

KnowHow kompakt.

AKTUELLE ANALYSEN AUS DEM FINANZSEKTOR

+ China: Maßnahmen zur Wachstumsstabilisierung erforderlich

- > 01-08
- + Im Gespräch: Abby J. Cohen, Goldman Sachs Global Investment Research, New York
- > 09-12

+ Technische Analyse: Christian Schlegel

> 13-15

+ US-Geldpolitik: Was wissen wir über die Inflation?

> 16-25

+ Zeichnungs-Radar

> 26

+ Termine: Daran sollten Sie denken

> 27-28

+ Hinweise und Risiken

> 29-33



Das Wachstum in China verlangsamte sich im zweiten Quartal 2019 nach einer bemerkenswerten Belebung im ersten Quartal deutlich. Der Abwärtsdruck auf das chinesische Wachstum dürfte anhalten – nur mit einer unterstützenden Politik können die chinesischen Entscheidungsträger vermutlich einen merklichen Rückgang vermeiden. Was ist zu tun?

Die entscheidende Frage für die chinesische Wirtschaft in den kommenden Monaten lautet, ob und wie die chinesische Politik das Wachstum stabilisieren kann. Die Beschleunigung des Wachstums im ersten Quartal war in hohem Maße auf die Ankurbelung von öffentlichen Investitionen zurückzuführen. Mit einer zunehmenden Abschwächung der privaten Nachfrage und des Exportwachstums



verlangsamte sich das Gesamtwachstum jedoch im zweiten Quartal. In den kommenden Monaten dürfte die private Nachfrage nur begrenzt zulegen.

Private Investitionen (insbesondere Investitionen in das verarbeitende Gewerbe) hängen weitgehend von den Erwartungen der Unternehmen (in Bezug auf Rentabilität und Nachfrage) und der Verfügbarkeit von Finanzmitteln ab. Angesichts einer möglichen Abschwächung der Exporte, einer anhaltenden Handelsunsicherheit und flauen Aussichten für das Gewinnwachstum haben die Unternehmen möglicherweise nur einen geringen Anreiz, ihre Investitionsnachfrage zu erhöhen.

Der Konsum der privaten Haushalte (einschließlich Waren und Dienstleistungen) hat sich in den vergangenen Quartalen abgeschwächt und dürfte in den kommenden Monaten nur begrenzt nach oben tendieren. Der Konsum ist sowohl eine Funktion des Haushaltseinkommens als auch der Konsumneigung der Verbraucher. Zwar können Steuersenkungen auf persönliche Einkommen die verfügbaren Mittel erhöhen. Auf der anderen Seite hat China jedoch beispielsweise zuletzt die Ausgleichszahlungen beim Regierungsprojekt zur Entwicklung von Wohnhäusern erheblich gesenkt, sodass sich Steuersenkungen nur wenig bemerkbar machen dürften.

REGIERUNG STEHT VOR RICHTUNGSFRAGE

Es gibt für die Regierung einige Zielkonflikte bei der Umsetzung einer notwendigen zyklischen Politik zur Stabilisierung des Wachstums. Halten sich stabiles Wachstum und Finanzstabilität in gesundem Gleichgewicht? Bleiben Wachstum und Inflation in der Balance? Und wie steht es um das interne und das externe Gleichgewicht? Diese Zielkonflikte könnten das mögliche Ausmaß der politischen Unterstützung einschränken.

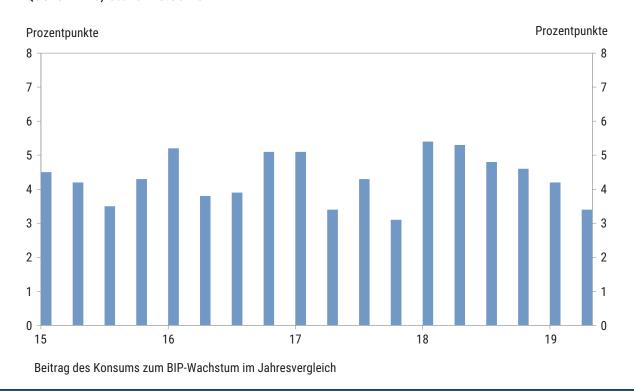
Die Bedeutung der Finanzstabilität etwa hat für die chinesische Regierung in den vergangenen Jahren erheblich zugenommen. Die Hauptthemen, auf die sich die Regierung dabei konzentriert hat, sind Schulden, Wohnungsbau und Schattenbanken. Hinsichtlich der



ABB. 1: KONSUM DER HAUSHALTE SINKT

Seit einigen Monaten nimmt der Anteil der Konsumausgaben am Bruttoinlandsprodukt (BIP) Chinas ab. Der inländische Verbrauch schwächelt.

Ouelle: Wind: Stand: 20.08.2019



Verschuldung gilt die Leitlinie, dass das Wachstum der totalen Kreditaufnahme in der Gesellschaft in etwa dem nominalen BIP-Wachstum entsprechen sollte. Dieser konservativere Ansatz hat bereits in den vergangenen Jahren zu einer wesentlich geringeren Abweichung des Kreditwachstums vom nominalen BIP-Wachstum geführt. Auch in den kommenden Monaten könnte die chinesische Regierung in ihrem Entschuldungsprozess bei der totalen Kreditaufnahme eine Obergrenze setzen. Dieser Ansatz soll dazu beitragen, das Gleichgewicht zwischen Wachstumsstabilität und finanzieller Stabilität zu verbessern.

Im Wohnungsmarkt hat die chinesische Regierung in den vergangenen Jahren durch verschiedene Beschränkungen versucht, eine Vergrößerung der Immobilienblase zu verhindern und einen weniger spekulativen Wohnungsbausektor zu erreichen. Ein kühlerer Wohn-

immobilienmarkt kann jedoch – etwa mit Blick auf Grundstücksverkäufe auch die Finanzierungsquellen der Fiskalpolitik belasten. Andere Maßnahmen sollen dies unter Umständen jedoch ausgleichen, z.B. eine Ausweitung des Volumens lokaler, landbezogener Spezialanleihen und ein höherer Druck der Zentralregierung auf Banken, stärker zur Unterstützung von Infrastrukturinvestitionen beizutragen.



KAMPF GEGEN SCHATTENBANKEN

Schattenbanken sind in China eine wichtige Finanzierungsquelle für Investitionen in Infrastruktur und Eigentum. Seit 2018 ging das Volumen zu Lasten von Infrastrukturinvestitionen zurück. Dies ist im Wesentlichen auf regulatorische Anstrengungen zurückzuführen. Die allgemeine Regulierung im Schattenbankgeschäft dürfte in China weiterhin streng bleiben, sodass auf kurze Sicht keine nennenswerte Belebung zu sehen sein sollte.

WÄHRUNGSABWERTUNGEN

Eine elastische Geldpolitik ist aus zyklischer Sicht (Wachstum) gerechtfertigt, könnte jedoch aufgrund von Handelsunsicherheiten den Abwertungsdruck auf den chinesischen Renminbi erhöhen. Dass eine Balance zwischen internen und externen Wachstumsfaktoren erwünscht sei, wurde mehrfach von Yi Gang, dem Gouverneur der chinesischen Volksbank PBOC, thematisiert. Yi Gang erwähnte aber auch, dass er das interne Gleichgewicht stärker betonen wolle. Tatsächlich nutzt die PBOC den chinesischen Yuan bereits ausgiebig als automatischen Stabilisator, um externe Schocks beim Export auszugleichen. Jüngstes Beispiel ist die Abwertung des Yuan auf den niedrigsten Wert seit 2008: Im Zuge des Handelskonflikts mit den USA kostete ein US-Dollar zuletzt wieder mehr als sieben Yuan. Es ist zu erwarten, dass die PBOC den Yuan weiterhin als einen automatischen Stabilisator nutzt, obwohl sie auch bestrebt sein dürfte, starke Wertminderungen und massive Kapitalabflüsse durch eine makroprudenzielle Politik zu vermeiden, die bei möglicherweise größerer Flexibilität darauf abzielt, die Währung stabil zu halten.

Die Gesamtinflation dürfte in China in den kommenden Monaten weiter steigen. Es ist aber nicht davon auszugehen, dass dies zu einem signifikanten Anstieg der Zinssätze führt. In den vergangenen Jahren reagierte die Geldpolitik eher auf die Kerninflation als auf die



Gesamtinflation. In Anbetracht der Tatsache, dass die Kerninflation möglicherweise relativ gering bleibt, wird die Geldpolitik vermutlich weniger auf einen Anstieg der Gesamtinflation reagieren. Andererseits kann eine erhöhte Inflation den Spielraum für einen starken Rückgang der Zinssätze einschränken.

UNTERSTÜTZUNG DER BANKEN

Welche Maßnahmen soll die chinesische Regierung nun möglicherweise ergreifen? Es ist davon auszugehen, dass die Regierung wie in den vergangenen Jahren auch 2019 eine höhere Haushaltsdefizitquote als das offizielle Ziel (2,8 Prozent) erreicht, was den Handlungsspielraum einschränkt. Eine Unterstützung der Banken könnte

daher der flexibelste und wichtigste quasi-fiskalische Finanzierungskanal sein und als Mittel zur Stabilisierung des Wachstums dienen, basierend auf den Erfahrungen der vergangenen Jahre (Bausondervermögen im Jahr 2015). Um das Kreditwachstum zu unterstützen, könnten eine Senkung des Mindestreservesatzes und relativ niedrige Zinssätze helfen. Noch immer sind die Risikoaufschläge chinesischer Banken auf Kredite infolge einer gestiegenen Risikoaversion hoch – ein beträchtlicher Anteil liegt mehr als 100 Prozent über dem Richtzinssatz.

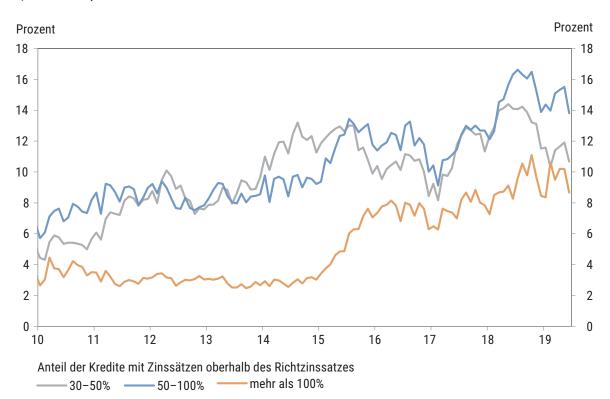
Eine starke Regulierungspolitik ist wichtig, um Probleme der finanziellen Instabilität einzudämmen, die sich aus einer losen zyklischen



ABB. 2: RISIKOAVERSION DER BANKEN STEIGT

Weiterhin liegen in China die Zinsen für viele Kredite zwischen 50 und 100 Prozent oder sogar mehr als 100 Prozent über dem Richtzinssatz.

Quelle: Wind; Stand: 20.08.2019



Politik ergeben. Andererseits sollte die Regulierungspolitik in China eine übermäßige Straffung vermeiden, wie wir sie 2018 sahen, als die Schattenbanken zu schnell schrumpften. In der Zwischenzeit ist eine strukturpolitische Strategie erforderlich, um mit den zugrundeliegenden Risiken – etwa durch Zahlungsausfälle auf dem Finanzmarkt – umzugehen.

RESÜMEE: FEINSTEUERUNG NOTWENDIG

Unter dem Strich verfügt die Regierung möglicherweise über die Fähigkeit, das Wachstum zu stabilisieren und einer erheblichen Verlangsamung entgegenzuwirken, im Zweifel mit zyklischen politischen Maßnahmen wie höheren Infrastrukturinvestitionen, was jedoch kurzfristig zu finanziellen Instabilitäten führen könnte. Diese sollten dann aber von der PBOC toleriert werden. In Anbetracht der Betonung des internen Gleichgewichts durch die PBOC dürfte der Devisenmarkt weiterhin als automatischer Stabilisator dienen, obwohl die PBOC versuchen dürfte, starke Wertminderungen und massive Kapitalabflüsse zu vermeiden.

In der Gesamtschau sollte die chinesische Regierung vor allem eine effizientere Umsetzung ihrer unterstützenden Maßnahmen anstreben, damit diese nicht durch angespannte Finanzmärkte, zu enge Vorschriften für Banken und exorbitante Risikoaufschläge abgeschwächt werden. Fortschritte sind genau zu überwachen, um weitere Verbesserungen umzusetzen, wenn sich die Wachstumsbremsen der chinesischen Konjunktur nicht lösen lassen.



Eine wachsende Erwerbsbevölkerung und angemessen qualifizierte Arbeitskräfte sind der Schlüssel für eine nachhaltige Wirtschaftsexpansion – und daran bestand in den USA seit der globalen Finanzkrise kein Mangel. Im Interview unterstreicht Abby Joseph Cohen von Goldman Sachs Research den erheblichen Beitrag, den die Immigration insbesondere in hochqualifizierten Berufen für Forschung und technologische Entwicklung der USA leistet, ein Thema, das Gegenstand ihres jüngsten Berichts ist.



"Im Ausland geborene Arbeitskräfte wissen besonders gut mit dem anhaltenden Wandel von einer Industriegesellschaft zu einer Dienstleistungswirtschaft umzugehen. Gemessen an ihrem Gesamtanteil an der US-amerikanischen Erwerbsbevölkerung, halten sie inzwischen einen proportional höheren Anteil an hochqualifizierten Arbeitsplätzen in den USA."

ABBY JOSEPH COHEN, GOLDMAN SACHS

IM GESPRÄCH: ABBY JOSEPH COHEN, GOLDMAN SACHS

Wie hat die Immigration zur Ausprägung der heutigen Erwerbsbevölkerung in den USA beigetragen?

Abby Joseph Cohen: Ganz ungemein. Im Verlauf der letzten 30 Jahre haben die USA eine robuste Expansion ihrer Erwerbsbevölkerung gesehen. Andere entwickelte Volkswirtschaften hingegen kämpfen mit rückläufigen Geburtenraten und einer schrumpfenden Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter. Fast die Hälfte des Anstiegs ist auf im Ausland geborene Arbeitskräfte zurückzuführen. Aber es geht nicht allein um die Zahlen: Es hat sich gezeigt, dass diese Arbeitskräfte besonders gut mit dem anhaltenden Wandel von einer Industriegesellschaft zu einer Dienstleistungswirtschaft umzugehen wissen. Sie halten inzwischen einen proportional höheren Anteil an hochqualifizierten Arbeitsplätzen in Bezug auf ihren Gesamtanteil von 17 Prozent der US-amerikanischen Erwerbsbevölkerung. Für die Zukunft wird allgemein damit gerechnet, dass hochqualifizierte Arbeitsplätze in den MINT-Fachbereichen, im Gesundheitswesen

ABBY JOSEPH COHEN, GOLDMAN SACHS GLOBAL INVESTMENT RESEARCH, NEW YORK

Abby Joseph Cohen ist Advisory Director und Senior Investment Strategist bei Goldman Sachs. Sie gehört dem Investment Committee für die Ruhestandspläne von Goldman Sachs an und hält die Verbindung des Unternehmens zur National Defense University und zum Verteidigungsministerium der Vereinigten Staaten. Zuvor war Abby Joseph Cohen US-Chefstrategin und Vorsitzende des Global Markets Institute von Goldman Sachs.

Abby Joseph Cohen begann 1990 bei Goldman Sachs und wurde 1998 zur Partnerin ernannt. Begonnen hat sie ihre Karriere als Ökonomin im Federal Reserve Board in Washington, D.C. Sie hält Abschlüsse der Cornell University und der George Washington University in Ökonomie. Ihr wurde drei Mal ein Dr. h.c. zuerkannt. Abby Joseph Cohen ist eine anerkannte Führungspersönlichkeit auf dem Gebiet der US-Portfoliostrategie und wurde von Institutional Investor and Greenwich Associates als Nummer eins ausgezeichnet. Ihre Laufbahn war Thema einer Fallstudie der Harvard Business School, einer Titelgeschichte der Business Week sowie eines Portraits der Zeitschrift New Yorker.

IM GESPRÄCH: ABBY JOSEPH COHEN, GOLDMAN SACHS

und in der Finanzdienstleistungsbranche das stärkste Wachstum verzeichnen werden. Genau in diesen Bereichen haben die USA nicht genug einheimische Arbeitskräfte produziert, die ausreichen würden, um die zunehmende Beschäftigungsnachfrage zu befriedigen. Wir erwarten daher, dass die Abhängigkeit von den im Ausland geborenen Arbeitskräften in dem Umfang, wie diese Trends sich fortsetzen, weiterhin bestehen bleibt.

In Ihrem Bericht führen Sie auch einige interessante Statistiken zum Beitrag der Einwanderer zu Forschung und Innovation an. Was sagen denn die Daten bisher aus?

Abby Joseph Cohen: Da möchte ich zunächst auf eine aktuelle Studie der US-Regierung verweisen, aus der hervorgeht, dass Hightech-Unternehmen, die Einwanderern gehören, bei fast allen Innovationsmaßstäben besser abschneiden als die der einheimischen Kollegen, dazu zählt auch eine höhere Bereitschaft, sich an Innovation und F&E zu beteiligen. Zum Beispiel zeichnet sich ab, dass im Ausland geborene Arbeitskräfte gemessen an ihrem wirtschaftlichen und kulturellen Beitrag so manche der höchsten Leistungsniveaus erreichen. Rund 45 Prozent der Fortune-500-Unternehmen wurden von Einwanderern oder deren Kindern gegründet, und mehr als die Hälfte der US-Nobelpreisträger der letzten fünf Jahre wurde im Ausland geboren.

Wie sieht es mit den Verdienstmöglichkeiten von im Ausland geborenen Arbeitskräften in den USA aus? Kann der Eintritt ins Berufsleben für beide Seiten gewinnbringend sein?

Abby Joseph Cohen: In Bereichen, in denen eine hohe Fachkompetenz gefordert ist, ja, teilweise deshalb, weil die Einwanderungspolitik der USA dies fördert. Von ausländischen Arbeitskräften wird verlangt, dass sie weiterführende Studienabschlüsse oder bestimmte Fachkenntnisse aufweisen. Nur so können sie rechtmäßig den Status eines dauerhaft Aufenthaltsberechtigten oder ein be-

IM GESPRÄCH: ABBY JOSEPH COHEN, GOLDMAN SACHS

fristetes Spezialvisum erhalten. Dementsprechend besteht die Tendenz dazu, dass sie in höherem Ausmaß in stärker spezialisierten Stellen mit höherem Einkommen vertreten sind. In MINT-Fachbereichen, wie Computerwissenschaften, Physik und Ingenieurwesen, haben wir zum Beispiel festgestellt, dass die Verdienstmöglichkeiten für Einwanderer im Durchschnitt 15 bis 25 Prozent höher liegen als für einheimische Vergleichspersonen. Aber bei gering qualifizierten Berufen sieht es ganz anders aus. Hier verdienen ausländische Arbeitskräfte um 15 bis 30 Prozent weniger. Dies kann möglicherweise auf mangelnde englische Sprachkenntnisse und in einigen Fällen auf das Fehlen des legalen Beschäftigungsstatus zurückzuführen sein. Man muss allerdings darauf hinweisen, dass sich der Ausblick generell für die nächste Generation verbessert, da die Kinder von im Ausland geborenen Arbeitskräften tendenziell einen besseren Bildungsstand und ein höheres Einkommen als ihre Eltern haben.

Und was erwarten Sie für die Zukunft? Sind Sie der Ansicht, dass im Ausland geborene Arbeitskräfte ihre Position in den Bereichen mit hoher Fachkompetenz weiter ausbauen werden?

Abby Joseph Cohen: Demographisch betrachtet wird das meiner Ansicht nach nötig sein, aber letztendlich hängt alles von der künftigen Politik ab. In jüngster Vergangenheit haben wir einen Rückgang der Anzahl der arbeitgeberbasierten Green Cards, die eine dauerhafte Aufenthaltsberechtigung verleihen, gesehen. Gleichzeitig kam es auch zu einem Rückgang der Anzahl der befristeten Visa, die für internationale Studenten oder Facharbeiter ausgestellt werden. Eine Fortsetzung dieser Trends könnte die Fähigkeit der USA behindern, talentierte Kräfte anzuwerben und zu halten. Das könnte sich wiederum auf die Fähigkeit des Landes auswirken, auf globaler Ebene innovativ und wettbewerbsfähig zu bleiben.



Nach dem Bruch der oftmals getesteten 11.850 konnte der Index deutlich Boden gutmachen und bewegt sich jetzt kurz vor dem Juli-Hoch.

Diesem Bereich widmen Chartisten ein erhebliches Augenmerk, denn ein Überbieten des Niveaus von 12.600 mit dem Schlusskurs würde dem DAX® neues Potential eröffnen. Liegt doch das Jahreshoch von Anfang Juli nur 56 Punkte dahinter.



CHRISTIAN SCHLEGEL SCHLEGEL TRADING

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 Banken und Investmentgesellschaften gesendet wurde. Für die Capital Markets Academy der Deutschen Börse AG Frankfurt gibt Schlegel seit 2013 Seminare sowie seit 2010 mehr als 100 Webinare für Börsenblogs.

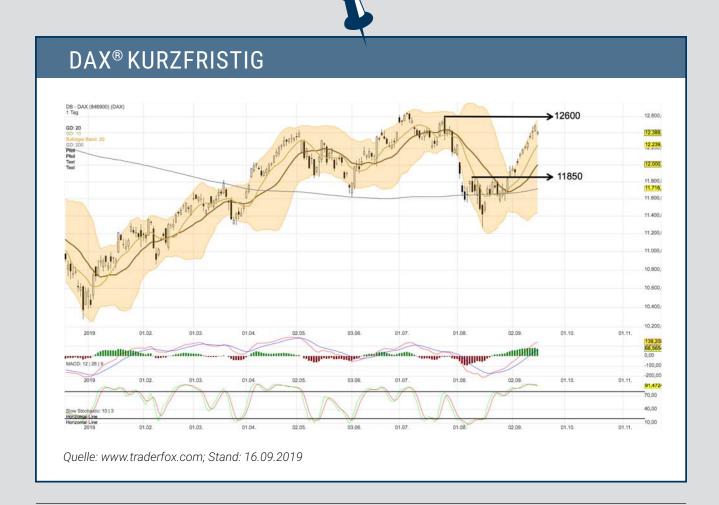
Auf der Website www.schlegel-trading.com veröffentlicht der gebürtige Offenbacher regelmäßige Videos zu technischen Analysen. Auf Facebook moderiert Schlegel die Gruppe DAX-Trader von Finanzen.net.

TECHNISCHE ANALYSE VON CHRISTIAN SCHLEGEL



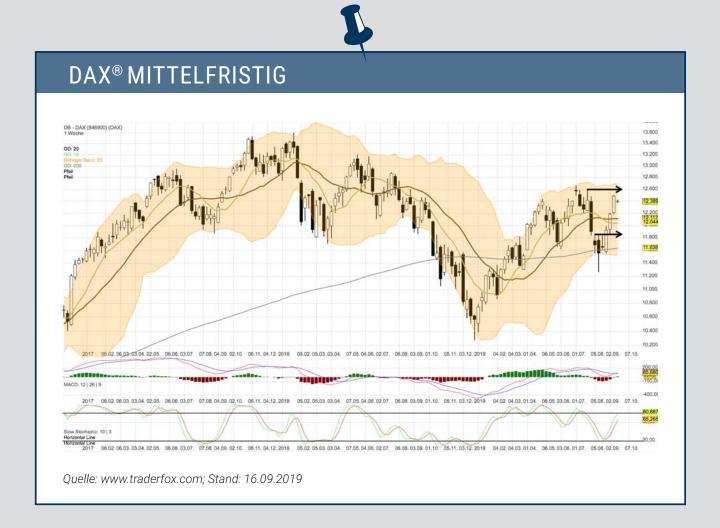
Andererseits ist die 11.850 zu einer sehr guten Unterstützung gereift.

Die technischen Indikatoren mahnen zur Vorsicht, geben aber noch kein verlässliches Verkaufssignal. Eben dieses Verkaufssignal kann aber mit einem Schlusskurs von unter 12.300 entstehen. Hier heißt es: abwarten!



TECHNISCHE ANALYSE VON CHRISTIAN SCHLEGEL

Im mittelfristigen Bereich stößt der Index ebenfalls an technische Grenzen. Die Zonen 11.850 und 12.600 gelten gleichermaßen.



Fazit: Vor dem Hintergrund des großen Verfalltermins am 20. September 2019 rechnet der Verfasser eher mit einer Seitwärtsbewegung, die sich zwischen 12.000 (20-Tage-Linie am 16. September – plus 35 Punkte pro Tag) und 12.600 abspielen sollte.



Seit einigen Jahren fragen sich die Finanzmarktakteure, warum eine niedrige Arbeitslosenquote in den USA nicht zu einer höheren Inflation geführt hat. Angesichts der Tatsache, dass die US-Notenbank Fed eine niedrige Inflation zunehmend als Hauptgrund für Zinssenkungen anführt, steht das "Inflationsrätsel" wieder im Blickpunkt. Goldman Sachs Economic Research blickt auf die wichtigsten Kapitel seines Inflationsresearchs und diskutiert, welche Lehren sich daraus für die Inflationsaussichten und die Geldpolitik ergeben.



DAS "INFLATIONSRÄTSEL" IST ÜBERTRIEBEN

Seit Ende der 1990er Jahre ist die US-Inflation niedrig, stabil und nahe am Fed-Ziel. Bevor am Arbeitsmarkt im laufenden Zyklus wieder Vollbeschäftigung herrschte, stellten die Ökonomen von Goldman Sachs und andere bereits fest, dass sich die Phillips-Kurve in den vergangenen Jahrzehnten abgeflacht hat und die Inflationserwartungen sowohl in den USA als auch in vielen anderen Volkswirtschaften in der Regel nah an den Zielen der Zentralbanken lagen. Infolgedessen würde man selbst bei der heutigen US-Arbeitslosenquote von 3,7 Prozent nicht mit einer himmelhohen Inflation rechnen.

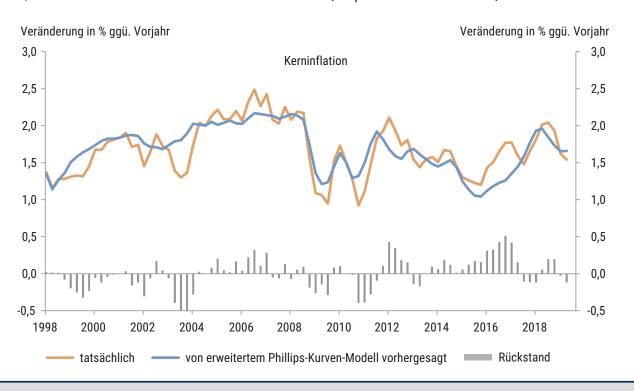
Ein einfacher Ausgangspunkt für die Herleitung der Kerninflation, die von Wirtschaftsprognostikern und Fed-Vertretern verwendet wird, ist eine erweiterte Phillips-Kurve, die Arbeitslosenrate, Löhne und Inflation zueinander in Beziehung setzt. Vor einigen Jahren hat Goldman Sachs ein einfaches Berechnungsmodell eingeführt, das die weitgefasste Unterbeschäftigungsquote U6, die aktuellen und verzögerten Veränderungen des handelsgewichteten US-Dollars und die langen Verzögerungen bei den Energiepreisänderungen verwendet. Die frühere Fed-Vorsitzende Janet Yellen zitierte gelegentlich ein ähnliches Modell in ihren Reden. Als Grundlage dienen Daten seit dem Jahr 1998, das heißt, aus den beiden Jahrzehnten, die die "moderne Ära der niedrigen und stabilen Inflationserwartungen" umfasst.



ABB. 1: PHILLIPS-KURVEN-MODELL BILDET INFLATION AB

Zwischen den Prognosen eines erweiterten Phillips-Kurven-Modells und der tatsächlichen Kerninflationsrate gab es in den vergangenen 20 Jahren kaum Abweichungen.

Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research, Department of Commerce; Stand: 18.08.2019



Wie Abbildung 1 zeigt, passt dieses Modell recht gut zu den Daten. Es gibt kaum Unterschiede zwischen der vorhergesagten und der tatsächlichen Inflationsrate. Abweichungen von der Modellvorhersage von bis zu einem halben Prozentpunkt sind normal – oder wie Janet Yellen einmal bemerkte, sollten "solche 'Überraschungen' nicht wirklich überraschen".

LEKTION

2

DIE PHILLIPS-KURVE IST LEBENDIG

Angesichts der moderaten Inflationsraten der vergangenen Jahre haben viele Kommentatoren die Phillips-Kurve für tot erklärt. Zwar sind die Zusammenhänge der Phillips-Kurve heute sicherlich geringer ausgeprägt als noch vor Jahrzehnten, doch sind sie in den Preis- und Lohndaten immer noch deutlich erkennbar. Reichhaltigere Datensätze auf Stadt- und Branchenebene ermöglichen heute sogar in der Regel statistisch aussagekräftigere Analysen als je zuvor.

Es wäre auch eine seltsame Welt ohne die Phillips-Kurve. Wenn die Preise nicht von den Kosten und die Löhne nicht von dem Angebot und der Nachfrage nach Arbeitskräften abhingen, hätten die Zentralbanker wenig Kontrolle über die Inflation und könnten sie kaum mit ihrer Geldpolitik adressieren. Die Marktwirtschaft wiederum wäre bei der Allokation von Ressourcen nicht sehr effektiv.

LEKTION

3

DIE INFLATION IST NICHT NUR STRUKTURELL NIEDRIGER

Ein weiteres häufig vorkommendes Argument ist, dass die Inflation in den vergangenen Jahren durch mächtige neue desinflationäre strukturelle Kräfte wie Globalisierung, Amazon-Effekt, neue Techno-

logien, sinkende Preismacht und demographische Entwicklung niedrig gehalten wurde. Doch diese im Folgenden aufgeführten Kräfte sind nicht so mächtig oder neu, wie häufig vermutet.

Thema Globalisierung:

Eine Reihe von Studien hat gezeigt, dass das Wachstum des internationalen Handels mit Schwellenländern mit niedrigen Löhnen, insbesondere China, in den vergangenen Jahrzehnten eine Hauptursache für den Desinflationsdruck im Gütersektor war. Dieser Effekt scheint jedoch seinen Höhepunkt im Zeitraum Mitte der 1990er Jahre bis 2007 erreicht zu haben – also in den Jahren vor und nach dem Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation. Während dieses Zeitraums stiegen die Einfuhren aus den Schwellenländern rasch, seitdem stagniert der Anteil jedoch. Da die Veränderung des Anteils in den vergangenen Jahren viel geringer ausgefallen ist, ist auch der Desinflationseffekt weniger ausgeprägt.

Ein verwandtes Argument ist, dass für die heutige US-Inflation eher die globale als die inländische Konjunktur von Bedeutung ist. Es ist sicher richtig, dass globale Kräfte Schwankungen bei Rohstoffpreisen und Wechselkursen bedingen und insofern für die US-Inflation von Bedeutung sind. Es ist auch wahrscheinlich, dass die globale Konjunktur die Kerninflation in vielen kleineren Volkswirtschaften beeinflusst – insbesondere in solchen, in denen die Inflationserwartungen weniger gut verankert sind. Es gibt jedoch kaum statistische Beweise dafür, dass globale Veränderungen der Konjunktur großen Einfluss auf die US-Kerninflation hätten.

Thema Amazon-Effekt:

Der Anstieg des Onlineshoppings wird seit geraumer Zeit auch häufig als Ursache für die niedrige Inflation angeführt. Die direkteste Auswirkung des Internets auf die Inflation – die Suche von Verbrauchern

nach kostengünstigeren Onlineverkäufern – wird nicht in den offiziellen Preisindizes erfasst. In der Folge kommen desinflationäre Auswirkungen vermutlich eher über Spillovereffekte auf die Preise anderer Einzelhändler zustande.

Die Leichtigkeit des Onlinepreisvergleichs macht es relativ plausibel, dass es große Spillovereffekte geben dürfte. In einer früheren Studie haben die Ökonomen von Goldman Sachs die Auswirkungen der jährlichen Änderungen der Onlineumsatzanteile einer Reihe von Waren und Dienstleistungen auf die Inflation in der entsprechenden Kategorie der Kerninflation unter Berücksichtigung von Zeit- und Produkttrends abgeschätzt. Im Ergebnis haben die Ökonomen 0,25 Prozentpunkte von der Kerninflation und 0,1 Prozentpunkte von der Kerninflationsrate abgezogen.

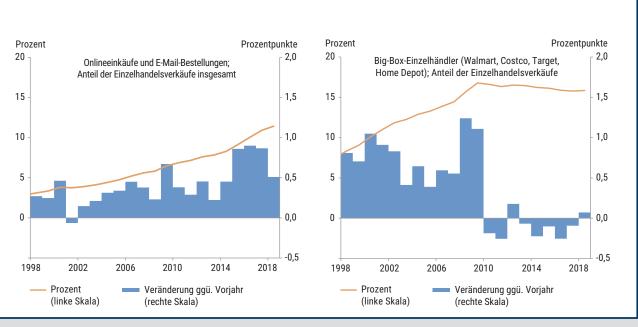


ABB. 2: "AMAZON-EFFEKT" IST SCHWÄCHER ALS FRÜHERER "WALMART-EFFEKT"

Das Wachstum des Onlineshoppings ist im Vergleich zum früheren Spitzenwachstum der Big-Box-Einzelhändler überbewertet.

Quelle: Department of Commerce, Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research;

Stand: 18.08.2019





Aber dieser Effekt ist keineswegs neu: Der heutige Amazon-Effekt scheint eher etwas kleiner zu sein als der gestrige Walmart-Effekt, den die damaligen Wirtschaftswissenschaftler ebenfalls häufig bemerkten. Abbildung 2 zeigt, dass das Wachstum des Onlineshoppings im Vergleich zum früheren Spitzenwachstum der Big-Box-Einzelhändler überbewertet wird.

Thema neue Technologien:

Eine ähnliche Behauptung besagt, dass wir uns in einer Ära beeindruckender neuer Technologien befinden, deren Auswirkungen auf die Inflation weit über das Onlineshopping hinausgehen. Es ist zwar einfach, einzelne Beispiele aufzuzeigen, aber damit diese Behauptung tragfähig ist, muss sie sich in einem breiteren Produktivitätswachstum widerspiegeln. Ein starkes Produktivitätswachstum war in der Tat die Hauptursache dafür, dass Ende der 1990er Jahre eine sehr niedrige Arbeitslosenquote und eine niedrige Inflation nebeneinander bestehen konnten. Aber seitdem war das gemessene Produktivitätswachstum im historischen Vergleich eher schwach.

Darüber hinaus wird ein Teil der Auswirkungen neuer disruptiver Technologien auf die Inflation in den amtlichen Statistiken aufgrund von Verzerrungen nicht erfasst. Dies bedeutet, dass die Auswirkung neuer Technologien auf die "wahre" Inflation ebenso wie die Auswirkung von Amazon auf die "wahre" Inflation größer ist als die Auswirkung auf die gemessene Inflation.

▶ Thema sinkende Preismacht:

Mit dem Amazon-Effekt hängt auch die Idee zusammen, dass die Preismacht – die Fähigkeit eines Unternehmens, seinen Preis über die Grenzkosten hinaus zu erhöhen und nur eine moderate Verringerung der Nachfrage zu verzeichnen - zurückgegangen ist. Ein Rückgang der Preissetzungsmacht müsste der Theorie nach in der Folge die Gewinnmargen untergraben und die Verbraucherpreise senken. Tatsächlich zeigte der globale Trend jedoch in den vergangenen Jahren eine Erhöhung der Preissetzungsmacht – zusammen mit einer zunehmenden Marktkonzentration und höheren Gewinnspannen.

Der Anstieg der Marktkonzentration hat eine weitere Auswirkung auf die Inflationsdynamik, die keine offensichtliche Richtungsabhängigkeit aufweist: eine geringere Weitergabe von Lohnschwankungen und anderen Kosten an die Verbraucherpreise. Die Prognose der Wirtschaftstheorie, wonach ein Unternehmen mit Marktmacht seinen Preis als Reaktion auf Kostenänderungen weniger als ein im Wettbewerb stehendes Unternehmen ändert, wird durch mehrere empirische Studien gestützt. Auch dieser Effekt dürfte zur Abflachung der Phillips-Kurve beigetragen haben.

► Thema Demographie:

Es heißt, die demographische Entwicklung könnte die Inflation über ihre Auswirkungen auf das Wachstum oder die Inflationserwartungen beeinflussen. Die populärste Theorie ist, dass ein langsameres

Bevölkerungswachstum desinflationär wirke, weil es das BIP-Wachstum verringere. In gewissem Maße geht diese Theorie fälschlicherweise davon aus, dass konjunkturelles Wachstum der wichtigste makroökonomische Treiber von Inflation ist. Die Bevölkerungswachstumsrate könnte jedoch von Bedeutung sein, wenn beispielsweise das Wohnungsangebot kurzfristig ziemlich unelastisch ist. Oder vermittelt über einen Stagnationseffekt, bei dem ein geringeres Trendwachstum die Geldpolitik unter Druck setzt.

Ein Anstieg des Anteils der Bevölkerung, der konsumiert, aber nicht produziert, könnte wiederum inflationär wirken. Tatsächlich gibt es für diese These einige Belege: Unter Verwendung von Daten auf US-Stadtebene haben die Ökonomen von Goldman Sachs einen positiven, aber geringfügigen Effekt des Bevölkerungswachstums auf die Inflation festgestellt.

Ein weiterer möglicher demographischer Einfluss sind generationsbedingte Unterschiede bei den Inflationserwartungen: Die jüngere Generation, die noch keine hohe Inflation miterlebt hat, könnte geringe durchschnittliche Inflationserwartungen haben und auf diese Weise die tatsächliche Inflation nach unten drücken. Diese Behauptung ist schwer zu überprüfen, aber die Auswirkungen der sich entwickelnden Inflationserwartungen aufgrund von Verschiebungen in der Generationszusammensetzung wären sehr allmählich. Während junge Leute eher niedrigere Inflationserwartungen haben, liegen die

durchschnittlichen Erwartungen aller Altersgruppen immer noch bei oder über dem Ziel von zwei Prozent.



LEKTION 4

NICHTZYKLISCHE EINFLÜSSE KÖNNEN GROSSE AUSWIRKUNGEN HABEN

Während Theorien über neue strukturelle Desinflationskräfte skeptisch zu sehen sind, können allgemeinere Faktoren wie Änderungen der Regierungspolitik oder Änderungen der Inflationsmessungsmethodik erhebliche Auswirkungen auf die gemeldete Inflation haben. Tatsächlich basieren Inflationsprognosen zum Teil auf Faktoren, die nicht mit dem Konjunkturzyklus zusammenhängen.

Die wichtigsten Änderungen der Regierungspolitik im Hinblick auf die Inflation in den vergangenen Jahren betrafen den Gesundheitssektor. Aufbauend auf einer akademischen Studie über die direkten und indirekten Auswirkungen des Affordable Care Act (ACA) auf die Inflation im Gesundheitswesen schätzt Goldman Sachs, dass die Auswirkungen des ACA auf ihrem Höhepunkt fast –2 Prozentpunkte erreichten und immer noch in etwa –0,5 Prozentpunkte ausmachen.

In jüngerer Zeit hat die Angst vor einer Überprüfung durch den Gesetzgeber zu Preisstopps bei verschreibungspflichtigen Arzneimitteln geführt, wodurch sich diese Kategorie im Vergleich zu ihrem jüngsten Trend vergünstigt hat. Politische Änderungen können aber auch inflationäre Auswirkungen haben: Das offensichtlichste Beispiel sind die neuen Strafzölle für Importe beispielsweise aus China, die sich stark auf die Verbraucherpreise ausgewirkt haben.

Auch methodische Änderungen bei der Inflationsmessung können erhebliche Auswirkungen auf die gemeldete Inflation haben. In einigen Fällen verzerrt die Einführung neuer Quellendaten lediglich saisonale Faktoren und führt zu vorübergehenden Änderungen. In anderen Fällen kann die Einführung eines neuen Verfahrens zur Qualitätsanpassung die Inflationsrate in eine Richtung lenken – tendenziell nach unten.

LEKTION

5

INFLATION IST KEIN GUTER ZYKLISCHER INDIKATOR

Mit einer flacheren Phillips-Kurve, Wechselkurs- und Rohstoffpreisschwankungen und den manchmal recht starken Auswirkungen nichtzyklischer Faktoren ist es heute nicht realistisch zu erwarten, dass die Inflation immer lehrbuchmäßig der Produktionslücke folgt. Man sollte nicht erwarten, dass alle Inflationsschwankungen eine zufriedenstellende wirtschaftliche Erklärung haben – moderate Abweichungen von dem, was man allein aufgrund der Arbeitslosenquote vorhersagen würde, sind normal.

Dies hilft zu erklären, warum es schwierig ist, die verbleibende Volatilität der Kerninflation vorherzusagen: Eine "richtige" Ausrichtung der Wirtschaft ist keine Garantie dafür, dass auch die Inflationsprognose stimmt. Selbst in Zeiten niedriger und verankerter Inflationserwartungen waren relativ große Abweichungen von den Kerninflationsprognosen des Konsens normal – etwa 0,4 Prozentpunkte in einem Einjahreszeitraum und 0,5 Prozentpunkte in einem Zweijahreszeitraum.

(...)

Lesen Sie weiter in der nächsten Ausgabe unseres Kundenmagazins KnowHow, die Anfang Oktober erscheint. Die KnowHow und unseren KnowHow-Radar können Sie auf www.gs.de bestellen oder herunterladen.



Goldman Sachs bietet folgendes Produkt zur Zeichnung an:

NEU Memory-Express-Return-Zertifikat auf **Barrick Gold, Newcrest Mining** und **Newmont Goldcorp**

Kurzübersicht Zertifikatsbedingungen

WKN	GA650A
Zeichnungsfrist	29.08. bis 26.09.2019, 16:00 Uhr ¹⁾
Laufzeit	Maximal 5 Jahre
Nominalbetrag	1.000 EUR
Ausgabepreis	100,5% (inkl. Ausgabe- aufschlag von 0,5%)
Kupon	5,00% (50,00 Euro Auszahlung bei 1.000 Euro Nominalbetrag)

¹⁾ Kann aufgrund veränderter Marktbedingungen vorzeitig beendet werden. Stand: 29.08.2019



https://www.gs.de/media/de/zeichnungsprodukte/ 19-09_19_5Y-Barrick_Newcrest_Newmont.pdf

Funktionsweise:

Das Memory-Express-Return-Zertifikat auf die Aktien von Barrick Gold, Newcrest Mining und Newmont Goldcorp bietet die Chance auf jährliche Erträge von 5%, wenn keine der Aktien um mehr als 41 Prozent unter ihrem anfänglichen Kurs notiert. Bei einer maximalen Laufzeit von fünf Jahren ist eine vorzeitige Rückzahlung jedes Jahr möglich, wenn alle drei Aktien bei ihrem anfänglichen Kurs oder darüber notieren. Sollte nach fünf Jahren mindestens eine der drei Aktien um mehr als 41 Prozent gefallen sein, kommt es zu Verlusten. Schlimmstenfalls ist der Totalverlust des eingesetzten Kapitals möglich.

Quelle: Goldman Sachs Securities Division, Stand: 29.08.2019



Wirtschafts- und Unternehmenskalender September/Oktober 2019

Freitag, 20. September 2019



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/2019/home.htm

Donnerstag, 26. September 2019



BIP USA

Das Bureau of Economic Analysis (BEA) veröffentlicht eine dritte Schätzung des US-Bruttoinlandsprodukts für das zweite Quartal 2019. Im zweiten Quartal ist die US-Wirtschaft Schätzungen zufolge saisonbereinigt und hochgerechnet auf das Jahr um 2,1 Prozent gewachsen.

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

Freitag, 27. September 2019



PCE-Kerndeflator

Das Bureau of Economic Analysis (BEA) veröffentlicht Angaben zu den Kernausgaben des persönlichen Konsums der US-Bürger im August 2019. 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 - DARAN SOLLTEN SIE DENKEN!

Montag, 30. September 2019

Arbeitsmarktstatistik

Einzelhandelsumsätze

Dienstag, 1. Oktober 2019

Einkaufsmanagerindex (PMI)

Donnerstag, 3. Oktober 2019

Erzeugerpreisindex (PPI) Eurozone

Freitag, 4. Oktober 2019

Handelsbilanz USA

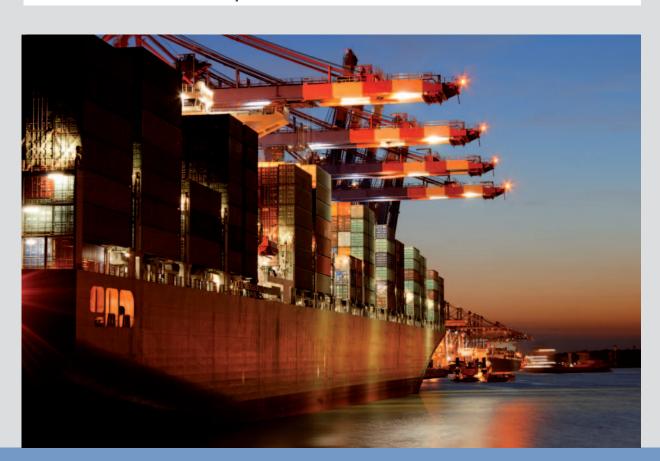
Donnerstag, 10. Oktober 2019

Handelsbilanz Deutschland

Bruttoinlandsprodukt

Freitag, 11. Oktober 2019

Verbraucherpreisindex und HVPI





HINWEISE

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

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

ALLGEMEINE RISIKEN VON OPTIONSSCHEINEN UND ZERTIFIKATEN

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

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

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

HINWFISE UND RISIKEN

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

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

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

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

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

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

HINWFISE UND RISIKEN

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 Dokumente können in elektronischer Form unter www.gs.de unter Eingabe der jeweiligen Wertpapierkennnummer (WKN oder ISIN) des Wertpapiers bzw. der jeweilige Basisprospekt unter www.gs.de/service/wertpapierprospekte abgerufen werden und sind bei der Goldman Sachs International, Zweigniederlassung Frankfurt, Zertifikate-Abteilung, Marienturm, Taunusanlage 9–10, 60329 Frankfurt am Main, als Papierfas-

HINWFISE UND RISIKEN

sung 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 zu früheren Wertentwicklungen des Basiswerts, können Sie an der im jeweiligen Prospekt angegebenen Fundstelle zu dem jeweiligen Wertpapier finden. Historische Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung des Basiswerts oder der Wertpapiere dar.

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

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

INDEX-DISCLAIMER

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

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 Zusicherung des Lizenzgebers hinsichtlich einer Attraktivität einer Investition in entsprechende Produkte.

REDAKTIONELLES KONZEPT

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

LEKTORAT

Anna-Luise Knetsch

KONZEPTION, LAYOUT

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

FOTONACHWEISE

adobe stock - S. 1: Cozyta | S. 4: Jack | S. 6: Scanrail | S. 9: efired | S. 13: isak55

S. 14: svort | S. 16: stadtratte | S. 21: metamorworks | S. 23: golubovy

S. 26 oben: barold | S. 26 unten: Tierney | S. 21: TebNad | S. 27 Beliakina Ekaterina

S. 28: Peer Frings

KONTAKT



Goldman Sachs International – Zweigniederlassung Frankfurt Securitised Derivatives

Marienturm | Taunusanlage 9-10

60329 Frankfurt am Main

Telefon: 0800 67 46 367 | E-Mail: zertifikate@gs.com

Internet: www.gs.de