Goldman Sachs

Werbemitteilung
September 2020

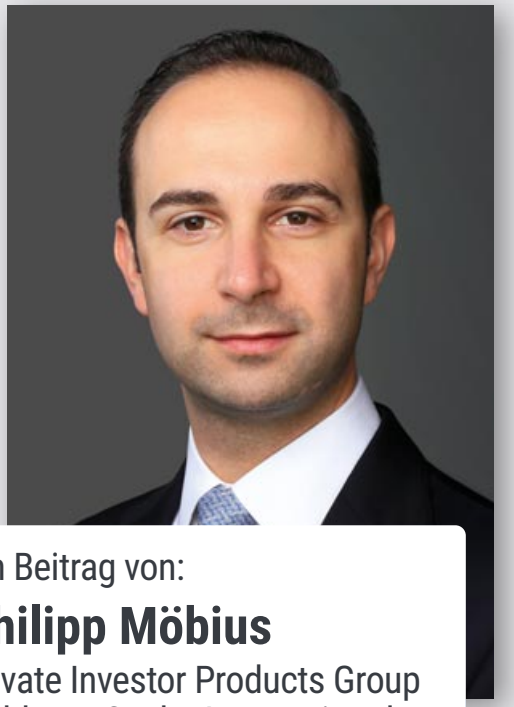
KnowHow kompakt.

Aktuelle Analysen aus dem Finanzsektor

+ Wie es weitergeht – Zehn Argumente für den Bullenmarkt > 01–15
+ Im Gespräch: Jan Hatzius, Goldman Sachs, New York > 16–22
+ NEU: Bis zu 25x Faktor-Hebel > 23
+ Termine: Daran sollten Sie denken > 24–27
+ Hinweise, Risiken und Impressum > 28–33

Zehn Argumente für den Bullenmarkt

Seit dem Tief im März sind die Aktienmärkte wieder deutlich gestiegen. Droht nun ein Kursrücksetzer, oder kann der Bullenmarkt weitergehen? Die Ökonomen von Goldman Sachs Portfolio Strategy Research nennen mit Blick auf Konjunktur, Zinsen und historische Krisenverläufe zehn Gründe, die für eine Fortsetzung der Hausse sprechen.



Ein Beitrag von:
Philipp Möbius
Private Investor Products Group
Goldman Sachs International
London

Das Jahr 2020 war bisher ein bemerkenswertes Jahr für die Aktienmärkte, insbesondere wenn man die vorangegangenen Renditen betrachtet. 2019 endete mit steigendem Optimismus, da weithin mit einer wirtschaftlichen Erholung gerechnet wurde. Diese Erwartungen speisten sich aus dem starken Anstieg der Aktien im zweiten Halbjahr des Vorjahres: Der S&P 500® war 2019 um 29 Prozent gestiegen, der höchste jährliche Anstieg seit 2013. Und Europa verzeichnete die höchsten Renditen seit 1999. All dies geschah in einem Umfeld mit sehr geringer Volatilität – die risikobereinigten Renditen waren also sehr hoch.

Dann, ganz plötzlich, kam angesichts der befürchteten Corona-Pandemie die Weltwirtschaft völlig zum Erliegen. Wirtschaftsprognosen und Gewinnerwartungen brachen zusammen, und zu erleben war die schnellste Bewegung in die Baisse seit 1929. Das globale BIP schrumpfte in den drei Monaten von Mitte Januar bis Mitte April um 16 Prozent (nicht annualisiert), und das BIP des Jahres 2020 dürfte in den meisten Ländern die stärkste Schrumpfung seit den 1930er Jahren erfahren. Für Großbritannien wird die jährliche Schrumpfung im Jahr 2020 wahrscheinlich die schlimmste seit den 1700er Jahren sein.

Ein exogenes und unvorhergesehenes Ereignis

Keine Frage, dies war eine ungewöhnliche Rezession, nicht nur wegen ihrer Tiefe und globalen Reichweite, sondern auch, weil sie nicht durch spezifische Wirtschafts- oder Marktfaktoren ausgelöst wurde. Weder war es ein starker Anstieg der Zinssätze oder Inflationserwartungen, noch war es das Platzen einer Finanzblase, also einer oder mehrere jener Faktoren, die üblicherweise die meisten Bärenmärkte auslösen. Stattdessen handelte es sich um eine Rezession, die durch bewusste Maßnahmen der Regierungen eingeleitet wurde, um die Wirtschaftstätigkeit einzuschränken und die zu befürchtende Pandemie einzudämmen.

Vor diesem Hintergrund trug der Kurseinbruch viele der typischen Merkmale dessen, was wir einen „ereignisgesteuerten" Bärenmarkt nennen – eine Bewertungsanpassung, die die wirtschaftlichen Auswirkungen eines exogenen und unvorhergesehenen Ereignisses widerspiegelt. Diese Art von Rezession und der damit einhergehende Bärenmarkt unterscheiden sich tendenziell von den typischeren „zyklischen" Bärenmärkten, die durch wirtschaftliche Faktoren (wie steigende Zinsen) ausgelöst werden. Und in seinem Profil unterscheidet er sich sogar noch mehr von den weniger verbreiteten „strukturellen" Bärenmärkten, denen in der Regel Vermögenspreisblasen vorausgehen und die mit Immobilien- und Bankenkrisen wie in der globalen Finanzkrise von 2008/09 verbunden sind.

Historisch gesehen, erlebten strukturelle Bärenmärkte im Schnitt Rückgänge von 57 Prozent (nach US-Datensätzen seit 1880), dauerten 3,5 Jahre vom Höchststand bis zur Talsohle und brauchten etwa ein Jahrzehnt, um sich wieder zu erholen (nominal). Zyklische Bärenmärkte erlebten typischerweise Rückgänge von rund 30 Prozent innerhalb von 2,5 Jahren und brauchten durchschnittlich vier Jahre, um sich zu erholen, während ereignisgesteuerte Bärenmärkte zwar ebenfalls Rückgänge von durchschnittlich 30 Prozent verzeichneten,

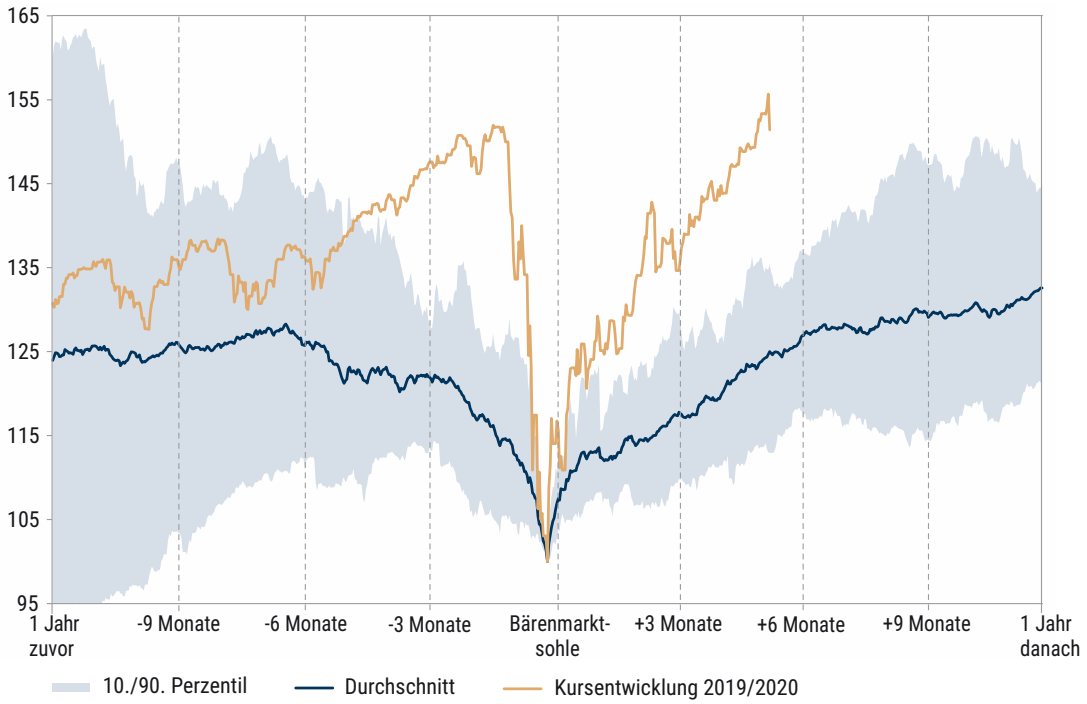
die sich anschließenden Anpassungen aber typischerweise über einen viel kürzeren Zeitraum erfolgten. Im Durchschnitt benötigten sie neun Monate, um einen Tiefpunkt zu erreichen und sich innerhalb von 15 Monaten vollständig zu erholen.

Tiefer Einbruch, rasche Erholung

Vor diesem Hintergrund schien die Baisse des Jahres 2020 scharf und kurzlebig wie andere ereignisgesteuerte Bärenmärkte in der Vergangenheit zu sein. Die Rückgänge betrugen in den meisten Märkten im Durchschnitt etwa 30 Prozent, aber die Geschwindigkeit des Zusammenbruchs und der Erholung war sogar noch größer als normal (siehe Abb. 1).

Abb. 1: Ein ereignisgesteuerter Bärenmarkt

Im Vergleich mit der durchschnittlichen Dauer einer Erholungsphase nach einem Bärenmarkt haben sich die globalen Aktienmärkte seit Ende März ungewöhnlich schnell erholt. Die hohen Kursniveaus vom Jahresbeginn wurden rasch wieder erreicht.



Erholungen nach dem Bärenmarkt (MSCI-Welt-Index während Bärenmärkten seit 1970); indexiert auf Tiefstand März 2020; Quelle: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

Der Hauptauslöser für den Wiederaufschwung war nach Ansicht der Ökonomen von Goldman Sachs eine Kombination aus sich verlangsamenden Infektionsraten und einer breitangelegten außerordentlichen politischen Unterstützung. Die finanziellen Bedingungen, die sich zu Beginn der Lock-down-Phase verschärft hatten, verbesserten sich wieder, und die Regierungen sorgten für außerordentliche fiskalische Unterstützungspakete.

Wie geht es weiter?

Es gibt mehrere Gründe, warum diese Hausse weitergehen könnte. Viele Anleger sind verwirrt angesichts der Tatsache, dass eine Reihe von Märkten neue Höchststände erreicht hat und dass der Technologiesektor weiter den Ton angibt. Zweifellos sind die Märkte in naher Zukunft anfällig für eine Korrektur, insbesondere wenn die starke wirtschaftliche Erholung, die der Markt bereits eingepreist hat, an Dynamik verliert. Ebenso wird dieser Zyklus wahrscheinlich wesentlich geringere Renditen als der vorangegangene aufweisen – quer durch alle Finanzanlagen, denn es besteht kein Spielraum für weitere Zinssenkungen. Auch gehen wir davon aus, dass dieser Zyklus weniger ein „säkularer“ Bullenmarkt sein wird, der durch anhaltende Bewertungssteigerungen und/oder sehr starkes Wachstum (wie die Zyklen 1945 bis 1968, 1982 bis 2000 und 2009 bis 2020) angetrieben wird.

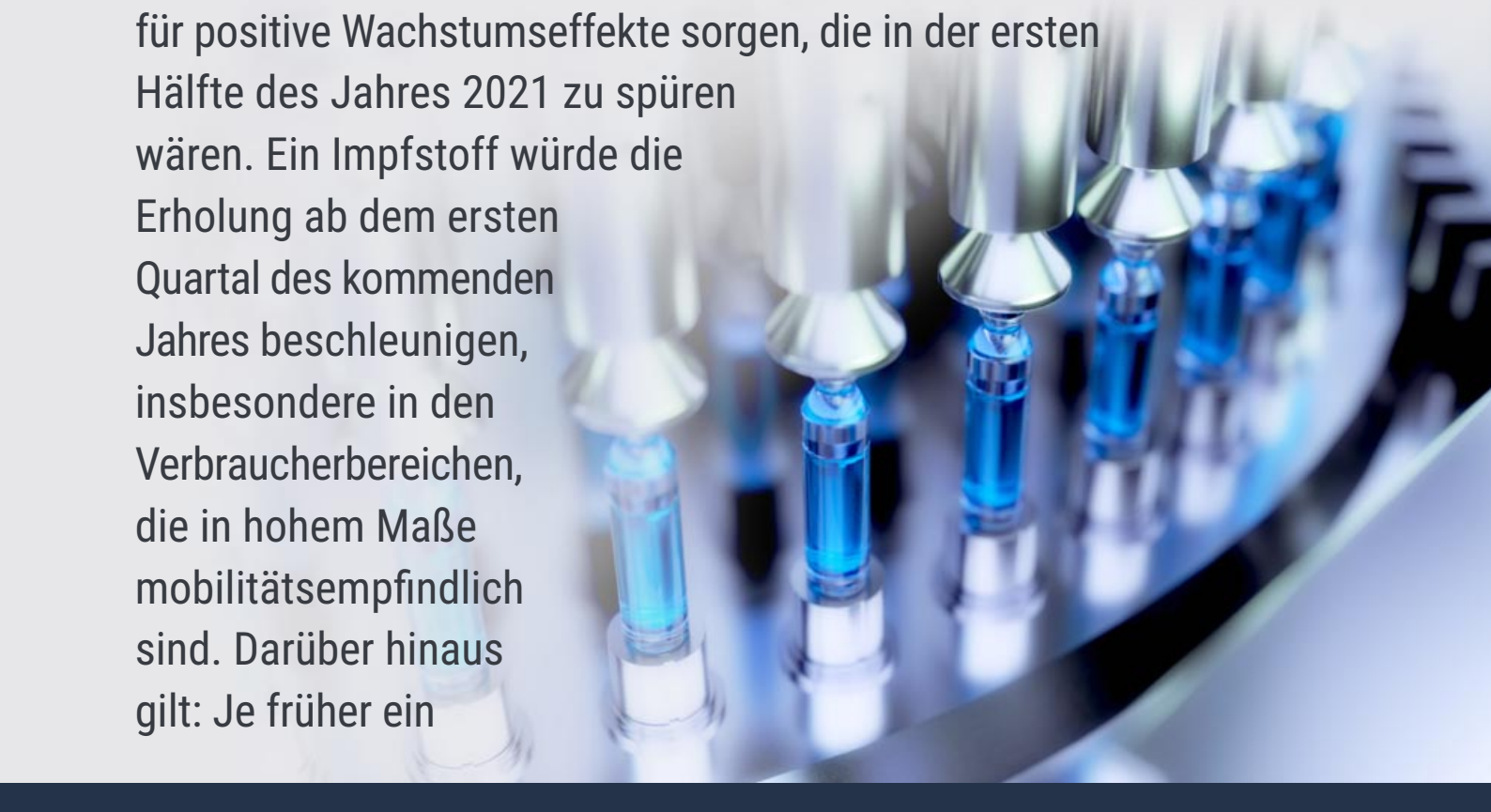
1. Klassische „Hoffnungsphase“

Fast jeder Aktienmarktzyklus lässt sich in vier verschiedene Phasen unterteilen: Hoffnung, Wachstum, Optimismus und Verzweiflung. Nach Ansicht der Ökonomen von Goldman Sachs dürften die außerordentlichen Renditen von 2019 mit der klassischen Phase des Optimismus übereinstimmen, die man eher am Ende einer anhaltenden Hausse sieht, wobei die meisten Gewinne aus steigenden Bewertungen stammen.

Die Phase der Hoffnung – der erste Teil eines neuen Zyklus, der normalerweise in einer Rezession beginnt, wenn die Anleger eine Erholung erwarten – ist typischerweise der stärkste Teil des Zyklus. Genau das haben wir in diesem Jahr erlebt. Wenn es nicht zu einer zweiten bedeutenden Welle von Infektionen kommt, und angesichts der außerordentlichen aktuellen geld- und fiskalpolitischen Unterstützung, ist es wahrscheinlich, dass wir in einen neuen Zyklus eingetreten sind. Beim Übergang von der anfänglichen „Hoffnungsphase“ zu einer nachhaltigeren „Wachstumsphase“ wäre es jedoch nicht ungewöhnlich, dass der Markt kurzfristig einen Rückschlag erleidet.

2. Nachhaltige Erholung dank neuer Medizin?

Die Antwort auf die Frage, wie es um die Entwicklung eines neuen Impfstoffs bestellt ist, ist inzwischen klarer und positiver geworden. Die Ökonomen von Goldman Sachs gehen nun in ihren Prognosen von der Zulassung von mindestens einem Impfstoff in diesem Herbst aus, der in großem Maßstab verfügbar wäre. Ein solches Szenario würde für positive Wachstumseffekte sorgen, die in der ersten Hälfte des Jahres 2021 zu spüren wären. Ein Impfstoff würde die Erholung ab dem ersten Quartal des kommenden Jahres beschleunigen, insbesondere in den Verbraucherbereichen, die in hohem Maße mobilitätsempfindlich sind. Darüber hinaus gilt: Je früher ein



Impfstoff genehmigt wird, desto geringer ist das Risiko, dass die Volkswirtschaften stärker in Mitleidenschaft gezogen werden. Auch ohne Impfstoff ist die Zahl der Todesopfer durch die jüngste Virusepidemie vergleichweise mäßig gestiegen, was darauf hindeutet, dass der Anstieg der Fälle entweder mit mehr Tests zusammenhängt oder die Fälle in jüngeren, weniger gefährdeten Gruppen auftreten.

3. Positive Konjunktur- und Gewinnrevisionen

Die Ökonomen von Goldman Sachs haben kürzlich ihre Wirtschaftsprognosen nach oben korrigiert, und es ist wahrscheinlich, dass die Erwartungen der Analysten folgen werden. Dies sehen wir typischerweise in den frühen Phasen einer wirtschaftlichen Erholung nach einer Baisse. Die Erwartungen der Analysten werden in den meisten Jahren nach unten revidiert. Eine Ausnahme bilden die Jahre nach Rezessionen, in denen sie sich tendenziell nach oben bewegen. Aufwärtsrevisionen könnten die Aktienmärkte durchaus nach oben treiben.

4. „Bear Market"-Indikator auf tiefem Niveau

Im Jahr 2017 haben wir einen Bärenmarkt-Indikator eingeführt. Er zeigte damals erhebliche Risiken einer Baisse für das Jahr 2019. Auf der Grundlage von sechs Variablen (Bewertung, Renditekurve, Wachstumsdynamik, Inflation, Gleichgewicht des Privatsektors und Arbeitslosigkeit) soll dieser Indikator auf Extreme an der Spitze eines Bullenmarktes und am Tiefpunkt eines Bärenmarktes hinweisen. Der Indikator deutet nun auf ein geringes Risiko eines weiteren Bärenmarktes (bei 44 Prozent) hin, trotz der derzeit relativ hohen Bewertungen.

Zwar könnten diese hohen Bewertungen die langfristigen Renditen für Anleger einschränken, doch ist es sehr wahrscheinlich, dass sich

dieser Zyklus erst im Anfangsstadium befindet und noch viel Zeit vor sich hat. Schließlich gehen die hohen Bewertungen auch mit einer flachen Renditekurve einher, was ebenfalls ein typisches Risiko darstellt. Im aktuellen Kontext stehen diese beiden jedoch im Zusammenhang mit einer Politik, die darauf abzielt, die Wachstumsrisiken zu stabilisieren. Insgesamt deutet dieser Indikator derzeit darauf hin, dass wir uns nicht in der Nähe einer Gefahrenzone für den Aktienmarkt befinden.

5. Politik reduziert „Tail Risks“

Im Gefolge der Finanzkrise traten die politischen Entscheidungsträger in ein neues Paradigma ein, indem sie das einführten, was damals als „unkonventionelle“ Lockerung der Geldpolitik bezeichnet wurde – nämlich die quantitative Lockerung (QE). Diejenigen, die sie am schnellsten durchführten – zum Beispiel die USA und Großbritannien – hatten tendenziell die besten Ergebnisse im Hinblick auf eine wirtschaftliche Erholung. Diejenigen, die am langsamsten waren – insbesondere die Eurozone –, mussten mühsam um ihre wirtschaftliche Erholung kämpfen.

Doch die meisten Länder hielten damals einer lockeren Geldpolitik eine straffere Finanzpolitik und in Teilen Europas eine regelrechte Sparpolitik entgegen. In der derzeitigen Krise lässt sich eine noch aggressivere geldpolitische Reaktion beobachten, die in kürzerer Zeit umgesetzt wurde als in den Jahren nach der Finanzkrise (zumindest in Europa). Auch die Ankaufprogramme sind diesmal größer und großzügiger, mit einer breiteren Palette von Vermögenswerten, die in den USA erworben werden können (einschließlich Unternehmensanleihen), und mehr Flexibilität bei den wichtigsten Kapitalbeschränkungen in Europa.

Aber darüber hinaus wurde diese geldpolitische Lockerung in der Krise durch eine sehr aggressive Lockerung der Fiskalpolitik ergänzt, und insbesondere im Falle Europas wurde mit der Einführung von „Coronabonds“, der ersten gemeinsam von der EU auf Gegenseitigkeit begebenen Schuld, ein weiterer wichtiger Rubikon überschritten. Die Zinsstrategen von Goldman Sachs sind der Ansicht, dass diese Anleihen im Vergleich mit französischen Anleihen in Bezug auf Ratings und Korrelationen um 10 bis 20 Basispunkte günstiger sind. Obwohl die Ökonomen von Goldman Sachs erwarten, dass deutsche Bundesanleihen weiterhin die vorrangige sichere Anlage in Europa bleiben werden, argumentieren sie, dass dieser Schritt entscheidend ist, da er bedeutet, dass Italien oder Spanien endlich Zugang zu billigerer Finanzierung erhalten.

6. Die Aktienrisikoprämie hat Spielraum nach unten

Wie attraktiv sind Aktien im Vergleich zu Anleihen? Eine Möglichkeit, dies auszudrücken, besteht darin, den zeitlichen Abstand zwischen der Rendite 10-jähriger Anleihen und der nominalen Dividendenrendite zu betrachten. Der Rückgang der Dividendenrenditen seit der

Finanzkrise hat nicht mit dem unerbittlichen Rückgang der Anleihenrenditen Schritt gehalten. Mit anderen Worten: Aktien wurden neu bewertet (insbesondere in den USA), aber nicht so stark wie Anleihen.

Dass dies so ist, wurde lange Zeit mit der Unsicherheit hinsichtlich des längerfristigen Wachstums erklärt, was die Vorteile der niedrigeren Zinssätze bis zu einem gewissen Grad ausgeglichen hat. Die divergierende Bewertung hat aber auch die höheren „Tail-Risiken" einer Deflation sowie die politische und institutionelle Unsicherheit (insbesondere in Europa) widergespiegelt. Aber die Wirtschaft tritt nun in einen neuen Zyklus ein, der bei moderatem Wachstum von Wirtschaft, Inflation und Zinssätzen durchaus genauso lang andauern könnte wie der letzte (in den USA der längste seit 150 Jahren). Wenn dies der Fall wäre und eine starke politische Unterstützung die Risiken einer baldigen erneuten Rezession verringerte, dann könnte die Risikoprämie durchaus zurückgehen.

7. Negative Realzinsen stützen Aktien

Der Rückgang der nominalen Zinssätze ist ein langfristiger Trend. Doch während sich diese Trends seit der Finanzkrise beschleunigt

haben – und dazu beigetragen haben, höhere Aktienbewertungen zu unterstützen –, hat die Wiederaufnahme der Null-Nominalzins-Politik in der jüngsten Vergangenheit zusammen mit der erweiterten Vorausschau („forward guidance“) ein weiteres Umfeld von negativen Realzinsen geschaffen. Dieses Umfeld ist für Risikoaktiva in einer wirtschaftlichen Erholung sehr förderlich.

Natürlich besteht die Gefahr, dass die Wirtschaftstätigkeit wieder ins Stocken gerät und die Inflationserwartungen sinken, was die Realzinsen in die Höhe treibt (ohne einen kompensierenden Wachstumsanstieg). Aber zumindest im Moment tragen die Aussichten auf eine wirtschaftliche Erholung, die durch ein Umfeld negativer Realzinsen unterstützt wird (mit der Wahrscheinlichkeit, dass dies auf absehbare Zeit anhält), dazu bei, die Aktienbewertungen in die Höhe zu treiben.

Mit Blick auf die Zukunft dürfte der positive Wachstumspfad im Zuge der fortschreitenden Erholung ein Impuls für eine höhere mittelfristige Inflation bleiben – auch wenn die Zinsstrategen von Goldman Sachs bisher der Ansicht sind, dass der Haupttreiber der Inflationserwartungen eine abnehmende Liquiditätsrisikoprämie war.

8. Aktien bieten eine Inflationsabsicherung

Im Zusammenhang mit den obengenannten Punkten haben die Anleihenmärkte in den letzten Jahren nicht nur unter den Rückgängen der nominalen Zinssätze und der Umsetzung von QE gelitten, sondern auch darunter, dass die Inflationssorgen verschwunden sind. Infolgedessen sind die Laufzeitenprämien an den Anleihenmärkten gesunken – genau das Gegenteil dessen, was in den 1970er Jahren geschah, als feste nominale Renditen für Anleihengläubiger weniger wertvoll wurden, da sich die Inflation beschleunigte und sich dies in den nominalen Renditen niederschlug. Aktien, die auch unter den abso-

luten Renditen litten, weil die Margen schrumpften, schnitten viel besser ab, weil ihre Einnahmen mit der Entwicklung des nominalen BIP verbunden sind. Und mit einer Beschleunigung der Inflation sollten zumindest auch die nominalen Umsätze steigen.

Dieser „Schutz“ vor der Inflation ließ die Dividendenrenditen im Verhältnis zu den Anleihenrenditen sinken, was zu der „umgekehrten Renditedifferenz“ führte – ein Umfeld, in dem die Dividendenrenditen von Aktien unter die Renditen von Staatsanleihen fielen.

Während derzeit ein signifikanter Anstieg der Inflation auf kurze oder mittlere Sicht nicht wahrscheinlich ist, was auf jeden Fall einen negativen Einfluss auf die Aktienmärkte hätte, können die Aktienmärkte eine viel wirksamere Absicherung gegen unerwartete Preissteigerungen bieten. Ausgehend von den derzeitigen extremen Tiefständen bei den Anleihenrenditen dürften Aktien in einem Umfeld, in dem die Anleihenrenditen steigen, auch eine Outperformance erzielen.

9. Starke Bilanzen helfen Aktien

Die Dividendenrenditen von Aktien sind nicht nur im Vergleich zu Staatsanleihen nach wie vor hoch, sie sind auch nicht so stark gefallen wie die Renditen von Unternehmensanleihen. 60 Prozent der US-Unternehmen und 80 Prozent der europäischen Unternehmen haben Dividendenrenditen, die über der durchschnittlichen Rendite von Unternehmensanleihen liegen. Dies gilt insbesondere für Unternehmen mit starken Bilanzen. Wenn ein Unternehmen Geld zu Zinssätzen aufnehmen kann, die nahe bei den Regierungen in Rechnung gestellten Zinsen liegen oder in einigen Fällen sogar günstiger sind, warum sollte es dann immer noch eine so hohe Dividendenrendite haben?

Viele Unternehmen, insbesondere die größten US-Tech-Unternehmen und die europäischen GRANOLAS (die europäischen Spitzenunter-

Abb. 2: Was in den USA die FAAMG-Aktien sind …

Die Marktkapitalisierung der größten US-Tech-Unternehmen, kurz FAAMG, liegt in den USA bei rund einem Viertel des S&P 500®. Da diese Unternehmen über starke Bilanzen verfügen, könnte dieser Marktsektor noch für einige Zeit dominant bleiben.

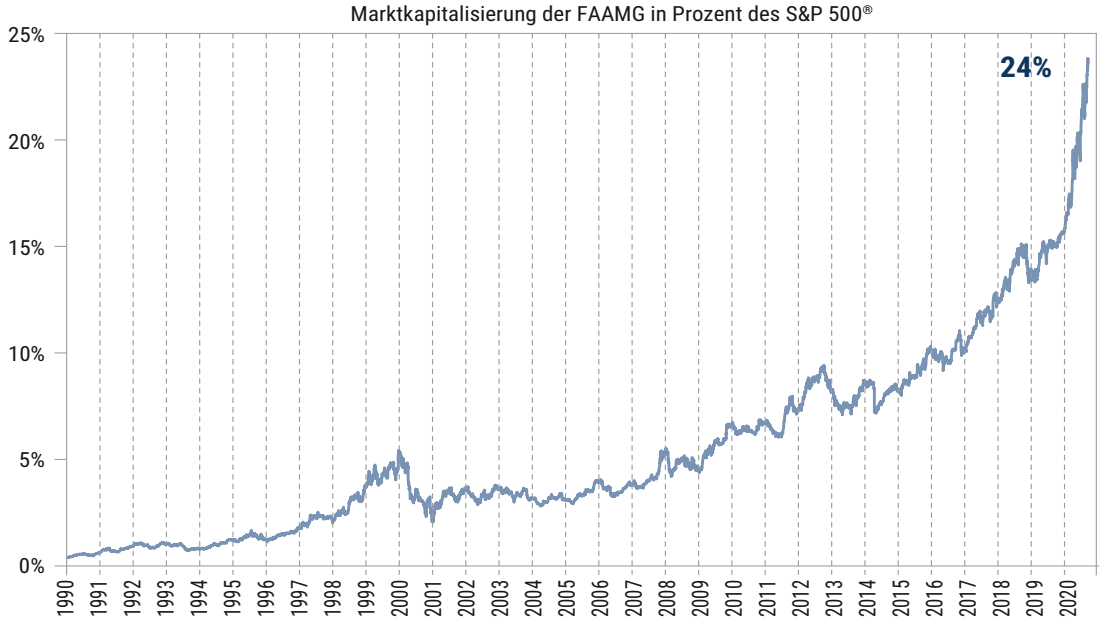
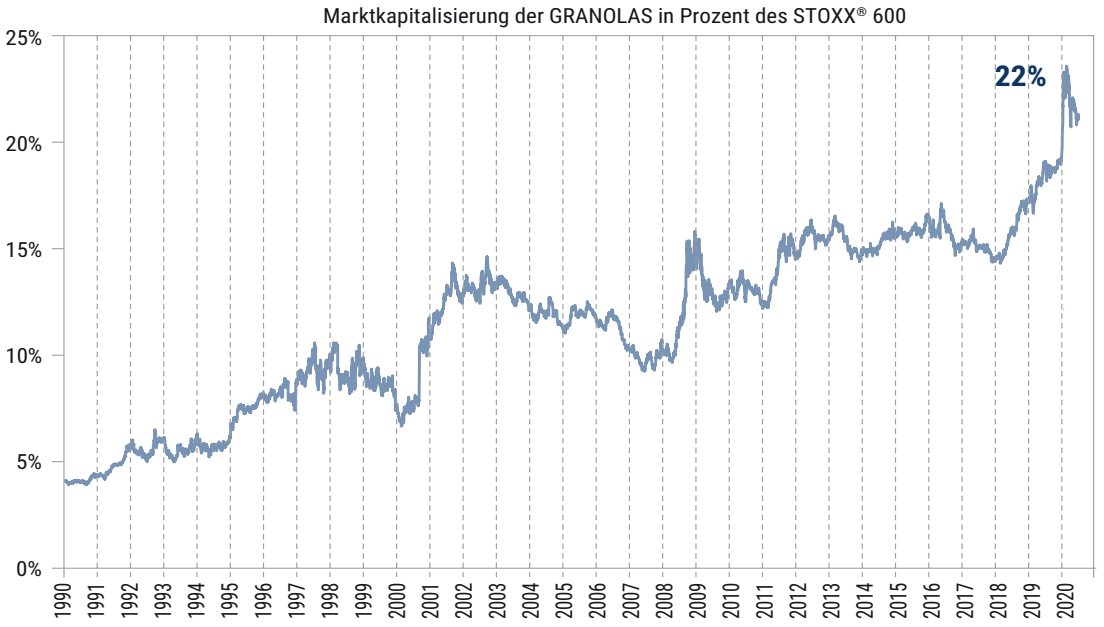


Abb. 3: … sind in Europa die GRANOLAS

Die GRANOLAS stellen im breitgefassten Europaindex STOXX® 600 knapp ein Viertel der Marktkapitalisierung. Diese Unternehmen verfügen über starke Cashflows und Bilanzen. Daher könnten sie selbst bei einer Marktkorrektur noch eine Outperformance erzielen.



Quelle: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 07.09.2020

nehmen Glaxosmithkline, Roche, ASML, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, Astrazeneca, SAP, Sanofi), verfügen über starke Cashflows, haben starke Bilanzen und eine lange Laufzeit. Diese Unternehmen machen jeweils etwa ein Viertel der Aktienindizes in den einzelnen Märkten aus. Es ist plausibel, dass sie ihre Dividendenrenditen sinken sehen könnten – was zu höheren Multiplikatoren und Renditen führen würde. Die Abbildungen 2 und 3 zeigen die Bedeutung der FAAMG (Facebook, Amazon, Apple, Microsoft und Google/Alphabet) in den USA und der GRANOLAS in Europa.

Auch wenn es nicht einfach ist, die Dividendenrendite und die Kreditrendite direkt zu vergleichen – sie haben unterschiedliche Laufzeiten, und auch die Unternehmen zahlen unterschiedliche Beträge für Schulden, die in verschiedenen Währungen ausgegeben wurden –, so zeigt dies doch einen wichtigen Punkt auf. Die größten US-Tech-Unternehmen schütten niedrige niedrige Dividenden aus und zahlen fast nichts für Schulden. Es ist für sie einfach, sich sehr billig Mittel zu beschaffen, die sie in Investitionen für künftiges Wachstum zurückfließen lassen können. Während dies auf die größten Unternehmen in Europa im Allgemeinen zutrifft, zahlen die meisten von ihnen immer noch viel mehr für Eigenkapital als für Fremdkapital. Es gibt ein starkes Argument dafür, dass diese Lücke ungerechtfertigt groß ist. Wenn die Dividendenrenditen weiter sinken, da die Anleger zunehmend nach defensiven und vorhersehbaren Renditen suchen, dann könnten diese Aktien weiter neu bewertet werden, was die breiteren Aktienindizes in die Höhe treiben würde.

10. Beschleunigung der digitalen Revolution

Die Auswirkungen des Coronavirus waren nicht nur in gesundheitlicher und wirtschaftlicher Hinsicht enorm, sondern sie haben auch dazu beigetragen, bestehende Trends zu beschleunigen. Dies gilt

insbesondere für den digitalen Raum. Vom Zahlungsverkehr bis hin zum Online-Shopping zwingt dieser Wandel zu einer raschen Anpassung der Zusammensetzung des Aktienmarktes und der Art und Weise, wie die Unternehmen darauf reagieren.

Ein großer Teil davon betrifft die Beschleunigung der Digitalisierung von Unternehmen im Nicht-Technologiebereich, was wiederum den Technologieunternehmen zugute kommt. In den USA gingen die Einzelhandelsumsätze im Juni im Jahresvergleich um mehr als 8 Prozent zurück, aber im Mai gab es einen Rekordanstieg der Verbraucherausgaben um 17,7 Prozent im Monatsvergleich, wobei die Einzelhandelsumsätze außerhalb der stationären Geschäfte Anfang Juni um 25 Prozent stiegen.

Allein Amazon verzeichnete im 2. Quartal 2020 einen Anstieg der Nettoumsätze um 40 Prozent. Diese Trends stützen den Aktienmarkt, insbesondere in den USA und in China, wo Technologieunternehmen in Bezug auf die Marktkapitalisierung dominieren. Natürlich besteht die Gefahr, dass der gesamte Markt korrigieren würde, wenn sich die Wirtschaft verlangsamt und diese Aktien fallen. Da viele dieser Unternehmen jedoch viel Bargeld erwirtschaften und über starke Bilanzen verfügen, werden sie auch als relativ defensiv angesehen und könnten selbst bei einer Marktkorrektur weiterhin eine Outperformance erzielen. Wenn die Zinssätze nicht in bedeutendem Maße steigen (was das Risiko einer Herabstufung der länger laufenden Aktien sowohl auf absoluter als auch auf relativer Basis mit sich bringen würde), wird dieser Marktsektor wahrscheinlich noch für einige Zeit dominant bleiben.

Die in diesem Beitrag dargestellten Gedanken und Abbildungen stammen aus der Publikation „10 reasons why this bull market has further to run“, Peter Oppenheimer, die von Goldman Sachs Portfolio Strategy Research am 7. September 2020 herausgegeben wurde.

Im Gespräch: Jan Hatzius, Goldman Sachs

Kurz beleuchtet … Neue Eckdaten für die Geldpolitik

Mit ihrem Übergang zu einem durchschnittlichen Inflationsziel hat die amerikanische Notenbank Federal Reserve eine Weichenstellung für die US-Wirtschaft vorgenommen, die möglicherweise signifikante Auswirkungen auf die Geldpolitik haben wird. Im „Daily Check-In“ vom 3. September 2020, das im Newsletter „Briefings“ vom 9. September auf www.goldmansachs.com erschienen ist, spricht Jan Hatzius, Chefvolkswirt von Goldman Sachs, darüber, welche Spuren die im Ergebnis geringfügige Anhebung des Inflationsziels der Fed im Verlauf eines Konjunkturzyklus in der geldpolitischen Steuerung hinterlassen könnte.

„Dies ist zwar keine enorme Anhebung des Inflationsziels, es kann jedoch eine beträchtliche Auswirkung darauf haben, an welchem Punkt des Wirtschafts-zyklus der Zinssatz angehoben wird.“

Jan Hatzius,
Goldman Sachs New York

Herr Hatzius, die Federal Reserve hat im August ihre Eckdaten für die Geldpolitik modifiziert. Vor allem kündigte sie eine Verschiebung hinsichtlich der Bewertung der Inflationsrate an. Bevor wir näher auf diese Modifikation eingehen, können Sie uns bitte ein paar Hintergrundinformationen zum bisherigen Ansatz der Fed in Bezug auf die Inflation geben?

Jan Hatzius: Die Fed hat 2012 ein formelles Inflationsziel festgelegt, und zwar eine Vorgabe von zwei Prozent. Das bedeutete, dass man unabhängig davon, wie sich die Inflation in den Vorjahren entwickelt hatte, für das bevorstehende Jahr immer ein Inflationsziel von zwei Prozent anstrebte, denn das ist das optimale Niveau. Tatsächlich verlaufen die Wirtschaftszyklen aber asymmetrisch, und Rezessionen sind im Allgemeinen immer ausgeprägter als Aufschwünge. Auch die Inflationsrückgänge in Rezessionen fallen gemeinhin stärker aus als die Inflationsanstiege in Hochkonjunkturphasen. Die jetzigen Rahmenbedingungen zielen darauf ab, dass sich, aufgrund der größeren

Jan Hatzius Goldman Sachs, New York

Jan Hatzius leitet das Global Investment Research und ist Chefvolkswirt von Goldman Sachs. Er gehört dem firmenweiten Business Standards Committee an. Jan Hatzius begann 1997 in der Frankfurter Niederlassung von Goldman Sachs und wechselte 1999 nach New York. Er wurde 2004 zum Managing Director, 2008 zum Partner ernannt. Vor seinem Eintritt bei Goldman Sachs war Jan Hatzius wissenschaftlicher Mitarbeiter an der London School of Economics. Für seine Prognosen wurde er mehrfach ausgezeichnet. Seit acht Jahren steht er an der Spitze der jährlichen „Institutional Investor All-America Fixed-Income Research Team"-Rangliste auf Platz eins. Jan Hatzius ist Mitglied des Economic Advisory Panel der Federal Reserve Bank von Chicago und des Congressional Budget Office. Er wurde 1995 an der Oxford University zum Doktor der Volkswirtschaftslehre promoviert und hält außerdem Abschlüsse der University of Wisconsin-Madison und des Instituts für Weltwirtschaft in Kiel.

Abwärtsbewegungen über den gesamten Zyklus hinweg betrachtet, eine durchschnittliche Inflationsrate von zwei Prozent ergibt.

Die Inflationsrate soll also im Zeitverlauf bei durchschnittlich zwei Prozent liegen. Inwiefern ist das von Bedeutung?

Jan Hatzius: Das ist deshalb von Bedeutung, weil im Grunde nun ein Inflationsziel von 2,25 Prozent oder 2,5 Prozent für den stärkeren Teil des Wirtschaftszyklus vorgegeben wird. Dabei werden Abweichungen aus der Vergangenheit einbezogen, insbesondere die jüngsten Abweichungen nach unten. Und das soll gewährleisten, dass im Zeitverlauf die Inflation tatsächlich durchschnittlich bei zwei Prozent liegt. Auf diese Weise wird im Ergebnis das effektive Inflationsziel geringfügig angehoben. Das wiederum bedeutet, dass es ein wenig

mehr Spielraum bei der Lockerung der Geldpolitik durch Zinssenkungen in Rezessionen gibt, in der Annahme, dass leicht höhere Inflationserwartungen sich auch auf die nominalen Zinssätze auswirken. Zusammengenommen schafft das ein wenig mehr Raum für eine Reaktion auf einen wirtschaftlichen Abschwung.

Wie sieht es nun mit der Phillips-Kurve aus, auf die sich die Fed in Bezug auf die Inflation in ihrer Analyse bisher unter anderem gestützt hat. Stellt das eine Abkehr von ihrem bisherigen Ansatz dar?

Jan Hatzius: So weit würde ich nicht gehen, aber es bedeutet bestimmt, dass diese Relation an Bedeutung verliert. Die Phillips-Kurve stellt die Beziehung zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit dar. Es gibt diese statistische Beziehung, doch sie war in den letzten Jahrzehnten nicht besonders ausgeprägt. Die quantitative Auswirkung von etwa einem Prozent Rückgang der Arbeitslosenquote auf die Inflation, die man anhand der Daten beobachten kann, ist noch ein bisschen niedriger als vor 30 bis 40 Jahren. Diese Tatsache wurde im Grunde nur zur Kenntnis genommen, und deswegen handelt die Fed jetzt weniger präventiv und ist viel weniger bereit, nur auf Basis einer sinkenden Arbeitslosenquote die Geldpolitik zu straffen, denn sie ist weniger beunruhigt über die potenziellen Auswirkungen dieses Rückgangs auf die Inflation. Deswegen ist es eher eine Rückstufung der Bedeutung dieser Relation, aber meines Erachtens keine Abkehr davon.

Wie erheblich ist diese Verschiebung in der Geldpolitik?

Jan Hatzius: Meines Erachtens ist sie von moderater Bedeutung. Es handelt sich nicht um eine enorme Anhebung des Inflationsziels,

es kann jedoch meines Erachtens kurzfristig eine beträchtliche Auswirkung darauf haben, an welchem Punkt des Wirtschaftszyklus der Zinssatz angehoben wird beziehungsweise sich die Bereitschaft zeigt, die Arbeitslosenrate zu senken und mehr Jobs für die Leute zu schaffen. Wenn man sich zum Beispiel den letzten Zyklus ansieht, die Straffungsphase von 2015 bis 2018, so hätte man wahrscheinlich später mit der Straffung der Geldpolitik begonnen und die Straffung wohl auch langsamer durchgeführt, und das hätte vermutlich zu größeren Verbesserungen am Arbeitsmarkt geführt und bedeutet, dass mehr Leute Arbeit gefunden hätten. Daher glaube ich, dass diese Modifikation bedeutsam ist und dass die Konjunkturforscher dies in ihre Erwartungen einbauen werden. Und das macht, glaube ich, einen Unterschied aus.

Und was, glauben Sie, bedeutet die Vorgabe eines durchschnittlichen Inflationsziels aus praktischer Sicht für die Geldpolitik?

Jan Hatzius: Ich glaube, sie ist ein Hinweis darauf, dass Zinsanhebungen und eine straffere Geldpolitik noch in weiter Ferne liegen. In unserer Prognose rechnen wir für Anfang 2025 mit einer ersten Anhebung der Leitzinsen, bis dahin sind es noch fünf oder nahezu fünf Jahre. Also offensichtlich eine lange Zeit. Und ich muss hinzufügen, dass diesbezüglich große Unsicherheit besteht, denn natürlich beruht alles darauf, wie sich die Wirtschaft entwickelt. Doch glaube ich, dass die Änderungen, die die Fed vorgenommen hat, in die gleiche Richtung weisen wie diese Prognose, es ist noch eine lange Zeit bis dahin. Wir haben nach dieser Ankündigung keine Änderung an unserer Prognose vorgenommen. Doch der Grund dafür ist, dass die Neuorientierung der Fed sich schon geraume Zeit abgezeichnet hat. Und die Überarbeitung des Bezugsrahmens der Geldpolitik ist schon seit einiger Zeit im Gange. Also gab es am Tag der Bekanntgabe hier keine wirkliche Überraschung. Jedoch würde ich sagen, dass die Änderung der Denkweise der Fed während des letzten Jahres bzw. der letzten zwei Jahre sicherlich wichtig dafür ist, wie wir unsere Prognosen der Geldpolitik fundieren.

Sie haben kürzlich auch einige Beschränkungen eines durchschnittlichen Inflationsziels angesprochen. Welche wären da zu nennen?

Jan Hatzius: Ich nenne Ihnen zwei Beispiele. Ich glaube nicht, dass eines der beiden ein großes Problem ist, aber es sind Dinge, über die man nachdenken muss. Zum einen, wenn man besorgt darüber ist, dass man nicht genügend Spielraum für eine Lockerung der Geldpolitik

in einem Abschwung hat, dann wird man sich nach diesen Modifikationen nur geringfügig besser fühlen. Denn es handelt sich um eine relativ geringe Anhebung des Inflationsziels um wenige Zehntel eines Prozentpunkts. Wenn das also in die Inflationserwartungen integriert und in die nominalen Zinssätze übertragen wird, hat man vielleicht zusätzliche 25 Basispunkte zur Zinssenkung, die einem in einem wirtschaftlichen Abschwung zur Verfügung stehen, und das klingt nicht nach enorm viel. Der andere Punkt, den man bedenken muss, ist, dass der neue Bezugsrahmen vielleicht ein wenig komplizierter ist. Wenn man früher gesagt hat, es gibt ein Inflationsziel von zwei Prozent, dann hat das klar die Frage beantwortet, welche Inflationsrate man nächstes Jahr erreichen will. Heute ist die Antwort ein wenig komplizierter, denn sie beruht darauf, wie die Inflation sich in der Vergangenheit entwickelt hat und um wie viel sie unter Umständen unter der Zielvorgabe liegt, was somit vielleicht weniger eindeutig ist. Aber insgesamt würde ich sagen, dass das Kleinigkeiten sind, die keine großen Probleme mit dem neuen Bezugsrahmen darstellen. Ich betrachte diese Modifikationen der Fed als ziemlich gut durchdacht und als vernünftige Änderung.

Quelle: Die Fragen an und Antworten von Jan Hatzius erschienen in dem Goldman Sachs Newsletter „Briefings“, The Daily Check-In, vom 9. September 2020.

NEU: Bis zu 25x Faktor-Hebel

Ab sofort finden Sie auf www.gs.de eine noch größere Auswahl an Faktor-Zertifikaten. Goldman Sachs bietet Ihnen Faktor-Zertifikate Long und Short mit Faktor-Hebeln von über 20x.

- ✔ Long- und Short-Produkte
- ✔ NEU: Hebel von 23x und 25x
- ✔ Auf Indizes: DAX®, EURO STOXX 50®, Dow Jones 30, S&P 500® und Nasdaq 100

Die komplette Palette an Faktor-Zertifikaten finden Sie unter:
>>> www.gs.de >>> Produkte >>> Faktor-Zertifikate
(sortiert nach: Hebel (Faktor) absteigend)

Mit Faktor-Zertifikaten können Sie mit täglich konstantem Hebel indirekt in Aktien, Indizes und andere Vermögenswerte investieren. Dies bedeutet potenziell höhere Gewinnchancen, aber auch potenziell höhere Verlustrisiken. Im schlimmsten Fall können Anleger ihr gesamtes investiertes Kapital verlieren. Mit einer Anlage in diese Produkte sind zusätzliche finanzielle Risiken verbunden, die Sie hier nachlesen können:
>>> www.gs.de >>> Info >>> Produkte >>> Faktor-Zertifikate

Quelle: Goldman Sachs Global Markets; Stand: 22.09.2020.

Termine
Daran sollten Sie denken!

Wirtschafts- und Unternehmenskalender Sept./Okt. 2020

Freitag, 25. September

Auftragseingänge langlebige Gebrauchsgüter

Das US Census Bureau veröffentlicht monatlich vorläufige Schätzungen der Auftragseingänge für langlebige Gebrauchsgüter ohne Verteidigung. Langlebige Produkte wie Kraftfahrzeuge sind in der Regel mit hohen Investitionskosten verbunden, die Auftragseingänge gelten daher als guter Indikator für die wirtschaftliche Situation der USA.

Quelle: US Census Bureau, https://www.census.gov/economic-indicators/calendar-listview.html

Mittwoch, 30. September

BIP USA

Das Bureau of Economic Analysis (BEA) veröffentlicht die dritte Schätzung des US-Bruttoinlandsprodukts für das zweite Quartal 2020. – Laut der zweiten Schätzung vom 27. August ist die US-Wirtschaft saisonbereinigt und hochgerechnet auf das Jahr im zweiten Quartal um 31,7 Prozent geschrumpft.

Quelle: Bureau of Economic Analysis, https://www.bea.gov/news/schedule

Donnerstag, 1. Oktober

Einkaufsmanagerindex (PMI)

Der Purchasing Managers Index (PMI), auch „Manufacturing ISM Report On Business“ oder „ISM-Einkaufsmanagerindex“, ist der wichtigste und verlässlichste Frühindikator für die wirtschaftliche Aktivität in den USA. Er wird von der Non-Profit-Organisation Institute for Supply Management (ISM) am ersten Geschäftstag im Monat veröffentlicht und zeigt die zu erwartende Auslastung des verarbeitenden Gewerbes. Ein Ergebnis über 50 Prozent ist für die US-Konjunktur in der Regel positiv. Im August 2020 lag der PMI bei 56,0 Prozent und damit 1,8 Prozentpunkte höher als im Vormonat.

Quelle: Institute for Supply Management (ISM), https://www.ismworld.org/supply-management-news-and-reports/reports/rob-report-calendar/

Donnerstag, 1. Oktober

PCE-Kerndeflator

Das Bureau of Economic Analysis (BEA) veröffentlicht Angaben zu den Kernausgaben des persönlichen Konsums der US-Bürger im August 2020. Der „Personal Consumption Expenditures Price Index" (PCE) erfasst Preisveränderungen bei Gütern und Dienstleistungen, für die Verbraucher Geld ausgeben. Der Kernindex des PCE schließt saisonal schwankende Produkte wie Nahrungsmittel und Energie aus, um eine genauere Berechnung zu erhalten. Der PCE-Kerndeflator ist ein wichtiger, insbesondere von der US-Notenbank beachteter Indikator für die Inflation.

Quelle: Bureau of Economic Analysis, https://www.bea.gov/news/schedule

Donnerstag, 8. Oktober

Handelsbilanz Deutschland

Die monatlich vom Statistischen Bundesamt veröffentlichte Außenhandelsbilanz zeigt den Saldo von Importen und Exporten für Güter und Dienstleistungen. Ein positiver Wert bedeutet einen Handelsüberschuss, ein negativer Wert ein Handelsdefizit. Im Juli 2020 schloss die Handelsbilanz Deutschlands mit einem Überschuss von 19,2 Milliarden Euro ab. Die Exporte nahmen kalender- und saisonbereinigt gegenüber dem Vormonat um 4,7 Prozent zu, die Importe nahmen um 1,1 Prozent zu.

Quelle: Statistisches Bundesamt, https://www.destatis.de/SiteGlobals/Forms/Suche/Termine/DE/Terminsuche_Formular.html;jsessionid=AD8889938D1C8986159C241A7457C00F.internet732?cl2Taxonomies_Themen_0=aussenhandel

Freitag, 9. Oktober

BIP-Schätzung Großbritannien

Das nationale Statistikamt veröffentlicht seine BIP-Schätzung für August 2020. Von Mai bis Juli 2020 fiel die britische Wirtschaft gegenüber den drei Vormonaten um 7,6 Prozent. Im Juli 2020 wuchs das BIP gegenüber dem Vormonat um 6,6 Prozent.

Quelle: Office for National Statistics,
https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/gdpmonthlyestimateuk/july2020

WASDE-Bericht

Der monatliche Bericht („World Agricultural Supply and Demand Estimates", kurz WASDE) des US-Landwirtschaftsministeriums (USDA) liefert umfassende Analysen, Prognosen und Schätzungen zur Entwicklung der Weltagrarmärkte und ermöglicht so eine Beurteilung der globalen Produktion von Weizen, Soja, Mais, Fleisch, Milch und anderen Lebensmitteln sowie Agrarrohstoffen.

Quelle: USDA, https://www.usda.gov/oce/commodity/wasde/

Dienstag, 13. Oktober

Verbraucherpreisindex und HVPI

Das Statistische Bundesamt veröffentlicht den endgültigen Verbraucherpreisindex sowie den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für September 2020. Beide Maßzahlen bewerten die Preisstabilität in Deutschland und sind Indikatoren, um Inflation und Veränderungen im Kaufverhalten zu messen.

Quelle: Statistisches Bundesamt, https://www.destatis.de/SiteGlobals/Forms/Suche/Termine/DE/Terminsuche_Formular.html?cl2Taxonomies_Themen_0=preise

ZEW-Konjunkturerwartungen

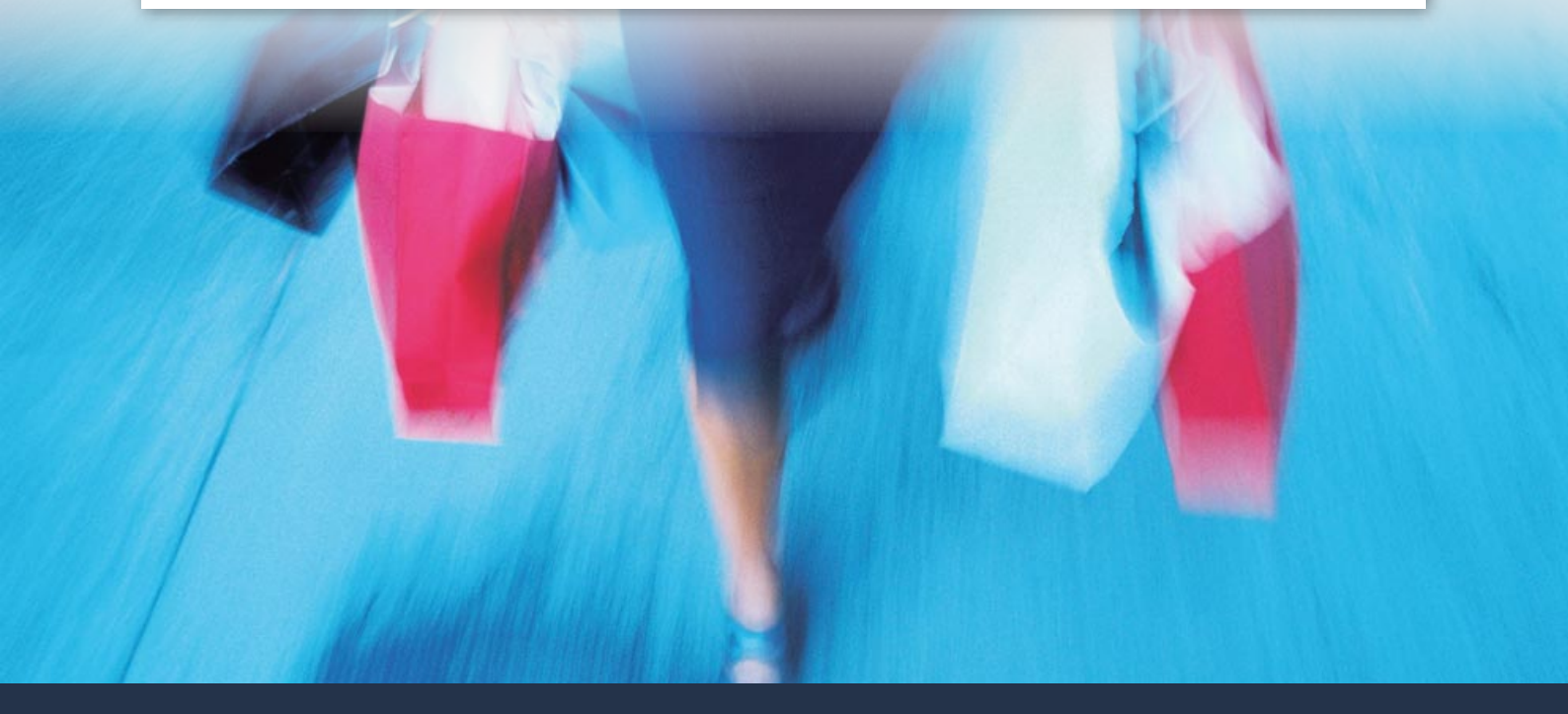
Das Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung veröffentlicht einen Index, der die vorherrschende Stimmung unter rund 350 deutschen Finanzanalysten aus Banken, Versicherungen und Unternehmen abbildet. Die monatliche Umfrage bezieht sich auf die Erwartungen zur Entwicklung der sechs wichtigsten internationalen Finanzmärkte. Die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland stiegen im August 2020 wieder recht deutlich, sie liegen nun bei 71,5 Punkten und damit 12,0 Punkte höher als im Vormonat.

Quelle: ZEW, https://www.zew.de/fileadmin/FTP/div/TermineKonjunkturerwartungen2020.pdf

Verbraucherpreisindex USA

Das US-Arbeitsministerium veröffentlicht monatlich den Consumer Price Index (CPI), der Veränderungen der Verkaufspreise für einen repräsentativen Warenkorb von Gütern und Dienstleistungen zeigt. Der CPI ist ein wichtiger Indikator, um die Inflation und Veränderungen im Kaufverhalten zu messen. Im August 2020 sank der Verbraucherpreisindex um 0,4 Prozent gegenüber dem Vormonat.

Quelle: Bureau of Labor Statistics, https://www.bls.gov/cpi/



Freitag, 16. Oktober

US-Verbraucherstimmung

Die Universität Michigan veröffentlicht mit dem Michigan Consumer Sentiment Index monatlich einen vielbeachteten Indikator, der die Verbraucherstimmung in den USA widerspiegelt. Der Index basiert auf einer Umfrage unter 500 Verbrauchern. Ein höherer Wert deutet auf einen größeren Optimismus der Konsumenten hin, ein niedrigerer Wert signalisiert ein nachlassendes Kaufverhalten. Im Juli 2020 stieg der Indikator in der endgültigen Veröffentlichung leicht auf 72,5 Punkte.

Quelle: University of Michigan, https://data.sca.isr.umich.edu/fetchdoc.php?docid=63526

Montag, 19. Oktober

BIP Eurozone

Die Statistikbehörde Eurostat veröffentlicht Daten zum Wachstum des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartal 2020 in der Eurozone. – Laut den Schätzungen vom 8. September sank das BIP im Euroraum (EU19) im ersten Quartal laut Eurostat um 11,8 Prozent gegenüber dem Vorquartal, in der EU27 sank es um 11,4 Prozent.

Quelle: Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/news/release-calendar

Dienstag, 27. Oktober

Quartalszahlen Novartis

Das Biotechnologie- und Pharmaunternehmen mit Sitz im schweizerischen Basel veröffentlicht Zahlen zum dritten Quartal. Im vergangenen Jahr hat Novartis mehr Umsatz und Gewinn erzielt: Der Umsatz kletterte um 6 Prozent auf 47,4 Milliarden US-Dollar. Der Gewinn stieg um 12 Prozent auf 14,11 Milliarden US-Dollar.

Quelle: Novartis, https://www.novartis.com/investors/event-calendar

Donnerstag, 28. Oktober

Quartalszahlen Beiersdorf

Der weltweit tätige Konsumgüterkonzern, zu dem Marken wie die bekannte Nivea-Creme gehören, informiert zum Geschäftsverlauf in den ersten neun Monaten des Jahres 2020. Im Geschäftsjahr 2019 erzielte Beiersdorf einen Umsatz in Höhe von 7,6 Milliarden Euro. Unter dem Strich standen 795 Millionen Euro Gewinn.

Quelle: Beiersdorf, https://www.beiersdorf.de/investoren/finanzberichte/finanzkalender

Hinweise|Risiken|Impressum

Hinweise

Alle Angaben in der Goldman Sachs KnowHow kompakt dienen ausschließlich der Investoreninformation. Sie können eine persönliche Anlageberatung nicht ersetzen und gelten nicht als Angebot zum Kauf oder Verkauf bestimmter Finanzprodukte.

Bitte beachten Sie bei allen Charts, dass frühere Wertentwicklungen kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen sind.

Allgemeine Risiken von Optionsscheinen und Zertifikaten

Die in dieser Ausgabe von Goldman Sachs KnowHow kompakt beschriebenen Anleihen, Optionsscheine und Zertifikate (nachstehend zusammen als die „Wertpapiere“ bezeichnet) gewähren dem Inhaber das Recht, von der Emittentin, der Goldman, Sachs & Co. Wertpapier GmbH bzw. der Goldman Sachs Finance Corp International Ltd, unter bestimmten Voraussetzungen, die in den für das jeweilige Wertpapier aufgestellten Bedingungen enthalten sind, die Zahlung eines Geldbetrages oder Lieferung des Basiswerts zu verlangen. Daneben besteht ein Recht auf Zinszahlungen, sofern dies in den den Wertpapieren zugrundeliegenden Bedingungen vorgesehen ist. Darüber hinaus besteht kein Recht auf Zinszahlung, Dividendenzahlung oder sonstige laufende Erträge, durch die eventuelle Wertverluste kompensiert werden könnten.

Durch den Erwerb der Wertpapiere übernimmt der Anleger das Bonitätsrisiko der Emittentin und, da für alle Wertpapiere eine Garantie von The Goldman Sachs Group Inc. (die „Garantin“) besteht, der Garantin. Dies bedeutet, dass der Anleger im Falle einer Insolvenz oder sonstigen Zahlungsunfähigkeit der Emittentin und der Garantin das Risiko eines kompletten Wertverlustes der Wertpapiere hat. Sonstige, über die Garantie hinausgehende Sicherheiten oder Sicherungseinrichtungen bestehen für die Wertpapiere nicht. Der Anleger sollte sich daher während der Laufzeit eines von ihm erworbenen Wertpapiers laufend über die Bonität der Emittentin und der Garantin informieren.

Sofern die Laufzeit der Wertpapiere begrenzt ist, ist zu beachten, dass während der Laufzeit der Wertpapiere eintretende Kursverluste nicht durch etwaige spätere Kursgewinne ausgeglichen werden können. Es besteht das Risiko eines Totalverlustes des beim Erwerb der Wertpapiere gezahlten Kaufpreises einschließlich der mit dem Kauf

verbundenen Kosten, und zwar unabhängig von der finanziellen Leistungsfähigkeit der Emittentin und der Garantin.

Bei Wertpapieren ohne festgelegte Laufzeit ist zu beachten, dass die Emittentin das Recht hat, die Wertpapiere ordentlich zu kündigen. Daneben kann, sofern dies in den den jeweiligen Wertpapieren zugrundeliegenden Bedingungen vorgesehen ist, die Laufzeit auch beendet werden, wenn ein Knock-out-Ereignis eintritt. In diesen Fällen ist der Anleger dem Risiko ausgesetzt, dass seine Erwartungen auf einen Wertzuwachs der Wertpapiere aufgrund der Laufzeitbeendigung nicht mehr erfüllt werden können.

Der Wert der Wertpapiere wird nicht nur von den Kursveränderungen des dem Wertpapier zugrunde liegenden Instruments (z.B. einer Aktie, eines Index etc., des „Basiswertes“) bestimmt, sondern zusätzlich u.a. von der Laufzeit der Wertpapiere, der Volatilität des Basiswertes und dem gesamtwirtschaftlichen Zinsniveau. Eine Wertminderung der Wertpapiere kann während der Laufzeit daher selbst dann eintreten, wenn der Kurs des Basiswertes konstant bleibt.

Goldman Sachs International und mit ihr verbundene Unternehmen (zusammen „Goldman Sachs“) können an Geschäften mit dem Basiswert für eigene oder fremde Rechnung beteiligt sein, weitere derivative Wertpapiere ausgeben, die gleiche oder ähnliche Ausstattungsmerkmale wie die hier beschriebenen Wertpapiere aufweisen sowie Absicherungsgeschäfte zur Absicherung ihrer Positionen vornehmen. Diese Maßnahmen können den Preis der Wertpapiere positiv oder negativ beeinflussen. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

Der Wert der Wertpapiere wird durch den Wert des Basiswerts und andere Faktoren bestimmt. Er wird unmittelbar nach dem Erwerb, sofern keine Veränderungen in den Marktbedingungen oder in anderen relevanten Faktoren eingetreten sind, niedriger sein als der ursprüngliche Emissionspreis. Der von dritten Händlern gestellte Preis kann von dem von Goldman Sachs bestimmten Preis der Wertpapiere erheblich abweichen. Anleger müssen damit rechnen, dass sie bei einem Verkauf der Wertpapiere eine Gebühr und einen Händlerabschlag bezahlen müssen. Weitere Angaben zur Preisbildung der Wertpapiere sind in dem jeweiligen Prospekt enthalten. Dort finden sich auch für die seit dem 1. November 2007 begebenen Wertpapiere nähere Angaben zu etwaigen Provisionszahlungen, die im Verkaufspreis enthalten sein können.

Bei Wertpapieren, die sich auf einen in Fremdwährung notierten Basiswert beziehen, hängt die Wertentwicklung nicht allein vom Kurs des Basiswertes, sondern auch von der Entwicklung der Fremdwährung ab. Ungünstige Bewegungen an den Währungsmärkten können das Verlustrisiko erhöhen.

Kosten, die beim Kauf oder Verkauf der Wertpapiere anfallen, vermindern die Gewinnchancen des Anlegers. Informieren Sie sich deshalb vor Erwerb des Wertpapiers über alle beim Kauf und Verkauf anfallenden Kosten.

Während der Laufzeit der Wertpapiere können nicht immer Geschäfte abgeschlossen werden, durch die Ihre anfänglichen Risiken ausgeschlossen oder wenigstens eingeschränkt werden. Ob solche Geschäfte möglich sind, hängt von den Marktbedingungen ab und kann eventuell nur zu einem ungünstigeren Marktpreis geschehen. Auch hierdurch kann ein Verlust entstehen.

Wenn Sie den Erwerb der Wertpapiere mit Kredit finanzieren, müssen Sie beim Nichteintritt Ihrer Erwartungen nicht nur den eingetretenen Verlust hinnehmen, sondern auch den Kredit verzinsen und zurückzahlen. Dadurch erhöht sich Ihr Verlustrisiko erheblich.

Die Wertpapiere können gegebenenfalls einen sogenannten Hebeleffekt aufweisen, d.h. eine Veränderung des Kurses des Basiswerts führt zu einer überproportionalen Veränderung des Preises der Wertpapiere. Die Wertpapiere können daher überproportionale Verlustrisiken im Vergleich zu einer direkten Anlage in den Basiswert beinhalten. Beim Kauf bestimmter Wertpapiere ist deshalb zu berücksichtigen, dass je größer der Hebeleffekt der Wertpapiere ist, desto größer auch das mit ihnen verbundene Verlustrisiko ist. Ferner ist zu beachten, dass der Hebeleffekt typischerweise umso größer ist, je kürzer die (Rest-)Laufzeit der Wertpapiere ist.

Rechtliche Hinweise

Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das nicht einfach ist und schwer zu verstehen sein kann. Dies ist kein Angebot und keine Empfehlung zum Kauf von Wertpapieren.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung und keine Anlagestrategieempfehlung bzw. Anlageempfehlung gemäß § 85 WpHG dar, sondern dienen ausschließlich der Produktbeschreibung. Sie genügen nicht den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit der Finanzanalyse und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen.

Diese Information stellt keinen Prospekt dar und dient Werbezwecken. Rechtlich verbindlich sind alleine die jeweiligen Endgültigen Bedingungen, die in den jeweiligen Basisprospekten gegebenenfalls aktualisiert durch Nachträge einbezogen sind (jeweils zusammen der „Prospekt“). Diese Dokumente können in elektronischer Form unter www.gs.de unter Eingabe der jeweiligen Wertpapierkennnummer (WKN oder ISIN) des Wertpapiers bzw. der jeweilige Basisprospekt bzw. seine Bestandteile unter https://www.gs.de/de/services/

documents/base-prospectus bzw. https://www.gs.de/de/services/documents/registration abgerufen werden und können auf Verlangen von der Goldman Sachs International, Zweigniederlassung Frankfurt, Zertifikate-Abteilung, Marienturm, Taunusanlage 9–10, 60329 Frankfurt am Main, kostenlos auf einem dauerhaften Datenträger, oder, soweit dies ausdrücklich gewünscht ist, in Papierform zur Verfügung gestellt werden. Um potenzielle Risiken und Chancen der Entscheidung, in das Wertpapier zu investieren, vollends zu verstehen, wird ausdrücklich empfohlen, diese Dokumente zu den Chancen und Risiken einschließlich des emittenten- und gegebenenfalls produktspezifischen Totalverlustrisikos zu lesen und etwaige Fragen mit Ihrem Finanzberater zu besprechen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen, Bewertungen, Prognosen oder Informationen zu Kursentwicklungen wurden nach bestem Wissen auf Grundlage von öffentlich zugänglichen Daten, Quellen und Methoden getroffen, die Goldman Sachs für zuverlässig erachtet, ohne diese Information selbst verifiziert zu haben. Sie geben den Stand vom Erscheinungsdatum dieses Dokuments wieder und werden vor einem späteren Versand oder einer andersartigen Bereitstellung nicht aktualisiert, auch wenn sich die gesetzlichen Rahmenbedingungen ändern. Bitte beachten Sie, dass Aussagen über zukünftige wirtschaftliche Entwicklungen grundsätzlich auf Annahmen und Einschätzungen basieren, die sich im Zeitablauf als nicht zutreffend erweisen können. Die Unternehmen der Goldman Sachs Gruppe übernehmen daher keine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der in diesem Dokument getroffenen Aussagen, Bewertungen, das Eintreten von Prognosen oder die Richtigkeit von Kursinformationen. Weitere Kursinformationen, insbesondere Informationen zu früheren Wertentwicklungen des Basiswerts, können Sie an der im jeweiligen Prospekt angegebenen Fundstelle zu dem jeweiligen Wertpapier finden. Historische Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung des Basiswerts oder der Wertpapiere dar.

Die Emittentin behält sich vor, die Emissionsgröße jederzeit zu erhöhen.

Die Wertpapiere sind ausschließlich für Anleger in Deutschland und, sofern dies in den Endgültigen Bedingungen zu den Wertpapieren vorgesehen ist, Österreich bestimmt. Die Wertpapiere dürfen weder in den USA, noch an bzw. zu Gunsten von US-Staatsangehörigen, angeboten oder verkauft werden. Dieses Dokument darf nicht in den USA verbreitet werden. Weitere Verkaufsbeschränkungen sind in dem jeweiligen Prospekt enthalten.

Index-Disclaimer

In Vereinbarung mit unseren Indexlizenzgebern werden nachfolgend die Disclaimer der in KnowHow kompakt angegebenen Indizes aufgeführt.

MSCI World Index

The MSCI indexes are the exclusive property of Morgan Stanley Capital International Inc. ('MSCI'). MSCI and the MSCI index names are service mark(s) of MSCI or its affiliates and have been licensed for use for certain purposes by Goldman, Sachs & Co. Wertpapier GmbH. The financial securities referred to herein are not sponsored, endorsed, or promoted by MSCI, and MSCI bears no liability with respect to any such financial securities. The Prospectus contains a more detailed description of the limited relationship MSCI has with Goldman, Sachs & Co. Wertpapier GmbH and any related financial securities. No purchaser, seller or holder of this product, or any other person or entity, should use or refer to any MSCI trade name, trademark or service mark to sponsor, endorse, market or promote this product without first contacting MSCI to determine whether MSCI's permission is required. Under no circumstances may any person or entity claim any affiliation with MSCI without the prior written permission of MSCI.

STOXX® Europe 600 Index

This index and the trademarks used in the index name are the intellectual property of STOXX Limited, Zurich, Switzerland and/or its licensors. The index is used under license from STOXX. The securities or other financial instruments based on the index are in no way sponsored, endorsed, sold or promoted by STOXX and/or its licensors and neither STOXX nor its licensors shall have any liability with respect thereto.

S&P 500®

Standard & Poor's, S&P, S&P/IFCI INDEXES, S&P/IFCI, S&P/IFCG and S&P/IFCG Frontier Markets are trademarks of The McGraw-Hill Companies, Inc. and have been licensed for use by Goldman Sachs & Co., Inc. IFCG and IFCI are trademarks of the International Finance Corporation. The Product is not sponsored or endorsed by S&P.

Redaktionelles Konzept

derimedia GmbH | Düsseldorf | E-Mail: info@derimedia.de

Lektorat

Anna-Luise Knetsch

Konzeption, Layout

dpwplus | Essen | E-Mail: info@dpwplus.de | www.dpwplus.de

Fotonachweise

Adobe Stock – S. 1: Thomas | S. 2: Funtap | S. 6: unlimit3d | S. 8: sittinan
S. 10: Gajus | S. 16: Monster Ztudio | S. 18: Xiongmao | S. 20: Nuthawut
S. 22: Tryfonov | S. 24: Beliakina Ekaterina | S. 33: Stockwerk-Fotodesign

Kontakt

Goldman Sachs

Goldman Sachs International – Zweigniederlassung Frankfurt
Securitised Derivatives

Marienturm | Taunusanlage 9–10 | 60329 Frankfurt am Main
Telefon: 0800 67 463 67 | E-Mail: zertifikate@gs.com
Internet: www.gs.de