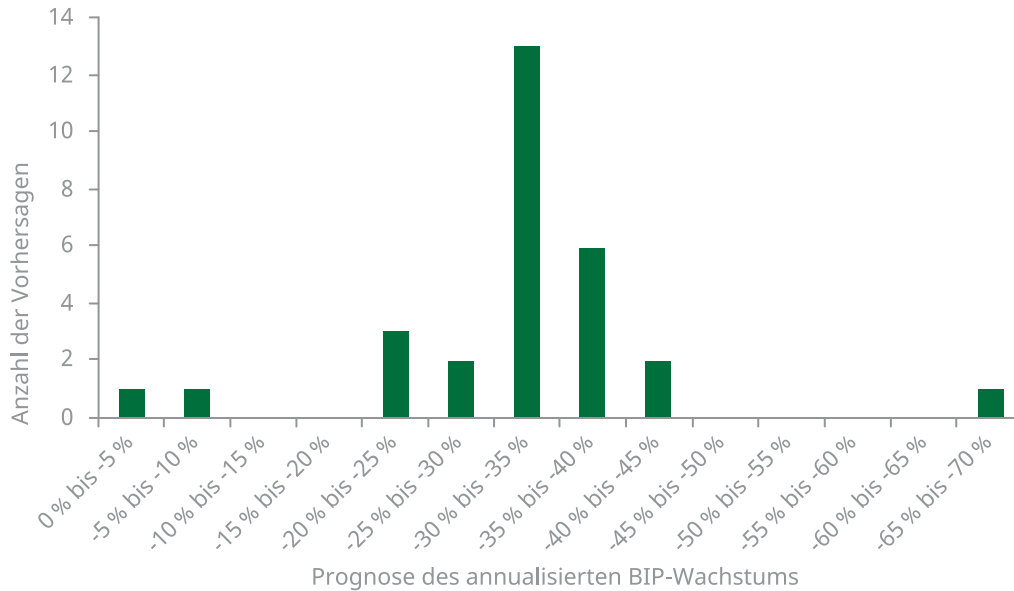
	Q1 2020		Q2 (FactSet Konsens-Schätzungen)	
	Q/Q	Annualisiert	Q/Q	Annualisiert
USA	-1,3 %	-5,0 %	-9,8 %	-33,7 %
Eurozone	-3,6 %	-13,6 %	-11,5 %	-38,7 %
Deutschland	-2,2 %	-8,6 %	-9,5 %	-32,9 %
Frankreich	-5,3 %	-19,7 %	-12,1 %	-40,3 %
Spanien	-5,2 %	-19,3 %	-14,4 %	-46,3 %
Italien	-5,3 %	-19,6 %	-12,0 %	-40,0 %
UK	-2,2 %	-8,5 %	-17,5 %	-53,7 %
Japan	-0,6 %	-2,2 %	-4,7 %	-25,0 %
Kanada	-2,1 %	-8,2 %	-12,0 %	-40,0 %
Australien	-0,3 %	-1,2 %	-8,5 %	-24,2 %

Quelle: FactSet Research Systems, US Bureau of Economic Analysis und Eurostat, 12.07.2020

Dabei gehen die Konsensschätzungen weiter auseinander als gewöhnlich. Für das US-BIP im zweiten Quartal 2020 reicht das von FactSet in den letzten

30 Tagen zusammengestellte Datenspektrum von -5 Prozent bis -67 Prozent.





Quelle: FactSet Research Systems, Nutzung der 28 von FactSet gesammelten Prognosen zwischen dem 12. Juni und dem 12. Juli 2020

Auch für Prognosen außerhalb der Investmentwelt fällt der Konsens düster aus. Die Echtzeitschätzungen der Fed-Regionalbanken reichen von -35,5 Prozent (Atlanta Fed) bis zu -15,3 Prozent der New York Fed. Selbst optimistische Schätzungen bewegen sich im Endeffekt immer noch im Bereich eines historischen Tiefpunkts. Diese extrem niedrige Erwartungshaltung

ist ein wichtiges Signal für Anleger: Es gilt, über die Ergebnisse hinauszublicken, da sich die Aktienmärkte bereits mit dieser Problematik befasst haben. Negative Einflussfaktoren, mit denen sich bereits jeder beschäftigt hat, verlieren ihr negatives Überraschungspotential. Niemand erwartet eine positive BIP-Entwicklung im zweiten Quartal 2020.

## AKTIENMÄRKTE BLICKEN ÜBER DIE AKTUELLE DATENLAGE HINWEG

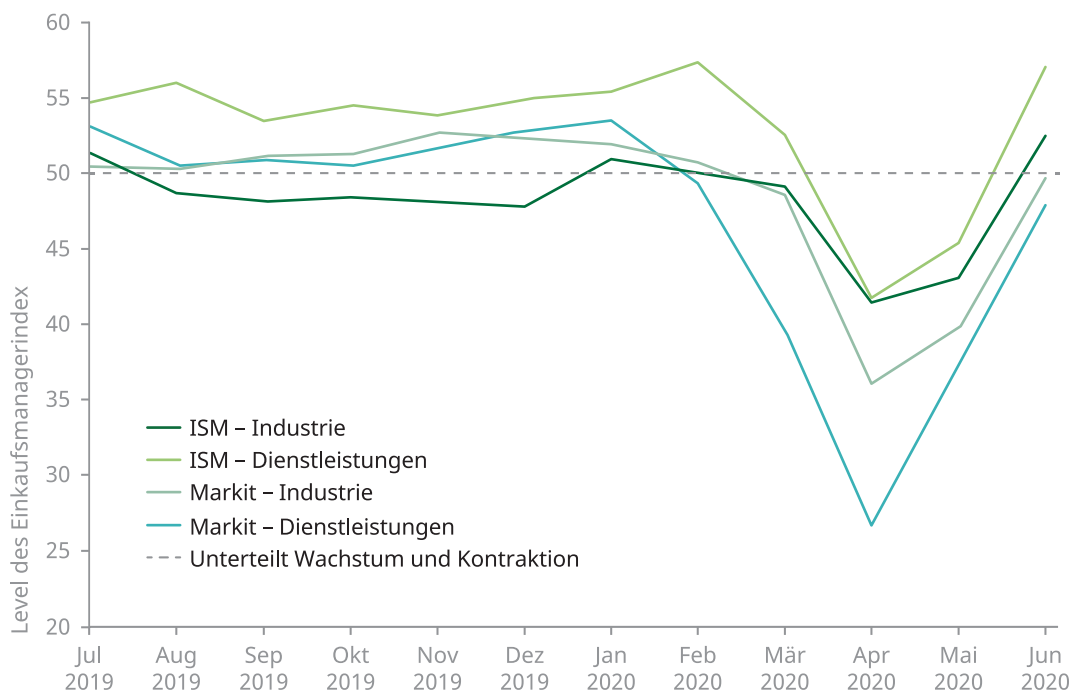
Aus unserer Sicht preisen die Aktienmärkte längst eine wirtschaftliche Erholung ein, die im Zusammenhang mit einer Wiederaufnahme der wirtschaftlichen Aktivität steht. In die Zukunft ausgerichtete Daten bestätigen diese These, vor allem neuartige Hochfrequenzdaten wie Kreditkartenaktivitäten oder Daten zur Umweltverschmutzung. Wie vorangegangen erwähnt, zeigen mittlerweile auch einige traditionelle Daten eine positive Wendung an.

Zahlreiche Skeptiker haben argumentiert, dass hohe Arbeitslosigkeit und eine weit verbreitete Angst vor dem Virus eine Erholung verhindern würden. Die jüngsten Daten widerlegen diese Vermutung. Nach einem Rückgang von 8,2 Prozent im März und 14,7

Prozent im April stiegen die Einzelhandelsumsätze in den USA im Mai um 17,7 Prozent und im Juni um 7,5 Prozent an. Noch breiter gefasste US-Konsumdaten, die Ausgaben für Dienstleistungen besser berücksichtigen, fielen 6,6 Prozent im März und 12,6 Prozent im April, um dann im Mai eine ähnlich dynamische Gegenbewegung von 8,2 Prozent zu vollführen. Die US-Industrieproduktion erhöhte sich im Mai nur um bescheidene 1,4 Prozent, im Anschluss an den verheerenden Absturz um 12,5 Prozent im April – allerdings nicht durch das Verschulden von COVID-19. Versorgungsprodukte wurden durch das warme Wetter ausgebremst, niedrige Ölpreise verpassten der Förderindustrie einen herben Dämpfer. Besser erholte zeigte sich dagegen das verarbeitende

Gewerbe mit einem Anstieg von 3,8 Prozent im Monat Mai. Im Juni setzte sich die positive Tendenz bei der Industrieproduktion nahtlos fort, mit einem Anstieg von 5,4 Prozent. Die Einkaufsmanagerindizes zeigen ein ähnliches Muster. Die Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten – die zu Beginn noch als opti-

mistische und unrealistische Fantasie abgetan wurde, nur durch Stimulus-Maßnahmen der Regierung aufgebläht – zeigt sich also in der Rückschau als rationale Antizipation der zu einem späteren Zeitpunkt berechneten Datenmenge.



Quelle: FactSet Research Systems zum 12.07.2020. IHS Markit and Institute of Supply Management PMIs, Juli 2019 bis Juni 2020

Selbst in der Regel stark verzögerte Daten sind in letzter Zeit angestiegen. Nach dem Abbau von unglaublichen 19,8 Millionen Arbeitsplätzen im April haben die privaten Arbeitgeber in den USA im Mai 3,2 Millionen Arbeitsplätze und im Juni 4,8 Millionen Arbeitsplätze geschaffen. Natürlich hat die Beschäftigung damit nicht annähernd das Niveau vor dem

Abschwung wieder erreicht. Die Märkte warten jedoch nicht darauf, dass Produktion und Beschäftigung wieder ihre Höchststände erreichen – die allgemeine Richtung des Trends ist wichtiger.

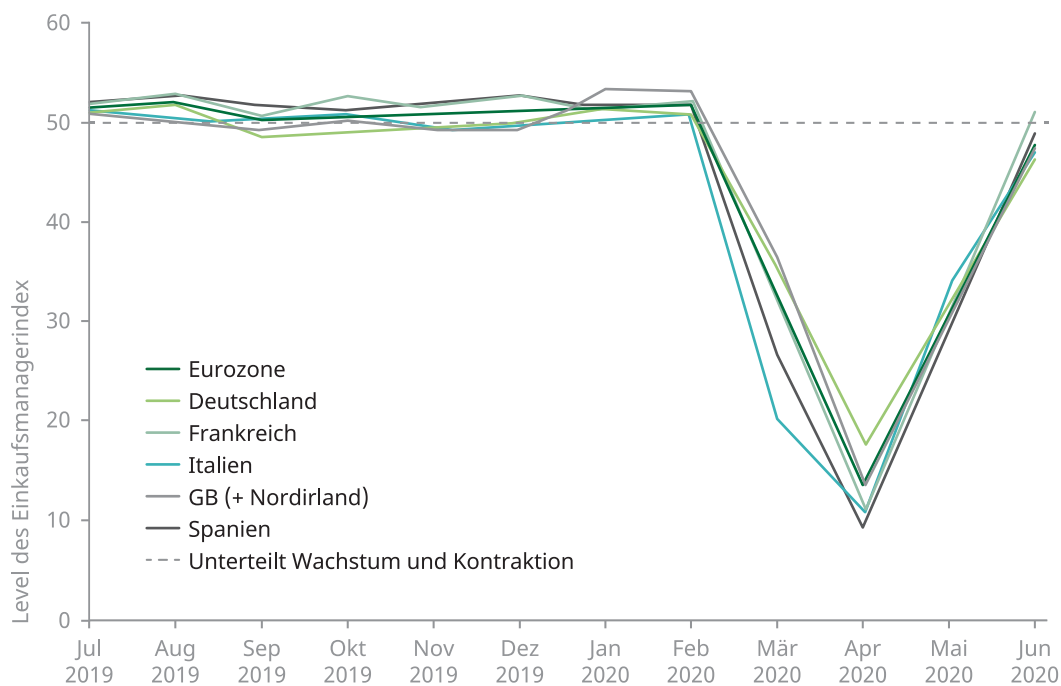


„Die Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten ist keine unrealistische Fantasie.“

## EUROPAS ERHOLUNG

Gleiches gilt für Europa, wo die meisten Daten zeigen, dass die Wiedereröffnung eine Erholung fördert. Nachdem Hochfrequenzdaten früh darauf hingewiesen hatten, gehörten die Einkaufsmanagerindizes zu den ersten Daten, welche eine Verbesserung signalisierten. Nachfolgende Abbildung zeigt dies anhand von zusammengesetzten Einkaufsmanagerindizes für die Eurozone, Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und Großbritannien mit Nordirland. Diese Indizes kombinieren die Umfragewerte für den Dienst-

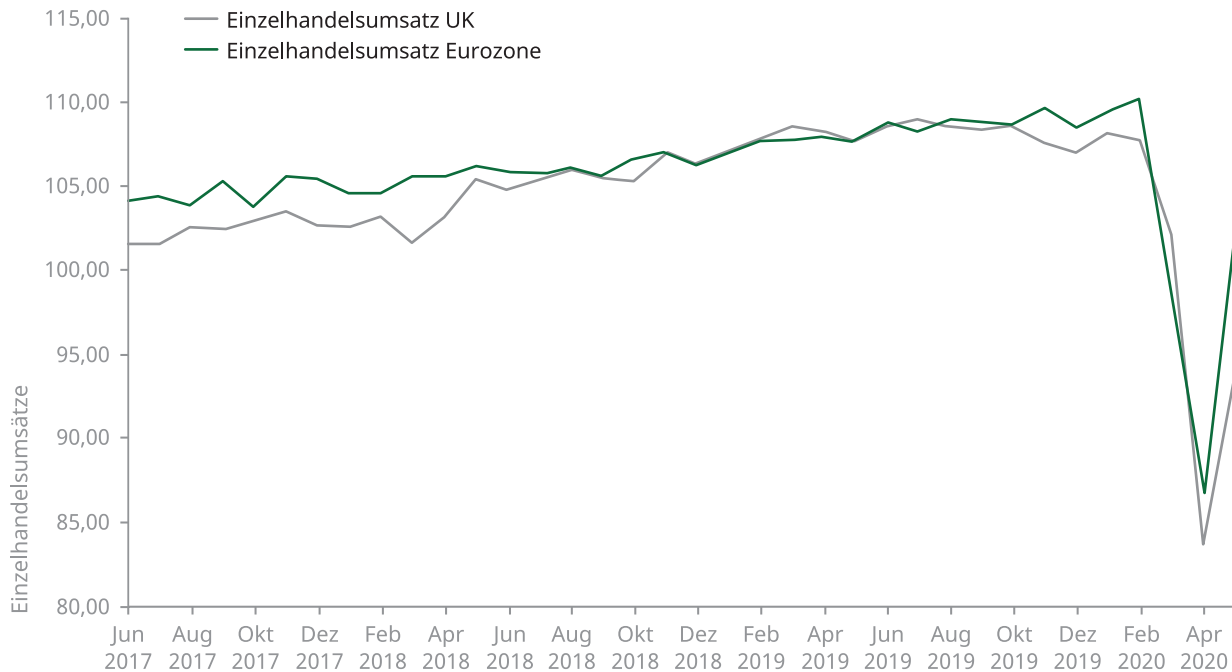
leistungssektor und das verarbeitende Gewerbe. Nur Frankreich beendete den Monat Juni oberhalb der magischen Marke von 50, welche darauf hinweist, dass mehr als die Hälfte der Unternehmen Wachstum anzeigen. Die restliche Regionen oder Länder bewegten sich jedoch in Schlagdistanz zur Wachstumsschwelle – ein Hinweis darauf, dass die Erholung von den gravierenden Tiefpunkten langsam an Substanz gewinnt.



Quelle: FactSet Research Systems

Das gleiche Muster – ein starker Abschwung, gefolgt von einem starken Aufschwung – gilt auch für andere Daten, einschließlich den Einzelhandelsumsätzen. Großbritannien hatte länger mit der Stilllegung der

wirtschaftlichen Aktivität zu kämpfen und zeigt dementsprechend einen etwas geringeren Aufschwung als die Eurozone.



Quelle: FactSet Research Systems, UK-Daten indexiert auf 100 im Jahr 2016, Eurozonen-Daten indexiert auf 100 im Jahr 2015

Letztendlich sind diese Daten rückwärtsgerichtet. Unserer Ansicht nach deuten sie jedoch darauf hin, dass das starke zweite Quartal an den Aktienmärkten nicht „abgekoppelt von der wirtschaftlichen Entwicklung“ oder ein Zeichen „hoher Irrationalität“ der

Märkte ist. Stattdessen zeigt es, dass die Aktienmärkte früh eine Rückkehr des Wachstums im Rahmen der Wiedereröffnung antizipiert haben. Sie haben sich zukunftsorientiert verhalten – genau so, wie sie es immer tun.

## MANGELNDE UMLAUFGESCHWINDIGKEIT VERHINDERT INFLATION

Ähnlich wie im Jahr 2009 wurden auch in dieser Krise aufgrund von Reaktionen der Zentralbanken in Form von Zinssenkungen, speziellen Kreditprogrammen und erweiterten oder wieder aufgenommenen Anleihekaufprogrammen massive Geldmengenwachstum befürchtet. Hierdurch werde die Inflation eskalieren, so viele Marktbeobachter. Aus unserer Sicht sieht die Lage jedoch anders aus. Diese Ängste sind vor allem an die Geldmenge gebunden. Wie bereits Milton Friedman vor Jahrzehnten erklärte, ist Inflation ein monetäres Phänomen, bei welchem zu viel Geld auf zu wenige Güter oder Dienstleistungen trifft. Schaut man sich jedoch die Geldmenge an, so sieht man, dass beispielsweise M4 in den USA in den letzten fünf Jahren lediglich zwischen vier und sechs

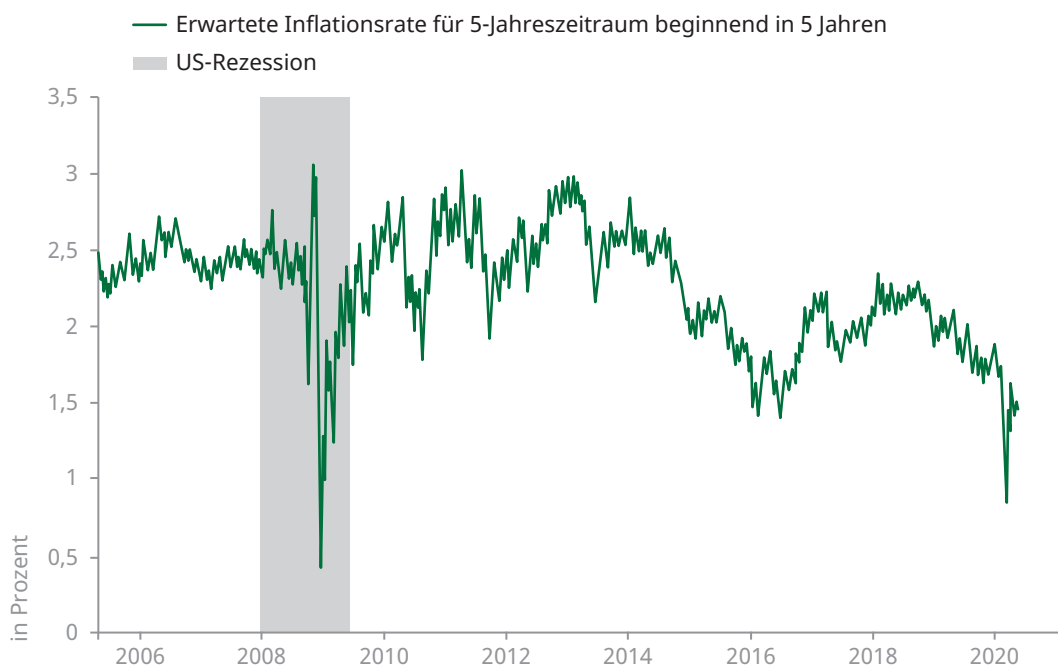
Prozent pro Jahr gewachsen ist und somit eine der niedrigsten Wachstumsraten aller expansiven Phasen aufwies. Erst jetzt im März stieg diese um zehn Prozent, im April dann um 22 Prozent und im Mai schließlich um 28,5 Prozent.

Hierbei handelt es sich um sehr starke Zuwächse und wir können nicht sagen, warum die Federal Reserve davon überzeugt war, dass ein Anstieg auf dieses Level richtig sein soll. Zu einem gewissen Grade macht eine Steigerung absolut Sinn, da eines der größten Probleme in derartigen Krisen die Austrocknung der Liquidität ist. Diese steht still und rotiert nicht mehr durch die Gesellschaft. Dadurch können Unternehmen und Banken schnell in die

Gefahr der Illiquidität rutschen, was eine besondere Form der Insolvenz darstellt. Anstiege in dieser Größenordnung erfordern jedoch aus unserer Sicht Erklärungen. Um die Inflation kräftig zu steigern, muss das Geld dennoch Gütern und Dienstleistungen

hinterherlaufen. Die Geschwindigkeit, mit welcher das Geld die Hände in der Wirtschaft wechselt, hat sich substantiell verringert und wurde zum Ende des ersten Quartals mit dem niedrigsten Wert seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahr 1959 gemessen.

### INFLATIONSERWARTUNG DER USA



Quelle: FactSet Research Systems

*„Aktienmärkte haben sich zukunftsorientiert verhalten – genau so, wie sie es immer tun.“*

Ein Grund für die niedrige Umlaufgeschwindigkeit ist die wirtschaftliche Unterbrechung in Folge auf die institutionelle Antwort bezüglich des Corona-Virus. Eine weitere ist ironischerweise die Aktion der Federal Reserve und anderer Zentralbanken. Diese steigerten die Anleihekäufe oder griffen erneut darauf zurück. Seit Jahren zeigen viele Marktbeobachter ein fundamentales Missverständnis dieser Maßnahmen und charakterisieren sie als „Druck von Geld“. Analog erwarteten sie als Folge eine gesteigerte Inflation. Das ist falsch. Zentralbanken drucken kein Geld durch Quantitative Easing Programme. Sie erhöhen schlichtweg die Bankreserven, wodurch das Geldangebot irgendwann gesteigert werden kann, wenn Banken sich dafür entscheiden sollten, aggressiv Geld zu verleihen.

Aber Banken verleihen Geld langfristig und refinanzieren sich kurzfristig. Die Differenz zwischen diesen Zinsen ist ihr Gewinn. Somit stellt die Differenz zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinsen, bedingt durch Faktoren wie Zentralbanken und Inflationserwartungen, einen stabilen Indikator für die Nettozinsmargen der Banken bei der Kreditvergabe

und somit auch für deren Bereitschaft dar, Kredite zu vergeben. Wenn die Fed nun beispielsweise Anleihen kauft, reduzieren sich die langfristigen Zinsen. Der kurzfristige Zins hingegen bleibt gleich. Der Gewinn der Banken sinkt, die Umlaufgeschwindigkeit der Liquidität nimmt ab und die Inflation kehrt nicht zurück. Wir glauben nicht, dass dieses Fehlverhalten stark genug ist, um die wirtschaftliche Erholung zu verhindern, es wird jedoch auch nicht für ein stark gesteigertes Wirtschaftswachstum oder Inflation sorgen.

Nur wenn die Umlaufgeschwindigkeit der Liquidität stark ansteigt, wenn die Wirtschaft wieder in Gänze aktiv wird bevor die Fed in diese massive Steigerung der Geldmenge eingreifen kann, kann Inflation resultieren. Die Federal Reserve und andere Zentralbanken in Japan oder der Eurozone haben teils eine lange Historie darin, das Gaspedal zu lange gedrückt zu halten oder zu schnell zu bremsen. Das ist ein Fakt, den wir genau beobachten, aber aktuell gibt es noch keine Anzeichen, dass eine gefährliche Hyperinflation zügig drohen könnte.

## ZINSEN SOLLTEN NICHT STARK ANSTEIFEN

Betrachtet man die Zinsseite, so fürchten viele, dass diese bald ansteigen könnten, was große Defizit- und Schuldenproblematiken hervorrufen könnte. Ohne ein Anzeichen auf eine anziehende Inflation jedoch gibt es nicht viele Gründe für die Zentralbanken, den Zins anzuheben. Es wäre normal, dass der Zins mit einer sich erholenden Wirtschaft steigt. Wir erwarten

jedoch aktuell keine großen Bewegungen. Dennoch sind unsere Anleihen-Portfolios darauf ausgerichtet, weniger sensitiv auf Zinsänderungen zu reagieren und somit unter Zinssteigerungen unterproportional zu leiden. Wenn dann eine leichte Steigerung des kurzfristigen Zinses erfolgt, sind diese Bestandteile der von uns verwalteten Portfolios weniger betroffen.

## EUROZONE EINIGT SICH AUF STIMULUS

In einer besonderen Aktion konnten sich die Länder der Eurozone auf ein gemeinsames Stimulus-Programm einigen. Hierbei wurde als Schlüsselbestandteil ein 750 Milliarden Euro Paket verabschiedet, welches unterteilt wurde in 390 Milliarden Euro an Unterstützungsgeldern, abhängig vom Grad des Einflusses von Corona, und 360 Milliarden Euro als niedrigverzinsten Kredite. Während verschiedene Details wie konkrete Ausgestaltung und Finanzierung noch eine weitere Klärung erfordern, handelt es sich hierbei um eine bedeutsame Entwicklung in der Europäischen Union, da hiermit ein Präzedenzfall

geschaffen wurde. Kurzfristig sollte der Effekt begrenzt bleiben, da Auszahlungen erst zwischen 2021 und 2023 erfolgen werden. Das Programm kann jedoch dabei helfen, die Lücke zwischen den Zinsen innerhalb der Europäischen Union zu reduzieren und langfristig für ein positives Wachstum und funktionierende Kapitalmärkte sorgen. Durch die erstmalige Durchführung eines derartigen Programms wurde somit ein neues Werkzeug geschaffen, welches in der Folge zur Reduzierung struktureller europäischer Probleme während Rezessionen hilfreich sein kann.

## DER EURO ZEIGT STÄRKE

Währungen bilden eine Komponente, die regelmäßig für zusätzliche Volatilität in global diversifizierten Portfolios sorgt. Gerade wenn die Heimatwährung Stärke zeigt, kann dies kurzfristig zu Währungsverlusten führen. Während seit 2018 eher Währungsgewinne für Euroinvestoren entstanden, zeigte in den letzten Wochen der Euro im Zuge steigender Corona-Zahlen

in den USA, der Haushaltseinigung der EU und dem Abbau der zentralbankgesteuerten Zinsdifferenz gegenüber dem US-Dollar eine relative Stärke. Aktives Management erfordert jedoch einen genaueren Blick auf die Auswirkungen, um mögliche Maßnahmen zur Vermeidung von Währungsvolatilität richtig einzuordnen.



Quelle: FactSet Research Systems

Wir sind der festen Überzeugung, dass ein erfolgreiches, kurzfristiges Timing der Aktienmärkte langfristig nicht möglich ist. Viel wichtiger ist es, grundsätzlich investiert zu sein.

Noch volatil und mit mehr Einflussfaktoren versehen sind jedoch Währungen. Der Versuch, kurzfristige Bewegungen vorwegzunehmen, wird somit in übertragender Häufigkeit fehlschlagen. Mögliche Absicherungsinstrumente sorgen tendenziell vor allem für Kosten, nicht aber für den langfristigen zugehörigen Ertrag. Im Gegenzug sorgt ein aktives Management der Währungsräume für einen langfristig minimierten Währungseffekt auf die Portfolioentwicklung. Hierbei ist es wichtig, den Fokus nicht auf den grundsätzlichen Sitz der Unternehmen im eigenen Portfolio zu legen. Viel wichtiger ist die Frage, wo Kosten und Umsätze entstehen. Mit dem derzeitigen Fokus insbesondere auf die wachstumsstarke Technologie ist

das aktuelle Portfolio sehr stark auf den US-amerikanischen Raum fokussiert. Der Großteil des Technologiesektors findet sich eben hier wieder. Möglichkeiten in Europa sind nur schwer zu finden – ein Ausweichen in den asiatischen Raum ist die einzige Alternative.

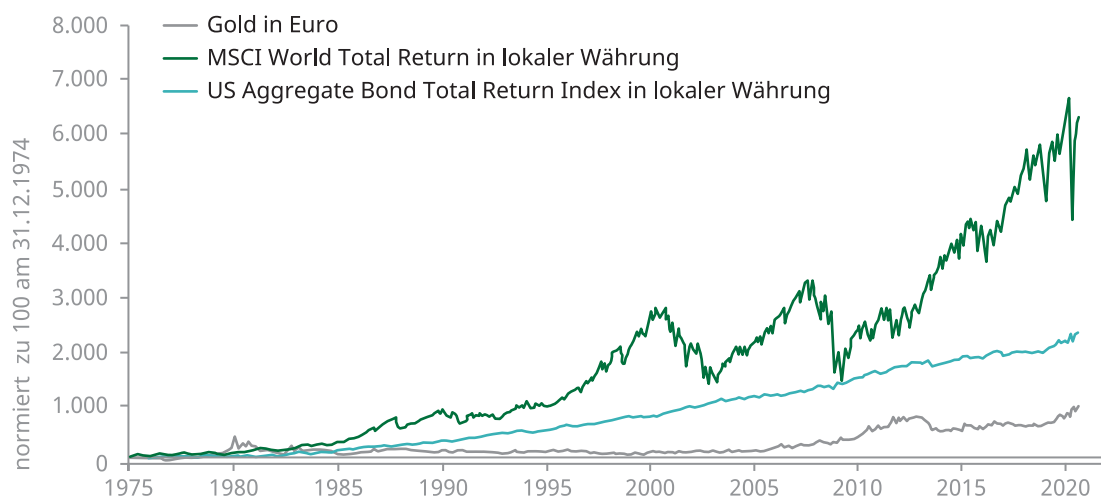
Verlässt man jedoch die reine Betrachtungsweise des Unternehmens-Sitzes, so kann man feststellen, dass in einer repräsentativen Portfoliozusammensetzung des Grüner-Fisher-Depots lediglich ca. 45 Prozent der Umsätze in den USA erwirtschaftet werden, während mehr als 70 Prozent des Portfolios ihren Sitz hier haben. Somit ist das Währungsrisiko tendenziell deutlich kleiner, als vom jeweiligen Standort zu vermuten wäre. Langfristig sind somit die Währungseffekte auf die Portfoliorendite niedriger, als die Kosten, die durch ständige Absicherung entstehen würden.

## GOLD AM ALLZEITHOCH

Um sein individuelles Ziel der Geldanlage zu erreichen, gilt es, den richtigen Mix aus Aktien, Anleihen und Liquidität zu finden. Auch Beimischungen von Immobilien oder Gold sind möglich. Doch häufig werden hierbei Anlageklassen falsch verstanden. So überschlagen sich aktuell wieder einmal die Schlagzeilen, dass Gold ein neues Allzeithoch erreicht hat. Dabei handelt es sich bei Gold grundsätzlich zunächst

einmal um einen Rohstoff, der die besondere Eigenschaft des breiten Marktvertrauens in Krisenzeiten genießt. Hierbei sollte man jedoch niemals den Fehler machen und Gold vorwiegend aus Renditegründen in das eigene Portfolio aufnehmen. Viel eher bietet es einen hervorragenden Schutz vor besonderen Krisensituationen und einer möglichen Hyperinflation.

## ANLAGEKLASSEN IM VERGLEICH



Quelle: FactSet Research Systems

Das aktuelle Allzeithoch kann leicht darüber hinwegtäuschen, dass die langfristige Performance von Gold gegenüber anderen Anlageklassen wie Aktien oder Anleihen deutlich schwächer abschnidet. Während die Rendite schwächelt, ist gleichzeitig die reine Investition in den Rohstoff mit einer erheblichen Volatilität versehen, die mit 16,1 Prozent jährlich weit über der des Aktienmarkts von 13,6 Prozent seit dem Jahr 1939 liegt.

Insofern ist der Rendite-Risiko-Mix für langfristig orientierte Investoren eher schlecht. Durch seine Notierung in US-Dollar schafft es Gold jedoch, ähnlich wie internationale Aktien, einen Schutz vor einem Währungszusammenbruch der heimischen Währung zu generieren. Gleichzeitig bietet es eine hervorragende Möglichkeit, sein Gesamtvermögen zu diversifizieren. Gerade die aktuellen Entwicklungen

rund um Corona haben nun für stark steigende Kurse gesorgt, die im langfristigen Bild jedoch verblassen.

Sollte die Inflation in Zukunft deutlich anziehen, wäre auch eine weitere positive Entwicklung von Gold nicht verwunderlich. Was häufig hierbei vergessen wird, ist jedoch, dass Inflation nicht kurzfristig anschwillt, sondern sich langsam entwickelt. Gerade in der Anfangsphase eines längeren Anstiegs profitieren jedoch Aktien deutlich stärker von anziehenden Werten – erst wenn es zur gefährlichen Hyperinflation in Kombination mit einem Zusammenbruch eines Währungsraums kommt, lautet der Hauptprofiteur häufig Gold. Somit spielt auch für Worst-Case-Szenarien Gold zum aktuellen Zeitpunkt die Diversifikationsrolle und sollte trotz tendenziell steigender Kurse nicht die Hauptanlageklasse darstellen.



## FAZIT

Trotz der dynamischen Erholungsbewegung an den weltweiten Aktienmärkten im zweiten Quartal 2020 sind viele Marktteilnehmer weiterhin skeptisch. Der schnellste Bärenmarkt der Geschichte hat seine Wirkung nicht verfehlt. Die Intensität der Marktbewegungen im ersten Halbjahr 2020 hat dazu geführt, dass die Marktstimmung im Vergleich zum Jahresbeginn skeptischer geworden ist – auch wenn der Kursverfall bis Mitte März weitestgehend ausgeglichen werden konnte. Der Pessimismus des Unglaubens, ein typisches Phänomen in neu startenden Bullenmärkten, ist weit verbreitet. Die Angst vor einer zweiten COVID-19-Ansteckungswelle, erhöhte Arbeitslosigkeit, dramatisch verschlechterte Wirtschaftsdaten – das Prinzip „Nie ruhige Zeiten“ gilt für das Jahr 2020 im Besonderen.

Dabei haben die Aktienmärkte im Börsenjahr 2020 konsequent ihre grundlegende Funktionsweise erfüllt. Sie preisen alle bekannten Informationen ein und blicken drei bis 30 Monate in die Zukunft. Dementsprechend sollte man die Aktienmarkterholung bei gleichzeitig verheerender Datenlage nicht als irrationale Entkopplung von der Realität bezeichnen, sondern die zukunftsorientierte Ausrichtung der Aktienmärkte als permanente Eigenschaft verstehen. Fundamental betrachtet wird es noch eine Weile dauern, bis die Erholungsbewegung in den rückwärts gerichteten Daten ersichtlich wird, Aktienmärkte warten aber wie immer nicht auf das „grüne Licht“, um sich nach oben zu bewegen. Wichtig ist, dass die Erwartungshaltung der Anleger an die Fundamentaldaten längst ein extrem niedriges Niveau angenommen hat. Märkte bewegen sich letztendlich, um Diskrepanzen zwischen der Realität und der Erwartungshaltung auszugleichen.

Viele Fragen bleiben nach wie vor unbeantwortet, Gewissheiten gibt es nicht. Für erfolgreiche Investitionen ist es wie immer empfehlenswert, nicht auf Möglichkeiten zu setzen, sondern mit Wahrscheinlichkeiten zu arbeiten. Aus unserer Sicht ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Weltwirtschaft nachhaltig in eine Abwärtsspirale begibt, welche auf zeitlich unbegrenzten Stilllegungen basiert, aktuell sehr unwahrscheinlich. Kurzfristige Marktschwän-

kungen und plötzliche Korrekturen bleiben dabei ein natürlicher Bestandteil der übergeordneten Marktbewegung. Wer in der heißen Phase 2020 geduldig und diszipliniert geblieben ist, dürfte die ungewöhnliche Marktentwicklung relativ schadlos überstanden haben – eine gesunde Diversifikation im Portfolio vorausgesetzt. In die nahe Zukunft geblickt ist es an der Zeit, Vertrauen in die Zukunft zu finden und nicht in die Falle zu tappen, den letzten Kampf immer wieder erneut zu führen.

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](http://www.gruener-fisher.de))  
in unserem umfangreichen  
Media-Center für Sie aufbereitet.*

## NUTZUNGSBEDINGUNGEN / DISCLAIMER

Bitte lesen Sie diese Bedingungen sorgfältig durch. Diese finden Anwendung auf alle Dienstleistungen, Nebendienstleistungen, Programme, Informationen, Werbemaßnahmen und Produkte, die auf der Webseite der Grüner Fisher Investments GmbH oder in unseren sonstigen Veröffentlichungen für Sie bereitgestellt werden. Die Informationen auf den Webseiten der Grüner Fisher Investments GmbH sowie in unserem Namen veröffentlichte Publikationen sind ausschließlich zur privaten Nutzung durch natürliche Personen mit Wohnsitz in Deutschland bestimmt. Die Grüner Fisher Investments GmbH übernimmt keinerlei Gewähr im Hinblick darauf, dass die Informationen auf diesen Webseiten oder in unseren Veröffentlichungen für die Nutzung an anderen Orten und/oder für andere Dienstleistungen und Nebendienstleistungen geeignet oder verwendbar sind. Benutzer, die auf diese Webseite von anderen Orten aus zugreifen oder unsere Veröffentlichungen außerhalb Deutschlands zur Kenntnis nehmen, handeln aus eigenem Antrieb und auf eigenes Risiko. Die Grüner Fisher Investments GmbH übernimmt keinerlei Zusicherung 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 vorzustellen zu können. Wir beschränken die Datenerhebung, deren Verarbeitung und Nutzung dabei auf das hierzu erforderliche Mindestmaß, um unsere Webseiten-Besucher und Kunden mit denjenigen Produktinformationen versorgen zu können, die für sie besonders interessant sind. Wir sind uns dabei unserer Verantwortung für unsere Kunden und Webseiten-Besucher bewusst. Gemäß den Vorgaben des deutschen Datenschutzrechtes werden unsere Webseiten-Besucher daher über jede Datenerhebung informiert, soweit personenbezogene Daten betroffen sind. Darüber hinaus erheben, nutzen und verarbeiten wir keine personenbezogenen Daten ohne Ihre ausdrückliche Einwilligung. Eine einmal erklärte Einwilligung kann jederzeit mit Wirkung für die Zukunft widerrufen werden. Personenbezogene Daten, die uns über unsere Webseite mitgeteilt worden sind, werden nur solange gespeichert, bis der Zweck erfüllt ist, zu dem sie uns anvertraut wurden. Sollten Sie mit der Speicherung Ihrer personenbezogenen Daten nicht mehr einverstanden oder diese unrichtig

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

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

### Sonstiges

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

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



**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](mailto:info@gruener-fisher.de)  
[www.gruener-fisher.de](http://www.gruener-fisher.de)