

**INTERVIEW** Christian Müller-Glissmann – Multi-Asset-Ausblick 2020

**EXPERTENWISSEN** Besonderheiten von Faktor-Zertifikaten

**MARKT** Die Energiewirtschaft im Klimawandel

**TITELTHEMA**

Europäische Aktien 2020 – die wichtigsten Fragen und Antworten

## Wir belohnen Ihr Handeln!

Entdecken Sie unser neues  
**Prämienprogramm**  
auf GS Markets

(mehr Infos  
ab Seite 6)

# KnowHow

Ihr Goldman Sachs Anlegermagazin

02/2020  
Werbemitteilung



# Besser informiert mit Goldman Sachs

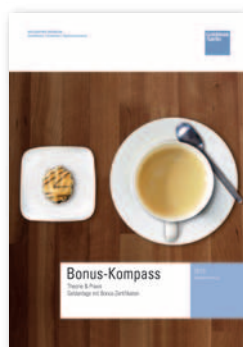
## Erweitern Sie Ihr Know-how ...

### ... mit den Publikationen der Kompass-Reihe und unseren Broschüren.

Damit sind Sie stets auf dem Laufenden. Rohstoffe, Währungen und Zertifikate werden jeweils in einer eigenen Ausgabe der Kompass-Reihe beleuchtet. Darüber hinaus finden Sie kompakte Broschüren zu einzelnen Produkttypen, beispielsweise zu Aktienanleihen und Hebelprodukten.



**Zertifikate-Kompass**  
Die wichtigsten Zertifikatentypen im kompakten Überblick.



**Bonus-Kompass**  
Die beliebte Aktienalternative mal genau unter die Lupe genommen.



**KnowHow**  
Das monatliche Kundenmagazin.

### NEU: KnowHow kompakt.



Mehr Infos unter: [www.gs.de/de/know-how](http://www.gs.de/de/know-how)



# Die Finanzmärkte 2020

„As goes January, so goes the year“, also „So wie der Januar, so läuft auch das ganze Jahr“, lautet eine Börsenweisheit. Im Jahr 2020 kann man daraus wenig ableiten, außer vielleicht, dass es ein Börsenjahr mit Höhen und Tiefen werden könnte. Denn zunächst starteten die Aktienmärkte vielversprechend. Der Deutsche Aktienindex markierte etwa ein neues Allzeithoch. Am 24. Januar schloss der DAX® bei 13.576 Punkten, ehe der Index die letzte Börsenwoche mit klaren Verlusten begann.

Viele Investoren fragen sich, ob die Aktienkurse nach dem guten Jahr 2019 weiter signifikant steigen können. Denn im vergangenen Jahr hatten vor allem europäische Dividentitel überzeugt. Rechnet man die gezahlten Dividenden hinzu, brachte der EURO STOXX 50® eine Rendite von 29 Prozent ein – damit war 2019 für das europäische Leitbarometer das beste Jahr seit 1999.

Der größte Teil der Wertsteigerung war jedoch auf eine sogenannte Bewertungsexpansion zurückzuführen und nicht auf gestiegene Gewinne der Unternehmen, die vermutlich nur um ein Prozent zulegten. Es stellt sich daher die Frage, ob die Aktienmärkte auf dem „alten Kontinent“ womöglich schon sehr hoch bewertet sind. Lesen Sie den Ausblick für europäische Aktien in unserer Titelgeschichte ab Seite 10.

Auch Christian Müller-Glissmann ist zurückhaltend. „Das makroökonomische Umfeld für Aktien sollte sich im Jahr 2020 zwar überwiegend günstig darstellen und durch die vorteilhaften finanziellen Bedingungen und die Robustheit US-amerikanischer Verbraucher unterstützt werden“, sagt der Leiter Asset Allocation Research im Bereich Portfolio Strategy von Goldman Sachs. „Doch wir glauben, dass ein großer Teil der Wachstumsdynamik bereits eingepreist ist“, gibt er zu bedenken. Lesen Sie das komplette Interview ab Seite 8.

*Ihr Goldman Sachs Team*

zertifikate@gs.com

---

Quelle: „Strategy Matters; Europe equity: Questions for 2020“, Peter Oppenheimer, Sharon Bell, Goldman Sachs Portfolio Strategy Research, 7. Januar 2020; Newsletter „Briefings“, 7. Januar 2020.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.



## 08 **INTERVIEW** Christian Müller-Glissmann, Goldman Sachs

Zuletzt griffen Anleger verstärkt zu riskanteren Vermögenswerten, erklärt Christian Müller-Glissmann. Im Interview mit KnowHow weist er darauf hin, dass Investoren letztendlich enttäuscht werden könnten. Welches sind die wichtigsten Multi-Asset-Themen sowie die Chancen und Risiken für das Börsenjahr 2020?

## 10 **TITEL** Europäische Aktien – Fragen und Antworten

Jahrelang hatten die Aktienmärkte in den USA die Nase vorne, europäische Aktien hinkten meistens hinterher. Im Jahr 2019 hingegen konnten die europäischen Aktienmärkte spürbar aufholen. Wie geht es weiter? Die Analysten von Goldman Sachs beantworten mit Blick auf 2020 die wichtigsten Fragen.

### 03 **EDITORIAL**

### 06 **NEWS**

### 08 **INTERVIEW** Im Gespräch: Christian Müller-Glissmann, Goldman Sachs

### 28 **INTERVIEW** Im Gespräch: Allen Chang, Goldman Sachs

### 10 **TITEL** Jahresausblick: Europäische Aktien 2020 – Fragen und Antworten

## MARKT

### 14 **KLIMA** Kohlenstoffreduktion: Energiewirtschaft im Klimawandel

## STRATEGIE

### 18 **ÖKONOMIE** Finanzmärkte im Blick: Die Top-10-Themen 2020

## SERVICE

### 24 **KOSTENMATRIX** Auswirkung von Transaktions- und Depotkosten

### 25 **TECHNISCHE ANALYSE** Christian Schlegel über Brent-Rohöl und den DAX®

### 26 **SERIE EXPERTENWISSEN** Faktor-Zertifikate: Mit konstantem Hebel anlegen

### 30 **WIRTSCHAFTSBUCHPREIS** „Wir und die intelligenten Maschinen“ von Jörg Dräger und Ralph Müller-Eiselt





## 14 **MARKT** Energiewirtschaft im Klimawandel

Der globale Klimawandel wirkt sich auch auf die Energiewirtschaft aus. Um die Kohlenstoffemissionen zu verringern, sind bessere CO<sub>2</sub>-Sequestrierungstechnologien gesucht. Zeitgleich steigt der Druck auf die Unternehmen, und die Finanzierungsbedingungen verschärfen sich. Die großen Unternehmen in der Öl- und Gasindustrie sind gezwungen, sich anzupassen.



## 26 **EXPERTENWISSEN** Wie Faktor-Zertifikate funktionieren

Neben Optionsscheinen und Knock-out-Produkten bilden Faktor-Zertifikate eine dritte Gruppe von Hebelprodukten. Ihre Besonderheit liegt in dem börsentäglich konstanten Hebel, dem Faktor. Im Expertenwissen erläutern wir, wie diese Produkte funktionieren und bei welchen Markterwartungen sie vorteilhaft sind.

## SERVICE BÖRSE

- 32 **TERMINE**  
Wirtschafts- und  
Unternehmenskalender  
Februar/März 2020
- 35 **KORRELATIONSMATRIX**

## INFORMATION

- 38 **PUBLIKATIONEN**  
**KOMPASSE UND BROSCHEUREN**

## HINWEISE

- 36 **CREDIT DEFAULT SWAP-SPREADS**  
**UND EMITTENTENRISIKO**
- 37 **RISIKOHINWEISE /**  
**INDEX-DISCLAIMER**
- 39 **AUSBLICK, IMPRESSUM, KONTAKT**

### HINWEISE

Alle Angaben im Goldman Sachs KnowHow-Magazin 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 folgenden Charts, dass frühere Wertentwicklungen kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen sind.

Die KnowHow erscheint ohne Produkttabellen. Auf unserer Webseite [www.gs.de](http://www.gs.de) finden Sie alle Informationen zu unseren Produkten. Wir versenden auf Anfrage gerne auch gedruckte Tabellen für einzelne Produktgruppen. Einfach unter 0800 67 463 67 (Deutschland) anrufen oder eine E-Mail an [zertifikate@gs.com](mailto:zertifikate@gs.com) senden.

# Wir belohnen Ihr Handeln!

5

## PRÄMIENPUNKTE SAMMELN MIT GS MARKETS

Seit einigen Wochen ist die neue Website [www.gs.de](http://www.gs.de) live. Der Bereich Zertifikate und Hebelprodukte von Goldman Sachs bietet Nutzern dort eine modernere und schnellere Seite, die für die Nutzung auf Smartphones und Tablets optimiert ist. Sie stellt vor allem gute Produktfilter bereit, mit deren Hilfe Nutzer schneller das passende Produkt finden.

Neben den verbesserten Filtertools bietet [www.gs.de](http://www.gs.de) Zugang zum GS Markets Prämienprogramm. Registrierte Nutzer können, wenn sie über den von GS Markets zur Verfügung gestellten Link Zertifikate oder Hebelprodukte mit ihrem Online-Broker handeln, Prämienpunkte sammeln. Die gesammelten Punkte sind bares Geld wert. Denn Nutzer können sie später in einen Eurobetrag umwandeln und diesen ihrem Konto gutschreiben lassen.

So funktioniert es: Auf [www.gs.de](http://www.gs.de) klicken Nutzer zunächst auf „Jetzt registrieren“, geben dort die E-Mail-Adresse an und wählen ein Passwort aus. [1] Wenn Sie einen Empfehlungscode haben, können Sie diesen direkt eingeben, indem Sie auf „Haben Sie einen Empfehlungscode?“ klicken und später, nach Durchführung einer anererkennungsfähigen Transaktion, zusätzliche 10 Punkte erhalten. Bis auf weiteres ist der Code „JANUAR“ gültig.

In einem weiteren Schritt ist es nötig, den Nutzungsbedingungen zuzustimmen. Auch für die Zusendung weiterer Informationen können sich Nutzer an dieser Stelle entscheiden. Der Klick auf dieses Kästchen kann sich durchaus lohnen, denn das Informationspaket umfasst beispielsweise die KnowHow und die KnowHow-kompakt. Sobald Nutzer auf „Neu registrieren“



klicken, erhalten sie per E-Mail einen Code, den sie zum Abschluss der Registrierung im nächsten Schritt benötigen.

Mit dem Abschluss der Anmeldung sind dem Nutzer bereits 10 Prämienpunkte sicher, die ihm gutgeschrieben werden, sobald er eine anererkennungsfähige Transaktion durchgeführt hat. Anererkennungsfähig sind derzeit Transaktionen über mindestens 1.000 Euro, die wir auf Ihre Nutzung von GS Markets zurückführen können. Für Trades mit Produkten von Goldman Sachs

[1]

**Neues Konto registrieren**

E-Mail-Adresse  
max@mustermann.de

Passwort  
.....

Empfehlungscode  
JANUAR

☒ Ich stimme den Nutzungsbedingungen zu.

☒ Ja, ich möchte über Neuigkeiten und Produkte per E-Mail informiert werden.

Wenn Sie auf „Neu registrieren“ klicken, registrieren Sie sich für ein Benutzerkonto und melden sich zudem für unser Prämienprogramm an. Weitere Einzelheiten finden Sie in unserer Datenschutzerklärung

Wenn Sie sich mit einem Code anmelden, erhalten Sie und die Person, die Sie geworben hat, Sammelpunkte für jede von Ihnen durchgeführte Transaktion. Weitere Einzelheiten zur damit verbundenen Verarbeitung und Weitergabe Ihrer personenbezogenen Daten finden Sie in unserer Datenschutzerklärung

**Neu registrieren**

[2]

Goldman Sachs

Home Produkte Prämien Know-how Info Anmelden Registrieren

**Suchen Faktor-Zertifikate auf TecDAX**

Faktor-Zertifikate TecDAX 3.180,23 EUR ▲ 0,50 % INDEX Sortiert nach Höchste Prämienpunkte

Richtung: Long Hebel (Faktor): ≥ 10x Prämienpunkte: Emittent:

1 - 5 von 5

Produkte	Hebel (Faktor)	Verkauf	Kauf
Goldman Sachs TecDAX 10x Long Faktor-Zertifikat	10,0	13,66	13,67
Goldman Sachs TecDAX 13x Long Faktor-Zertifikat	13,0	13,34	13,36
Goldman Sachs TecDAX 15x Long Faktor-Zertifikat	15,0	13,94	13,96
Goldman Sachs TecDAX 18x Long Faktor-Zertifikat	18,0	14,73	14,76
Goldman Sachs TecDAX 20x Long Faktor-Zertifikat	20,0	15,30	15,33

10

1

5

1

können Nutzer 5 Prämienpunkte verdienen, mit Hebelprodukten von anderen Anbietern aktuell einen Prämienpunkt. Die gesammelten Punkte können später bares Geld wert sein. Denn sie lassen sich in einen Geldbetrag umtauschen, wobei ein Prämienpunkt derzeit einem Euro entspricht. Das Einlösen von Punkten gegen einen Geldbetrag wird voraussichtlich ab März 2020 möglich sein.

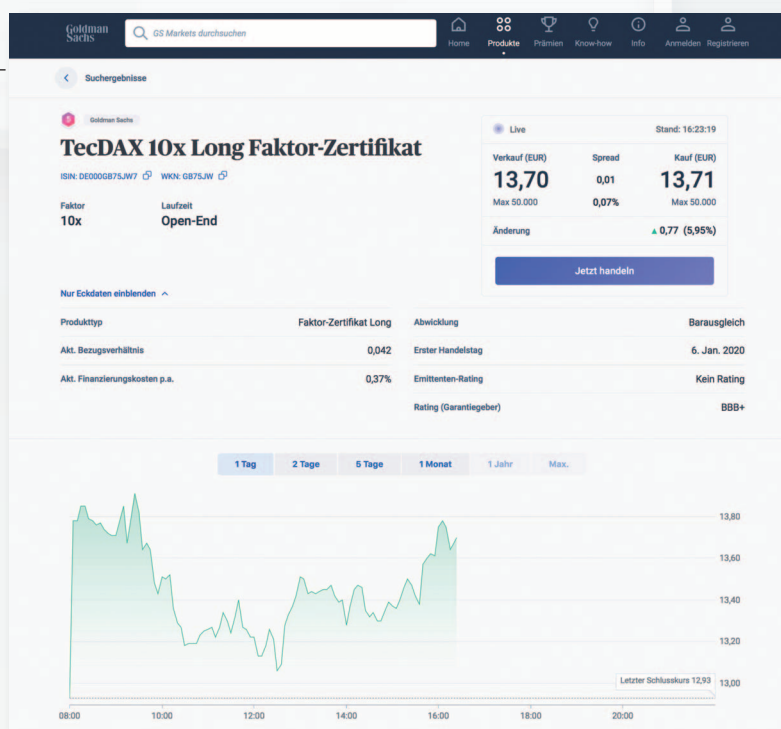
Für den Umtausch ist es nötig, dass Nutzer ihr Profil vervollständigen, beispielsweise die Adresse angeben und auch die Bankverbindung, auf die später der Prämienbetrag gutgeschrieben wird. Ihr Profil können Sie natürlich jederzeit vervollständigen.

Nach der erfolgreichen Anmeldung kann es eigentlich losgehen. Über den Menüpunkt „Produkte“ finden Interessierte eine Vielzahl von Zertifikaten und Hebelprodukten. In einem ersten Schritt ist es möglich, zwischen Hebel- und Anlageprodukten zu wählen. Zu den Hebelprodukten zählen Optionsscheine, „Knockouts“, also Turbos und Mini-Futures, sowie Faktor-Zertifikate. Die Anlageprodukte unterteilen sich in vier Produkttypen: Bonus-, Reverse-Bonus- und Discount-Zertifikate sowie Aktienanleihen.

Sobald Nutzer eine bestimmte Kategorie auswählen, finden sich die produktspezifischen Filtertools. Bei Knockouts sind das beispielsweise der Hebel und der Abstand zur Barriere. Dagegen können Investoren bei Discount-Zertifikaten die gewünschte Maximalrendite und die Laufzeit einstellen.

Nehmen wir an, ein Nutzer sucht ein Faktor-Zertifikat auf den TecDAX® und möchte

[3]



mit einem Hebel von mindestens zehn auf steigende Kurse setzen. So wählt er zunächst die Kategorie „Faktor-Zertifikate“ aus, wählt bei der Richtung „Long“ aus und stellt einen Hebel von „>10“ ein [2]. Es verbleiben einige wenige Produkte mit Hebeln von 10 bis 20. Nun könnte der Nutzer beispielsweise das Produkt mit Hebel 10 wählen. So erscheint die Produktseite. Dort besteht die Möglichkeit, das Faktor-Zertifikat über die Funktion „Jetzt handeln“ zu erwerben [3]. Der Nutzer wird direkt zu seinem Online-Broker weitergeleitet, wo er sich wie gewohnt anmelden kann. Nach einer erfolgreich ihm zugeordneten Transaktion würde der Nutzer in diesem Beispiel 5 Prämienpunkte erhalten [4].

[4]



IM GESPRÄCH: CHRISTIAN MÜLLER-GLISSMANN, GOLDMAN SACHS

# Portfolioallokation 2020 – ein Ausblick



Für 2020 wird erwartet, dass Anleger mit Rückenwind durch eine moderate Erholung des weltweiten Wachstums rechnen können. Dieser Optimismus hat dazu geführt, dass Anleger sich verstärkt riskanteren Vermögenswerten zuwenden. Christian Müller-Glissmann, der das Asset-Allocation Research im Bereich Portfolio Strategy von Goldman Sachs Research leitet, weist jedoch darauf hin, dass Anleger letztendlich enttäuscht werden könnten. Im Interview spricht er über Multi-Asset-Themen sowie über Chancen und Risiken für 2020.

**Herr Müller-Glissmann, wie sind die Anleger für das neue Jahr positioniert?**

**Christian Müller-Glissmann** Die Sorgen um das globale Wachstum, teilweise verursacht durch die Spannungen in den Handelsbeziehungen zwischen den USA und China, hatten die Investoren in der ersten Hälfte des Jahres 2019 dazu veranlasst, sich eher defensiv zu positionieren. In Anbetracht der lockeren Geldpolitik haben sie ihr Engagement im Wachstumsbereich begrenzt und sich stärker auf die Rendite konzentriert.

Die Ängste hinsichtlich des Wachstums legen sich nun allmählich, und der leicht optimistischere Ausblick lässt Anleger auf Vermögenswerte mit höherem Risiko umsteigen und sich verstärkt prozyklischen Werten zuwenden. Doch die Märkte haben seit dem Sommer schnell reagiert und die Preise an den erwarteten Anstieg im globalen Wachstum angepasst. Infolgedessen ist es möglich, dass die Märkte übers Ziel hinaus geschossen sind, denn bis jetzt konnten wir nur einen mäßigen Zuwachs bei den globalen Einkaufsmanager-Indizes wahrnehmen. Kurzfristig könnten die zunehmende politische Unsicherheit und wachstumsbezogene Risiken zu Enttäuschungen führen.

**Was sind vor diesem Hintergrund Ihre Präferenzen bei der Allokation von Vermögenswerten für 2020?**

**Christian Müller-Glissmann** Die meisten Vermögenswerte haben 2019 gut abgeschnitten und insgesamt positive Erträge abgeworfen. Wir erwarten zwar nicht, dass

2020 ein so starkes Jahr für Multi-Asset-Portfolios wird, jedoch gehen wir aufgrund der mäßigen Erholung des Wachstums und der erhöhten Aktienrisikoprämien von positiven Erträgen für Aktien aus. Wir rechnen auch mit einer Erholung bei den weltweiten Anleiherenditen. Daher befürworten wir ein maßvolles Risiko bei unseren Empfehlungen für Vermögensallokationen – und zwar mit einer Übergewichtung bei Aktien und einer Untergewichtung bei Anleihen.

Bezüglich eines Zeithorizonts von zwölf Monaten modifizieren wir jedoch unsere prozyklische Asset-Allokation mit einer Übergewichtung von Barmitteln, da das Ertragspotenzial für sämtliche Vermögenswertklassen nach einem so starken Jahr wie 2019 eher begrenzt ist. Ebenso ziehen wir Aktien Schultiteln vor, da die Credit Spreads bereits sehr knapp sind, was ein schlechtes Risiko-Ertrags-Verhältnis erzeugt.

**Was ist Ihre Meinung zur Bewertung der Aktienmärkte?**



**CHRISTIAN MÜLLER-GLISSMANN**Global Investment Research  
London

Christian Müller-Glissmann leitet das Asset Allocation Research im Bereich Portfolio Strategy von Goldman Sachs Research. Er befasst sich außerdem mit dem Thema Derivate mit den Schwerpunkten Dividenden, Volatilität und Korrelationen und gehört der Structured Research Products Working Group an; zuvor gehörte er der Tactical Research Group an und recherchierte mit Fokus auf quantitative Investmentstrategien. Davor arbeitete Christian Müller-Glissmann im Derivatehandel in Frankfurt am Main. Er begann 2005 bei Goldman Sachs und wurde 2015 zum Managing Director ernannt. Er hält einen Masterabschluss in Finanzen und Management der Universität Mannheim und studierte außerdem an der Warwick Business School, England, und an der ESSEC Business School, Frankreich. Christian Müller-Glissmann ist CFA Charterholder.

---

**„EIN MASSVOLLES RISIKO MIT EINER ÜBERGEWICHTUNG BEI AKTIEN  
UND EINER UNTERGEWICHTUNG BEI ANLEIHEN SOLLTE AUF  
ZWÖLF-MONATS-SICHT IN RICHTUNG EINER ÜBERGEWICHTUNG VON  
BARMITTELN MODIFIZIERT WERDEN, DA DAS ERTRAGSPOTENZIAL  
NACH EINEM STARKEN JAHR WIE 2019 EHER BEGRENZT IST.“**

---

**Christian Müller-Glissmann** Das makroökonomische Umfeld für Aktien sollte sich im Jahr 2020 zwar überwiegend günstig darstellen und durch die vorteilhaften finanziellen Bedingungen und die Robustheit US-amerikanischer Verbraucher unterstützt werden, jedoch glauben wir, dass ein großer Teil der Wachstumsdynamik bereits eingepreist ist. Das starke Jahr 2019 wurde von einer Expansion der Bewertungen beflügelt, da sich das Gewinnwachstum im Allgemeinen gedämpft verhielt. Falls dies mit begrenztem Ertragswachstum zusammentrifft, werden wir 2020 nur bescheidene Gewinne beobachten können. Aber so spät im Wirtschaftszyklus besteht immer noch die Möglichkeit, dass die Bewertungen ebenfalls über das Ziel hinaus schießen.

**In 2019 war die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen von zentraler Bedeutung. Wie wird sich diese Beziehung in 2020 entwickeln?**

**Christian Müller-Glissmann** Bei unserem Basiszenario eines allmählichen Anstiegs der Anleiherenditen von einem niedrigen Niveau

aus, der hauptsächlich von einer Break-even-Inflation getragen wird, glauben wir, dass die Korrelationen zwischen Aktien und Anleihen negativ bleiben werden. Allerdings könnte nach der bisherigen kräftigen Zunahme von Zehnjahresrenditen ein weiterer Ausverkauf von Anleihen im Bereich der Aktien Unruhe stiften. Andererseits könnten Anleihen angesichts niedrigerer Anleiherenditen und eines geringeren Potenzials für weitere geldpolitische Lockerungen bei einer Korrektur der Anleihemärkte einen geringeren Puffer bieten.

**Mit welchen Hauptrisiken sehen sich die Märkte nun zu Beginn des Jahres 2020 konfrontiert?**

**Christian Müller-Glissmann** Die laufenden politischen Ereignisse und die politische Unsicherheit sind entscheidende Kriterien. Zwar sollten sich die Spannungen in den Handelsbeziehungen zwischen den USA und China angesichts der letzten Fortschritte hinsichtlich eines Abkommens

nicht mehr so negativ auswirken, doch können mögliche Enttäuschungen nicht ausgeschlossen werden, und schwächere Daten aus China könnten die Risikofreudigkeit dämpfen.

Außerdem bestehen aufgrund des Margendrucks Abwärtsrisiken bei den Ertrags Erwartungen. Dieses Risiko ist in den USA am höchsten, wo globale Handelszölle, steigende Herstellungskosten und der Lohnzuwachs potenziellen Gegenwind bieten. Außerdem könnten auch US-Regulierungen im Technologiebereich, die im Zusammenhang mit der US-Präsidentschaftswahl im November besondere Aufmerksamkeit erhielten, neue Hemmnisse schaffen. Und natürlich könnten auch weitere Spannungen im Nahen Osten und kräftige Anstiege des Ölpreises das Interesse am Risiko mindern.

---

Quelle: Die Fragen an und Antworten von Christian Müller-Glissmann erschienen in dem Goldman Sachs Newsletter „Briefings“ vom 7. Januar 2020.

**STEFFEN BIALLAS**

Leiter öffentlicher Vertrieb  
Goldman Sachs International  
Frankfurt

JAHRESAUSBLICK 2020

## Europäische Aktien – Fragen und Antworten

Jahrelang hatten die Aktienmärkte in den USA die Nase vorne. Europäische Aktien hinkten dagegen meistens hinterher. Im Jahr 2019 hingegen konnten die europäischen Aktienmärkte spürbar aufholen. Wie geht es weiter? Die Analysten von Goldman Sachs beantworten mit Blick auf 2020 die wichtigsten Fragen.

## STEIGEN AKTIEN IN EUROPA NACH DEM GUTEN JAHR 2019 WEITER?

Rechnet man die gezahlten Dividenden hinzu, brachte der EURO STOXX 50® Anlegern im vergangenen Jahr eine Rendite in Höhe von 29 Prozent ein – damit war 2019 für das europäische Leitbarometer das beste Jahr seit 1999. Der größte Teil des Wertzuwachses war jedoch auf Kurssteigerungen zurückzuführen und nicht auf gestiegene Gewinne der Unternehmen, die vermutlich nur um ein Prozent zulegen. 2020 könnten der EURO STOXX 50® und der STOXX EUROPE 600® um fünf Prozent bzw. neun Prozent inklusive der Dividendenrenditen zulegen. Dieser Prognose liegt ein angenommenes Gewinnwachstum der Unternehmen in Höhe von drei Prozent zugrunde. Die zunehmende Gewinndynamik dürfte zu einer moderaten Neubewertung von europäischen Aktien führen.

Ein signifikanter Wertzuwachs erscheint in diesem Stadium des Konjunkturzyklus aber eher unwahrscheinlich. Das leicht zunehmende Wachstum der europäischen Wirtschaft haben europäische Aktien nach Ansicht der Analysten von Goldman Sachs bereits weitgehend eingepreist. Hinzu kommt, dass die Leitzinsen der Zentralbanken bereits niedrig sind und geldpolitische Lockerungen die Aktienmärkte daher nicht mehr antreiben können wie etwa Anfang 2019. Vor dieser geldpolitisch angefeuerten Rally hatten die Bewertungen zudem im vierten Quartal 2018 deutlich nachgegeben. Dennoch: Schaut man sich die historische Entwicklung an, entwickelten sich Aktien in den Folgejahren nach einem starken Anstieg meist ebenfalls positiv, wenn auch meistens weniger dynamisch. Die Zeichen stehen also auf weitere, mäßige Kursgewinne.

## LEGEN MIT DER WACHSENDEN KONJUNKTUR DIE GEWINNE JE AKTIE ZWEISTELLIG ZU?

Nein, das ist eher unwahrscheinlich. Die Analysten von Goldman Sachs erwarten für die im STOXX EUROPE 600® notierten Unternehmen ein Wachstum der Gewinne je Aktie in Höhe von drei Prozent 2020 und ebenso drei Prozent im nächsten Jahr. Drei Prozent entsprechen ungefähr dem jährlichen Wachstum der Unternehmensgewinne seit der Finanzkrise. 2017 war das einzige Jahr, in dem die Gewinne mit einem Wachstum in Höhe von 15 Prozent den üblichen Rahmen sprengten. Die in diesem Jahr erwartete konjunkturelle Aufhellung in Europa lässt ein zweistelliges Gewinnwachstum aber als unrealistisch erscheinen.

Die Gründe dafür: Das Umsatzwachstum der im STOXX EUROPE 600® gelisteten Unternehmen steigt voraussichtlich um zehn Basispunkte auf 2,6 Prozent. Zum Vergleich: 2017 legte das Umsatzwachstum um 70 Basispunkte auf 3,4 Prozent zu. Außer-

dem dürften die Reingewinnmargen wie 2019 auch 2020 bei etwa sieben Prozent verharren. 2017 legten sie dagegen von zuvor 6,5 Prozent im Jahr 2016 auf 7,1 Prozent zu. Seitdem hält sich jedoch das erreichte Niveau. Anders als der Konsens, der bis 2021 einen Anstieg auf 7,9 Prozent erwartet, gehen die Portfoliostrategen von Goldman Sachs von höchstens 7,1 Prozent aus.

## STEUERN WIR AUF EINEN BÄRENMARKT ZU?

Diese Frage ist in der Tat wieder relevant. Immerhin befinden wir uns in einem Konjunkturzyklus, der bereits sehr lange dauert. Die Aktienmärkte haben in den vergangenen Jahren sehr starke Zuwächse erzielt. In den USA ist die wirtschaftliche Expansion die am längsten andauernde seit fast 150 Jahren. Der Bullenmarkt im S&P 500® feiert 2020 sein elfjähriges Bestehen – das ist der zeitlich längste Bullenmarkt seit 1900. Einige Aktienmärkte haben in dieser Zeit kurzzeitige Korrekturen von mehr als 20 Prozent hinnehmen müssen, sich aber stets schnell wieder erholt. Global betrachtet, sind Aktien allein 2019 um 27 Prozent im Wert gestiegen, in Europa sogar um 28 Prozent.

Es gibt viele Faktoren, die einen Bärenmarkt auslösen können. In der Regel sind Bärenmärkte aber von einem der vier folgenden Faktoren getrieben:

- Steigende Leitzinsen und Inflationserwartungen.
- Platzen der Aktienblase.
- Auswirkungen von ökonomischen Ungleichgewichten (meist im privaten Sektor).
- Exogene Schocks, etwa stark anziehende Ölpreise oder unerwartete geopolitische Krisen.

Der vierte Punkt ist naturgemäß immer ein Risiko, das haben auch die jüngsten Ereignisse im Nahen und Mittleren Osten gezeigt. Die anderen drei Faktoren stellen aus Sicht der Ökonomen von Goldman Sachs dagegen derzeit weniger ausgeprägte Risiken dar: Die Inflation bleibt niedrig. Aktien befinden sich auf hohem Niveau, sind aber nicht extrem hoch bewertet. Und insbesondere im privaten Sektor sind Ungleichgewichte derzeit nicht zu erkennen. Im Gegenteil: Die Sparquote der US-Verbraucher ist in den vergangenen Jahren sogar angestiegen, von einer zunehmenden Verschuldung kann also nicht die Rede sein.

Insgesamt haben die Risiken eines Bärenmarkts in den vergangenen Monaten abgenommen, wenn auch die Kurszuwächse künftig geringer ausfallen dürften. Stützend wirken mit Sicherheit die Aktienrückkäufe von Unternehmen, die 2020 erneut ansteigen könnten.

## ABB. 1: NETTOGEWINNSPANNE – KONSERVATIVER ALS DER KONSENS

	2018	Prognose Goldman Sachs			Konsens		
		2019*	2020*	2021*	2019**	2020**	2021**
STOXX Europe 600® Wachstum im Jahresvergleich	5%	1%	3%	3%	4%	8%	8%
Ertrag pro Aktie	25,7	26,0	26,8	27,7	26,7	28,8	31,3
STOXX Europe 600® ohne Banken	4%	0%	3%	4%	3%	9%	9%
Umsätze im Jahresvergleich	5%	1%	3%	3%	3%	3%	3%
Nettogewinnspanne (in %)	7,1	7,0	7,0	7,1	7,1	7,5	7,9
Veränderung der Nettogewinnspanne (Basispunkte)	-8	-9	4	6	1	42	44
Ertrag pro Aktie Banken (im Jahresvergleich)	6%	4%	3%	2%	6%	4%	6%

Die Portfoliostrategen von Goldman Sachs sehen die Nettogewinnspannen europäischer Unternehmen für 2020 und darüber hinaus im Schnitt bei etwa sieben Prozent. Der Konsens erwartet bis 2021 dagegen einen Anstieg auf 7,9 Prozent. \* Schätzung Goldman Sachs, \*\* Schätzung Konsens; Quelle: Factset, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 07.01.2020





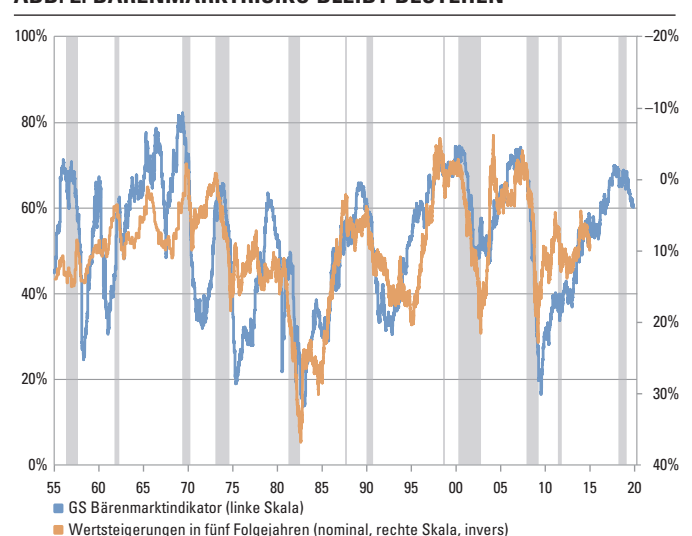
### KANN EUROPA DEN US-MARKT ÜBERTRUMPFEN?

Einer der beständigen Trends seit dem Ende der Finanzkrise lautete: US-Aktien laufen besser als Aktien aus dem Rest der Welt, speziell aus Europa. Dafür gab es zwei Gründe, die sich jedoch abschwächen dürften:

**1. Starke Fundamentaldaten in den USA:** Der Gewinn je Aktie ist im S&P 500® um fast 90 Prozent seit dem Vorkrisenhöhepunkt 2006 gestiegen. Die Dynamik dürfte jedoch nachlassen. Die Ökonomen von Goldman Sachs erwarten, dass die Gewinne in den USA bis Ende 2021 „nur noch“ zweimal so stark wie in Europa steigen. Die signifikante Outperformance von US-Unternehmen dürfte also deutlich abnehmen.

**2. Niedrigere wahrgenommene Unsicherheit:** In den vergangenen Jahren haben Anleger den US-Aktienmarkt als relativ sicheren Hafen mit niedrigeren ökonomischen und politischen Risiken wahrgenommen. Das könnte sich ändern, vor allem mit Blick auf das Wahljahr in den USA. So haben mehrere Präsidentschaftskandidaten vorgeschlagen, die Körperschaftssteuersenkung von 2017 rückgängig zu machen. Jede Erhöhung des effektiven Steuer-

### ABB. 2: BÄRENMARKTRISIKO BLEIBT BESTEHEN



Der Bärenmarktkindikator von Goldman Sachs (GSBLBR Index) zeigt, dass das Risiko eines Bärenmarkts für europäische Aktien zwar zuletzt abgenommen hat, dass es aber immer noch hoch bleibt.

Quelle: Haver Analytics, Robert Shiller, Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 07.01.2020

satzes um einen Prozentpunkt führt nach Berechnungen der Ökonomen von Goldman Sachs jedoch zu einem Rückgang des Gewinns je Aktie im S&P 500® um ebenfalls ein Prozent.

### GROWTH ODER VALUE?

Im vergangenen Jahrzehnt hat Growth als Anlagestil Value in der Regel in den Schatten gestellt. Defensive Titel haben wiederum eher zyklische Werte leicht übertroffen. Auch 2019 setzte sich dieses Muster teilweise fort: Der MSCI Europe Value entwickelte sich nicht so stark wie der MSCI Europe Growth. Zyklische Werte haben in Europa 2019 dagegen eine leicht bessere Performance als defensive Werte gezeigt. Es ist durchaus möglich, dass zyklische Werte ihre Outperformance in Europa auch 2020 fortsetzen, obwohl die Erholung größtenteils bereits eingepreist sein dürfte. Aus Sicht der Portfoliostrategen von Goldman Sachs dürfte sich 2020 jedoch anlegerseitig klar der Trend zu Qualitäts- und Growth-Aktien fortsetzen.

### WER KAUFT EUROPÄISCHE AKTIEN?

Trotz der starken Entwicklung im Jahr 2019 haben die Zuflüsse in europäische Aktienfonds erst im vierten Quartal des Jahres zugenommen. Die Rally davor fand weitgehend ohne diese Zuflüsse statt. Europäische ETFs etwa hatten 2019 nur acht Wochen lang positive Zuflüsse – sieben Wochen davon lagen in den letzten drei Monaten des Jahres.

Die Nachfrage nach europäischen Aktien wird nicht vornehmlich von typischen Aktienfonds getrieben. Zu den Käufern gehören auch Hedgefonds, zuletzt waren Multi-Asset-Investoren die größten Käufer europäischer Aktien. Ausländische Investoren investieren relativ konstant in europäische Werte – seit März 2019 sind die Zuflüsse positiv. Einer der Gründe dafür liegt sicherlich in den niedrigen Renditen von Staatsanleihen. Aus Mangel an Alternativen investieren ausländische Anleger in europäische Aktien. Dieser Trend dürfte anhalten.

### WERDEN WIR EINE EXPANSIVE FINANZPOLITIK SEHEN?

Ein größerer finanzpolitischer Impuls ist nur zu erwarten, wenn sich die Wachstumsaussichten in Europa eintrüben. So würde etwa Deutschland, das sich der Schuldenbremse verschrieben hat,

vermutlich nur bei einer Rezession oder bei einem signifikanten exogenen Schock substanzielle Maßnahmen ergreifen.

Es sind jedoch in Europa erste Signale erkennbar, dass die Staaten pragmatisch vorgehen und nicht starr an ihrem restriktiven finanzpolitischen Kurs festhalten: So planen etwa die Niederlande ein milliardenschweres Konjunkturprogramm, Deutschland will in den kommenden vier Jahren 54 Milliarden Euro in den Klimaschutz investieren, und Frankreich hat ebenfalls eine leicht expansive Finanzpolitik angekündigt.

Hinzu kommt die ambitionierte Agenda der Europäischen Union und der neuen Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen, die das Ziel formuliert, die CO<sub>2</sub>-Emissionen bis 2050 auf null abzusenken. Insgesamt dürften die finanzpolitischen Lockerungen in Europa aber zu gering ausfallen, um einen merklich positiven Beitrag zum Wachstum zu leisten.

### ENTWICKELT SICH DAS VEREINIGTE KÖNIGREICH ZUM OUTPERFORMER?

Ja, möglicherweise. Aktien des Vereinigten Königreichs notieren immer noch rund 20 Prozent niedriger als vergleichbare internationale Papiere. Vor dem Referendum zum Brexit wiesen UK-Aktien dagegen Höchstkurse auf. Der derzeit noch vorhandene Abschlag dürfte sich aber verringern. Bereits 2019 haben sich UK-Aktien angesichts sinkender Risiken gut behauptet, 2020 könnten sie sich im Zuge eines besseren Wirtschaftswachstums im Vereinigten Königreich weiter positiv entwickeln. Für das zweite Halbjahr 2020 erwarten die Ökonomen von Goldman Sachs ein Wirtschaftswachstum im Vereinigten Königreich in Höhe von bis zu 2,4 Prozent. Ihre langfristige Prognose liegt bei jeweils mehr als zwei Prozent für 2021 und 2022 – mehr als der Konsens hier sieht. Jeder Prozentpunkt Wachstum des UK-Bruttoinlandsprodukts könnte rund drei Prozentpunkte Wachstum im FTSE 100 auslösen.

Die in diesem Beitrag dargestellten Gedanken und Abbildungen stammen aus der Publikation „Strategy Matters; Europe equity: Questions for 2020“, Peter Oppenheimer, Sharon Bell, die von Goldman Sachs Portfolio Strategy Research am 7. Januar 2020 herausgegeben wurde.





## WEGE ZUR KOHLENSTOFFREDUKTION

# Energiewirtschaft im Klimawandel

Der globale Klimawandel wirkt sich auch auf die Energiewirtschaft aus. Um die Kohlenstoffemissionen zu verringern, wird weltweit nach Innovationen und besseren CO<sub>2</sub>-Sequestrierungstechnologien gesucht. Zeitgleich steigt der Kapitalmarktdruck auf die Unternehmen, und die Finanzierungsbedingungen verschärfen sich. Die großen Unternehmen in der Öl- und Gasindustrie sind gezwungen, sich anzupassen.

Um dem drohenden Klimawandel entgegenzuwirken und die globale Erwärmung zu begrenzen, wurde 2015 im Übereinkommen von Paris beschlossen, die CO<sub>2</sub>-Emissionen weltweit zu verringern. Dazu muss u.a. die Wirtschaft den Umsatz von Kohlenstoff deutlich reduzieren – der theoretische Idealfall wäre eine kohlenstofffreie Wirtschaft. Industrie, Energieerzeugung, Verkehr, Immobilien und Landwirtschaft sind Schlüsselindustrien, in denen bereits gängige Umweltschutztechnologien eingesetzt werden, um den CO<sub>2</sub>-Ausstoß zu verringern und damit den Dekarbonisierungsprozess auszubauen. Hier ergeben sich zwar viele Investitionsmöglichkeiten, insbesondere bei der Stromerzeugung, doch nehmen die Kosten schnell zu, wenn Emissionen abnehmen sollen.

Um eine Nettoemission mit einem weitmöglichst reduzierten Kohlenstoff(dioxid)-ausstoß zu erreichen, sind technologische Innovationen sowie größere Investitionen in die CO<sub>2</sub>-Sequestrierung nötig. Im Zuge einer solchen CO<sub>2</sub>-Abscheidung und -Speicherung werden CO<sub>2</sub>-Emissionen in die Atmosphäre zum Beispiel verringert, indem eine technische Abspaltung von Kohlenstoff am Kraftwerk und seine Einlagerung u.a. in unterirdische Lagerstätten vorgenommen werden.

### **SEQUESTRATIONSTECHNOLOGIEN UND KAPITALMARKTDRUCK**

Die Technik der Kohlenstoffbindung erlebte in den vergangenen Jahren einen Aufschwung, im großen Umfang wird sie allerdings noch nicht akzeptiert. Ihr fehlen

die Größenvorteile, die traditionell zu einem Durchbruch bei der Kostenwettbewerbsfähigkeit geführt hätten. Das gilt insbesondere im Vergleich zu anderen CO<sub>2</sub>-reduzierenden Technologien wie den erneuerbaren Energien. Investitionen in Anlagen zur Kohlenstoffabscheidung, -nutzung und -speicherung machten in den vergangenen zehn Jahren weniger als ein Prozent der Investitionen in erneuerbare Energien aus. Dabei wäre die direkte Abscheidung und Speicherung von Kohlenstoff in der Luft (DACCS: Direct Air Carbon Capture and Storage) nahezu uneingeschränkt skalierbar und standardisierbar; sie ist jedoch wirtschaftlich unsicher. Währenddessen steigt der Druck der Kapitalmärkte auf die Unternehmen.







In den vergangenen acht Jahren haben Investoren zunehmend dafür gesorgt, dass Unternehmensführungen den Klimawandel in ihre Geschäftspläne und -strategien einbeziehen. Dieser Anlegerdruck verteilt sich dabei nicht gleichmäßig auf alle Branchen, sondern bezieht sich vor allem auf Energieerzeuger versus Energieverbraucher. Dieser Umstand dürfte die Finanzierungsbedingungen in der gesamten Kohlenwasserstoffindustrie verschärfen und in ein neues Zeitalter der Kapitalbeschränkung führen.

### KONSOLIDIERUNG IN DER ÖL- UND GASINDUSTRIE

In der Zeit zwischen 2004 und 2016 kam es zu zwei Revolutionen im Öl- und Gasbereich, die durch günstige Finanzierungen befeuert wurden und zu einer Fragmentierung der Industrie und einer Kosteninflation von 10 Prozent führten. Die erste Öl- und Gasrevolution (2004 bis 2013) wurde durch die nationalen Ölgesellschaften vorangetrieben, die ihren steigenden freien Cashflow für eine schnelle internationale Expansion einsetzten – mit einer Kombination aus Explorations- und M&A-Aktivitäten. Die zweite Öl- und Gasrevolution (2009 bis 2016) wurde von US-amerikanischen Explorations- und Produktionsunternehmen angeführt, die mehr als 100 Milliarden Barrel US-Schieferölvorkommen freisetzen.

Diese Revolutionen dürften beendet sein, da sich der Markt im Zuge des Übergangs

zu einer CO<sub>2</sub>-armen Wirtschaft von einer Ausweitung der Ressourcen abwendet. Damit verschärfen sich die Finanzbedingungen in der gesamten Branche. Nach 2014 konzentrierte sich die Branchenstruktur, woraus eine kleine Gruppe von Unternehmen als strukturelle Gewinner hervorging. Eine Verschärfung der Finanzbedingungen für neue Ölfelder erhöht die Markteintrittsschranken und gleichzeitig die Eigenkapitalrisikoprämie für neue langfristige Entwicklungen. Dies führt darüber hinaus zu einer konzentrierteren Branchenstruktur mit höheren Renditen und geringerem Volumenwachstum. In den vergangenen fünf Jahren verdoppelten die Unternehmen der „Big Oils“ ihren Marktanteil bei langfristigen Entwicklungen und in Hinblick auf US-amerikanisches Schieferöl. Sie stellen damit jene attraktiven Renditen wieder her, die während der Öl- und Gasrevolutionen der 2000er Jahre verloren gegangen waren.

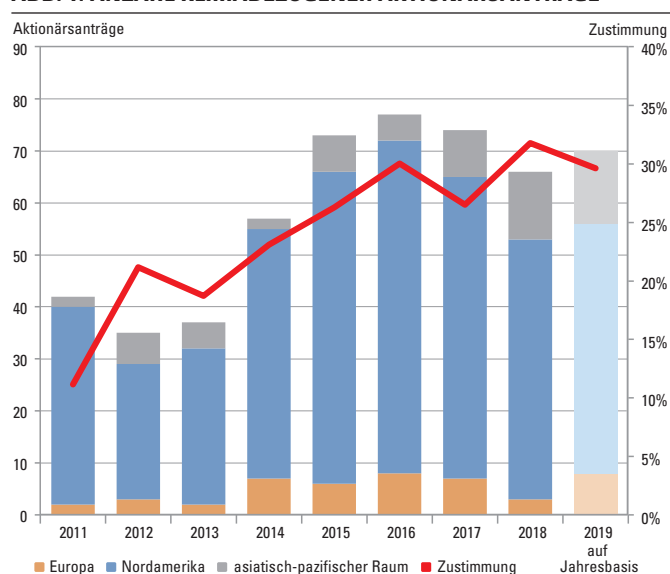
### AUS „BIG OIL“ WIRD „BIG ENERGY“

Diese Wiederherstellung der Rentabilität durch Skalierung, Konzentration und Standardisierung ermöglicht es den Big Oils, ihre höheren Erträge aus dem traditionellen Öl- und Gasgeschäft in Innovationen und Investitionen zu investieren und somit den Status eines sauberen Energieversorgers („Big Energy“) zu erlangen.

In ihrer über 100-jährigen Geschichte haben sich die Unternehmen der Big Oils immer



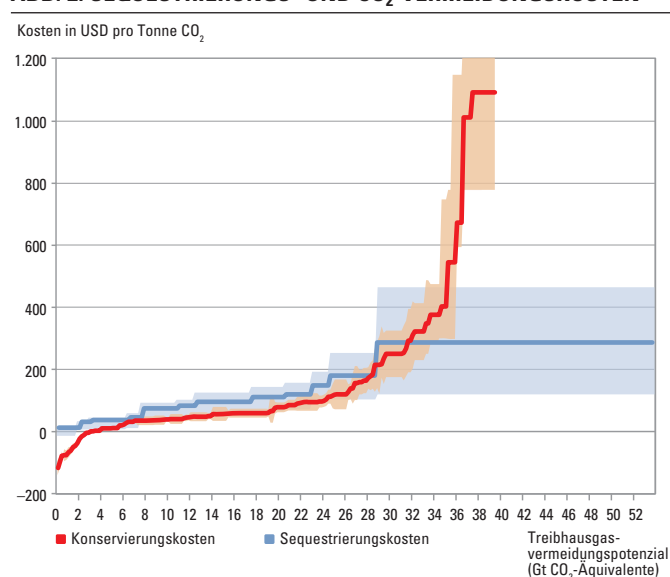
ABB. 1: ANZAHL KLIMABEZOGENER AKTIONÄRSANTRÄGE



Die Kapitalmärkte nehmen in der Klimadebatte eine Schlüsselrolle ein: Die Anzahl klimabezogener Aktionärsanträge und die Zustimmung zu diesen Anträgen sind in den letzten Jahren deutlich angestiegen.

Quelle: ProxyInsight, Daten zusammengestellt von Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 11.12.2019

ABB. 2: SEQUESTRIERUNGS- UND CO<sub>2</sub>-VERMEIDUNGSKOSTEN



Innovationen und Sequestrierungstechnologien werden für die Kohlenstoffreduktion künftig eine zentrale Rolle spielen. Die schattierte Fläche zeigt die jeweilige Unsicherheitsbandbreite.

Quelle: Global CCS Institute, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 11.12.2019



wieder dem technologischen Wandel angepasst. Nun muss ihnen ein Übergang in der Kohlenstofftechnologie gelingen, um die Erderwärmung innerhalb von zwei Grad Celsius einzugrenzen. Die Voraussetzungen für eine Transformation von einem Big Oil zu einem Big Energy sind gegeben. Dazu gehören eine starke Präsenz in den globalen Gas- und Energieketten einschließlich Einzelhandel und erneuerbare Energien, E-Mobilität und Petrochemie, darüber hinaus Möglichkeiten zur CO<sub>2</sub>-Abtrennung und zu naturnahen Lösungen wie z.B. Biokraftstoffen.

### STRUKTURELLE UNTERINVESTITIONEN IN ÖL

Mit der weiter oben beschriebenen Verbesserung der Unternehmensrendite und dem erneuten Wertzuwachs an Größe und Integration könnte das strategische Ziel der Transformation erreicht werden. Dieser Übergang erfordert allerdings tiefgreifende kulturelle und unternehmerische Veränderungen und kann dazu führen, dass die Ölförderung unterinvestiert bleibt. Wenn dieser Übergang vollständig umgesetzt und vollzogen wird, hat er das Potenzial, bis 2030 zu einer Verringerung der Treibhausgasemissionen von mehr als 20 Prozent im direkten Umfeld der Big Oils zu führen.

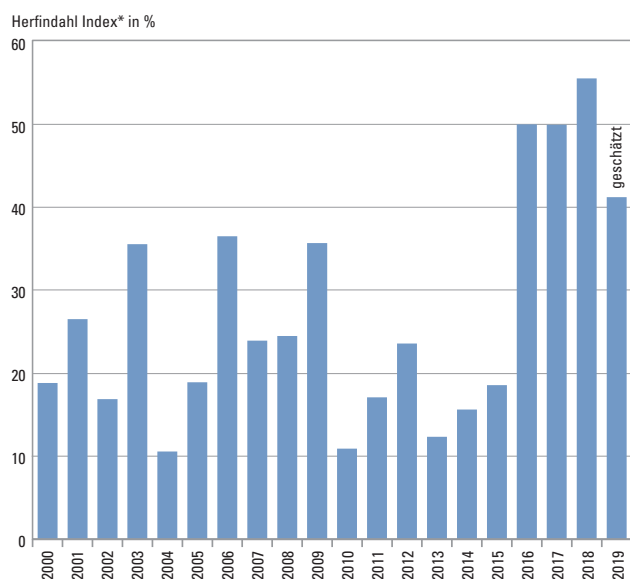
Nach dem Ölpreisverfall 2014 nahmen die Investitionen in den Ölsektor bereits stark ab, und es verschob sich der Schwer-

punkt auf die Dekarbonisierung. Diese Entwicklung beendete ein Jahrzehnt des kreditbasierten Schieferöl-Hyperwachstums und dürfte dazu führen, dass die Produktion der Nicht-OPEC-Länder künftig ab 2021 nicht mehr wächst. Es könnte daher schon in diesem Jahr auf dem Ölmarkt zu Angebotsengpässen kommen.

Investoren konzentrieren sich aus diesem Grund auf das Nachfragewachstum als direkte Folge von Unterinvestitionen und der Verschärfung der finanziellen Rahmenbedingungen in der Branche. Die Nachfrage nach Öl und Gas dürfte unter den meisten Dekarbonisierungsszenarien für Transport, Energieerzeugung und Plastikrecycling mittelfristig (bis 2030 für Öl und bis 2040 für Gas) robust bleiben. Das bedeutet, dass der Fokus des Kapitalmarktes auf die Dekarbonisierung die Angebotsdynamik der Industrie viel schneller verändert als die Nachfragedynamik. Diese Entwicklung dürfte zu Spannungen auf dem Öl- und Gasmarkt in den 2020er-Jahren führen und voraussichtlich einen Dekarbonisierungsprozess auch durch höhere Energiepreise erzeugen.

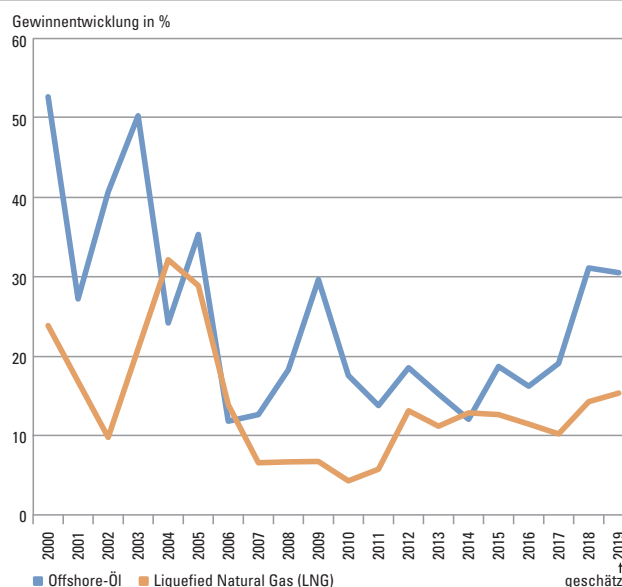
Die in diesem Beitrag dargestellten Gedanken und Abbildungen stammen aus der Publikation „Carbonomics“, Michele Della Vigna, Zoe Stavrinou, die von Goldman Sachs Equity Research am 11. Dezember 2019 herausgegeben wurde.

**ABB. 3: INVESTITIONEN UND TOP-PROJEKTE NACH BETREIBER**



Engere Finanzierungsbedingungen und höhere Anschubkosten führen zu einer Konsolidierung; Investitionen im Jahr der Investitionsentscheidung. \* Kennzahl zur Messung der Unternehmenskonzentration; Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 11.12.2019

**ABB. 4: GEWINNE TOP-PROJEKTE NACH DER INVESTITION**



Die Renditen steigen für die wenigen Unternehmen, die noch neue Megaprojekte im Bereich Öl & Gas entwickeln können.

Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 11.12.2019





AUSBLICK

## Top-10-Themen 2020

Was ist 2020 für Investoren wichtig? Welche makroökonomischen Faktoren und Marktthemen bestimmen voraussichtlich die weltweiten Finanzmärkte? Goldman Sachs Global Investment Research hat zehn Top-Themen definiert, die Anleger im Blick haben sollten. Für die konjunkturelle Entwicklung sind die Ökonomen von Goldman Sachs grundsätzlich vorsichtig optimistisch gestimmt, sie sehen jedoch angesichts der vielfältigen wirtschaftlichen und politischen Risiken und Unsicherheiten insgesamt nur begrenztes Aufwärtspotenzial.





## 1 DAS WACHSTUM STABILISIERT SICH

Die vergangenen zwölf Monate waren für die Weltwirtschaft zwar etwas holprig, für Anleger jedoch meist freundlich. Von Oktober 2018 bis Oktober 2019 erzielte der MSCI All Country World Index eine Gesamtrendite von rund 13 Prozent. Seit 2010 liegt die durchschnittliche Jahresrendite bei acht Prozent. Die globalen Kreditmärkte erzielten im zurückliegenden Jahr ähnlich beeindruckende Gewinne. Ohne die Unterstützung der Zentralbanken wären die Kursgewinne aber wahrscheinlich nicht möglich gewesen. Die Federal Reserve und die Europäische Zentralbank (EZB) lockerten beide ihre Geldpolitik. In den USA sanken die langfristigen Realzinsen um etwa 100 Basispunkte, im Euroraum um 50 Basispunkte. Inwiefern haben die Zinssenkungen riskante Vermögenswerte unterstützt? Ein Standardansatz, der auf dem Aktienrisikoprämienkonzept basiert, sieht für US-Aktien die

müssen die Märkte vermutlich ohne weitere geldpolitische Lockerungen auskommen, da die wichtigsten Zentralbanken ihre Politik wahrscheinlich unverändert lassen werden – in einigen Fällen auch, weil sie keinen Handlungsspielraum mehr haben. Die globalen konjunkturellen Signale lassen jedoch Optimismus zu. Auch die Ökonomen von Goldman Sachs prognostizieren in den meisten Regionen ein sequenziell höheres Wachstum.

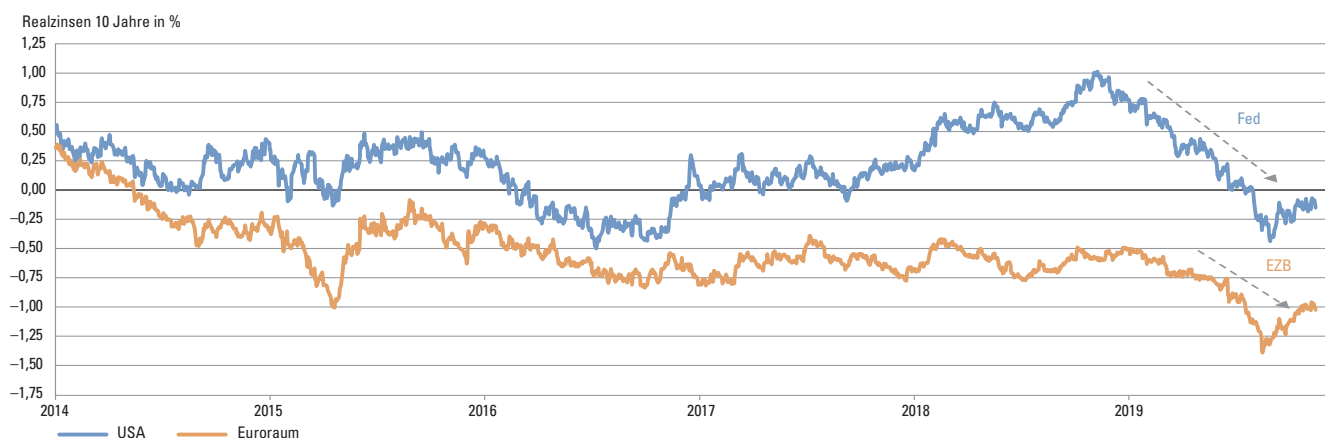
Tatsächlich haben die Märkte im vergangenen Jahr eine Reihe von Abschlagsrisiken (etwa im Zusammenhang mit dem Brexit, dem Handelskrieg und anderen geopolitischen Bedrohungen) eingepreist, ein stärkeres globales Wachstum jedoch noch nicht ausreichend gewürdigt. In Anbetracht der weltwirtschaftlichen Entwicklung sind bei risikoreichen Anlagen über alle Regionen hinweg für das Gesamtjahr Aufwärtsbewegungen wahrscheinlich.

macht. Trotzdem bleibt der Ausblick auf das US-Wachstum insgesamt optimistisch.

## 2 QUALITÄTSTITEL BLEIBEN GEFRAGT

Mit Ausnahme von US-Aktien hat sich das Thema „Qualitätssprung“ im Jahr 2019 in den meisten Märkten bemerkenswert bewahrheitet. Bleibt das Thema aktuell? Oder signalisiert die jüngste Underperformance von US-Unternehmen mit starker Bilanz den Beginn einer Rotation in Segmente mit geringer Qualität? Diese Fragen sind vor dem Hintergrund der Aussichten auf eine Wiederbelebung des Wachstums im nächsten Jahr von besonderer Bedeutung. Denn diese sicherlich willkommene Entwicklung würde nicht nur die Rezessionsbedenken weiter verringern, sondern gleichzeitig auch den Appetit auf Segmente mit geringerer Qualität steigern.

**ABB. 1: ZENTRALBANKEN HABEN DIE MÄRKTE 2019 GESTÜTZT**



In den USA sanken die langfristigen Realzinsen als Folge der Zinssenkungen der Fed um etwa 100 Basispunkte, im Euroraum fielen sie nach den Zinssenkungen der EZB um rund 50 Basispunkte.

Quelle: Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 21.11.2019

Unterstützung bei etwa 20 Prozent. Folgt man diesem Ansatz, ist fast die gesamte Kursrendite des Jahres 2019 auf die Zinspolitik zurückzuführen.

Obwohl die geldpolitischen Lockerungen für Kurszuwächse sorgten, zeigten sich in den meisten Märkten „unter der Haube“ Wachstumssorgen. Bei Aktien schnitten zyklische Sektoren (z.B. Industrie und Rohstoffe) schlechter ab als defensive Sektoren (z.B. Basiskonsumgüter und Versorger). Insgesamt investierten Anleger vermehrt in Aktien mit geringer Volatilität. Als Zeichen für zunehmende Rezessionsängste lässt sich auch der gestiegene Goldpreis deuten. In diesem Jahr

Gleichzeitig erwarten die Ökonomen von Goldman Sachs kein globales Wachstumsfeld, das den Dollar sinken lässt oder zu einem großen Bärenmarkt für Anleihen führt. Die Politik der Entscheidungsträger in China dürfte darauf abzielen, die Geschwindigkeit der Abschwächung der Konjunktur zu begrenzen, anstatt eine große Beschleunigung zu bewirken. In Europa erscheinen die Chancen auf eine nachhaltige Erholung weiterhin eher gering. In den USA begrenzt der reife Konjunkturzyklus kurzfristig mögliche Aufwärtsbewegungen. Außerdem gibt es viele Risiken – etwa einen Handelskrieg oder die Möglichkeit, dass der nächste Kongress die US-Körperschaftssteuersenkung von 2017 rückgängig

Für den US-amerikanischen Aktienmarkt bleiben die Portfolio-Strategen von Goldman Sachs in Bezug auf das Thema Bilanzqualität neutral. Langfristig dürften der nahezu rekordverdächtige Verschuldungsgrad der Unternehmen, ein verlangsamtes Gewinnwachstum und säkulare Wachstumsmerkmale starke Bilanzaktien jedoch für Anleger wieder attraktiver machen.

Die Performance von zyklischen gegenüber defensiven Titeln hat sich in den vergangenen Wochen leicht erholt. Nach Einschätzung von Goldman Sachs bleibt Spielraum dafür, dass zyklische Sektoren kurz- bis mittelfristig mehr Fahrt aufnehmen, insbesondere an den US- und Emerging-Markets-



Aktienmärkten. Die US-Portfoliostrategen von Goldman Sachs sehen Potenzial in zyklischen Sektoren mit großen Bewertungsabschlägen wie Finanztiteln, Industrietiteln und Nicht-Basiskonsumgütern. In ähnlicher Weise lassen die Verbesserung der Ertragsstimmung und die attraktiven Bewertungen Zuversicht aufkommen, was die Schwellenländer anbelangt.

### 3 DIE GEWINNE WACHSEN GEDÄMPFT

Im Gegensatz zu 2018 hat sich die Bilanz der US-Unternehmen im Jahr 2019 weiter verschlechtert, wobei drei Themen herausstachen: Erstens hat sich das Gewinn- und Umsatzwachstum stark verlangsamt. Die Gewinne der Unternehmen im S&P 500® sind voraussichtlich im Jahr 2019 planmäßig um ein Prozent gewachsen. Das ist ein deutlicher Rückgang gegenüber dem beeindruckenden Wachstum in Höhe von 23 Prozent im Jahr 2018. Zweitens hat der Nettoverschuldungsgrad der Unternehmensbilanzen seinen Aufwärtstrend wieder aufgenommen und nähert sich nun wieder dem Höchststand von Ende der 1990er Jahre. Drittens haben die Ausfälle von US-Unternehmen mit hoher Rendite zugenommen, wenn auch von einem sehr niedrigen Niveau aus.

Während sich das Gewinnwachstum im Jahr 2020 voraussichtlich erholen wird, dürfte der Aufwärtstrend wesentlich flacher sein, da sich die Gewinne an eine neue Realität anpassen müssen, in der das Wachstum der Lohnstückkosten die Preisinflation übersteigt. Diese eher trübe Aussicht für die Unternehmensrentabilität hat Besorgnis über die allgemeinen makroökonomischen Aussichten geschürt. Eine populäre Sichtweise ist, dass eine schwache Rentabilität zu einer allgemeineren wirtschaftlichen Verlangsamung führen könnte. Im Extremfall könnte der kombinierte Effekt eines angespannten Arbeitsmarkts und sinkender Margen dazu führen, dass die Unternehmen die Preise stark anheben oder die Belegschaft abbauen, was wiederum die Wirtschaft in eine Rezession treiben würde. Aus Perspektive der Ökonomen von Goldman Sachs ist dieses Risiko zumindest kurzfristig gering. Es ist vielmehr davon auszugehen, dass der Übergang zu einem geringeren Wachstum der Unternehmensgewinne voraussichtlich schrittweise erfolgen wird. Die empirischen Belege für einen Zusammenhang zwischen einem schwächeren Wachstum und einer Rezession sind eher schwach.

Wichtig für Investoren ist das politische Umfeld. Die Spitzenreiter der Demokraten für die Präsidentschaftswahlen plädierten bereits für eine Anhebung der Körperschaftssteuersätze und eine teilweise Rücknahme des Gesetzes über Steuersenkungen und Arbeitsplätze aus dem Jahr 2017. Ohne eine von den Demokraten geführte Mehrheit sowohl im Repräsentantenhaus als auch im Senat dürfte die US-Steuerpolitik mindestens bis 2023 unverändert bleiben. Sollten die Demokraten auch im Senat eine knappe Mehrheit erreichen, ist eine Erhöhung des Körperschaftssteuersatzes möglich. In diesem Szenario gehen die US-Portfolio-Strategen von Goldman Sachs davon aus, dass jede Änderung des effektiven Körperschaftssteuersatzes um einen Prozentpunkt (PP) den Gewinn je Aktie im S&P 500® um rund ein Prozent verändern würde. Würde die Körperschaftsteuersenkung aus dem Jahr 2017 vollständig rückgängig gemacht und der Gesetzesentwurf rückwirkend auf den Jahresbeginn angewendet, würde sich das Gewinnwachstum des S&P 500® im Jahr 2021 um sieben Prozent verringern – ein großer Unterschied gegenüber der Basisschätzung von plus fünf Prozent.

### 4 ANLEIHEN LEIDEN UNTER NIEDRIGZINSEN

Die Federal Reserve senkte die Leitzinsen Ende Oktober ein drittes Mal und erreichte damit das Ausmaß ihrer An-

passungen in den Zyklusmitte von 1995 bis 1996 und 1998. Die US-Wirtschaftsexperten von Goldman Sachs gehen davon aus, dass der bislang letzte Schritt das Ende des Lockerungszyklus markiert hat. In beiden Episoden Mitte der 1990er Jahre stiegen die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen im Jahr nach der endgültigen Zinssenkung erheblich an: um etwa 90 Basispunkte nach den Senkungen von 1995 bis 1996, um etwa 150 Basispunkte wiederum nach den Senkungen von 1998. In beiden Fällen blieb die Steigung der Zinsstrukturkurve jedoch ein Jahr später nahezu unverändert – das heißt, dass die Renditen für zweijährige Staatsanleihen um denselben Betrag wie die der zehnjährigen stiegen.

Die Erfahrung zeigt: Die Anleiherenditen steigen, wenn die Chance auf eine bedeutende Zinserhöhung besteht – und von diesem Punkt scheinen die USA noch weit entfernt zu sein. Fed-Beamte haben zwar signalisiert, dass sie den Zinssenkungszyklus gerne beenden würden, die Hürden für Erhöhungen sind aber gleichzeitig sehr hoch. Obwohl die Ökonomen von Goldman Sachs für die Weltwirtschaft vorsichtig optimistisch gestimmt sind, prognostizieren sie für das nächste Jahr nur mäßig höhere Renditen für zehnjährige Staatsanleihen. Eine Erholung auf 2,25 Prozent halten sie in der zweiten Hälfte des Jahres 2020 für wahrscheinlich.



## 5 DER DOLLAR BLEIBT STARK

Normalerweise schwächt sich der Dollar ab, wenn sich das globale Wachstum beschleunigt und der Risikoappetit steigt. Die Ökonomen von Goldman Sachs gehen jedoch davon aus, dass ein solides US-Wachstum und eine schwache Aktivität in China vorerst einen großen Ausverkauf verhindern werden. Um zu verstehen, warum, kann es hilfreich sein, an „zwei Dollar“ zu denken. Es gibt einen „inländischen Dollar“, der sich wie jede andere Währung verhält: Er steigt, wenn die makroökonomischen und marktbezogenen Fundamentaldaten des Inlands besser sind als die anderer Volkswirtschaften. Er fällt, wenn sie schlechter sind. Es gibt aber auch einen „internationalen Dollar“, der die globale Rolle der Währung widerspiegelt: Der Dollar steht für den weltweit wichtigsten risikofreien Vermögenswert (US-Treasuries), die meisten grenzüberschreitenden Kredite an Schwellenländer und einen übergroßen Anteil des Welthandels. Diese Merkmale bedeuten, dass der Dollar tendenziell steigt, wenn das globale Wachstum ins Stocken gerät oder die Märkte wackeln. Er fällt wiederum tendenziell, wenn sich die globale Wirtschaftstätigkeit dreht oder sich die Risikobereitschaft der Anleger verbessert.

Die Beschleunigung des globalen Wachstums, die für das nächste Jahr zu erwarten ist, dürfte den „internationalen Dollar“ etwas unter Druck setzen. Diese Art von Umfeld ist in der Regel mit höheren grenzüberschreitenden Kapitalflüssen und einer geringeren Nachfrage nach sicheren Anlagen wie US-Staatspapieren verbunden, was eine Dollarabwertung bedeuten würde. Aller-

dings sieht es beim „inländischen Dollar“ weitaus positiver aus: Hier winkt eine Erholung. Betrachtet man beide „Dollar-Arten“, ist eine milde Abwertung des handelsgewichteten US-Dollars möglich. Die Ökonomen von Goldman Sachs halten ein Minus von 1,5 bis 2,0 Prozent im Jahr 2020 für wahrscheinlich.

## 6 SCHWACHES WACHSTUM IN EUROPA

Von allen Regionen hat Europa wahrscheinlich am stärksten eine Diskrepanz zwischen schwachen Makro-Fundamentaldaten und einer starken Marktentwicklung gezeigt. Während der Euroraum an der Wachstumsfront hinter den USA zurückgeblieben ist, hat es der Stimulus der Europäischen Zentralbank (EZB) geschafft, die Oberhand über Wachstumssorgen zu gewinnen und die Risikobereitschaft (zumindest an der Oberfläche) zu unterstützen.

Die gute Nachricht für 2020 ist, dass sich die fundamentalen Signale leicht positiv entwickelt haben, mit vorläufigen Anzeichen für eine Stabilisierung der Produktionstätigkeit und wachsendem Appetit auf einen finanzpolitischen Impuls in Deutschland. Die europäischen Ökonomen von Goldman Sachs gehen davon aus, dass das sequenzielle annualisierte Wachstum der Eurozone auf ein leicht über dem Trend liegendes Wachstum von mehr als einem Prozent im Jahr 2020 ansteigen wird. Diese positiven Veränderungen dürften das Abwärtsrisiko für die Spreads von Staats- und Unternehmensanleihen begrenzen, hohe Bewertungen dürften in Zukunft ebenfalls die Aufwärtsbewegung einschränken.



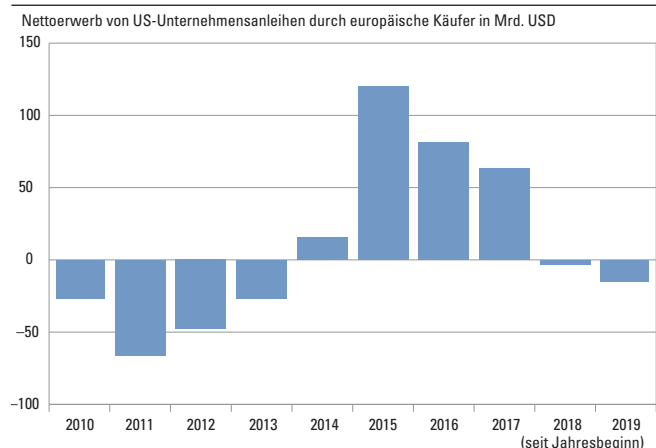
Das überlegene Wertversprechen des Euro-Markts auf währungsbereinigter Basis schränkt das Risiko großer grenzüberschreitender Abflüsse in Dollar-Rentemärkte (wie 2015 bis 2017) derzeit stark ein.

## 7 CHINA: DIE POLITIK TUT GERADE GENUG

Es ist davon auszugehen, dass sich Chinas „holprige Abschwächung“ fortsetzt. Wie holprig diese Verlangsamung ist, hängt auch von den schwindenden Spannungen zwischen China und den USA ab. Zudem geben sich die politischen Entscheidungsträger in Peking offenbar zunehmend mit einem langsameren, aber gesünderen Wachstumskurs zufrieden.

Trotzdem: Die Politik ist in China eher nach wie vor reaktiv. Es darf politikseitig ruhig mehr Unterstützung gewährt werden, um die Abwärtsrisiken zu begrenzen –

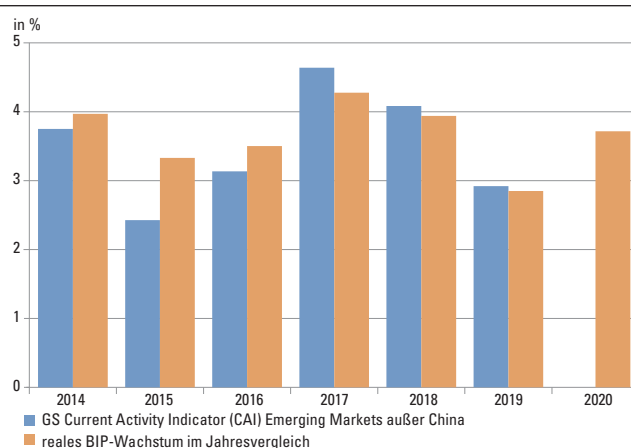
**ABB. 2: RENTEN – ABFLÜSSE IN DOLLAR UNWAHRSCHEINLICH**



Das überlegene Wertversprechen des Euro-Markts auf währungsbereinigter Basis schränkt das Risiko großer grenzüberschreitender Abflüsse in Dollar-Rentemärkte (wie 2015 bis 2017) derzeit stark ein.

Quelle: US Department of Treasury, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 21.11.2019

**ABB. 3: STÄRKERES WACHSTUM IN DEN EMERGING MARKETS**



Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) könnte 2020 in den EM wieder merklich zulegen – die Wachstumsschwäche, die die Schwellenländer im Vergleich zu 2017 und 2018 gezeigt haben, wäre damit beendet.

Quelle: Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 21.11.2019

zum Beispiel, wenn sich die Handels- und Industrietätigkeiten nicht von ihrem jüngsten Tiefpunkt erholen. Steuer- und Finanzierungsmaßnahmen (wie die Erhöhung der Quote für besondere Anleihen) dürften die erste Wahl sein. Die Analysten von Goldman Sachs erwarten in der Folge eine leichte Aufwertung des Yuan gegenüber dem US-Dollar.

Eine Entspannung zwischen den USA und China sollte es Anlegern auch ermöglichen, sich wieder auf chinesische Onshore-Vermögenswerte zu konzentrieren, die ihren Anteil in den internationalen Aktien- und Anleihenindizes zunehmend vergrößern. Internationale Mittelflüsse waren ein wichtiger Teil der Outperformance der chinesischen A-Aktien im Jahr 2019. Angesichts der gestiegenen Bewertungen bieten chinesische H-Aktien möglicherweise eine bessere Mischung aus Gewinnwachstum und Bewertung.

## 8 EMERGING MARKETS: BESSERES WACHSTUM, MODERATE RENDITEN

2019 endete voraussichtlich mit dem schwächsten Wachstum im Emerging Markets-Komplex ohne China seit 2015. Das Wachstum war unterdurchschnittlich in fast allen wichtigen EM-Ländern, einschließlich Indien, Mexiko, Russland, Brasilien und Südafrika. Diese Abwärtsverschiebung der Wachstumsdynamik im Vergleich zu 2017 und 2018 hat dazu geführt, dass die Produktionslücken weiterhin groß sind und die Inflation auf breiter Front zurückgegangen ist. Die EM-Zentralbanken können vor diesem Hintergrund deutliche Zinssenkungen umsetzen. Die gute Nachricht ist, dass diese kumulierte Lockerung der inländischen Finanzlage, die anhaltend niedrigen Ölpreise und ein besseres Bild des externen Wachstums in den USA und im Euroraum im kommenden Jahr ein rasches Wachstum der Schwellenländer ermöglichen dürften, insbesondere wenn wir abnehmende Handelsspannungen zwischen den USA und China sehen.

Trotz des besseren Wachstums sind die Renditeprofile für das kommende Jahr im Vergleich zu 2019 möglicherweise bescheidener. Zweistellige Renditen des EM-Hartwährungsindex, des Anleihenindex in lokaler Währung und des EM-Aktienindex wiederholen sich wahrscheinlich nicht. Trotzdem dürften die stärkeren Wachstumsaussichten, die günstige Inflations- und Geldpolitik und das in die Ferne gerückte Risiko der nächsten globalen



Rezession für moderate positive Renditen in den Schwellenländern sorgen. Die Gesamtrendite dürfte bei Schwellenländeraktien am höchsten sein, obwohl angesichts des großen asiatischen Gewichts im Schwellenländeraktienindex viel davon abhängt, wie sich der Handelskonflikt zwischen den USA und China entwickelt.

## 9 ROHSTOFFE: GROSSE HERAUSFORDERUNGEN FÜR PRODUZENTEN

Die rohstoffproduzierende Industrie verfügt weiterhin über zu viel Kapazität, im Verhältnis zu den Einnahmen sind die Schulden zu hoch, außerdem produziert die gesamte Industrie zu kohlenstoffintensiv. Trotz hoher Rohstoffpreise – etwa für Öl und Kupfer – waren die Finanzmärkte an Investitionsprojekten weitgehend uninteressiert. Ohne Zugang zu den Kapitalmärkten konzentrieren sich die Old-Economy-Unternehmen der Rohstoffindustrie 2020 voraussichtlich weiterhin darauf, ihre Überkapazitäten, zu hohen Schulden und zu großen Umweltverschmutzungen zu beseitigen. Drei Themen dürfen das Jahr bestimmen:

**Konsolidierung:** Die Renditen in den Old-Economy-Unternehmen der Rohstoffindustrie sind extrem schlecht und decken die Kapitalkosten nicht ab. Ein Mangel an Kapitaldisziplin hat einst zu viele Unternehmen hervorgebracht. In den USA machen fünf Unternehmen 79 Prozent der handelbaren Marktkapitalisierung aus, der Rest entfällt auf 47 Unternehmen. Um die Kapazitäten zu reduzieren, könnten sich selbst finanzierende Großunternehmen, die keinen Zugang zu den Kapitalmärkten benötigen, die Konsolidierung vorantreiben.

**Entschuldung:** Eine finanzielle Entschuldung der Rohstoffkonzerne lässt sich auf zwei Arten erreichen: entweder durch Gewinnwachstum in Verbindung mit einem starken zyklischen Umfeld wie 2017/18 oder durch eine Reduzierung der Verschuldung. Es ist wahrscheinlich, dass ohne die Bereitschaft Chinas, Investitionen anzukurbeln, die Entschuldung stärker auf den Schuldenabbau ausgerichtet sein wird.

**Entkarbonisierung:** Der Klimawandel rückte 2019 auch durch eine Vielzahl von Wetterereignissen wieder verstärkt auf die Agenda. Eine negative Auswirkung der laufenden Diskussionen ist für Old-Economy-Unternehmen der Rohstoffindustrie sicherlich, dass viele Finanzmittel in nachhaltig investierende Fonds flossen, während den Rohstoffproduzenten der Zugang zum Kapitalmarkt weitgehend verschlossen blieb. Erschwerend kommt hinzu: 2020 könnte der Kampf Chinas gegen die Luftverschmutzung dazu führen, dass China noch mehr Kohle auf den bereits übersättigten Märkten anbietet, sodass der Kohlepreis weiter sinken könnte.

## 10 MARKTLIQUIDITÄT: RISIKEN BLEIBEN

Die Verschlechterung der Marktliquidität dürfte auch 2020 ein Problem sein, die Anfälligkeit der Rentenmärkte könnte hoch bleiben. Im September waren die US-Geldmärkte stark unter Druck geraten, da die Reposätze über Nacht um rund zehn Prozent stiegen und die zum Jahresende 2018 erreichten Höchststände übertrafen. Die Fed hat daraufhin eine neue Runde permanenter Offenmarktgeschäfte (POMO) gestartet. Bis mindestens zum Beginn des zweiten Quartals 2020 will die Fed Staatsschuldtitel mit kurzer Laufzeit im Wert von 60 Milliarden US-Dollar pro Monat erwerben.

Durch die Erhöhung der Bilanz der Fed wird erwartet, dass diese Käufe die Höhe der überschüssigen Reserven wieder auf ein Niveau bringen, das die Repo-Märkte liquider macht. Über eine daraus – so die Hoffnung – resultierende höhere Kreditvergabe will die Fed die Konjunktur ankurbeln.

Die in diesem Beitrag dargestellten Gedanken und Abbildungen stammen aus der Publikation „Top Ten Market Themes for 2020: Learning to Fly Without the Fed“, Lotfi Karoui und Zach Pandl, die von Goldman Sachs Economics Research am 21. November 2019 herausgegeben wurde.



## AUSWIRKUNGEN VON TRANSAKTIONS- UND DEPOTKOSTEN

# Brutto oder netto?

Als feste Rubrik zeigt Goldman Sachs im KnowHow-Magazin eine Matrix, die die Auswirkungen von Transaktionskosten und weiteren Gebühren auf die Nettorendite verdeutlicht.

KnowHow zeigt als feste Rubrik eine Matrix, die die Auswirkungen von Transaktionskosten und sonstigen Entgelten auf die Rendite darstellt. Bei Wertpapiergeschäften müssen Anleger schließlich Transaktionskosten berücksichtigen. Hierzu zählen Ordergebühren der Bank, aber auch Börsenplatzentgelte (sofern es sich um eine Börsenorder handelt) oder Kosten für das Setzen von Limits. Zum anderen können Depotkosten die Wertpapiergeschäfte verteuern. Je nach Gebührenmodell der Bank können fixe Depotkosten anfallen, aber auch ein bestimmter Prozent- oder Promillesatz des Depotvolumens.

In der KnowHow findet sich seit November 2011 eine Tabelle, die Nettorenditen bei unterschiedlichen Kosten auflistet. Bei Ordervolumen von 1.000 Euro bzw. 5.000 Euro werden beispielhaft Gesamtkosten von 0, 10, 25 oder 50 Euro herangezogen. Die Nettorenditen werden anhand von Investmentzeiträumen von drei, sechs oder 18 Monaten berechnet.

Ein Beispiel: Ein Anleger erzielt einen Gewinn von 10 Prozent. Entstehen ihm keinerlei Kosten, so beträgt die annualisierte Rendite bei drei Monaten Haltedauer  $(1 + 10\%)^{(12/3)} - 1 = 46,41\%$ . Bei sechs Monaten Investmentzeitraum wären es

$(1 + 10\%)^{(12/6)} - 1 = 21,00\%$ , bei 18 Monaten 6,56%. Kosten von 10 Euro – bei einer Anlagesumme von 1.000 Euro genau 1 Prozent – führen dazu, dass die Nettorendite p.a. bei drei Monaten Haltedauer von 46,41 Prozent auf  $[(1 + 10\%) / (1 + 1\%)]^{(12/3)} - 1 = 40,70\%$  sinkt. Vergeht zwischen Kauf und Verkauf eine längere Zeit, ist die Auswirkung der Kosten geringer. So würde die Nettorendite p.a. bei 18 Monaten Haltedauer von 6,56 Prozent auf 5,86 Prozent sinken. Höhere Gebühren schlagen sich noch deutlicher nieder, wie die Tabelle zeigt.

### BEISPIELE: AUSWIRKUNG VON TRANSAKTIONS-KOSTEN UND SONSTIGEN ENTGELTEN AUF RENDITEN IN % UND RENDITEN IN % P.A.

Kosten insgesamt <sup>1)</sup>		0 EUR					10 EUR					25 EUR					50 EUR				
Ordervolumen 1.000 EUR	Brutto- rendite in %	Netto- rendite in %	Laufzeit			Netto- rendite in %	Laufzeit			Netto- rendite in %	Laufzeit			Netto- rendite in %	Laufzeit						
	3 Monate	6 Monate	18 Monate	3 Monate	6 Monate		18 Monate	3 Monate	6 Monate		18 Monate	3 Monate	6 Monate		18 Monate	3 Monate	6 Monate	18 Monate			
																			Kosten: 0%	Kosten: 1%	
	Nettorendite in % p.a.			Nettorendite in % p.a.			Nettorendite in % p.a.			Nettorendite in % p.a.			Nettorendite in % p.a.								
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,99%	-3,90%	-1,97%	-0,66%	-2,44%	-9,40%	-4,82%	-1,63%	-4,76%	-17,73%	-9,30%	-3,20%			
2,50%	2,50%	10,38%	5,06%	1,66%	1,49%	6,07%	2,99%	0,99%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-2,38%	-9,19%	-4,71%	-1,59%					
5,00%	5,00%	21,55%	10,25%	3,31%	3,96%	16,81%	8,08%	2,62%	2,44%	10,12%	4,94%	1,62%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%					
7,50%	7,50%	33,55%	15,56%	4,94%	6,44%	28,34%	13,29%	4,25%	4,88%	20,99%	9,99%	3,23%	2,38%	9,87%	4,82%	1,58%					
10,00%	10,00%	46,41%	21,00%	6,56%	8,91%	40,70%	18,62%	5,86%	7,32%	32,64%	15,17%	4,82%	4,76%	20,45%	9,75%	3,15%					
15,00%	15,00%	74,90%	32,25%	9,77%	13,86%	68,08%	29,64%	9,04%	12,20%	58,45%	25,88%	7,97%	9,52%	43,89%	19,95%	6,25%					
20,00%	20,00%	107,36%	44,00%	12,92%	18,81%	99,27%	41,16%	12,18%	17,07%	87,86%	37,06%	11,08%	14,29%	70,60%	30,61%	9,31%					
25,00%	25,00%	144,14%	56,25%	16,04%	23,76%	134,61%	53,17%	15,27%	21,95%	121,18%	48,72%	14,15%	19,05%	100,86%	41,72%	12,33%					
30,00%	30,00%	185,61%	69,00%	19,11%	28,71%	174,47%	65,67%	18,33%	26,83%	158,75%	60,86%	17,17%	23,81%	134,97%	53,29%	15,30%					
Ordervolumen 5.000 EUR			Kosten: 0%				Kosten: 0,20%				Kosten: 0,50%				Kosten: 1,00%						
			Nettorendite in % p.a.				Nettorendite in % p.a.				Nettorendite in % p.a.				Nettorendite in % p.a.						
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,20%	-0,80%	-0,40%	-0,13%	-0,50%	-1,98%	-0,99%	-0,33%	-0,99%	-3,90%	-1,97%	-0,66%				
	2,50%	2,50%	10,38%	5,06%	1,66%	2,30%	9,50%	4,64%	1,52%	1,99%	8,20%	4,02%	1,32%	1,49%	6,07%	2,99%	0,99%				
	5,00%	5,00%	21,55%	10,25%	3,31%	4,79%	20,58%	9,81%	3,17%	4,48%	19,15%	9,16%	2,96%	3,96%	16,81%	8,08%	2,62%				
	7,50%	7,50%	33,55%	15,56%	4,94%	7,29%	32,48%	15,10%	4,80%	6,97%	30,91%	14,42%	4,59%	6,44%	28,34%	13,29%	4,25%				
	10,00%	10,00%	46,41%	21,00%	6,56%	9,78%	45,24%	20,52%	6,42%	9,45%	43,52%	19,80%	6,21%	8,91%	40,70%	18,62%	5,86%				
	15,00%	15,00%	74,90%	32,25%	9,77%	14,77%	73,51%	31,72%	9,62%	14,43%	71,45%	30,94%	9,40%	13,86%	68,08%	29,64%	9,04%				
	20,00%	20,00%	107,36%	44,00%	12,92%	19,76%	105,71%	43,43%	12,77%	19,40%	103,26%	42,57%	12,55%	18,81%	99,27%	41,16%	12,18%				
	25,00%	25,00%	144,14%	56,25%	16,04%	24,75%	142,20%	55,63%	15,89%	24,38%	139,32%	54,70%	15,65%	23,76%	134,61%	53,17%	15,27%				
30,00%	30,00%	185,61%	69,00%	19,11%	29,74%	183,34%	68,33%	18,96%	29,35%	179,97%	67,32%	18,72%	28,71%	174,47%	65,67%	18,33%					

Bei sämtlichen Renditeangaben in der KnowHow, wie etwa Bonusrenditen oder Maximalrenditen, handelt es sich um Bruttoangaben. Wenn Anleger beim Handel von Zertifikaten oder Hebelprodukten Transaktionskosten aufwenden müssen oder Depotgebühren zahlen, reduziert sich die spätere Nettorendite. Wie stark die Transaktions- und Depotkosten ins Gewicht fallen, hängt u.a. von Anlagebetrag, Haltedauer und Höhe der Rendite ab. Die Tabelle gibt einen Überblick über die Auswirkungen der Kosten. Ein Beispiel (eingerahmte Zahlen): Ein Anleger investiert 1.000 EUR; eine (Brutto-)Rendite von 10% wird ausgewiesen. Bei Kosten von insgesamt 1% sinkt die Nettorendite auf  $(1 + 10\%) / (1 + 1\%) - 1 = 8,91\%$ . Die annualisierte Rendite würde bei einer Haltedauer von 3 Monaten  $(1 + 8,91\%)^{(12/3)} - 1 = 40,7\%$  betragen. Bei Haltedauern von 6 oder 18 Monaten liegen die annualisierten Renditen nach Kosten bei 18,62% bzw. 5,86%. 1) Transaktions- und Depotkosten; Quelle: Goldman Sachs International

## TECHNISCHE ANALYSE

## Brent-Rohöl; DAX®-Index

ABB. 1: BRENT-ÖL, MITTELFRISTIG



Die Ölsorte Brent befindet sich in einer sehr interessanten Chartlage. Die im Schaubild angelegten Auf- und Abwärtslinien liegen momentan bei 57,50 und 69,50. Ein Brechen einer dieser Linien sollte den Weg in die jeweilige Richtung ebnen. Vor dem Hintergrund eines negativen Trendfolgers, MACD, und eines ebenfalls negativen Stochastikindicators geht der Autor davon aus, dass sich dieses Öl kurzfristig noch an der unteren Linie reiben wird und sie wahrscheinlich sogar leicht bricht. Allerdings sind weitere Unterstützungen in Form

der August- und September-2019-Tiefs bei 56 vorhanden, die dem Rohstoff insgesamt helfen sollten. Ich gehe davon aus, dass nach Erreichen eines kleinen Verlaufstiefs zwischen 56 und 58 die Technik sich so weit abgebaut haben wird, dass der Markt sie als Sprungbrett benutzt, um den Bereich von 69 erneut ins Visier zu nehmen.

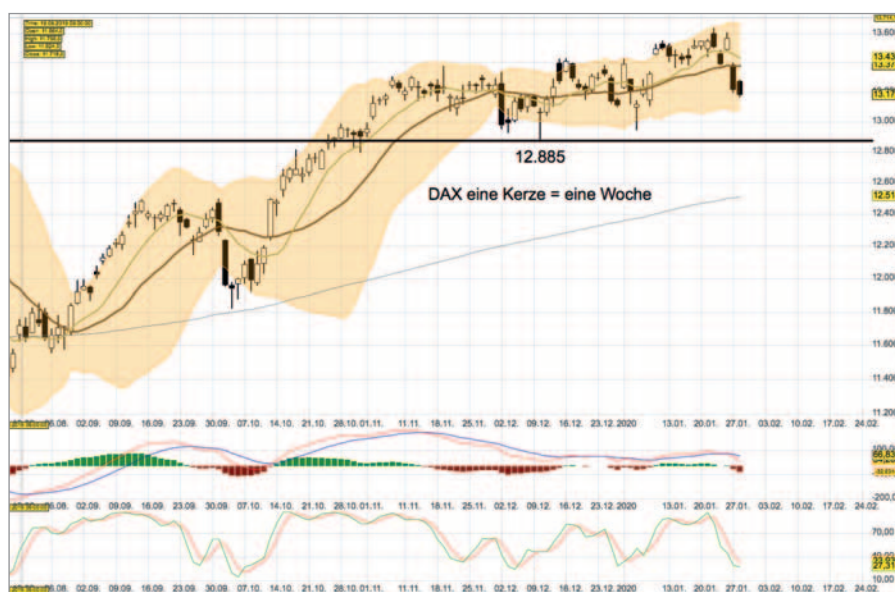
**Fazit:** Etwas Geduld mitbringen; das Verhalten an der 57,50 beobachten und bei Stabilisierungsansätzen eher den Weg nach oben annehmen.



Christian Schlegel (Jahrgang 1965) betreibt den professionellen Börsenhandel seit mehr als 30 Jahren. Schon frühzeitig publizierte der ehemalige Börsenmakler mit Schwerpunkt Derivate eine wöchentliche, rein technische Analyse, die an institutionelle Marktteilnehmer gesendet wurde. Seit 2010 hält Christian Schlegel Seminare und Webinare sowohl für Banken als auch für die Deutsche Börse AG ab und bildet Privatanleger aus.

Der Autor ist gern gesehen als Redner auf Messen und Börsentagen, als Gesprächspartner bei N-TV sowie als Publizist in verschiedenen Fachmagazinen. Auf [www.schlegel-trading.com](http://www.schlegel-trading.com) veröffentlicht er regelmäßig Analysevideos, die auch auf YouTube zu sehen sind, und leitet auf Facebook die Gruppe DAX Trader von Finanzen.net.

ABB. 2: DAX®-INDEX, MITTELFRISTIG



## FAKTOR-ZERTIFIKATE

# Mit konstantem Hebel anlegen

Unter den Hotlines 0800 674 63 67 sowie 069 7532 1111 können Anleger die Optionsschein- und Zertifikateexperten von Goldman Sachs täglich zwischen 08:00 und 20:00 Uhr erreichen. Dort beantworten wir Fragen rund um unsere Produkte. In der Serie Expertenwissen greift KnowHow fortlaufend wichtige Fragestellungen auf. In dieser Ausgabe beschäftigen wir uns mit der Funktionsweise von Faktor-Zertifikaten.

Wie funktionieren Faktor-Zertifikate, und wie unterscheiden sie sich von anderen Hebelprodukten wie Turbos oder Mini-Futures?

Goldman Sachs bietet Anlegern aktuell verschiedene Arten von Hebelprodukten an. Neben Knock-out-Produkten, zu denen Mini-Futures und Turbos gehören, können Investoren aus Optionsscheinen und Faktor-Zertifikaten wählen. Mit sämtlichen Hebelprodukten können Anleger überproportional – also mit Hebel – an der Kursentwicklung einer Aktie, eines Index oder eines anderen Basiswerts teilnehmen. Alle bieten hohe Gewinnchancen, denen jedoch auch hohe Verlustrisiken gegenüberstehen. Schlimmstenfalls kann es zum Totalverlust des eingesetzten Geldes kommen. Zu beachten ist, dass Faktor-Zertifikate nur für sehr erfahrene Anleger mit einem sehr kurzen Anlagehorizont geeignet sind. Darauf hat jüngst auch die BaFin in einem Artikel hingewiesen (BaFin Journal, Januar 2020, Seite 14 ff.).

## BÖRSENTÄGLICH KONSTANTER HEBEL

Das Besondere an Faktor-Zertifikaten ist der börsentäglich konstante Hebel, der diesen Produkttyp von anderen Hebelprodukten unterscheidet. Sie unterliegen im Gegensatz zu Optionsscheinen keinen Volatilitätseinflüssen und bilden die Kursentwicklung des jeweiligen Basiswerts beinahe linear ab. Ähnlich wie Mini-Futures und Turbos haben Faktor-Zertifikate eine Barriere, die sogenannte Stop-Loss-Barriere. Sie liegt bei Long-Produkten um einen bestimmten Prozentsatz über dem aktuellen Basispreis, bei Short-Produkten darunter.

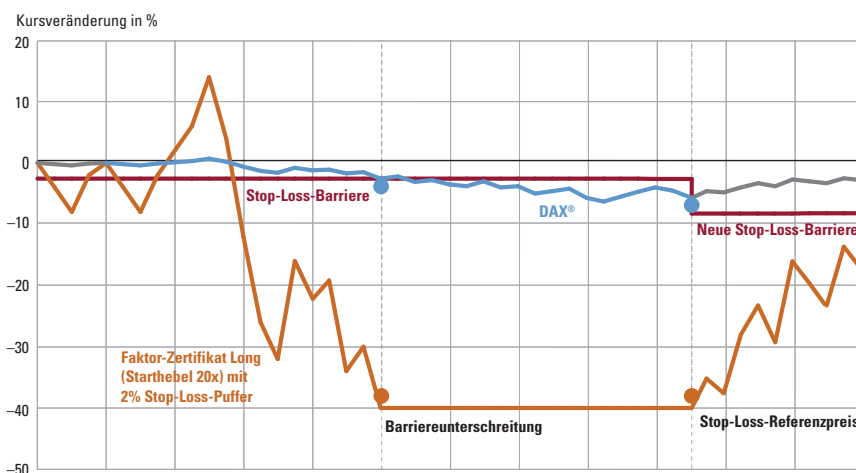
Der Basispreis gilt als Grundlage zur Berechnung des aktuellen Preises des Produkts. Die positive Differenz zum aktuellen Kurs des Basiswerts ergibt unter Berücksichtigung des Bezugsverhältnisses und des Aufgelds den aktuellen Preis des Hebelprodukts. Der anfängliche Abstand zwischen Stop-Loss-Barriere und Basiswertkurs wird auch als Stop-Loss-Puffer

bezeichnet. Allerdings weisen Knock-out-Produkte (Mini-Futures und Turbos) beim Verletzen der „Barriere“ Unterschiede zu Faktor-Zertifikaten auf.

## FAKTOR-ZERTIFIKATE LEGEN EINE RUHEPAUSE EIN

Bei Faktor-Zertifikaten kommt es nicht wie bei den Knock-out-Produkten zum sofortigen Ende der Laufzeit, sondern nur zu einer Ruhepause mit dem nachfolgenden „Anpassungsprozess“, eine Besonderheit dieser Produktkategorie. Sollte es also zu einer Verletzung der Stop-Loss-Barriere kommen, wird das Faktor-Zertifikat zunächst kurzfristig vom Handel ausgesetzt und die Emittentin legt den Stop-Loss-Referenzpreis fest. Auf Basis des Stop-Loss-Referenzpreises wird die Emittentin die Ausstattungsmerkmale Basispreis, Stop-Loss-Barriere und Bezugsverhältnis untertäglich so anpassen, dass der Hebel wieder auf sein Ausgangsniveau zurückgesetzt wird. Im Anschluss ist das Produkt dann wieder handelbar.

**ABB. 1: FAKTOR-ZERTIFIKATE LEGEN BEIM STOP-LOSS NUR EINE PAUSE EIN**



Der Chart zeigt das Beispiel eines Faktor-Zertifikats Long mit Faktor 20x auf den DAX®. Der Abstand zur Stop-Loss-Barriere (Stop-Loss-Puffer) beträgt zwei Prozent. Während des Handelstages unterschreitet der DAX® diese Barriere. Daher legt das Faktor-Zertifikat zunächst eine Pause ein und wird später, nach der untertägigen Anpassung, „neu gestartet“. *Quelle: Goldman Sachs International*

Unabhängig davon, ob die Stop-Loss-Barriere während eines Tages verletzt worden ist oder nicht, findet in jedem Fall börsentäglich eine Anpassung des Basispreises, der Stop-Loss-Barriere und des Bezugsverhältnisses statt, wodurch der Hebelfaktor des Zertifikats wieder auf sein Ausgangsniveau zurückgesetzt wird. Beim DAX® findet diese Anpassung beispielsweise an jedem Börsenhandelstag gegen 17:30 Uhr statt.

## TÄGLICH ANGEPASTER HEBEL: VORTEILE UND RISIKEN

Der täglich konstante Hebel bietet eine Reihe von Vorteilen. So können Anleger bei Börsenbeginn mit einem gewünschten Faktor an der Wertentwicklung eines Basiswerts teilhaben und haben zusätzlich eine gewisse Absicherung, falls es zu einem



Erreichen der Stop-Loss-Barriere kommt. Zusätzlich wird das Verwässern, also ein Absinken des Hebels, vermieden, wenn ein Anleger mit seiner Markterwartung mehrere Tage lang richtig liegt.

Auf der anderen Seite vergrößert sich der Hebel nicht, wenn sich der Basiswert in die „falsche“ Richtung bewegt. Die Laufzeit des Faktor-Zertifikats ist grundsätzlich unbegrenzt. Allerdings endet die Laufzeit unter anderem dann, wenn es zu einem Knock-out kommt. Dies ist dann der Fall, wenn der innere Wert des Produkts zum Anpassungszeitpunkt während der untertägigen Anpassung bei Verletzung der Stop-Loss-Barriere bzw. während der börsentäglichen Anpassung auf einen Wert von 0,20 Euro oder weniger sinkt. Für die Ermittlung des inneren Werts eines Faktor-Zertifikats wird der Kurs des Basiswerts unmittelbar vor dem Anpassungszeitpunkt bzw., falls ein Stop-Loss-Ereignis eingetreten sein sollte, der Stop-Loss-Referenzpreis herangezogen. Zusätzlich sollten Anleger beachten, dass die Emittentin berechtigt ist, die Faktor-Turbos kurzfristig zu kündigen. Bei Faktor-Zertifikaten besteht das Risiko eines Totalverlusts des eingesetzten Kapitals.

Aufgrund der börsentäglichen Anpassung besteht bei Faktor-Zertifikaten die Besonderheit, dass Verluste bis hin zum Totalverlust auch bei einer Seitwärtsbewegung des Basiswerts möglich sind. Der Verlust im Seitwärtsmarkt ist umso größer, je höher der Hebel ist, je schwankungsintensiver die Seitwärtsbewegung vonstatten geht und je länger die Haltedauer des Faktor-Zertifikats ist. Anleger können über mehrere Tage hinweg selbst dann Verluste erleiden, wenn sich der Basiswert positiv entwickelt. Die empfohlene Haltedauer für Faktor-Zertifikate ist daher ein Tag. Faktor-Zertifikate eignen sich nicht für längerfristige Anlagestrategien, sondern nur für kurzfristige Anlagen.

## FAKTOR-ZERTIFIKATE, TURBOS, MINI-FUTURES: DIE UNTERSCHIEDE

Die Stop-Loss-Barriere und die täglich konstanten Hebel sind die zentralen Unterschiede zwischen Faktor-Zertifikaten und anderen Hebelprodukten. Bei Turbos sind durch die fehlende Stop-Loss-Barriere weit höhere Hebel möglich. Außerdem verringert sich der Hebel des Produkts, wenn der Basiswert in die „richtige“ Richtung läuft, und steigt, wenn sich der Basiswert in die „falsche“ Richtung entwickelt.

Analog zu den Turbos kann es auch bei Mini-Futures zu einer Veränderung des Hebels kommen, wenn sich der Preis des Basiswerts bewegt. Außerdem hat eine Verletzung der Knock-out-Barriere bei Mini-Futures gravierendere Auswirkung als eine Verletzung der Stop-Loss-Barriere bei Faktor-Zertifikaten. So endet bei einer Verletzung der Knock-out-Barriere die Laufzeit des Mini-Futures sofort, und der Anleger erhält gegebenenfalls einen Restwert ausbezahlt.

Das Faktor-Zertifikat wird bei Verletzung der Stop-Loss-Barriere untertägig angepasst. Zusammenfassend spricht für Faktor-Zertifikate der täglich konstante Hebel, der zu hohen Gewinnen führen kann, wenn sich der Basiswert über mehrere Tage hinweg in Richtung der Anlegererwartung bewegt. Allerdings stehen den hohen Gewinnchancen auch hohe Verlustrisiken bis hin zum Totalverlust gegenüber. Zu beachten ist auch, dass sich Faktor-Zertifikate in Seitwärtsmärkten in der Regel schlechter



**PHILIPP MÖBIUS**

Private Investor Products Group  
Goldman Sachs International  
London

entwickeln als Mini-Futures. Kursverluste können nur mit einer geringen Wahrscheinlichkeit wieder aufgeholt werden. Der innere Wert eines Faktor-Zertifikats lässt sich aus Basiswertkurs, Basispreis, Bezugsverhältnis und gegebenenfalls Wechselkurs einfach und nachvollziehbar errechnen.

Anleger, die in Faktor-Zertifikate investieren wollen, finden diese Produkte auf [www.gs.de](http://www.gs.de), indem sie auf „Produkte“ klicken und anschließend „Hebelprodukte“ und „Faktor-Zertifikate“ auswählen. Mitte Januar konnten Investoren auf GS Markets bzw. [www.gs.de](http://www.gs.de) aus mehr als 38.000 Produkten wählen. Um das passende Produkt zu finden, können Anleger zunächst den gewünschten Basiswert auswählen und bestimmte Kriterien voreinstellen, beispielsweise den Emittenten, den Hebel oder auch die Zahl der möglichen Prämienpunkte.

Quelle: Goldman Sachs Securities Division;  
Stand: 17.01.2020

Produkte	Hebel (Faktor)	Verkauf	Kauf
Morgan Stanley <b>Analog Devices 10x Long Factor Certificate</b>	10,0	7,87	8,82
BNP Paribas <b>DAX 10x Factor Certificate</b>	10,0	0,41	0,42
Morgan Stanley <b>Mondelez 10x Short Factor Certificate</b>	10,0	5,96	6,39



IM GESPRÄCH: ALLEN CHANG, GOLDMAN SACHS

## Kurz beleuchtet ... Die neue Rolle Vietnams im chinesischen Technologiesektor

Die wachsende Bedeutung der Fertigung chinesischer Firmen in Vietnam haben wir bereits in der KnowHow-Printausgabe von Dezember 2019 vorgestellt. Vor allem Technologiefirmen suchen Schutz vor den Auswirkungen des Handelskonflikts zwischen den USA und China und erweitern ihre Fertigungskapazitäten in Vietnam, um dort alle möglichen Geräte von AirPods bis zu Fernsehgeräten herzustellen. Allen Chang, Leiter des Goldman Sachs Greater China Technology Research Teams, besuchte unlängst Industrieparks in Vietnam, um vor Ort mit nach dorthin expandierenden Technologiefirmen zu sprechen.



**Wenn man an die konkurrenzlose Position von China im technologischen Fertigungsbereich denkt, warum zieht es Technologiefirmen von China nach Vietnam?**

**Allen Chang** Vietnam ist für diese Firmen eine interessante Perspektive, weil die Lohnkosten geringer sind, US-amerikanische Zölle umgangen werden können und für Technologieunternehmen steuerliche Anreize geboten werden. Auch wenn einige der Hersteller, mit denen wir uns unterhalten haben, schon seit 2008 in Vietnam präsent sind, haben die Apple-Zulieferer FIT Hon Teng und Luxshare,



**ALLEN CHANG**Global Investment Research  
Hongkong

Allen Chang leitet das Greater China Technology Research Team. Er begann im Jahr 2019 als Managing Director bei Goldman Sachs. Zuvor war er Leiter des Bereichs Greater China Technology and Telecom bei Macquarie, Smartphoneanalyst in der Bank of America Merrill Lynch und Tech-Components-Analyst bei Barclays.

Bevor er in die Finanzbranche wechselte, arbeitete Allen Chang bei diversen Technologiefirmen als Softwareingenieur, Produktmanager und Beschaffungsmanager. Er wurde 2015 und 2017 von Institutional Investor als Stockpicker Nummer eins, 2016 und 2018 als Nummer zwei und 2018 als Stockpicker Nummer zwei von Thomson Reuters hervorgehoben. Allen Chang hält einen Master of Business Arts der National Chengchi University, Taipeh.

---

**„VIETNAM WIRD WAHRSCHEINLICH MEHR WERT IN DER  
ENDMONTAGE BIETEN ALS BEI HIGH-END-FERTIGUNGSPROZESSEN,  
WIE BAUTEILENTWICKLUNG, PANELPRODUKTION ODER HALBLEITERHERSTELLUNG.  
GENAU DAS KÖNNEN WIR BEI DEN UNTERNEHMEN BEOBACHTEN,  
DIE SICH FÜR EINE VERLAGERUNG ENTSCIEDEN HABEN.“**

---

die beide demnächst Fabriken in Vietnam eröffnen, insbesondere auf die Handelsauseinandersetzungen zwischen den USA und China als Grund dafür verwiesen. Auch Hon Hai – besser unter dem Namen Foxconn bekannt – und deren Tochterunternehmen haben in Vietnam investiert, obwohl eine schon früher geplante Fabrik in Wisconsin demnächst fertiggestellt wird. TCL Electronics baut seine Fernsehmontagekapazitäten in Vietnam wie auch in Mexiko spezifisch für den amerikanischen Markt aus.

#### **Ist also eine Massenverlagerung der Produktionskapazitäten von China nach Vietnam zu erwarten?**

**Allen Chang** Die Lohnkosten sind eigentlich nicht so viel geringer, die direkten Lohnkosten machen weniger als 5 Prozent der Kosten für Waren aus, die an Ausrüstungshersteller verkauft werden, und das Automatisierungsniveau liegt im Vergleich zu China und nahegelegenen südostasiatischen Ländern viel niedriger. Ebenso können Personal und Schulungen ein Problem darstellen, es gibt weniger Leute in Vietnam,

die Englisch und Hochchinesisch sprechen. Einige chinesische Halbleiterhersteller sagen auch, dass der Mangel an Fachkräften mit Kenntnissen in fortschrittlichen Technologien einer Expansion in Vietnam hinderlich sein könnte. Wir meinen daher, dass es für manche Unternehmen letztlich sinnvoller sein wird, die Kosten für die Zölle zu tragen und eher auf die bereits bestehende Lieferkette in China zurückzugreifen, als die zusätzlichen Kosten für Transport, Infrastruktur und Schulungen in Vietnam absorbieren zu müssen. Unsere Erkenntnis ist, dass Vietnam wahrscheinlich mehr Wert bei Back-End-Prozessen, wie z.B. Endmontage, bieten wird als bei High-End-Fertigungsprozessen, wie Bauteilentwicklung, Panelproduktion oder Halbleiterherstellung. Und genau das können wir bei den Unternehmen beobachten, die sich für eine Verlagerung entschieden haben.

#### **Wie wirkt sich das auf Vietnam aus?**

**Allen Chang** Diese Verlagerung führt zu neuem Handel und neuen Investitionen. Im September lagen die Exporte von China

bei elektronischen Produkten und Komponenten nach Vietnam mit 3,2 Milliarden US-Dollar im Vergleich zum Vorjahr um 24 Prozent höher, während die Exporte dieser Produkte in den US-amerikanischen Markt seit Beginn des Jahres bis September um 77 Prozent gewachsen sind. Ausländische Direktinvestitionen nehmen weiterhin zu, so hat neues Stammkapital im September auf Jahresbasis einen Zuwachs von 187 Prozent verzeichnet, neue ausländische Investitionsprojekte sind um 34 Prozent gestiegen. Einige Hersteller, mit denen wir uns unterhalten haben, prognostizierten eine Verlagerung auf breiterer Basis weg von der zentralisierten Produktion in China hin zu einer eher regionalen Ausrichtung, um wirtschaftspolitische Risiken zu minimieren. In Vietnam ist sich die Regierung jedenfalls bereits der Anfangsschwierigkeiten solcher Verlagerungen bewusst und warnt schon jetzt vor möglichen großen Stromlücken ab 2021 infolge der gesteigerten Nachfrage.

---

Die Fragen an und Antworten von Allen Chang erschienen in dem Goldman Sachs Newsletter „Briefings“ vom 17. Dezember 2019.



DEUTSCHER WIRTSCHAFTSBUCHPREIS 2019

# Algorithmen fürs Leben

Am. 17. Oktober 2019 erhielt der britische Ökonom und Bestsellerautor Paul Collier auf der Frankfurter Buchmesse den Deutschen Wirtschaftsbuchpreis 2019 für „Sozialer Kapitalismus! Mein Manifest gegen den Zerfall unserer Gesellschaft.“ Im Vorfeld hatten es zehn Titel in die engere Auswahl geschafft. Von dieser Shortlist stellt KnowHow jetzt „Wir und die intelligenten Maschinen“ von Jörg Dräger und Ralph Müller-Eiselt vor.

Krebs verhindern, bevor er entsteht. Verbrecher aufhalten, bevor etwas geschieht. Gerecht urteilen, ohne zu diskriminieren. Der Einsatz intelligenter Maschinen ist kein Wunschdenken von morgen, sondern Realität im Heute. Künstliche Intelligenz hilft derzeit bereits Ärzten, Polizisten oder Juristen, ihre Arbeit zu verbessern. Doch es gibt auch eine Kehrseite der KI-Medaille: So könnte das solidarische Gesundheitssystem durch unkontrollierte Datenauswertung, etwa die Einführung eines Bonus- und Malussystems, in Gefahr geraten, bestimmte Bevölkerungsgruppen könnten

benachteiligt oder einzelne Menschen Opfer digital ermittelter Wahrscheinlichkeiten werden. Es besteht das Risiko, dass sich diskriminierende Muster reproduzieren und soziale Ungerechtigkeiten verfestigen. Künstliche Intelligenz würde somit kollektive und individuelle Freiheiten und die soziale Gerechtigkeit einschränken oder gar erheblich mindern. Staatliche Kontrollmöglichkeiten wie das geplante Social-Credit-System in China ab 2020 und privatwirtschaftliche Manipulationsmöglichkeiten nehmen zu.

## KRITERIUM GEMEINWOHL

Ob die intelligenten Maschinen die Gesellschaft unterm Strich besser oder schlechter machen, ist laut Jörg Dräger und Ralph Müller-Eiselt noch offen. Ziel ihres Buches „Wir und die intelligenten Maschinen“ ist es, den Menschen Mut zuzusprechen und zu zeigen, wie intelligente Maschinen einer Gesellschaft dienen können. Da die künstliche Intelligenz von Menschen geschaffen wird, habe es der Mensch auch in der Hand, die Richtung der KI vorzugeben. Den Autoren ist es dabei wichtig, dass nicht nur die ökonomische Perspektive berücksichtigt wird. Eine gesellschaftliche Gestaltung sei mindestens genauso nötig. Intelligente Maschinen sind ein Fall fürs

Gemeinwohl. Deswegen beschreiben Dräger und Müller-Eiselt in ihrem Buch auch keine technischen Details, sondern stellen sich Fragen nach den sozialen Folgen und dem Gestaltungsbedarf von künstlicher Intelligenz: „Wie wirkt künstliche Intelligenz (KI) auf uns, unser Leben und unsere Gesellschaft? Wo können uns Algorithmen bereichern, wo gilt es, ihrer drohenden Allmacht Einhalt zu gebieten? Wer gewinnt und wer verliert durch den digitalen Wandel?“

## DAS MITEINANDER MENSCH-MASCHINE

Die Autoren gehen auf diese Fragen in ihrem Buch in drei Teilen und einem Ausblick ein. Im ersten Teil beschreiben sie, wie weitreichend sich das Leben der Menschen bereits verändert hat und warum Mensch und Maschine miteinander auskommen müssen. Im zweiten Teil zeigen sie, wie vielfältig Algorithmen eingesetzt werden können und welche Chancen, Risiken und Folgen das mit sich bringt.

Im dritten Teil machen sie Vorschläge für eine Gesellschaft, die algorithmische Systeme sinnvoll und effizient zu nutzen versteht, ohne dabei auf die nötige Transparenz und Regulierung zu verzichten, um dem immer möglichen Missbrauch vorzubeugen.

## Deutscher Wirtschaftsbuchpreis

Seit 2007 wird der Deutsche Wirtschaftsbuchpreis vergeben; initiiert vom Handelsblatt, der Frankfurter Buchmesse und der Strategieberatung Booz. Goldmann Sachs löste Letztere 2011 ab.

Unter dem Motto „Wirtschaft verstehen“ wählt eine renommierte Jury aus einer Shortlist mit zehn Büchern den Sieger. Verliehen wird der mit 10.000 Euro dotierte Preis im Herbst auf einer festlichen Gala im Rahmen der Frankfurter Buchmesse.



Jörg Dräger und Ralph Müller-Eiselt fordern in ihrem Buch „Wir und die intelligenten Maschinen“, das Verhältnis von Mensch und Maschine neu zu bewerten. Es sei wichtig, dass das Zusammenspiel von Mensch und Maschine gelingt. Will der Mensch die Kontrolle über die Maschine behalten, gilt es, die Algorithmen zu verstehen, die zunehmend in unseren Alltag eingreifen, und sich der mit ihnen einhergehenden Chancen und Risiken bewusst zu werden.

#### WER HAT WELCHE KOMPETENZEN?

Wenn das Ziel aktueller KI-Forschungsarbeit eine unterstützende Maschine beziehungsweise Software ist, die dem Menschen dienen soll, dann darf nicht nach einem Pendant für menschliche Intelligenz gestrebt werden. Meistens wird künstliche Intelligenz mit der menschlichen Intelligenz assoziiert, gleichgestellt und verglichen. Das menschliche Gehirn geht jedoch besser mit Kausalitäten um, digitale Assistenten hingegen sind dem menschlichen Gehirn bei der Herstellung von Korrelationen überlegen.

Korrelation und Kausalität dürfen nicht als gleichwertig betrachtet werden, denn nur so bleiben intelligente Maschinen digitale Assistenten, die sowohl dem Einzelnen wie auch der gesamten Menschheit unterstützend zur Seite stehen; KI sollte

weder Individuen noch Kollektive in ihrer freien und selbstbestimmten Entwicklung negativ beeinflussen oder gar gefährden. Eine Symbiose aus Mensch und Maschine gelingt daher nur durch klare Aufgabenteilung. Laut den Autoren sollte künstliche Intelligenz als Augmented Intelligence, also als erweiterte Intelligenz, verstanden werden. Zugleich muss der Mensch nicht nur kognitiv begreifen, sondern auch emotional akzeptieren, dass Algorithmen in vielen Bereichen einfach leistungsfähiger sind.

#### ETHISCHE GRUNDSÄTZE BEIM KI-EINSATZ

Deshalb muss der noch bestehende Handlungsspielraum genutzt werden, um Software vor dem Hintergrund der Risiken entsprechend zu entwickeln. „Nicht das technisch Mögliche, sondern das gesellschaftlich Sinnvolle muss der Maßstab sein“, schreiben Dräger und Müller-Eiselt. Eine Voraussetzung ist es dabei, entsprechende Kontrollinstrumente für Software und deren Entwicklung einzusetzen. Da sich die technologische Leistungsfähigkeit exponentiell entwickelt, sollten sich Kontrollinstrumente ebenso rasant entwickeln, weil nicht implementierte Kontrollinstanzen nachträglich teilweise nur schwer oder sogar gar nicht mehr zu installieren sind.

Angesichts der chinesischen und US-amerikanischen Dominanz bei der Entwicklung künstlicher Intelligenz ist ein Alleingang für Deutschland mit einer rein nationalen Zielsetzung nicht sinnvoll. Die Autoren setzen auf den europäischen Verbund. Da Europa nicht den autoritären Durchgriff Chinas hat oder die kommer-

zielle Marktmacht der USA, sollte es laut Dräger und Müller-Eiselt Werte und Wettbewerb verbinden. Innovation und Ethik sollten keine Gegensätze sein, sondern eine Balance von Gemeinwohl und individueller Freiheit ermöglichen. Bei diesem „dritten Weg“ wäre das Gemeinwohl wichtiger als in den USA und die individuelle Freiheit höher als in China.

#### DIE AUTOREN

**Jörg Dräger**, Jahrgang 1968, studierte Physik und Betriebswirtschaftslehre an der Universität Hamburg, machte seinen Master of Science an der Cornell University, New York, und promovierte dort in theoretischer Physik. Er war Senator für Wissenschaft und Forschung in Hamburg, Mitglied der Kultusministerkonferenz und stellvertretendes Mitglied des Bundesrates. Seit 2008 ist er Vorstandsmitglied der Bertelsmann Stiftung und verantwortlich für die Themen Bildung und Integration. Zugleich begleitet er als Geschäftsführer des Centrums für Hochschulentwicklung (CHE) junge Gründer.

**Ralph Müller-Eiselt**, Jahrgang 1982, arbeitet seit Ende 2010 bei der Bertelsmann Stiftung und leitet dort als Director das Programm Megatrends. Er erforscht, wie der digitale Wandel unsere Gesellschaft verändert. „Wir und die intelligenten Maschinen“ ist nach „Die digitale Bildungsrevolution“ bereits das zweite Buch, das Ralph Müller-Eiselt zusammen mit Jörg Dräger über Digitalisierung verfasst hat.



# Wirtschafts- und Unternehmenskalender

## Februar/März 2020

Dienstag, 11. Februar

### Bilanz Daimler

Der Automobilkonzern präsentiert auf der Jahrespressekonferenz 2020 die Ergebnisse des Geschäftsjahres 2019. Im Vorjahr musste Daimler einen herben Gewinneinbruch hinnehmen: Das Ergebnis ging um 29 Prozent auf 7,58 Milliarden Euro zurück. Den Konzernumsatz konnte Daimler vor allem dank der Lastwagensparte um zwei Prozent auf 167,36 Milliarden Euro steigern.

Quelle: Daimler, <https://www.daimler.com/investoren/>

### BIP-Schätzung Großbritannien

Das nationale Statistikamt veröffentlicht seine BIP-Schätzung für Dezember 2019. Von September bis November 2019 nahm die britische Wirtschaft um 0,1 Prozent gegenüber den drei Vormonaten zu. Im November nahm das BIP gegenüber dem Vormonat um 0,3 Prozent ab.

Quelle: Office for National Statistics, <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/gdpmonthlyestimateuk/november2019>

Mittwoch, 12. Februar

### OPEC-Monatsbericht

Der „Monthly Oil Market Report“ (MOMR) der OPEC analysiert die Situation des globalen Ölmarkts. Der Bericht beleuchtet die wichtigsten politischen und wirtschaftlichen Ereignisse, die das Angebot und die Nachfrage am Ölmarkt beeinflussen. Außerdem gibt der Monatsbericht einen Ausblick auf das kommende Jahr.

Quelle: OPEC, [https://www.opec.org/opec\\_web/en/publications/338.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/publications/338.htm)

### Bilanz Heineken

Der Bierbrauer aus den Niederlanden berichtet über das Geschäftsjahr 2019. Zu Heineken gehören mehr als 300 verschiedene Getränkemarken. Im Geschäftsjahr 2018 steigerte der Konzern seinen Umsatz um 6,4 Prozent auf 22,5 Milliarden Euro. Der Gewinn stieg um 12,5 Prozent auf 2,4 Milliarden Euro.

Quelle: Heineken, <https://www.theheinekencompany.com/Calendar>

### Quartalszahlen Ahold Delhaize

Der niederländisch-belgische Handelskonzern lässt sich zum vierten Quartal 2019 in die Bücher schauen. Im dritten Quartal 2019 hat Ahold Delhaize wegen des starken US-Geschäfts mehr verdient als erwartet. Der bereinigte operative Gewinn stieg im Vergleich zum Vorjahr um 3,7 Prozent auf 724 Millionen Euro. Der Konzernumsatz wuchs dank positiver Wechselkurseffekte um 5,8 Prozent auf 16,7 Milliarden Euro.

Quelle: Ahold Delhaize, <https://www.aholddelhaize.com/en/investors/financial-information/financial-calendar/>

Donnerstag, 13. Februar

### Verbraucherpreisindex Deutschland

Das Statistische Bundesamt veröffentlicht den endgültigen Verbraucherpreisindex sowie den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für Januar 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](https://www.destatis.de/SiteGlobals/Forms/Suche/Termine/DE/Terminsuche_Formular.html?cl2Taxonomies_Themen_0=preise)

### 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 Dezember 2019 stieg der Verbraucherpreisindex um 0,2 Prozent gegenüber dem Vormonat.

Quelle: Bureau of Labor Statistics, [https://www.bls.gov/schedule/news\\_release/cpi.htm](https://www.bls.gov/schedule/news_release/cpi.htm)

Dienstag, 18. Februar

### Quartalszahlen Walmart

Mit Spannung erwarten Analysten und Aktionäre die Zahlen der US-Supermarktkette für das vierte Quartal im Finanzjahr 2020. Im dritten Geschäftsquartal hat Walmart dank florierender Onlineverkäufe besser als erwartet abgeschnitten: Der Gewinn kletterte im Jahresvergleich um mehr als 90 Prozent auf 3,3 Milliarden US-Dollar. Besonders im Internet boomten die Verkäufe, hier legten die Erlöse um 41 Prozent zu. Insgesamt verbuchte Walmart ein Umsatzplus von 2,5 Prozent auf 128 Milliarden US-Dollar.

Quelle: Walmart, <https://corporate.walmart.com/newsroom/events>

Mittwoch, 19. Februar

### Verbraucherpreisindex (CPI) Großbritannien

Der Verbraucherpreisindex (Consumer Price Inflation, CPI) des britischen Statistikamts zeigt Veränderungen der Verkaufspreise im Vormonat für einen repräsentativen Warenkorb von Gütern und Dienstleistungen an. Der CPI ist ein wichtiger Indikator, um die Inflation und die Veränderungen im Kaufverhalten zu messen.

Quelle: Office for National Statistics, <https://www.ons.gov.uk/releasecalendar?view=upcoming>

Donnerstag, 27. Februar

### USA: Auftragseingänge langlebige Gebrauchsgüter

Das US Census Bureau veröffentlicht monatlich die 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>





Montag, 2. März

**USA: 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 Dezember 2019 lag der PMI bei 47,2 Prozent und damit 0,9 Prozentpunkte niedriger als im Vormonat.

Quelle: Institute for Supply Management (ISM), <https://www.instituteforsupplymanagement.org/ISMReport/content.cfm?ItemNumber=10745>

Montag, 9. März

**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 November 2019 schloss die Handelsbilanz Deutschlands mit einem Überschuss von 18,3 Milliarden Euro ab. Die Exporte nahmen kalender- und saisonbereinigt gegenüber dem Vormonat um 2,3 Prozent ab, die Importe nahmen um 0,5 Prozent ab.

Quelle: Statistisches Bundesamt, [https://www.destatis.de/SiteGlobals/Forms/Suche/Termine/DE/Terminsuche\\_Formular.html?sessionid=AD888938D1C8986159C241A7457C00F&internet732?cl2Taxonomie\\_Themen\\_0=aussenhandel](https://www.destatis.de/SiteGlobals/Forms/Suche/Termine/DE/Terminsuche_Formular.html?sessionid=AD888938D1C8986159C241A7457C00F&internet732?cl2Taxonomie_Themen_0=aussenhandel)

Dienstag, 10. März

**BIP Eurozone**

Die Statistikbehörde Eurostat veröffentlicht vorläufige Daten zum Wachstum des Bruttoinlandsprodukts im vierten Quartal 2019 in der Eurozone. Gegenüber dem Vorquartal stieg das BIP im Euroraum (EU19) im dritten Quartal laut Eurostat um 0,2 Prozent, in der EU28 legte es um 0,3 Prozent zu.

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

**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/>

Donnerstag, 12. März

**Bilanz Adobe**

Das US-Softwareunternehmen berichtet über das erste Quartal des Anfang Dezember 2019 gestarteten Geschäftsjahres. Im vierten Quartal des vergangenen Geschäftsjahres 2018/2019 (per Ende November 2019) steigerte Adobe den Umsatz um 21 Prozent auf 2,99 Milliarden

US-Dollar bei einem Gewinn je Aktie in Höhe von 1,74 US-Dollar. Im gesamten Geschäftsjahr erzielte Adobe einen Umsatz von 11,17 Milliarden US-Dollar bei einem Gewinn je Aktie von 7,87 US-Dollar.

Quelle: Adobe, <https://www.adobe.com/investor-relations/calendar.html>

Freitag, 13. März

**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 Dezember 2019 stieg der Indikator in der ersten Veröffentlichung um 2,4 Punkte gegenüber dem Vormonat auf 99,2 Zähler.

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

und) ohne Fahrzeuge. Die Entwicklung der Verkäufe gilt als wichtiger Indikator für die Konsumausgaben der US-Bürger und damit auch für das Verbrauchervertrauen.

Quelle: US Census Bureau, <https://www.census.gov/retail/marts/www/martsdates.pdf>

**Bilanz Wacker Chemie**

Der weltweit agierende Chemiekonzern mit Hauptsitz in München legt Finanzzahlen zum Geschäftsjahr 2019 vor. Im Geschäftsjahr 2018 hat der Konzern seinen Umsatz leicht um ein Prozent auf 4,98 Milliarden Euro gesteigert, beim Konzernergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) aber mit 930,0 Millionen Euro acht Prozent weniger als im Vorjahr erzielt.

Quelle: Wacker Chemie, <https://www.wacker.com/cms/de-de/about-wacker/investor-relations/events/financial-calendar.html>

**ZEW-Konjunkturerwartungen**

Das Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung veröffentlicht einen Index, der die vorherrschende Stimmung unter rund 300 deut-



Montag, 16. März

**US-Arbeitsmarktbericht**

Das US-Arbeitsministerium veröffentlicht monatlich vielbeachtete Daten zur Beschäftigung außerhalb der Landwirtschaft, zu den durchschnittlichen Stundenlöhnen, zur Arbeitslosenquote, zu den durchschnittlichen wöchentlichen Arbeitsstunden sowie zur Erwerbsbeteiligungsquote. Letztere gibt den Prozentsatz der Personen im Erwerbsalter an, die sich in einem Arbeitsverhältnis befinden oder arbeitssuchend sind.

Quelle: Bureau of Labor Statistics, [https://www.bls.gov/schedule/news\\_release/laus.htm](https://www.bls.gov/schedule/news_release/laus.htm)

Dienstag, 17. März

**US-Einzelhandelsumsätze**

Das US Census Bureau veröffentlicht monatlich Angaben zu den prozentualen Änderungen der Umsätze im Einzelhandelssektor (mit

schen Finanzanalysten aus Banken, Versicherungen und Unternehmen abbildet. Die monatliche Umfrage bezieht sich auf Erwartungen zur Entwicklung der sechs wichtigsten internationalen Finanzmärkte. Die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland stiegen im Januar 2020 erneut stark an – um 16,0 Punkte auf 26,7 Zähler. Der Indikatorwert erreichte damit den höchsten Wert seit Juli 2015.

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

Mittwoch, 18. März

**Zinsentscheid der Fed – Pressekonferenz**

Der Offenmarktausschuss der US-Notenbank („Federal Open Market Committee“) entscheidet über die kurzfristigen Zinssätze. Wie erwartet blieb die Federal Funds Rate bei der Fed-Sitzung im Dezember 2019 unverändert bei 1,50 Prozent bis 1,75 Prozent. Im Statement zum Zinsentscheid wurde dieses Stillhalten mit

der Einschätzung begründet, das aktuelle Zinsniveau sei angemessen, um den Aufschwung zu stützen und das Inflationsziel zu erreichen.

Quelle: Federal Reserve, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm>

Mittwoch, 25. März

### USA: Auftragseingänge langlebige Gebrauchsgüter

Das US Census Bureau veröffentlicht monatlich die 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>

Donnerstag, 26. März

### Jahresbilanz New Work

Das ehemals XING lautende Internetunternehmen, das das gleichnamige Karrierenetzwerk XING betreibt, hat sich 2019 in New Work umbenannt. Am 26. März präsentiert New Work den Jahresfinanzbericht 2019. Im Geschäftsjahr 2018 stieg der Umsatz um 25 Prozent auf 235,1 Millionen Euro (Vorjahr: 188,5 Millionen Euro). Das Nettoergebnis erhöhte sich um 21 Prozent auf 31,0 Millionen Euro. Für das Geschäftsjahr 2019 erwartet New Work, Umsatz und operatives Ergebnis vermutlich zweistellig steigern zu können. Wachstumstreiber soll vor allem die Unternehmenskundensparte sein. Hier profitiert das Karrierenetzwerk unter anderem vom Fachkräftemangel – viele Unternehmen suchen nach Angaben von New Work derzeit Unterstützung bei Portalbetreibern wie XING.

Quelle: New Work, <https://www.new-work.se/de/investor-relations/service/>

### BIP USA

Das Bureau of Economic Analysis (BEA) veröffentlicht die dritte Schätzung des US-Bruttoinlandsprodukts für das vierte Quartal 2019, außerdem eine Schätzung der Unternehmensgewinne für das vierte Quartal 2019 und das Gesamtjahr 2019. Im dritten Quartal ist die US-Wirtschaft laut der dritten Schätzung vom 20. Dezember 2019 saisonbereinigt und hochgerechnet auf das Jahr um 2,1 Prozent gewachsen.

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

Freitag, 27. März

### USA: PCE-Kerndeflator

Das Bureau of Economic Analysis (BEA) veröffentlicht Angaben zu den Kernaussagen des persönlichen Konsums der US-Bürger im Februar 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>

## TERMINE

# Februar/März 2020

### KONJUNKTURTERMINE FEBRUAR/MÄRZ 2020

7. Februar 2020	DE, Handelsbilanz Deutschland
11. Februar 2020	UK, BIP-Schätzung Großbritannien US, WASDE-Bericht
12. Februar 2020	OPEC, OPEC-Monatsbericht
13. Februar 2020	DE, Verbraucherpreisindex und HVPI US, Verbraucherpreisindex
14. Februar 2020	EU, Bruttoinlandsprodukt Eurozone US, Einzelhandelsumsätze US, Verbraucherstimmung Univ. Michigan
18. Februar 2020	DE, ZEW Konjunkturerwartungen
19. Februar 2020	UK, Verbraucherpreisindex (CPI)
21. Februar 2020	EU, Verbraucherpreisindex Eurozone
24. Februar 2020	DE, Ifo Geschäftsklimaindex
25. Februar 2020	US, S&P/Case-Shiller Home Price Index US, Verbrauchervertrauen des Conference Board
27. Februar 2020	US, Auftragseingänge langlebige Gebrauchsgüter US, Bruttoinlandsprodukt
28. Februar 2020	DE, Arbeitsmarktstatistik US, PCE-Kerndeflator
2. März 2020	US, Einkaufsmanagerindex (PMI)
3. März 2020	EU, Erzeugerpreisindex (PPI) Eurozone
4. März 2020	DE, Einzelhandelsumsätze
6. März 2020	US, Handelsbilanz
9. März 2020	DE, Handelsbilanz
10. März 2020	EU, Bruttoinlandsprodukt Eurozone US, WASDE-Bericht
11. März 2020	OPEC, OPEC-Monatsbericht US, Verbraucherpreisindex
12. März 2020	EU, EZB Pressekonferenz zur Ratssitzung
13. März 2020	DE, Verbraucherpreisindex und HVPI US, Verbraucherstimmung Univ. Michigan
16. März 2020	US, Arbeitsmarktstatistik
17. März 2020	DE, ZEW Konjunkturerwartungen US, Einzelhandelsumsätze
18. März 2020	EU, Verbraucherpreisindex Eurozone US, Zinsentscheid der Fed – Pressekonferenz
25. März 2020	DE, Ifo Geschäftsklimaindex US, Auftragseingänge langlebige Gebrauchsgüter
26. März 2020	US, Bruttoinlandsprodukt
27. März 2020	US, PCE-Kerndeflator

### UNTERNEHMEN AKTUELL IM FEBRUAR/MÄRZ 2020

5. Februar 2020	DE, Infineon Ergebnisse 1. Quartal 2020 DE, Siemens Ergebnisse 1. Quartal 2020 US, Qualcomm Ergebnisse 1. Quartal 2020
6. Februar 2020	DE, Münchener Rück Ergebnisse Gesamtjahr 2019
11. Februar 2020	DE, Daimler Ergebnisse Gesamtjahr 2019
12. Februar 2020	NL, Ahold Delhaize Ergebnisse 4. Quartal 2019 NL, Heineken Ergebnisse Gesamtjahr 2019
18. Februar 2020	US, Walmart Ergebnisse 4. Quartal 2020
19. Februar 2020	DE, Deutsche Telekom Ergebnisse Gesamtjahr 2019
20. Februar 2020	DE, Fresenius MC Ergebnisse Gesamtjahr 2019
21. Februar 2020	DE, Allianz Ergebnisse Gesamtjahr 2019
27. Februar 2020	DE, Bayer Ergebnisse Gesamtjahr 2019
28. Februar 2020	DE, BASF SE Ergebnisse Gesamtjahr 2019
5. März 2020	DE, Vonovia Ergebnisse Gesamtjahr 2019
11. März 2020	DE, adidas Ergebnisse Gesamtjahr 2019
12. März 2020	US, Adobe Ergebnisse 1. Quartal Finanzjahr 2020
17. März 2020	DE, Wacker Chemie Ergebnisse Gesamtjahr 2019
18. März 2020	DE, BMW Ergebnisse Gesamtjahr 2019
26. März 2020	DE, New Work Ergebnisse Gesamtjahr 2019

## WIE ENTWICKELN SICH AKTIEN IM VERGLEICH ZU ROHSTOFFEN, ANLEIHEN UND DEISEN?

## Die Korrelationsmatrix



In dieser Rubrik präsentiert KnowHow die Korrelationskennzahlen wichtiger Basiswerte. Anleger können daraus Schlüsse ziehen, ob sich die verschiedenen potenziellen Basiswerte gänzlich verschieden oder eher im Gleichklang bewegen – und wertvolle Rückschlüsse für die Zusammensetzung des Depots ziehen.

An der Börse herrscht nicht nur Sonnenschein. Von Zeit zu Zeit ziehen dunkle Gewitterwolken auf und bringen die Notierungen unter Druck. Spätestens dann sind Anleger mit einem „wetterfesten“ Depot gut gerüstet. Um das Portfolio durch Diversifikation stabiler zu machen, könnten Anleger nach Bestandteilen suchen, die sich eher gegenläufig zueinander entwickeln, also eine niedrige Korrelation zueinander

aufweisen (siehe Akademie Nr. 13). Diese Matrix zeigt die Korrelationen der Renditen von verschiedenen Anlageklassen. Dabei sind im linken Dreieck (unterhalb der schwarzen Linie) die Fünfjahreskorrelationen dargestellt. Im rechten Dreieck befinden sich die Einjahreskorrelationen. Je höher der Koeffizient, umso stärker der Gleichlauf. Eine Korrelation von 1 bedeutet vollkommenen Gleichlauf, eine Korrelation von –1 vollkommenen Gegenlauf. Beispiel: Der DAX® und der EURO STOXX 50® zeigen eine recht hohe 1-Jahres-Korrelation von 0,95.

Die auf dieser Seite enthaltenen Informationen stellen lediglich allgemeine Kursinformationen zu den jeweiligen Basiswerten, aber kein Angebot und keine Empfehlung zum Kauf eines bestimmten Wertpapiers dar. Für die auf dieser Seite genannten Indizes finden Sie weiterführende Informationen unter <https://classic.gs.de/rechtliches/anb>

## KORRELATIONSMATRIX

		Aktien						Rohstoffe							Devisen			Zinsen			
		DAX®	EURO STOXX 50®	Nasdaq 100	S&P 500	Nikkei 225	DAXglobal® BRIC	S&P GSCI ER	S&P GSCI Energy ER	S&P GSCI Agriculture ER	S&P GSCI Industrial Metals ER	S&P GSCI Precious Metals ER	S&P GSCI Livestock ER	Brent-Rohöl	Gold	EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP	6M Euribor*	10J EUR Swapsatz*	Rex Performance Index
Aktien	DAX®		0,95	0,72	0,76	0,75	0,66	0,44	0,37	0,13	0,42	-0,33	0,43	0,30	-0,36	-0,09	0,57	-0,30	-0,15	0,10	-0,49
	EURO STOXX 50®	0,96		0,78	0,80	0,73	0,69	0,53	0,46	0,14	0,45	-0,29	0,41	0,37	-0,31	-0,09	0,55	-0,26	-0,08	0,16	-0,44
	Nasdaq 100	0,65	0,66		0,95	0,62	0,54	0,43	0,35	0,14	0,38	-0,09	0,35	0,23	-0,11	0,03	0,49	-0,19	0,07	0,13	-0,36
	S&P 500	0,69	0,70	0,93		0,64	0,55	0,46	0,39	0,14	0,40	-0,10	0,35	0,27	-0,12	0,09	0,57	-0,14	0,02	0,13	-0,39
	Nikkei 225	0,69	0,71	0,56	0,61		0,62	0,43	0,33	0,27	0,40	-0,28	0,50	0,24	-0,30	0,09	0,58	-0,44	-0,29	0,08	-0,69
	DAXglobal® BRIC	0,66	0,69	0,58	0,61	0,61		0,47	0,35	0,43	0,53	-0,20	0,40	0,30	-0,23	-0,19	0,26	-0,18	-0,14	0,22	-0,41
Rohstoffe	S&P GSCI ER	0,26	0,30	0,30	0,37	0,28	0,43		0,97	0,11	0,44	-0,03	0,33	0,89	-0,04	0,15	0,27	-0,10	-0,15	0,29	-0,38
	S&P GSCI Energy ER	0,24	0,28	0,27	0,33	0,26	0,40	0,98		-0,11	0,32	-0,03	0,15	0,93	-0,02	0,12	0,18	-0,11	-0,11	0,27	-0,29
	S&P GSCI Agriculture ER	0,07	0,08	0,05	0,10	0,11	0,18	0,26	0,10		0,16	-0,04	0,39	-0,10	-0,05	0,08	0,19	0,05	-0,14	0,03	-0,27
	S&P GSCI Industrial Metals ER	0,26	0,27	0,26	0,33	0,28	0,33	0,39	0,28	0,15		-0,04	0,28	0,29	-0,07	0,10	0,48	-0,10	-0,08	0,26	-0,38
	S&P GSCI Precious Metals ER	-0,28	-0,28	-0,12	-0,11	-0,32	-0,09	0,12	0,08	0,04	0,18		-0,23	-0,01	0,99	0,43	-0,16	0,22	0,44	-0,21	0,42
	S&P GSCI Livestock ER	0,24	0,23	0,24	0,24	0,21	0,21	0,21	0,12	0,18	0,17	-0,07		0,09	-0,26	0,03	0,36	-0,06	-0,18	0,13	-0,40
	Brent-Rohöl	0,23	0,27	0,25	0,31	0,23	0,41	0,94	0,96	0,10	0,26	0,09	0,10		-0,02	0,10	0,15	-0,14	-0,18	0,26	-0,24
	Gold	-0,31	-0,31	-0,15	-0,13	-0,34	-0,12	0,10	0,06	0,03	0,15	0,99	-0,07	0,07		0,46	-0,16	0,22	0,44	-0,20	0,41
Devisen	EUR/USD	-0,35	-0,32	-0,13	-0,07	-0,20	-0,32	0,12	0,07	0,09	0,19	0,47	0,07	0,06	0,48		0,55	-0,15	0,00	-0,21	-0,29
	EUR/JPY	0,14	0,21	0,19	0,29	0,45	0,04	0,19	0,16	0,10	0,24	-0,19	0,14	0,14	-0,20	0,44		-0,38	-0,16	-0,01	-0,63
	EUR/GBP	-0,37	-0,36	-0,21	-0,22	-0,34	-0,31	-0,12	-0,13	-0,04	0,00	0,15	0,04	-0,13	0,16	0,35	0,01		0,25	-0,04	0,42
Zinsen	6M Euribor*	-0,07	-0,09	-0,12	-0,12	0,01	-0,08	-0,10	-0,09	-0,07	-0,07	0,03	-0,02	-0,08	0,04	0,05	-0,02	-0,03		-0,11	0,57
	10J EUR Swapsatz*	0,05	0,07	0,05	0,06	0,06	0,07	0,12	0,11	0,04	0,10	-0,13	0,08	0,09	-0,12	-0,05	0,07	-0,02	-0,02		-0,29
	Rex Performance Index	-0,19	-0,20	-0,07	-0,12	-0,26	-0,08	-0,16	-0,12	-0,18	-0,20	0,26	-0,13	-0,09	0,26	-0,16	-0,45	0,04	0,09	-0,27	

Stand: 07.02.2020; Quellen: Bloomberg, Goldman Sachs International. Im linken Dreieck finden Sie die 5-Jahres-Korrelationen, im rechten die 1-Jahres-Korrelationen (jeweils auf Basis wöchentlicher Renditen).

\* Bei den angegebenen Korrelationen handelt es sich um Werte, die auf der Grundlage von in der Vergangenheit ermittelten Werten mit statistischen Methoden ermittelt wurden. Wir übernehmen keine Gewähr für die Richtigkeit. Es ist zu erwarten, dass künftige Korrelationen von diesen Werten möglicherweise auch erheblich abweichen werden.



## WICHTIGE KENNZAHLEN FÜR DIE EINSCHÄTZUNG DES EMITTENTENRISIKOS

# CDS-Spreads und Emittentenrisiko

Das Emittentenrisiko ist ein Risiko, das Anleger stets im Auge behalten müssen. Denn sollte der Herausgeber einer Inhaberschuldverschreibung (Zertifikat, Optionsschein, Anleihe etc.), die der Investor in seinem Depot hat, insolvent werden, kann die Anlage im ungünstigsten Fall wertlos sein. Um dieses Risiko besser abzuschätzen, können sich Anleger an einigen Kennzahlen wie Credit Default Swap-Spreads, Kernkapitalquoten (Tier-1-Ratio), Marktkapitalisierung und Ratings von Agenturen orientieren. Bei Credit Default Swap-Spreads (CDS-Spreads) zahlt der Käufer des CDS an den Verkäufer des CDS eine Art Versicherungsprämie gegen Kreditausfallrisiken, damit dieser dafür das Bonitätsrisiko für eine bestimmte Partei übernimmt. Kommt es später bei dieser Partei zu einem Zahlungsausfall, muss der Verkäufer des CDS diesen ersetzen. Je größer der CDS-Spread, umso höher wird das Bonitätsrisiko dieser Partei eingeschätzt. Dabei kann der CDS-Spread näherungsweise als der Unterschied zwischen einer risikolosen Anlage und einer Investition in Anleihen der betreffenden Partei interpretiert werden. Zum Vergleich werden der CDS-Spread und das Rating für die Bundesrepublik Deutschland aufgeführt. Diese dürfte in Deutschland regelmäßig die Wirtschaftseinheit mit der geringsten Ausfallwahrscheinlichkeit darstellen.

Eine weitere Kennzahl ist die Kernkapitalquote, auch Tier-1-Ratio genannt. Die Kernkapitalquote gibt an, zu welchem Anteil das Kernkapital die Risiko-Aktiva abdeckt. Vier Prozent sind nach Basel II zwingend, was bedeutet, dass vier Prozent des risikogewichteten Kreditvolumens durch Kernkapital gedeckt sein müssen. In der Praxis wird jedoch – gerade in der derzeitigen Situation – ein deutlicher Puffer zu dem regulatorisch geforderten Mindestwert wichtig. Die folgende Tabelle bietet eine Übersicht über Marktkapitalisierung, Tier-1-Ratio, Ratings und CDS-Spreads der Goldman Sachs Group und im Vergleich die

Ratings und CDS-Spreads der Bundesrepublik Deutschland. Eine Garantie für die Richtigkeit und Aktualität der Daten kann leider nicht übernommen werden.

Die im Anlegermagazin KnowHow gezeigten Optionsscheine, Zertifikate und sonstigen Wertpapiere (nachfolgend zusammen die „Wertpapiere“) sind Inhaberschuldverschreibungen, die von der Goldman, Sachs & Co. Wertpapier GmbH (die „Emittentin“) begeben wurden. Diese Inhaberschuldverschreibungen enthalten ein in den Bedingungen des jeweiligen Wertpapiers näher definiertes Zahlungsversprechen der Emittentin. Für den Anleger ergibt sich hieraus ein Bonitätsrisiko. Im Falle einer Insolvenz oder sonstigen Zahlungsunfähigkeit der Emittentin hat der Anleger das Risiko, dass er die in dem Wertpapier verbrieft Zahlung nicht oder jedenfalls nur teilweise im Rahmen eines Insolvenzverfahrens erhält. Dies kann für den Anleger zu einem Totalverlust führen. Dieses Bonitätsrisiko hat auch einen Einfluss auf den Kurs von Zertifikaten und bestimmten Optionsscheinen im Sekundärmarkt. Ihr Wert wird auch von der Höhe des CDS-Spreads und der sonstigen für die Bewertung des Bonitätsrisikos verwendeten Faktoren beeinflusst. Steigt der CDS-Spread, ist das ein Anzeichen dafür, dass das Bonitätsrisiko steigt, also wird der Kurs des Wertpapiers tendenziell fallen, während bei einem fallenden CDS-Spread der Wert tendenziell ansteigt.

Zur Reduzierung des Bonitätsrisikos besteht für die von der Emittentin begebenen Wertpapiere eine Garantie von The Goldman Sachs Group, Inc. (die „Garantin“). Die Garantie bedeutet, dass der Anleger im Falle eines Ausfalls der Zahlungsfähigkeit der Emittentin, also der Goldman, Sachs & Co. Wertpapier GmbH, die Erfüllung der Zahlungsansprüche aus dem Wertpapier von der Garantin verlangen kann. Der Hinweis auf die Garantie ist auf der Titelseite der „Endgültigen Angebots-

bedingungen“ enthalten. Auf unserer Website [www.gs.de](http://www.gs.de) enthält die Seite für ein einzelnes Produkt im Abschnitt „Dokumente“ unter dem Begriff „Endgültige Bedingungen“ einen Link, der zu einem Wertpapierprospekt führt. Auf der Titelseite befindet sich der in diesem Zusammenhang relevante Satz: „unbedingt garantiert durch The Goldman Sachs Group, Inc. New York, Vereinigte Staaten von Amerika (Garantin)“. Der Wortlaut der Garantie ist am Ende des Prospekts nach den Wertpapierbedingungen abgedruckt.

Für die Beurteilung der mit dem Erwerb der Wertpapiere verbundenen Bonitätsrisiken durch den Anleger ist somit die Bonität der Garantin, The Goldman Sachs Group, Inc., von maßgeblicher Bedeutung. Neben den oben bereits genannten CDS-Spreads und der Kernkapitalquote ist ein weiteres wichtiges Kriterium für die Beurteilung der Bonität das sogenannte Credit Rating durch die Ratingagenturen. The Goldman Sachs Group, Inc. ist unter dem Börsenkürzel „GS“ an der New York Stock Exchange gelistet und ist dort seit 1869 aktiv. Die Bewertung der Ratingagenturen bezieht sich allein auf die Garantin und nicht auf die Emittentin selbst.

Zusammenfassend heißt dies, 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 vor dem Erwerb und während der Laufzeit eines von ihm erworbenen Wertpapiers laufend über die Bonität der Emittentin und vor allem der Garantin informieren.

Gesellschaft	Kernkapitalquote (Tier-1-Ratio nach Basel III)	Marktkapitalisierung (in Mrd. EUR)	Rating S&P	Rating Moody's	Rating Fitch	CDS (5 Yr Senior)
Bundesrepublik Deutschland	–	–	AAA	Aaa	AAA	10,74 <sup>1/2)</sup>
The Goldman Sachs Group, Inc.	15,00% <sup>1/3)</sup>	66,49 <sup>1/2)</sup>	BBB+	A3	A	61,86 <sup>1/2)</sup>

Anleger können sich an Kennzahlen wie Credit Default Swap-Spreads, Kernkapitalquoten (Tier-1-Ratio), Marktkapitalisierung und Ratings von Agenturen orientieren.

1) Quelle: Bloomberg; 2) Stand: 09.07.2019; 3) Stand: 31.12.2018. CDS von vorrangigen Verbindlichkeiten

## RISIKOHINWEISE UND RECHTLICHES

### ALLGEMEINE RISIKEN VON ANLEIHEN, OPTIONSSCHEINEN UND ZERTIFIKATEN

Die in dieser Ausgabe von Goldman Sachs KnowHow 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 oder gegebenenfalls 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 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](http://www.gs.de) unter Eingabe der jeweiligen Wertpapierkennnummer (WKN oder ISIN) des Wertpapiers bzw. der jeweilige Basisprospekt unter [www.gs.de/service/wertpapierprospekte](http://www.gs.de/service/wertpapierprospekte) abgerufen werden und sind bei der Goldman Sachs International, Zweigniederlassung Frankfurt, Zertifikate-Abteilung, Marienurm, Taunusanlage 9-10, 60329 Frankfurt am Main, als Papierfassung kostenlos erhältlich. 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 zur früheren Wertentwicklung 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 ab 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.

**Goldman Sachs International  
Zweigniederlassung Frankfurt  
Zertifikate-Abteilung  
Marienurm, Taunusanlage 9–10  
60329 Frankfurt am Main  
[www.gs.de](http://www.gs.de)**

## INDEX-DISCLAIMER

### IN VEREINBARUNG MIT UNSEREN INDEXLIZENZGEBERN WERDEN NACHFOLGEND DIE DISCLAIMER DER IN KNOWHOW ANGEGEBENEN INDIZES AUFGEFÜHRT

#### DAX® (PERFORMANCE INDEX)

Die Bezeichnungen DAX/X-DAX® sind eingetragene Marken der Deutsche Börse AG (der Lizenzgeber). Die auf den Indizes basierenden Finanzinstrumente werden vom Lizenzgeber nicht gesponsert, gefördert, verkauft oder auf eine andere Art und Weise unterstützt. Die Berechnung der Indizes stellt keine Empfehlung des Lizenzgebers zur Kapitalanlage dar oder beinhaltet in irgendeiner Weise eine Zusage des Lizenzgebers hinsichtlich einer Attraktivität einer Investition in entsprechende Produkte.

#### Dow Jones Industrial Average Index

Dow Jones und Dow Jones Industrial Average Index<sup>SM</sup> are service marks of Dow Jones & Company, Inc. and have been licensed for use for certain purposes by the Goldman Sachs group and its affiliates. The Warrants issued by Goldman Sachs & Co. Wertpapier GmbH as affiliate of the Goldman Sachs group based on the Dow Jones Industrial Average Index<sup>SM</sup>, are not sponsored, endorsed, sold or promoted by Dow Jones, and Dow Jones makes no representation regarding the advisability of investing in such product(s).

#### EURO STOXX 50®

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.

#### FTSE 100 Index

These Products are not in any way sponsored, endorsed, sold or promoted by FTSE International Limited (FTSE) or by The London Stock Exchange Plc (the Exchange) or by The Financial Times Limited (FT) and neither FTSE or Exchange or FT makes any warranty or representation whatsoever, expressly or impliedly, either as to the results to be obtained from the use of the FTSE<sup>TM</sup> 100 (the Index) and/or the figure at which the said Index stands at any particular time on any particular day or otherwise. The Index is compiled and calculated solely by FTSE. However, neither FTSE or Exchange or FT shall be liable (whether in negligence or otherwise) to any person for any error in the Index and neither FTSE or Exchange or FT shall be under any obligation to advise any person of any error therein.

#### MSCI All Country 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.

#### S&P 500®

Standard & Poor’s, S&P, S&P/ICFI INDEXES, S&P/ICFI, 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.

#### Standard & Poor’s

“Standard & Poor’s<sup>SM</sup>”, “S&P<sup>SM</sup>” and “S&P GSCI<sup>SM</sup>” are trademarks of Standard & Poor’s Financial Services LLC (“Standard & Poor’s”) and have been licensed for use by Goldman, Sachs & Co. Wertpapier GmbH. The Securities (including warrants and certificates) are not sponsored, endorsed, sold or promoted by Standard & Poor’s and Standard & Poor’s does not make any representation, warranty or condition regarding the advisability of investing in the respective security.

#### STOXX® Europe 600 Index

The STOXX® Europe 600 is the intellectual property of STOXX Limited, Zurich, Switzerland and/or its licensors (“Licensors”), which is used under license. The securities or other financial instruments based on the index are in no way sponsored, endorsed, sold or promoted by STOXX and its Licensors and neither STOXX nor its licensors shall have any liability with respect thereto.

#### TecDAX (Performance Index)

Die Bezeichnung TecDAX® ist eine eingetragene Marken der Deutsche Börse AG (der Lizenzgeber). Die auf den Indizes basierenden Finanzinstrumente werden vom Lizenzgeber nicht gesponsert, gefördert, verkauft oder auf eine andere Art und Weise unterstützt. Die Berechnung der Indizes stellt keine Empfehlung des Lizenzgebers zur Kapitalanlage dar oder beinhaltet in irgendeiner Weise eine Zusage des Lizenzgebers hinsichtlich einer Attraktivität einer Investition in entsprechende Produkte.

#### X-DAX

Die Bezeichnungen DAX® und X-DAX® sind eingetragene Marken der Deutsche Börse AG („der Lizenzgeber“). Die auf den Indizes basierenden Finanzinstrumente werden vom Lizenzgeber nicht gesponsert, gefördert, verkauft oder auf eine andere Art und Weise unterstützt. Die Berechnung der Indizes stellt keine Empfehlung des Lizenzgebers zur Kapitalanlage dar oder beinhaltet in irgendeiner Weise eine Zusage des Lizenzgebers hinsichtlich einer Attraktivität einer Investition in entsprechende Produkte.

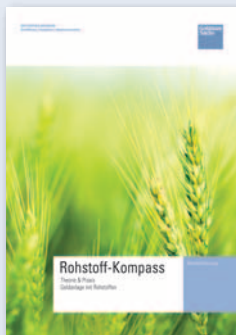
GOLDMAN SACHS

# Kompassse und Broschüren

Mit den Publikationen der Kompass-Reihe und unseren Broschüren sind Anleger stets auf dem Laufenden. Rohstoffe, Währungen und Zertifikate sowie die BRIC-Staaten werden jeweils in einer Ausgabe der Kompass-Serie beleuchtet. Darüber hinaus finden Sie kompakte Broschüren zu einzelnen Produkttypen, beispielsweise zu Aktienanleihen, Discount-Calls und -Puts sowie zu Hebelprodukten. Auch können Sie verschiedene Online-Newsletter abonnieren wie beispielsweise den Rohstoff-Radar.

Aktuell arbeiten wir an Aktualisierungen von vielen unserer Broschüren. Aus diesem Grund kann sich der Versand auf dem Postweg verzögern. Selbstverständlich können Sie jederzeit die bestehende Version als PDF herunterladen. Gern senden wir Ihnen auch ein gedrucktes Exemplar der aktuellen Fassung zu.

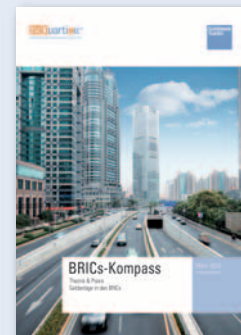
Werfen dazu Sie einfach einen Blick auf unsere Internetseite **www.gs.de**. Dort stehen neben tagesaktuellen Daten auch viele Informationsquellen zum Download für Sie bereit. Sie können uns auch gern über unsere gebührenfreie Hotline 0800 67 463 67 kontaktieren.



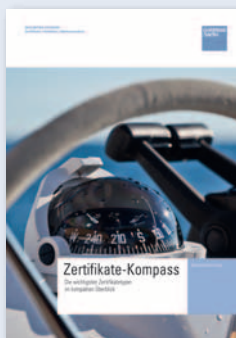
**Rohstoff-Kompass**  
Wie Anleger in Metalle, Energieträger und Agrarprodukte investieren können.



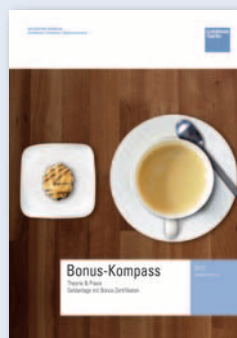
**Währungs-Kompass**  
Währungen: Historisches und Aktuelles zur Anlage in Devisen.



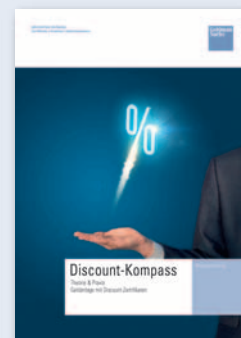
**BRICs-Kompass**  
Die vier aufstrebenden Schwellenländer und ihr Potenzial für Anleger.



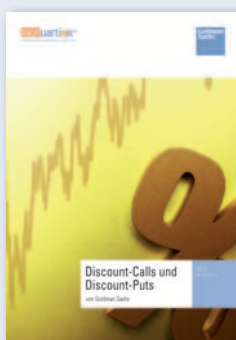
**Zertifikate-Kompass**  
Die wichtigsten Zertifikatstypen im kompakten Überblick.



**Bonus-Kompass**  
Die beliebte Aktienalternative mal ganz genau unter die Lupe genommen.



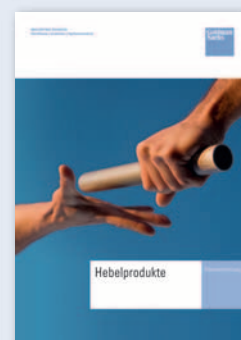
**Discount-Kompass**  
Anlegen mit Rabatt, Discount-Zertifikate machen es möglich.



**Discount-Calls und -Puts**  
Kaum ein Finanzinstrument lässt sich so vielseitig einsetzen wie Discount-Calls und -Puts.



**Aktienanleihen-Broschüre**  
Welche Chancen Aktienanleihen und Barriere-Aktienanleihen bieten.



**Hebelprodukte-Broschüre**  
Viel Wissenswertes zu Optionscheinen, Mini-Futures und Turbos.



AUSBLICK

## KnowHow 03/2020



## MARKT

Der „Green Deal“  
der Europäischen Union

Die Europäische Kommission hat sich mit dem „Green Deal“ verpflichtet, einen Plan aufzustellen, wie sie bis zum Jahr 2050 die Nettoemissionen von CO<sub>2</sub> auf null senken will. Der Plan könnte Investitionen in Höhe von bis zu sieben Billionen Euro auslösen und die gesamte Wirtschaft ändern.

## SERVICE

## Deutscher Wirtschaftsbuchpreis 2019

In der kommenden Ausgabe der KnowHow stellen wir einen weiteren Finalisten des letztjährigen Wettbewerbs vor: Heike Buchter mit „Ölbeben – Wie die USA unsere Existenz gefährden“.

## MARKT

## Moderner Zahlungsverkehr

Das Tempo der Konsolidierung auf dem europäischen Zahlungsverkehrsmarkt könnte in diesem Jahrzehnt zunehmen. Denn Banken müssen sich auf Kostendruck und technologische Innovationen einstellen. Welche Veränderungen bevorstehen und welche Chancen sich Investoren bieten.

## IMPRESSUM

## HERAUSGEBERIN

Goldman Sachs International  
Zweigniederlassung Frankfurt  
Marienurm, Taunusanlage 9–10  
60329 Frankfurt am Main  
Tel.: 069/75 32-11 11, Fax: 069/75 32-33 44  
E-Mail: [zertifikate@gs.com](mailto:zertifikate@gs.com)  
Internet: [www.gs.de](http://www.gs.de)

## REDAKTION

Nicole Mommsen, Friederike Walle

## REDAKTIONELLES KONZEPT

derimedia GmbH, Düsseldorf,  
E-Mail: [info@derimedia.de](mailto:info@derimedia.de)

## LEKTORAT

Anna-Luise Knetsch

## KONZEPTION, LAYOUT UND PRODUKTION

dpwplus, Essen,  
E-Mail: [info@dpwplus.de](mailto:info@dpwplus.de), [www.dpwplus.de](http://www.dpwplus.de)

## DRUCK

Druck- und Verlagshaus Zarbock GmbH & Co. KG,  
Frankfurt am Main, E-Mail: [team@zarbock.de](mailto:team@zarbock.de)

## ERSCHEINUNGSWEISE

10 Ausgaben pro Jahr. Die Goldman Sachs KnowHow kann kostenlos bei der Herausgeberin bezogen werden. Die nächste Ausgabe erscheint Anfang März 2019.

## DATENQUELLEN

Bloomberg, Reuters, Goldman Sachs International

## FOTONACHWEISE

adobe stock  
S. 1: fotomek; S. 2: Sergey Nivens; S. 3: leungchopan;  
S. 4 (re) und 10: Travelarium; S. 5 (li) und 14/15: onepony;  
S. 8: kai; S. 12: Rawf8; S. 16/17: panoramka;  
S. 18/19: enterlinedesign; S. 21: Myimagine; S. 22: Visions-AD;  
S. 28 (o): Phuong; S. 28 (u): vector\_master; S. 30/31: Paweł Michałowski; S. 32 (o): Wellnhofer Designs; S. 33: Photocreo Bednarek; S. 43 (o): eliasbilly  
[www.shutterstock.com](http://www.shutterstock.com)  
S. 23: Standret  
[www.istockphoto.com](http://www.istockphoto.com)  
S. 13: Vertigo3d; S. 35: blackred; S. 43 (u): Bet\_Noire  
S. 31: DVA/Verlagsgruppe Random House GmbH;  
S. 43 (m): Campus-Verlag

Alle Rechte vorbehalten, Nachdruck nur nach schriftlicher Genehmigung der Herausgeberin.

## KONTAKT

## KOSTENFREIE HOTLINE

Deutschland 0800 67 463 67  
Österreich 0800 23 10 01

## INTERNET

[www.gs.de](http://www.gs.de)

## E-MAIL

[zertifikate@gs.com](mailto:zertifikate@gs.com)

## HINWEISE

Alle Angaben im Goldman Sachs KnowHow-Magazin dienen ausschließlich der Kundeninformation. 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.

Versand erfolgt durch:

**Druck- und Verlagshaus Zarbock GmbH & Co. KG, Sontraer Straße 6, D-60386 Frankfurt**  
PSdg, Deutsche Post AG, Entgelt bezahlt D 60767

The Goldman Sachs logo, consisting of the words "Goldman" and "Sachs" stacked vertically in a white serif font, set against a blue square background.