

HIGHLIGHTS | OKTOBER/NOVEMBER 2025

# KnowHow kompakt

Aktuelle Analysen aus dem Finanzsektor

## Inhalt

- 02–09 KÜNSTLICHE INTELLIGENZ: Aktienmarkt-  
bewertungen – Warum wir uns (noch) nicht  
in einer Blase befinden
- 10–16 INTERVIEW: „(Noch) keine Blase“ – Eine  
Diskussion über künstliche Intelligenz (KI)
- 17–22 Spielraum für Wachstum: Deutschlands  
Wirtschaft im Aufwind
- 23–27 MÄRKTE: Emerging Markets – Werden Aktien  
und Währungen weiter zulegen?
- 28–33 DARAN SOLLTEN SIE DENKEN! Wirtschafts-  
und Unternehmenskalender Nov./Dez. 2025
- 34–38 Hinweise, Risiken und Impressum

Im Blickpunkt: Aktienmärkte  
künstliche Intelligenz

## KÜNSTLICHE INTELLIGENZ

# Aktienmarktbewertungen – Warum wir uns (noch) nicht in einer Blase befinden

---

Das derzeitige Marktumfeld weist mehrere Merkmale auf, die mit früheren Blasen übereinstimmen, darunter ein deutlicher Anstieg der absoluten Bewertungen, eine hohe Marktkonzentration, eine erhöhte Kapitalintensität bei führenden Unternehmen und das Aufkommen von Verkäuferfinanzierungen, erklärt Goldman Sachs Chief Global Equity Strategist Peter Oppenheimer.

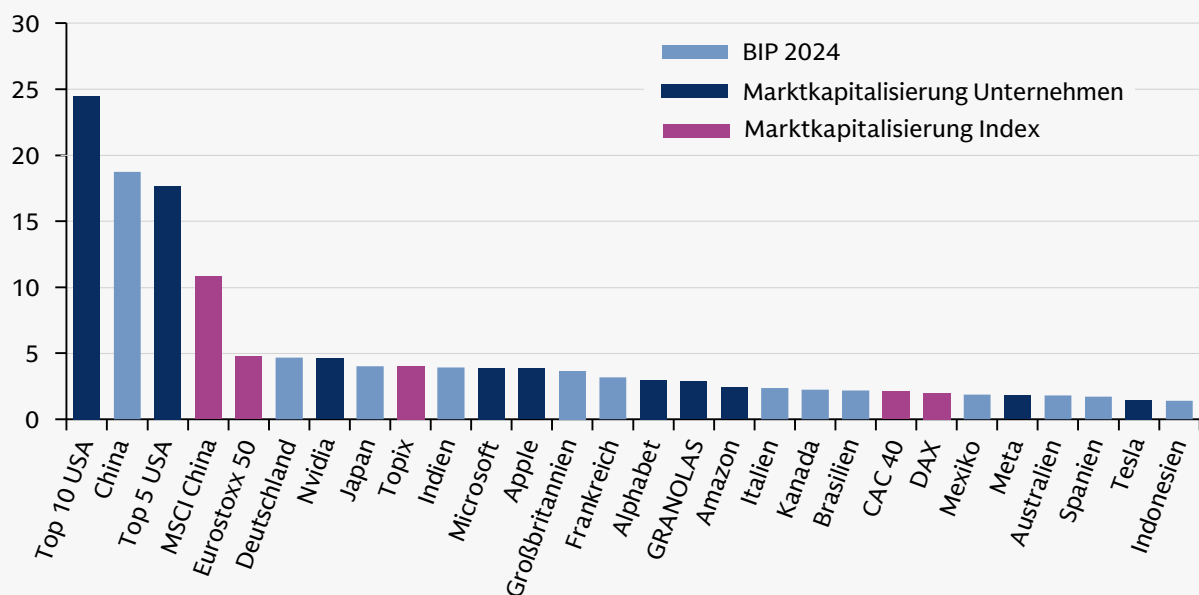


Das Ausmaß der Marktbeherrschung durch führende Technologieunternehmen ist bemerkenswert: Die fünf größten US-Technologieunternehmen haben zusammen einen Wert, der die Gesamtgröße des Eurostoxx 50 und der Aktienmärkte Großbritanniens, Indiens, Japans und Kanadas übersteigt und etwa 16 Prozent des gesamten globalen Aktienmarktes ausmacht. Die zehn größten US-Aktien, von denen acht aus dem Technologiesektor stammen, machen mit einer Bewertung von fast 25 Billionen US-Dollar fast 25 Prozent des globalen Aktienmarktes aus.

## Abb. 1: Schwergewichte auf dem Aktienmarkt

Die zehn größten US-Unternehmen, von denen acht zum Technologiesektor gehören, dominieren den weltweiten Aktienmarkt. Sie machen mit einer Bewertung von annähernd 25 Billionen US-Dollar fast 25 Prozent des globalen Aktienmarktes aus.

BIP 2024 vs. Marktkapitalisierung, in Billionen US-Dollar



Quelle: IMF, FactSet, Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 22. Oktober 2025. Bitte beachten Sie, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind.

Der Anstieg der Technologieaktien und die Begeisterung für KI weisen Ähnlichkeiten mit früheren Blasen auf – darunter die „Kanalmanie“ in Großbritannien in den 1790er Jahren, die Eisenbahnblasen der 1840er Jahre (in Großbritannien) und 1873 (in den USA) sowie die globale Technologieblase der 1990er Jahre. Sie waren auf eine neue Technologie oder Innovation konzentriert, die bei den Anlegern große Begeisterung auslöste und zu erheblichen Investitionen sowohl von bestehenden als auch von neuen Unternehmen führte. Eine Studie ergab, dass 73 Prozent der 51 wichtigsten Innovationen zwischen den Jahren 1825 und 2000 Aktienkursblasen aufwiesen, deren Ausmaß mit der Vehemenz, dem Potenzial für indirekte Netzwerkeffekte und der öffentlichen Sichtbarkeit der Innovationen zunahm.

Die derzeitige Begeisterung für KI entspricht diesen historischen Mustern, insbesondere der Dot.com-Blase Ende der 1990er Jahre. Ein technologischer Umbruch scheint sich an einem kritischen Punkt der Kommerzialisierung zu befinden, ähnlich wie das Internet in seinen Anfängen, und verspricht ein höheres zukünftiges Wachstum.

Dies stellt jedoch eine dreifache Herausforderung dar: die genaue Bewertung der zukünftigen Marktgröße, die Festlegung des Zeitplans für die Kommerzialisierung und Skalierung sowie die Identifizierung der Hauptnutznießer des zukünftigen Wachstums.

Die damit verbundene Unsicherheit veranlasst Investoren häufig dazu, Optionen zahlreicher Unternehmen zu erwerben, in der Hoffnung, den nächsten marktbeherrschenden Akteur zu identifizieren. Letztendlich entstehen Blasen, wenn der Gesamtwert der mit einer Innovation verbundenen Unternehmen die potenziellen zukünftigen Cashflows übersteigt, die sie voraussichtlich generieren werden.



Trotz dieser Ähnlichkeiten deuten entscheidende Unterschiede darauf hin, dass das derzeitige Umfeld möglicherweise noch keine voll entwickelte Blase darstellt. Dazu gehören:

**1. Fundamentales Wachstum vs. Spekulation:** Nicht irrationale Spekulationen über das künftige Potenzial, sondern fundamentales Wachstum und robuste Gewinne waren bislang die Haupttreiber für die Wertsteigerung im Technologiesektor. Dies steht im Gegensatz zu vielen früheren Blasen, bei denen die Erwartungen hinsichtlich des zukünftigen Wachstums und der Marktdominanz die Unternehmen im Zentrum des Booms eher trieben als nachweisbare Erfolge. Der außergewöhnliche Anstieg des Gewinns pro Aktie (EPS) im Technologiesektor, insbesondere seit der globalen Finanzkrise, unterstreicht diese anhaltende fundamentale Performance.

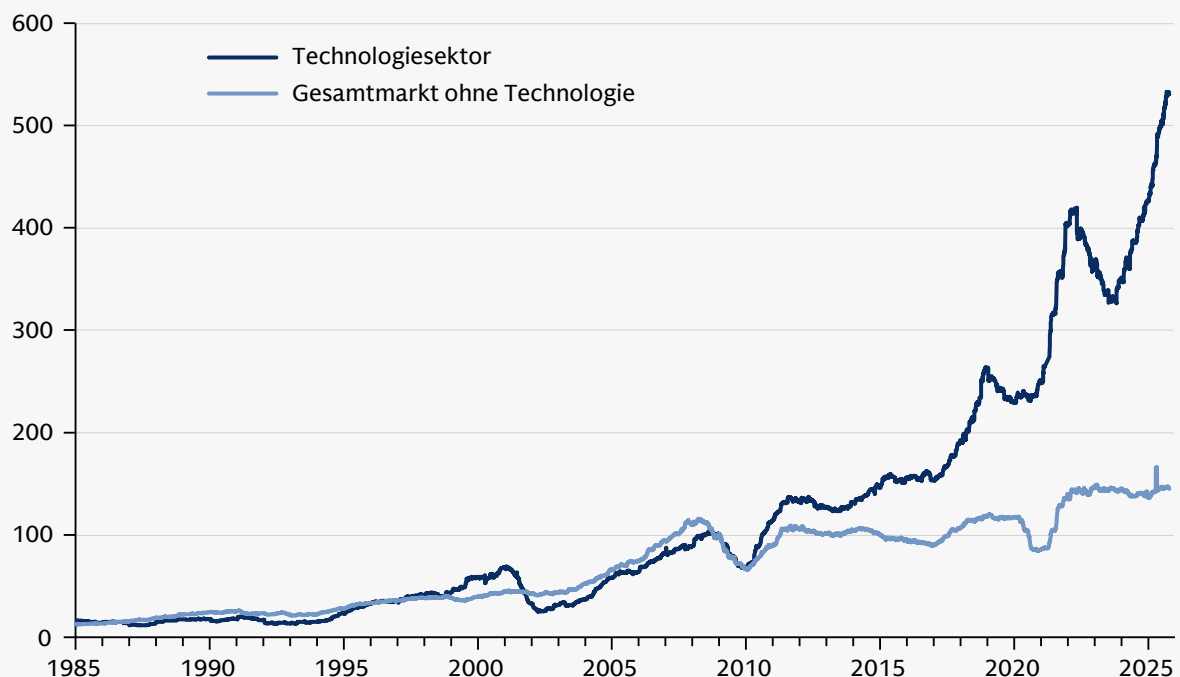
**2. Starke Bilanzen:** Die Unternehmen mit den höchsten Renditen verfügen über ungewöhnlich starke Bilanzen und ein atemberaubendes Gewinnwachstum. Diese Finanzkraft bietet einen Puffer, der bei Unternehmen, die im Zentrum früherer Blasen standen, oft fehlte.

**3. Dominanz etablierter Unternehmen im Bereich KI:** Bislang haben einige wenige etablierte Unternehmen den KI-Bereich dominiert. Die meisten historischen Blasen entstanden hingegen in Zeiten intensiven Wettbewerbs, als sowohl Investoren als auch neue Marktteilnehmer in diesen Bereich strömten. Zwar nimmt der Wettbewerb im Bereich KI zu, doch haben etablierte Akteure die Anfangsphase angeführt.

## Abb. 2: Technologiesektor übertrifft Gesamtmarkt

Die Gewinne im Technologiesektor haben diejenigen des globalen Marktes weit hinter sich gelassen. Die auf den Januar 2009 indexierten Gewinne der Technologieaktien (EPS) machen inzwischen etwa das Dreifache des Gesamtmarktes ohne Technologie aus.

12-Monats-EPS (USD), Index, Januar 2009 = 100



Quelle: Datastream, Worldscope, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 22. Oktober 2025. Bitte beachten Sie, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind.



## Bewertungen: hoch, aber nicht auf Bubble-Niveau

Das Research-Team um Peter Oppenheimer hat mehrere Bewertungskennzahlen untersucht und festgestellt, dass die Bewertungen der großen Technologieunternehmen zwar hoch sind, aber nicht auf Bubble-Niveau liegen:

**1. Vergleich mit früheren Blasen:** Das mittlere 24-Monats-KGV für die Magnificent-7-Technologieaktien liegt bei 25 (24,5 ohne Tesla). Dies entspricht etwa der Hälfte der entsprechenden Bewertung der sieben größten Unternehmen während der Dot.com-Blase Ende der 1990er Jahre. Auch das Verhältnis von Unternehmenswert zu Umsatz (EV/Umsatz) ist deutlich niedriger als das der marktbeherrschenden Unternehmen Ende der 1990er Jahre. Die aktuellen Bewertungen sind zwar hoch, erreichen aber im Allgemeinen nicht die extremen Niveaus, die typischerweise am Höhepunkt einer Finanzblase zu beobachten sind.

**2. Vergleich des Kurs-Gewinn-Wachstums (PEG):** Das PEG-Verhältnis für Technologieaktien, das die Bewertung in Relation zum Gewinnwachstum setzt, bleibt mit anderen Aktien vergleichbar und liegt deutlich unter dem Niveau der späten 1990er Jahre. Ein konservativeres PEG-Verhältnis, das auf dem bevorstehenden 12-Monats-KGV gegenüber dem EPS-Wachstum der letzten drei Jahre basiert, ergibt ein aktuelles Verhältnis von 1,6, was deutlich unter dem Wert von 3,7 liegt, der auf dem Höhepunkt der Dot.com-Blase beobachtet wurde.

**3. Vergleich zwischen ROE und Preis-Buchwert-Verhältnis (P/B):** Der US-Technologiesektor weist historisch hohe Returns on Equity (ROE) auf, was das hohe Preis-Buchwert-Verhältnis teilweise rechtfertigt. Auch wenn der Sektor bei dieser Kennzahl etwas überbewertet erscheint, ist die Situation nicht so extrem wie 1999/2000, als das P/B-Verhältnis ähnlich war, der ROE jedoch deutlich niedriger.

**4. Dividendendiskontierungsmodell (DDM):** Ein einstufiges DDM, das von einer Aktienrisikoprämie (ERP) von 4,5 Prozent ausgeht, impliziert ein nominales jährliches Wachstum von 8 Prozent für den US-amerikanischen Technologie-, Medien- und Telekommunikationssektor (TMT). Dies ist hoch im Vergleich zu den letzten Jahren (4 bis 5 Prozent), aber niedriger als die 10 Prozent, die 1999/2000 impliziert wurden. Mit einem dreistufigen Modell kommen die Analysten von Goldman Sachs zu ähnlichen Ergebnissen.

## Investitionsausgaben und Finanzierung

Während die Bewertungskennzahlen im Allgemeinen weniger extrem sind als die, die typischerweise während früherer Blasen zu beobachten waren, kommt es zu einem Anstieg der Investitionen und Investitionsausgaben, was ein typisches Merkmal früherer Technologieblasen war.

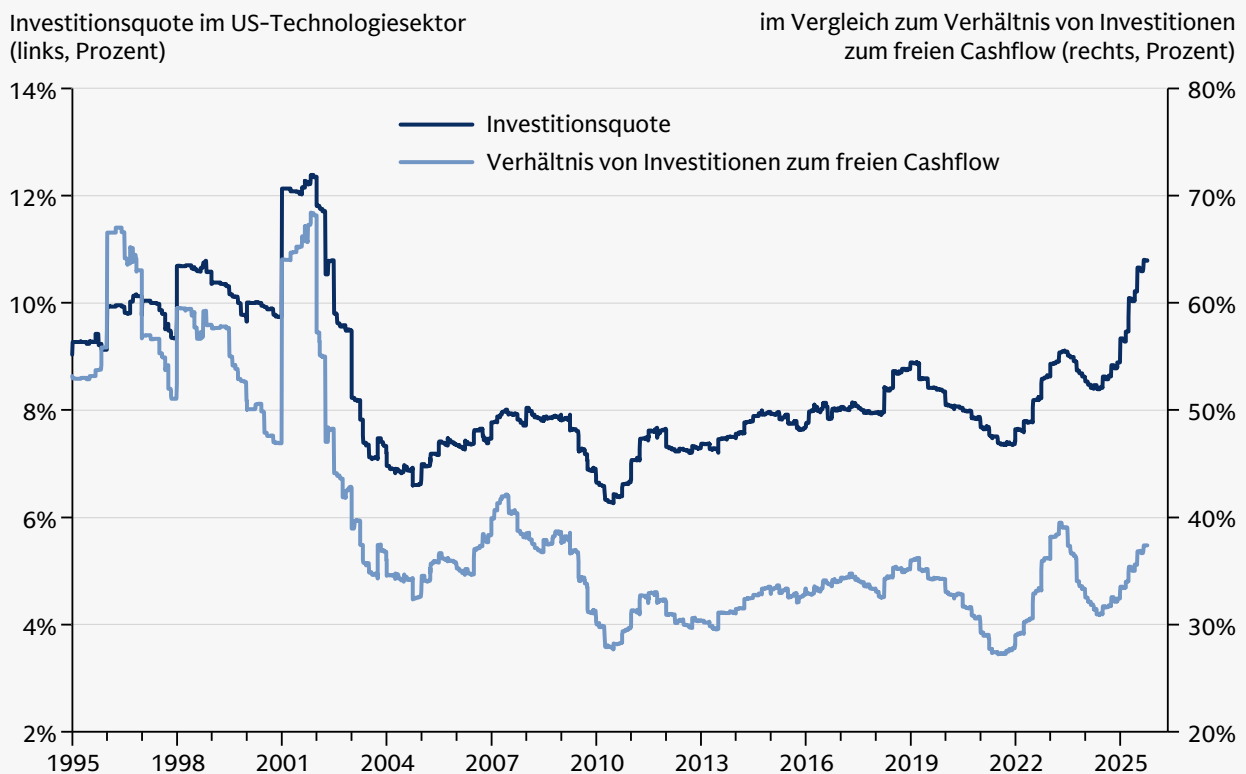
Unternehmen, die an der Spitze bedeutender technologischer Innovationen stehen, erzielen oft nicht die Renditen, die ihre hohen Bewertungen vermuten lassen, da die Grenzkosten sinken und die Kapazitäten steigen. Gleichzeitig können neue Marktteilnehmer bestehende Investitionen nutzen, indem sie neue Produkte und Dienstleistungen anbieten.

Während die derzeitigen Marktführer mit einem relativ kapitalarmen Modell ein außergewöhnliches Gewinnwachstum erzielt haben, sind ihre Investitionsausgaben seit dem Aufkommen von ChatGPT im Jahr 2022 rapide gestiegen. Dies erhöht das Risiko, dass die künftigen Renditen dieses Kapitals geringer ausfallen könnten als derzeit vom Markt erwartet.

Allerdings ist der Boom bei der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung, der typischerweise bei früheren Blasen zu beobachten war, noch nicht eingetreten. Während die Investitionsquote

### Abb. 3: Investitionsquote im US-Technologiesektor gestiegen

Der Boom bei der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung, der bei früheren Blasen zu beobachten war, ist noch nicht eingetreten. Zwar ist die Investitionsquote im Technologiesektor in den USA stark angestiegen, das Verhältnis von Investitionen zum freien Cashflow ist jedoch nach wie vor relativ niedrig.



Quelle: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 22. Oktober 2025. Bitte beachten Sie, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind.

im Technologiesektor in den USA stark ansteigt, bleibt das Verhältnis von Investitionen zum freien Cashflow relativ niedrig.

Das bedeutet nicht, dass führende Unternehmen nicht durch neue Marktteilnehmer korrigiert oder gefährdet werden können, sondern vielmehr, dass ihre Finanzierungsmodelle zumindest bisher nachhaltiger waren. Dementsprechend dürften die Auswirkungen einer Marktkorrektur weniger systemisch sein, insbesondere angesichts der Stärke der Bankbilanzen. Allerdings deuten die zunehmenden Beispiele für Kreditfinanzierungs- und Lieferantenfinanzierungsmodelle darauf hin, dass die Risiken steigen.

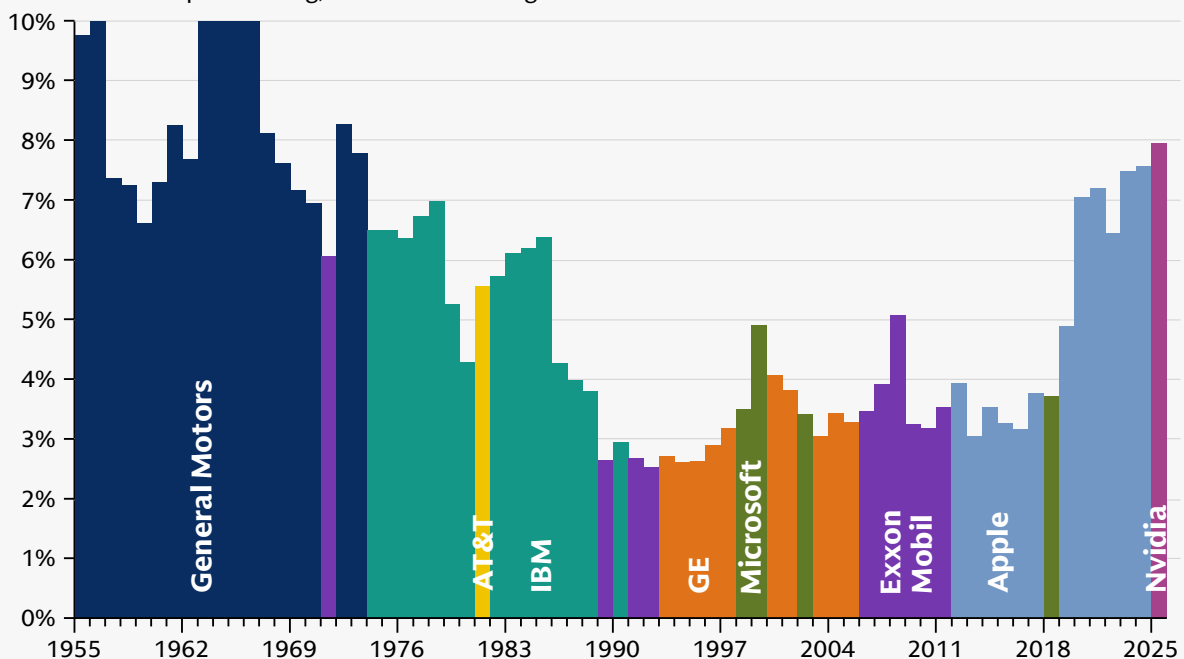
## Marktkonzentration

Während die Bewertungen und Finanzierungsmodelle darauf hindeuten, dass wir uns noch nicht in einer Blase befinden, hat die deutliche Outperformance des Technologiesektors tatsächlich zu einer gefährlichen Marktkonzentration über Regionen, Sektoren und Aktien hinweg geführt. Die konstante Outperformance des US-Marktes in den letzten 15 Jahren, die es mit sich brachte, dass dieser auf über 60 Prozent des globalen Aktienmarktes anwuchs, ist weitgehend auf den Rekordanteil des Technologiesektors am US-Index zurückzuführen. Diese Konzentration ist extrem, da allein die zehn größten US-Unternehmen fast ein Viertel des globalen Aktienmarktes ausmachen.

### Abb. 4: Jeweils größte Unternehmen nach Sektor

Die größten Unternehmen sind in der Regel in dem jeweils dominanten Sektor tätig. Dabei ist eine hohe Marktkonzentration allein nicht gleichbedeutend mit einer Blase. In der Vergangenheit haben dominante Sektoren ihre Führungsposition oft über längere Zeiträume hinweg behauptet.

Prozent Marktkapitalisierung, Prozent des Nettogewinns vor 1974



Quelle: Fortune 500, Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 22. Oktober 2025. Bitte beachten Sie, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind.

Eine hohe Marktkonzentration allein ist jedoch nicht gleichbedeutend mit einer Blase. In der Vergangenheit haben dominante Sektoren ihre Führungsposition über längere Zeiträume hinweg behauptet, was die jeweils vorherrschenden wirtschaftlichen Triebkräfte widerspiegelt.

## Auswirkungen auf Investitionen: Fokus auf Diversifizierung

Insgesamt besteht zwar weiterhin das Risiko einer Blasenbildung, doch nach der aktuellen Einschätzung des Goldman Sachs Research-Teams befinden wir uns noch nicht in einer solchen Situation. Die gesunde Bilanzlage des privaten Sektors, die geringere Verschuldung zur Finanzierung des aktuellen Ausgabenbooms und die starken Bankbilanzen dürften ebenfalls das Risiko gesamtwirtschaftlicher Auswirkungen mindern, sollte das Vertrauen der Anleger in KI schwinden. Dennoch bleibt eine Marktkorrektur möglich, wenn die Wachstumsaussichten für Technologie und KI nach unten korrigiert werden.

Angesichts dieser Risiken empfiehlt das Goldman Sachs Research-Team um Peter Oppenheimer, sich auf mehrere Diversifizierungsstrategien zu konzentrieren:

**1. Regionale Diversifizierung:** Trotz geringerer Technologieexposition außerhalb der USA waren die regionalen Wertentwicklungen seit Jahresbeginn ähnlich. Nicht-US-Aktienmärkte haben in US-Dollar gemessen eine Outperformance erzielt, wobei einige Regionen wie Deutschland, Italien, Spanien und Korea deutliche Gewinne verzeichneten.

**2. Faktor- und Sektordiversifizierung:** Die Anlagelandschaft erweitert sich über die Zweiteilung in „Wachstum“ und „Wert“ hinaus, die das Jahrzehnt nach der Finanzkrise geprägt hat, und bietet damit ein wachsendes Spektrum an Möglichkeiten in verschiedenen Anlagestilen und Sektoren.

**3. Infrastruktur-Interdependenz:** Das Schicksal führender Technologieaktien ist zunehmend mit der physischen Infrastruktur verbunden. Die steigende Nachfrage nach Strom erfordert beispielsweise reale Investitionen in die Energieerzeugung und -verteilung, was die Wachstumsaussichten für Branchen wie Investitionsgüter, Energie, Rohstoffe, Immobilien und Transport verbessert.

**4. Diversifizierung innerhalb der Technologiebranche:** Innerhalb des Technologiesektors selbst dürften sich die Renditen verbreitern. Zwar dürften die derzeitigen Marktführer ihre dominante Stellung behalten, doch dürfte die rasante Innovation, insbesondere im Bereich des maschinellen Lernens und der künstlichen Intelligenz, eine neue Welle von Technologie-Superstars hervorbringen, die in der Lage sind, neue Produkte und Dienstleistungen zu entwickeln und dabei vom aktuellen Investitionsboom zu profitieren.

---

*Dieser Artikel wird ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Die in diesem Artikel enthaltenen Informationen stellen keine Empfehlung einer Goldman Sachs-Einheit für den Empfänger dar, und Goldman Sachs erteilt weder durch diesen Artikel noch für den Empfänger eine Finanz-, Wirtschafts-, Rechts-, Anlage-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung. Weder Goldman Sachs noch eines seiner verbundenen Unternehmen gibt eine ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherung oder Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in diesem Artikel enthaltenen Aussagen oder Informationen, und jegliche Haftung (einschließlich in Bezug auf direkte, indirekte oder Folgeschäden) wird ausdrücklich abgelehnt.*

*Quelle: Der Beitrag wurde am 22. Oktober 2025 von Goldman Sachs Global Investment Research in einer Publikation mit dem Titel „Top Of Mind – AI: In a Bubble?“ veröffentlicht, die im Bereich Insights auf [www.goldmansachs.com](http://www.goldmansachs.com) verfügbar ist. Bitte beachten Sie, dass die darin getroffenen Aussagen keine Anlageempfehlungen darstellen.*



INTERVIEW

# „(Noch) keine Blase“ – Eine Diskussion über künstliche Intelligenz (KI)

---

Eric Sheridan und Kash Rangan sind Senior Equity Research Analysts bei Goldman Sachs und befassen sich jeweils mit dem US-amerikanischen Internet- und Softwaremarkt. Im Gespräch mit Allison Nathan argumentieren sie, dass zwar einige Merkmale der aktuellen Situation mit früheren Blasen übereinstimmen, dass wir uns heute jedoch (noch) nicht in einer KI-Blase befinden.



„In jedem Technologiezyklus erzielen in der Regel nur zwei bis drei Unternehmen derselben Branche eine überdurchschnittliche Rendite auf ihre Kapitalkosten. Und ich sehe keinen Grund, warum der KI-Zyklus anders verlaufen sollte.“

**Eric Sheridan** | Goldman Sachs

In unserem Gespräch im Juni 2024 haben Sie beschrieben, dass sich die Entwicklungszyklen in der Computerbranche in der Regel nach einem „IPA“-Schema vollziehen – zuerst die Infrastruktur, dann die Plattformen und zuletzt die Anwendungen. Damals befand sich die KI noch in der Infrastrukturphase. Wo steht sie heute, und wie sieht es im Vergleich zu den Erwartungen aus?

**Eric Sheridan:** Der Aufbau der KI-Infrastruktur ist noch in vollem Gange, wobei die Höhe des Kapitals und der Ausgaben überraschend hoch ist, da die Nachfrage nach Rechenleistung weiterhin die Fähigkeit von Nvidia übersteigt, die dafür erforderlichen Chips bereitzustellen.

Daher waren die Modellunternehmen, einschließlich der Hyperscaler, nicht in der Lage, die Inferenz – den Prozess, bei dem ein trainiertes KI-Modell sein Wissen auf neue Daten anwendet – zu skalieren und weitere Produkte auf den Markt zu bringen. Auf der Plattformebene sind einige wenige Unternehmen mit dem erforderlichen Kapital und Talent von der reinen Ausführung grundlegender Modelle zum Aufbau von API-Lösungen (Application Programming Interface) oder Anwendungen auf deren Grundlage übergegangen.



Auf der Anwendungsebene sind mehr Verbraucheranwendungen entstanden, vor allem durch die Nutzung von ChatGPT von OpenAI und Gemini von Google, obwohl eine signifikante Monetarisierung nach wie vor schwer zu erreichen ist, da die meisten Verbraucher heute die kostenlosen Versionen dieser Anwendungen nutzen.

**Kash Rangan:** Der Ausbau der Infrastruktur hat sicherlich viel länger gedauert als erwartet, da immer mehr grundlegende Modelle entstanden sind. Vor drei Jahren gab es nur ChatGPT. Heute konkurrieren sechs große grundlegende Modelle um die Vorherrschaft als Modell der Zukunft: ChatGPT, Gemini, Claude von Anthropic, Phi von Microsoft, die Modelle von Mistral und Grok von xAI. Die Modelle sind sehr ressourcenhungrig, da sie trainiert werden müssen, was zu einer erheblichen Nachfrage nach Rechenleistung führt.

Diese Aktivität beginnt sich jedoch auch auf die Plattformebene auszuwirken. Databricks, Snowflake und MongoDB – Plattformunternehmen, die Lösungen für die Datenverwaltung und -speicherung für Unternehmen anbieten – verzeichnen alle ein beschleunigtes Umsatzwachstum, das zum Teil auf KI zurückzuführen ist. Die Data Cloud von Salesforce, eine weitere KI-fähige Plattform, ist ein fast eine Milliarde US-Dollar schweres Unternehmen mit einer Wachstumsrate von 100 Prozent. Die Plattformschicht befindet sich also heute in einer deutlich besseren Position als bei unserem letzten Gespräch.

Die Anwendungsschicht für Unternehmen ist jedoch enttäuschend. Zwar zeigen KI-Anwendungen für Unternehmen erste Lebenszeichen – so erzielen beispielsweise die Softwareunternehmen Workday, Adobe, ServiceNow, Salesforce und das Programmierunternehmen Cursor jeweils einen KI-Umsatz von über 100 Millionen US-Dollar oder erwarten einen solchen –, doch liegen die Umsatzzahlen weit unter meinen Erwartungen von vor ein bis zwei Jahren.

## Was ist der Grund für diese Enttäuschung?

**Eric Sheridan:** Die meisten Computerzyklen werden zuerst auf Verbraucherebene eingeführt. Das iPhone ist ein gutes Beispiel dafür: Verbraucher besaßen iPhones schon lange, bevor sie am Arbeitsplatz eingesetzt wurden. Blackberries blieben in der Unternehmenswelt noch einige Zeit nach der Einführung des iPhones allgegenwärtig, da die Verbraucher ihr bevorzugtes Gerät unabhängig von Unternehmensbudgets, Compliance- und regulatorischen Erwägungen auswählten.

Der Anwendungszyklus der KI verläuft ähnlich: Unternehmen versuchen, innerhalb ihrer bestehenden IT-Budgets zu arbeiten, die Akzeptanz ihrer Mitarbeiter zu gewinnen und/oder Produkte zu entwickeln, die ihre Kunden gerne einsetzen würden. All das könnte jedoch ihre eigenen Arbeitsabläufe stören, was zu einer relativ langsamen Einführung in Unternehmen geführt hat. Verbraucher stoßen auf keine solchen Hindernisse, sodass die Einführung bei Verbrauchern schneller voranschreitet.

## Ist angesichts dieser Enttäuschungen die nach wie vor enorme Höhe der Ausgaben für KI ein Grund zur Sorge?

**Kash Rangan:** Im US-Kapitalsystem herrscht eine gewisse Zuversicht, dass KI, wenn wir sie richtig einsetzen, Wunder für die Produktivität, für wissenschaftliche Entdeckungen usw.



„Im Bereich der KI beginnt sich eine Entwicklung abzuzeichnen, die es zu beobachten gilt: das Entstehen eines sich durch Schulden ausweitenden Kapitalzyklus. Das macht es umso wichtiger, dass Unternehmen, die den Kapitalbedarf vorantreiben, ihre Umsatz- und Ertragsziele erreichen.“

**Kash Rangan** | Goldman Sachs

bewirken wird. Daher ist das System der Meinung, dass es sich lohnt, ein solch großes Kapitalrisiko einzugehen. Wenn sich dies als wahr erweist, werden wir alle massiv davon profitieren. Das bedeutet jedoch nicht, dass es auf diesem Weg keine Schwierigkeiten geben wird.

Die massiven Investitionen in Glasfasernetzwerke Ende der 1990er Jahre führten zu einer Blase. Aber diese Kapazität ermöglichte das Aufblühen des Internets, wodurch letztendlich alle besser dastanden. Unternehmen investieren erneut massiv in Kapazitäten, diesmal in Form von KI-Chips, Rechenzentren usw. Der Großteil dieses Kapitals stammt aus den Cashflows von Hyperscalern. Und genau das könnte letztendlich die Rettung sein.

**Eric Sheridan:** Der deutliche Anstieg der KI-Ausgaben hat sicherlich viele Investoren dazu veranlasst, den potenziellen Return on Investment (ROI) in Frage zu stellen. Die meisten Investoren, mit denen wir sprechen, scheinen Schwierigkeiten zu haben, das Renditeprofil der von Nvidia geschätzten kumulierten KI-Ausgaben in Höhe von 3 bis 4 Billionen US-Dollar bis zum Ende des Jahrzehnts zu rechtfertigen, es sei denn, die KI hält ihre enormen wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Versprechen.

Zugegebenermaßen verlaufen Investitionszyklen manchmal auf unvorhersehbare Weise. In den 1990er Jahren befürchtete man einen Überhang von Desktop-Computern, als Netzwerk- und Netzwerkausrüstungsunternehmen aggressiv expandierten, um vom PC-Boom zu profitieren. Doch dann kamen Netflix und die Browser- und Portal-Kriege, die zu einem starken Anstieg der Desktop-Nutzung führten. Und als mit dem Ausbau des Frequenzspektrums und der Mobilfunkmasten begonnen wurde, hätte niemand gedacht, dass eines Tages drei Milliarden Menschen leistungsstarke Smartphones besitzen würden. KI könnte also unsere kühnsten Erwartungen übertreffen, aber der Endzustand bleibt schwer vorhersehbar.

Aber ich werde ganz offen sagen, dass wir, wenn die Ausgaben weiter steigen, Schwierigkeiten haben werden, die Frage nach der Kapitalrendite auf der Grundlage unseres heutigen Wissens zu beantworten. In jedem Investitionszyklus, den ich jemals analysiert habe, hat dies letztendlich zu einer Phase der Ernüchterung geführt. Ich wäre schockiert, wenn wir diesmal davon

verschont blieben. Darüber hinaus erzielen in jedem Technologiezyklus in der Regel nur zwei bis drei Unternehmen derselben Branche eine überdurchschnittliche Rendite auf ihre Kapitalkosten. Und auch hier sehe ich keinen Grund, warum der KI-Zyklus anders verlaufen sollte.

## Befinden wir uns also heute, insbesondere angesichts der hohen Bewertungen von KI-exponierten Unternehmen, in einer KI-Blase?

**Eric Sheridan:** Ich möchte nicht leichtfertig klingen, aber in den letzten drei Jahren wurde mehr über eine KI-Blase gesprochen als über die Dot.com- und Immobilienblasen zu ihrer Zeit.

Es stimmt, dass einige Merkmale der aktuellen Situation mit früheren Blasen übereinstimmen. Die Bewertungen auf dem privaten Markt liegen deutlich über denen auf dem öffentlichen Markt. Private Unternehmen werden überwiegend anhand ihres Umsatzes und ihres Umsatzwachstums bewertet, wobei Gewinne und Margen offenbar weniger im Fokus stehen. Öffentliche Unternehmen hingegen werden nach wie vor anhand des freien Cashflows, der Kapitalrendite, der Margen und ihrer Entwicklung im Vergleich zum Markt bewertet. Der private und der öffentliche Markt verwenden also zwei diametral unterschiedliche Bewertungsrahmen, und die Geschichte zeigt, dass eine zunehmende Diskrepanz zwischen beiden auf Risiken im System hindeuten kann.

Natürlich liegen auch die Bewertungen an den öffentlichen Märkten über den historischen Normwerten. Aber sie liegen immer noch unter ihrem Höchststand von 2000. Auch die Kapitalmarktaktivität liegt deutlich unter dem Niveau von 1998/99 und 2007/08, wobei die durchschnittlichen Transaktionen heute viel größer sind, was auf einen selektiveren IPO-Markt hindeutet.

Das ist aber wohl ein Argument der Dauer – KI ist vielleicht einfach noch keine Blase. Aber 1999 waren es gerade die Unternehmen ohne Umsatz, die die höchsten Bewertungen erzielten.



Heute generieren die meisten der „Magnificent 7“ – die mit einem Gesamt-KGV von 31 gegenüber 23 für den Markt gehandelt werden, wobei Alphabet und Meta nur geringfügig über dem Marktmultiplikator liegen – überdurchschnittlich hohe freie Cashflows und betreiben Aktienrückkäufe und zahlen Dividenden, was 1999 nur sehr wenige Unternehmen taten.

**Kash Rangan:** Ich sehe in meinem Coverage-Universum keine Blase. Viele Softwareaktien werden aufgrund von Befürchtungen, dass KI ihre Endmärkte stören könnte, sei es durch den Verlust von Arbeitsplätzen oder durch die Möglichkeit, Software wesentlich kostengünstiger zu schreiben, mit niedrigeren Bewertungen gehandelt, was den Wettbewerb im Bereich der Anwendungssoftware verstärken würde. Auf der Plattformebene werden Unternehmen wie Datadog, Snowflake und MongoDB zu akzeptableren – insofern nicht überhöhten – Bewertungen gehandelt, die im Allgemeinen mit ihren starken Finanzergebnissen übereinstimmen. Oracle ist die einzige Ausnahme von dieser These – seine Aktie erlebte kürzlich einen deutlichen Anstieg, obwohl es keine wirklichen Gewinne oder freie Kapitalunterstützung gab.

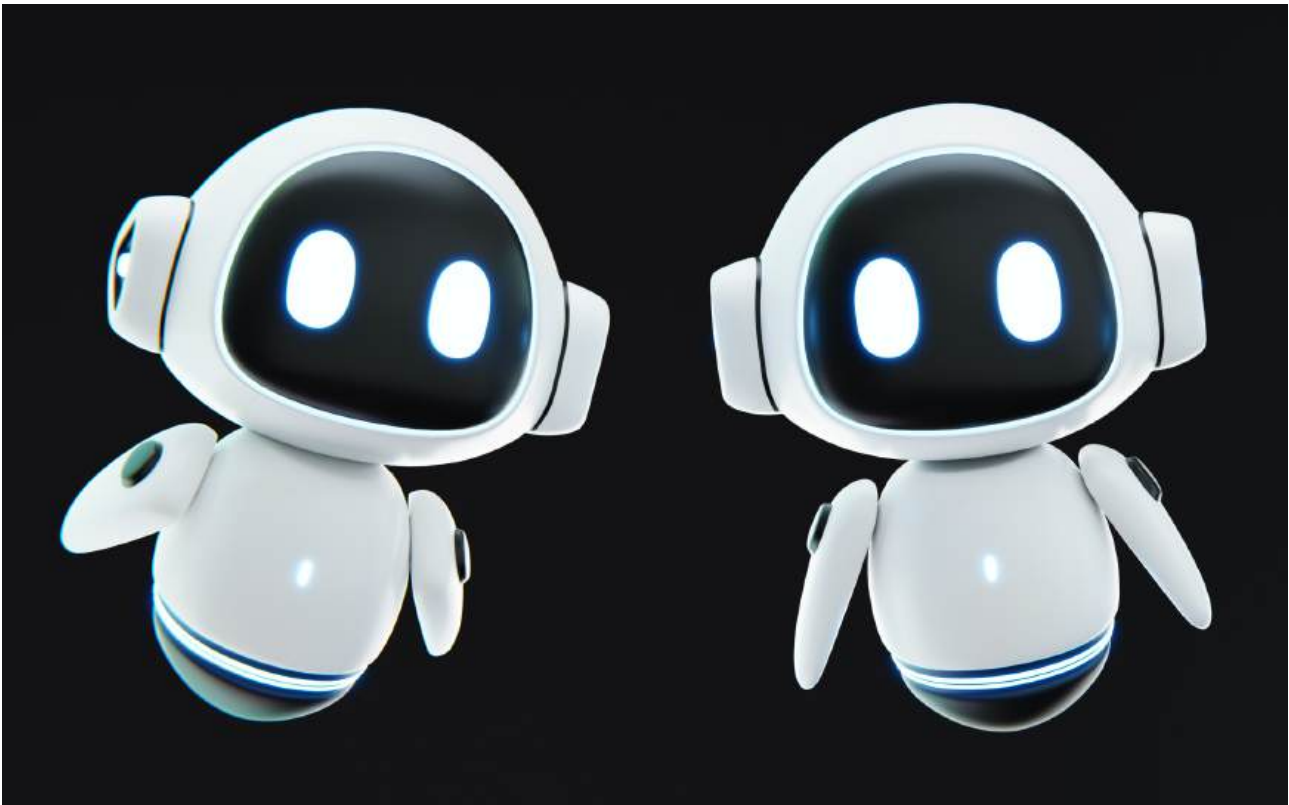
Allerdings ist Oracle Teil einer größeren Entwicklung im Bereich der KI, die es zu beobachten gilt: das Entstehen eines durch Schulden angetriebenen Kapitalzyklus. Wie bereits erwähnt, stammt der Großteil des Kapitals, das zur Finanzierung von KI-Projekten eingesetzt wird, bislang von Hyperscalern, die Cashflows aus ihrem Kerngeschäft nutzen. Mittlerweile werden Unternehmen jedoch zu 80 Prozent mit Fremdkapital und zu 20 Prozent mit Eigenkapital finanziert, wobei der Eigenkapitalanteil häufig durch Sicherheiten des Sponsors gedeckt ist. Oracle hat kürzlich eine Anleihe im Wert von 18 Milliarden US-Dollar verkauft, um seine KI-Ambitionen zu finanzieren, und auch Nicht-Hyperscaler wie CoreWeave haben sich umfangreiche Fremdfinanzierungen gesichert.

Damit beginnt sich im System eine Hebelwirkung abzuzeichnen, die es umso wichtiger macht, dass die Unternehmen, die den Kapitalbedarf vorantreiben, ihre Umsatz- und Ertragsziele erreichen.

## Befürchten Sie, dass dies ein Kartenhaus ist, wenn Nvidia in OpenAI investiert, OpenAI sich verpflichtet, für Rechenleistung von Oracle auszugeben, Oracle Nvidia-Chips kauft usw.?

**Eric Sheridan:** Diese Zirkularität macht mich tatsächlich nervös. Dies ist ein weiteres Beispiel dafür, dass die aktuelle Situation Parallelen zur Dot.com-Blase aufweist. Ich habe meine Karriere als Telekommunikationsanalyst und Investor in den späten 1990er/frühen 2000er Jahren begonnen – der Ära von Global Crossing, Level 3 Communications und Qwest. Diese Unternehmen handelten untereinander mit Kapazitäten, wobei die Einnahmen eines Unternehmens die Kapazitäten eines anderen Unternehmens darstellten.

Das gesamte Kartenhaus brach zusammen, als die Schuldenlast zu hoch wurde. Als die Einnahmen schließlich entwirrt wurden, waren sie bei weitem nicht so hoch, wie man angenommen hatte. Obwohl die Kapazitäten schließlich Mitte der 2000er Jahre absorbiert wurden, waren die Renditen für viele Anleger je nach Einstiegspunkt über einen sehr langen Zeitraum hinweg recht niedrig. Wenn also Unternehmen beginnen, in andere Unternehmen zu investieren, Lieferanten beginnen, in Kapazitätsanbieter zu investieren, und sich Schulden anhäufen, ist eine gewisse Vorsicht geboten.



## Was beobachten Sie, das Sie weniger optimistisch hinsichtlich der KI-Investitionsthese machen könnte?

**Eric Sheridan:** Ich beobachte weiterhin die Nutzbarkeit, Akzeptanz, Monetarisierung und freien Cashflows. Letztendlich wäre es schwierig, die Investmentthese weiter zu vertreten, wenn Unternehmen Ausgaben tätigen, die ihre freie Cashflowgenerierung ernsthaft gefährden, was einen Wendepunkt auf dem Markt darstellen könnte. Daher werde ich auf Anzeichen dafür achten, dass Unternehmen Dividenden kürzen, Rückkäufe reduzieren oder Schulden anhäufen.

**Kash Rangan:** Wie bereits besprochen, werde ich die Entwicklung des schuldenfinanzierten Kreditzyklus genau beobachten. Wenn der Zyklus nicht mitspielt, hätte dies Auswirkungen auf das gesamte Technologie-Ökosystem. Und wenn etwas mit der KI schiefgeht, wären Anwendungssoftwareunternehmen eine gute Absicherung, da sie unter dem Druck der KI stehen. Wenn die KI ihr disruptives Potenzial nicht ausschöpft, könnten diese Unternehmen davon profitieren.

---

*Dieser Artikel wird ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Die in diesem Artikel enthaltenen Informationen stellen keine Empfehlung einer Goldman Sachs-Einheit für den Empfänger dar, und Goldman Sachs erteilt weder durch diesen Artikel noch für den Empfänger eine Finanz-, Wirtschafts-, Rechts-, Anlage-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung. Weder Goldman Sachs noch eines seiner verbundenen Unternehmen gibt eine ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherung oder Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in diesem Artikel enthaltenen Aussagen oder Informationen, und jegliche Haftung (einschließlich in Bezug auf direkte, indirekte oder Folgeschäden) wird ausdrücklich abgelehnt.*

*Quelle: Das komplette Interview wurde am 22. Oktober 2025 von Goldman Sachs Global Investment Research in einer Publikation mit dem Titel „Top Of Mind – AI: In a Bubble?“ veröffentlicht, die im Bereich Insights auf [www.goldmansachs.com](http://www.goldmansachs.com) verfügbar ist. Bitte beachten Sie, dass die darin getroffenen Aussagen keine Anlageempfehlungen darstellen.*

SPIELRAUM FÜR WACHSTUM

# Deutschlands Wirtschaft im Aufwind

---

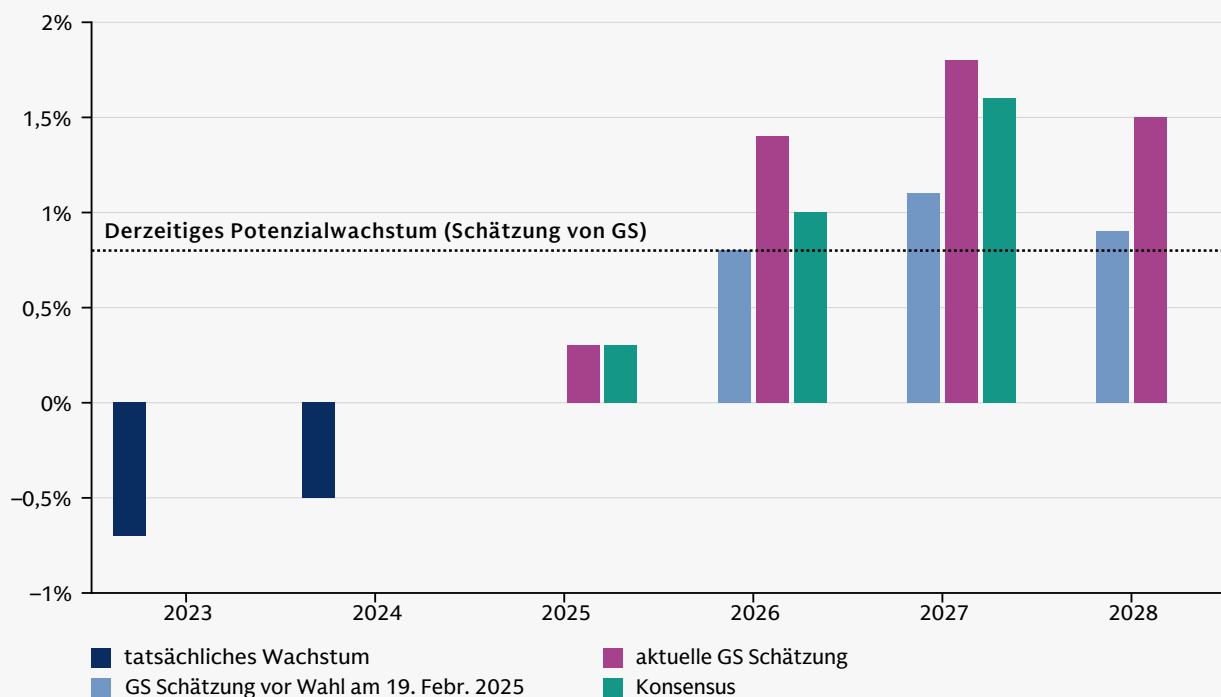
Die neue Bundesregierung aus CDU und SPD hat durch eine Änderung der verfassungsrechtlichen Schuldenregel des Landes Spielraum für höhere Verteidigungsausgaben und für Infrastrukturinvestitionen geschaffen. Daher könnte das deutsche Bruttoinlandsprodukt in den kommenden Jahren überdurchschnittlich wachsen.



Die erhöhten Ausgaben der deutschen Regierung für Infrastruktur und Verteidigung dürften laut Goldman Sachs Global Investment Research das Wirtschaftswachstum in den nächsten Jahren über seine Potenzialwachstumsrate und über den bei Ökonomen vorherrschenden Konsens hinaus ankurbeln.

## Abb. 1: Bessere Wirtschaftsaussichten für Deutschland

Die Prognosen zum deutschen BIP-Wachstum sehen nach Ansicht der Ökonomen von Goldman Sachs günstiger aus, als vom Konsens erwartet. Auch das Potenzialwachstum von 0,8 Prozent könnte Deutschland in den nächsten Jahren übertreffen.



Quelle: Haver Analytics, Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 13. September 2025. Bitte beachten Sie, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind.

Die Regierung von Bundeskanzler Friedrich Merz, die nun seit gut fünf Monaten im Amt ist, plant, die Infrastrukturausgaben in den nächsten zwölf Jahren um 500 Milliarden Euro zu erhöhen, und hat durch eine Änderung der verfassungsrechtlichen Schuldenregel des Landes Spielraum für höhere Verteidigungsausgaben geschaffen.

Die Ökonomen von Goldman Sachs erwarten, dass das deutsche BIP-Wachstum von 0,3 Prozent in diesem Jahr auf 1,4 Prozent im Jahr 2026 und 1,8 Prozent im Jahr 2027 steigen wird. Dies liegt deutlich über der potenziellen Wachstumsrate von 0,8 Prozent und dem Konsens der von Bloomberg befragten Ökonomen.

„Nach Jahren wirtschaftlicher Schwäche sind wir nun deutlich optimistischer, was die wirtschaftlichen Aussichten Deutschlands angeht“, schreiben die Ökonomen Niklas Garnadt und Jari Stehn von Goldman Sachs Global Investment Research.

## Inwieweit werden die finanzpolitischen Pläne Deutschlands das BIP-Wachstum ankurbeln?

Die deutschen Verteidigungsausgaben sollen von 2 Prozent des BIP im Jahr 2024 auf 3,5 Prozent im Jahr 2029 steigen. Die öffentlichen Ausgaben insgesamt sollen bis 2027 um 2,2 Prozent des BIP steigen.

Kurzfristig dürfte sich die Regierung auf die Geschwindigkeit der Umsetzung des Konjunkturpakets konzentrieren. Sie könnte diese Ziele durch eine Straffung und Beschleunigung der Planungs- und Genehmigungsverfahren für öffentliche Investitionen unterstützen. So könnte sie beispielsweise bestimmte Projekte als „von übergeordnetem öffentlichem Interesse“ einstufen, schreibt das Team. Dies würde dazu beitragen, Deutschlands jüngste Bilanz der unterdurchschnittlichen Umsetzung budgetierter Investitionen auszugleichen.

### Auf einen Blick:

- Höhere Staatsausgaben für Infrastruktur und Verteidigung dürften das deutsche BIP-Wachstum 2026 auf 1,4 Prozent und im folgenden Jahr auf 1,8 Prozent steigern.
- Die Prognosen von Goldman Sachs Global Investment Research für das Land liegen nun deutlich über der Potenzialwachstumsrate des Landes von 0,8 Prozent sowie über dem bei Ökonomen vorherrschenden Konsens.
- Der kurzfristige Fokus der Regierung dürfte auf der Geschwindigkeit der Umsetzung des Konjunkturpakets liegen, wobei diese Ziele beispielsweise durch eine Beschleunigung der Planungs- und Genehmigungsprozesse für öffentliche Investitionen unterstützt werden sollen.
- Das BIP-Wachstum könnte durch politische Reformen weiter angekurbelt werden, die darauf abzielen, den Arbeitskräftemangel, die hohen Energiekosten und die zu geringen Investitionen in wachstumsorientierte Sektoren zu beheben.

Die fiskalische Expansion könnte auch den Weg für politisch schwierige Reformen ebnen. Dies war zuvor Anfang der 2000er Jahre der Fall, als die damalige deutsche Regierung eine Reihe von Arbeitsmarktreformen initiierte, die das Land in den folgenden zehn Jahren zu einem Wachstumsmotor machten.

„Die Regierung Merz hat die Chance, auf der verbesserten makroökonomischen Lage aufzubauen und Reformen durchzuführen, die zu einer dauerhaften Verbesserung der Wirtschaftsleistung Deutschlands führen“, schreiben Garnadt und Stehn.

## Was hat das Wirtschaftswachstum Deutschlands gebremst?

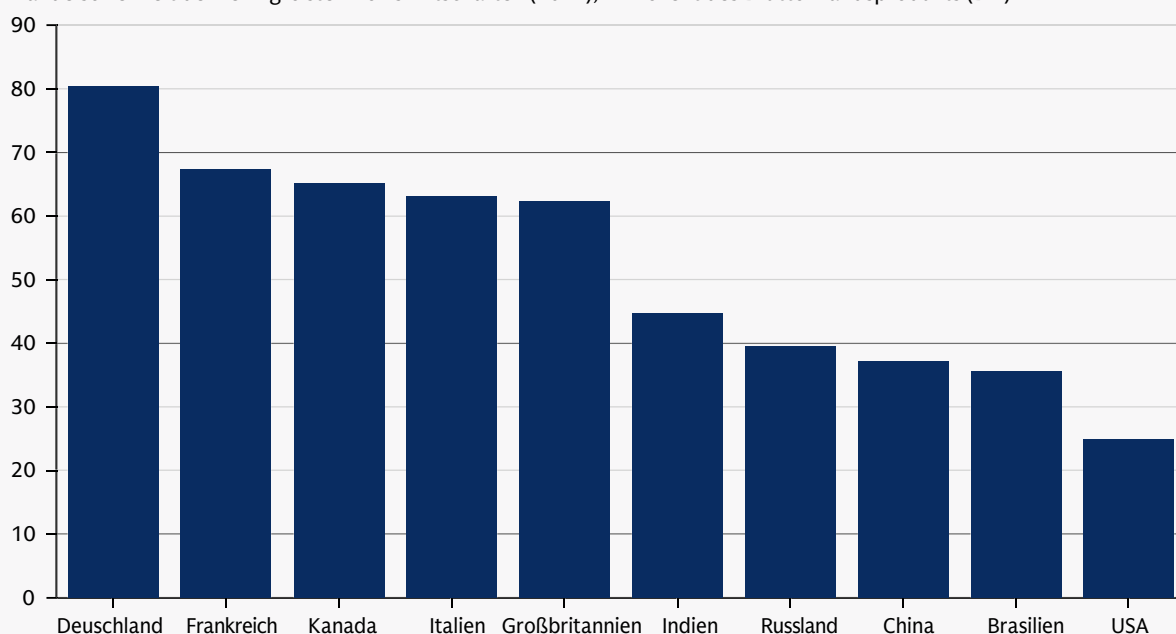
Aber trotz höherer Staatsausgaben und anderer positiver Faktoren sieht sich die deutsche Wirtschaft in ihrem Wachstum mit Gegenwind konfrontiert, der hauptsächlich durch folgende Faktoren verursacht ist:

**Abhängigkeit vom Welthandel:** Deutschland ist eine der offensten Volkswirtschaften der Welt und damit in hohem Maße dem globalen Protektionismus und der Abschwächung des Welthandels ausgesetzt. Die Beziehungen Deutschlands zu China sind komplizierter geworden, das sich von einem dynamischen Exportmarkt Deutschlands zu einem wichtigen Wettbewerber entwickelt hat.

### Abb. 2: Deutschland ist vom globalen Handel abhängig

Die Handelsoffenheit entspricht der Außenhandelsquote, also dem Umfang von Importen und Exporten im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt (BIP). Hier führt Deutschland die Rangliste der weltweit zehn größten Länder an.

Handelsoffenheit der zehn größten Volkswirtschaften (2024), in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP)



Quelle: Weltbank, UNCTAD, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand 8. Oktober 2025. Bitte beachten Sie, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind.

**Geringere Präsenz in Wachstumsbranchen:** Deutschland setzt nach wie vor auf „alte“ Industrien wie die Automobilherstellung und investiert zu wenig in technologiebezogene Wachstumsbranchen, die weniger anfällig für Handelsspannungen sind.

**Hohe Energiepreise:** Die Energiepreise sind seit ihrem Höchststand im Jahr 2022 stark gefallen, liegen aber immer noch um etwa 80 Prozent höher als vor der Energiekrise, verglichen mit etwa 25 Prozent in den USA und 5 Prozent in China. Die Dekarbonisierungsverpflichtungen Deutschlands verschärfen das Problem, da die CO<sub>2</sub>-Preise in den kommenden Jahren deutlich steigen müssen, um die Emissionen zu reduzieren.

**Zu viel Bürokratie:** Die Wirtschaft leidet unter übermäßigen Vorschriften und einer im Vergleich zu anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften ineffizienten öffentlichen Verwaltung.

**Fachkräftemangel:** Das Arbeitskräfteangebot steht unter Druck aufgrund sinkender Bildungsabschlüsse und Qualifikationsungleichgewichte, wobei insbesondere im Technologiesektor ein Mangel an Arbeitskräften herrscht.

## Wie kann Deutschland sein wirtschaftliches Potenzial verbessern?

Laut Goldman Sachs Research gibt es mehrere kritische Bereiche, in denen die Politik Möglichkeiten hat, das Wachstumspotenzial Deutschlands nachhaltig zu verbessern. „Investoren



konzentrieren sich derzeit darauf, ob die Regierung Merz auf dem verbesserten Konjunkturausblick aufbauen kann, indem sie die strukturellen Herausforderungen angeht und das Wachstum nachhaltig steigert“, schreiben Garnadt und Stehn.

Die Nettozuwanderung von EU-Bürgern, die in den letzten 15 Jahren erheblich zum Wachstum des Arbeitskräfteangebots beigetragen hatte, wurde 2024 negativ und dürfte den Arbeitskräftepool in Zukunft kaum noch stützen. Eine mögliche Lösung wäre die Ausweitung eines Programms zur Förderung der Einwanderung aus dem Westbalkan in andere Länder ähnlich wie in der Türkei oder in Ägypten. „Eine gezielte Arbeitsmigration ist entscheidend, um den Arbeitskräftemangel in Deutschland zu begrenzen“, so Garnadt und Stehn.

Initiativen zum Abbau von Bürokratie und zur Verbesserung der Effizienz staatlicher Dienstleistungen könnten den Staat wirtschaftsfreundlicher machen und Start-ups und Investitionen fördern. Eine Vereinfachung des Einkommensteuergesetzes, eine Harmonisierung der Vorschriften zwischen den Bundesländern und eine Zentralisierung der Aufsichtsbehörden könnten die Komplexität der Regulierung verringern.

Während eine Entlastung bei den Energiepreisen aufgrund des starken Anstiegs der Lieferungen von Flüssigerdgas wahrscheinlich ist, würde eine nachhaltige Eindämmung der Strompreise wahrscheinlich eine Begrenzung der Nicht-Energiekosten erfordern, die einen großen Teil der Strompreise in Deutschland ausmachen. Die Regierung könnte die Netzentgelte senken, indem sie Anreize für eine lokalisierte Stromversorgung und -nachfrage schafft, beispielsweise durch die Aufteilung in Angebotszonen und die Förderung regionaler Preisdifferenzierung. Weitere Anreize sind erforderlich, um der hohen Variabilität der Stromversorgung aus erneuerbaren Energien durch eine flexible Nachfrage zu begegnen, beispielsweise durch die Einführung intelligenter Zähler, dynamische Netzentgelte und den Ausbau flexibler Erzeugungskapazitäten.

Darüber hinaus besteht für die Politik Spielraum, Initiativen zur Diversifizierung des Handels und zur Verringerung der Abhängigkeit von einzelnen Märkten einzuführen sowie die Sozialversicherung zu reformieren, um die Komplexität zu verringern und Arbeitsanreize zu fördern. Gleichzeitig könnte eine Begrenzung der Frühverrentungen den Druck auf das öffentliche Rentensystem etwas verringern, und der Einsatz von mehr digitalen Gesundheitstechnologien und datengestützter Kapazitätsplanung könnte dazu beitragen, das Gesundheitssystem effizienter zu gestalten.

---

*Dieser Artikel wird ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Die in diesem Artikel enthaltenen Informationen stellen keine Empfehlung einer Goldman Sachs-Einheit für den Empfänger dar, und Goldman Sachs erteilt weder durch diesen Artikel noch für den Empfänger eine Finanz-, Wirtschafts-, Rechts-, Anlage-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung. Weder Goldman Sachs noch eines seiner verbundenen Unternehmen gibt eine ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherung oder Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in diesem Artikel enthaltenen Aussagen oder Informationen, und jegliche Haftung (einschließlich in Bezug auf direkte, indirekte oder Folgeschäden) wird ausdrücklich abgelehnt.*

*Quelle: Der Beitrag wurde am 8. Oktober 2025 unter dem Titel „Germany’s Economy Is Forecast to Outperform in 2026“ auf [www.goldmansachs.com](http://www.goldmansachs.com) im Bereich Insights/Articles veröffentlicht. Bitte beachten Sie, dass die darin getroffenen Aussagen keine Anlageempfehlungen darstellen.*

MÄRKTE

# Emerging Markets: Werden Aktien und Wäh- rungen weiter zulegen?

---

Aktien aus Schwellenländern sind neun Monate in Folge gestiegen und könnten laut Prognosen von Goldman Sachs Global Investment Research bis Ende 2025 weiter zulegen. Dabei dürften Aktien aus Ländern wie Südkorea und Südafrika angesichts starker Unternehmensgewinne, eines schwächeren US-Dollars und der Nachfrage nach geographischer Diversifizierung zu den Favoriten gehören.

„Wir gehen davon aus, dass sich die Rally der EM-Aktien bis zum Jahresende fortsetzen wird, da die makroökonomischen Trends und Kapitalzuflüsse weiterhin günstig sind“, schreibt Kamakshya Trivedi, Chefstrategie für Devisen und Schwellenländer bei Goldman Sachs Global Investment Research, in einem Bericht.

Goldman Sachs Research hat seine Prognose für den MSCI Emerging Markets Index, den Leitindex für große und mittelständische Unternehmen in Schwellenländern, angehoben und erwartet nun, dass dieser in den nächsten zwölf Monaten 1.480 Punkte erreichen könnte.

Auch die Währungen der Schwellenländer, die in diesem Jahr gegenüber dem US-Dollar an Wert gewonnen haben, dürften sich weiterhin überdurchschnittlich entwickeln, was zum Teil auf die starke Performance der Schwellenländeraktien zurückzuführen ist.

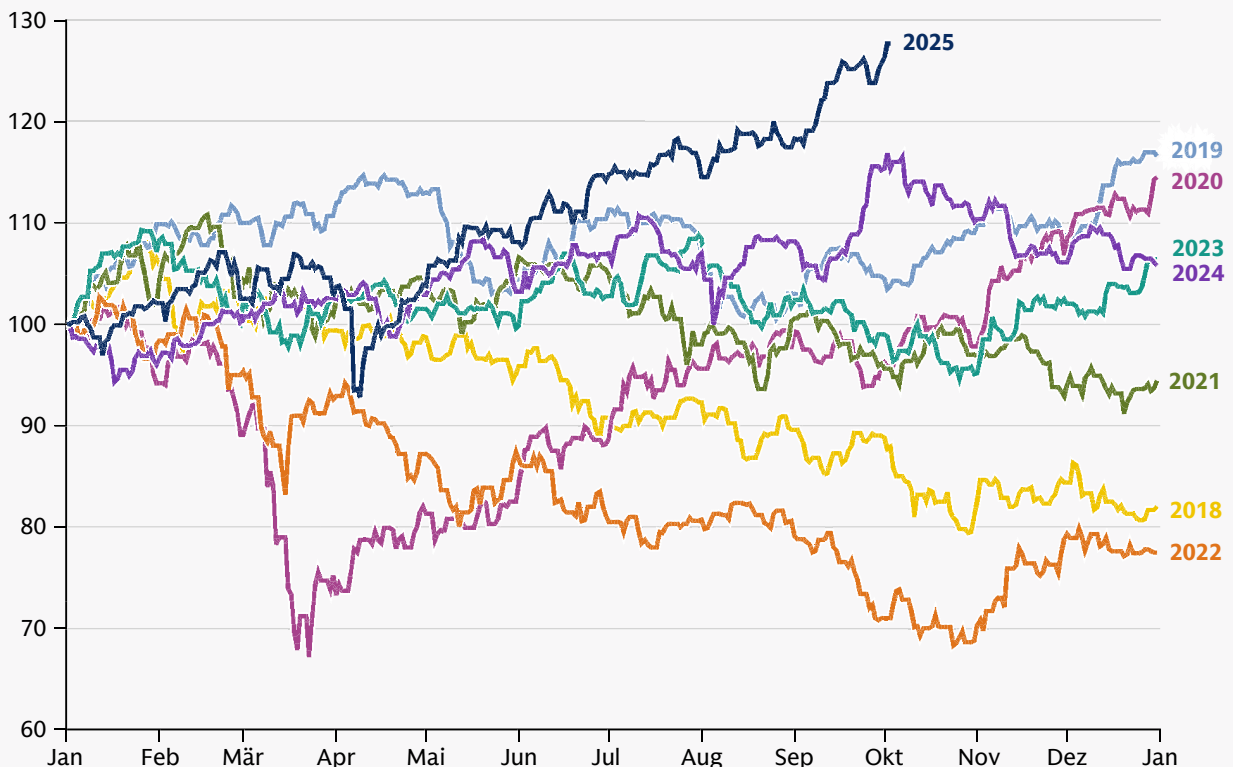
## Wie sieht die Prognose für EM-Aktien aus?

Der MSCI Emerging Markets Index ist in diesem Jahr jeden Monat gestiegen. Allein im September legte er deutlich zu, als die US-Notenbank ihre erste Zinssenkung im Jahr 2025 vornahm, was die „Risikobereitschaft“ verstärkte, da Anleger nach Vermögenswerten mit

### Abb. 1: Schwellenländeraktien wieder mit besserer Performance

Der Chart zeigt den MSCI Emerging Markets Index für die Jahre 2018 bis 2024. Nach einer Schwächephase in den Jahren 2021 und 2022 liegt die Indexperformance seit 2023 wieder im positiven Bereich. Das Jahr 2025 könnte sich mit einer Performancespitze noch einmal von den Vorjahren absetzen.

MSCI Emerging Markets Index, Performance pro Jahr auf 100 indexiert



Quelle: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 10. Oktober 2025. Bitte beachten Sie, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind.

höheren potenziellen Renditen im Vergleich zu sichereren festverzinslichen Anlagen suchten. Die Rally wurde durch den Optimismus der Anleger hinsichtlich der Aussichten für künstliche Intelligenz und starke Käufe aus dem Ausland weiter angeheizt.

Das Team von Trivedi hat seine 12-Monats-Prognose für den MSCI EM Index von 1.370 auf 1.480 angehoben. Die neue Prognose spiegelt die nach oben korrigierten Gewinnerwartungen der Unternehmen aufgrund der stärkeren Technologiebranche und der Nachfrage nach KI wider. Trivedi weist darauf hin, dass Aktien aus Südkorea, Taiwan und China ein Engagement in der expandierenden Technologiebranche bieten.

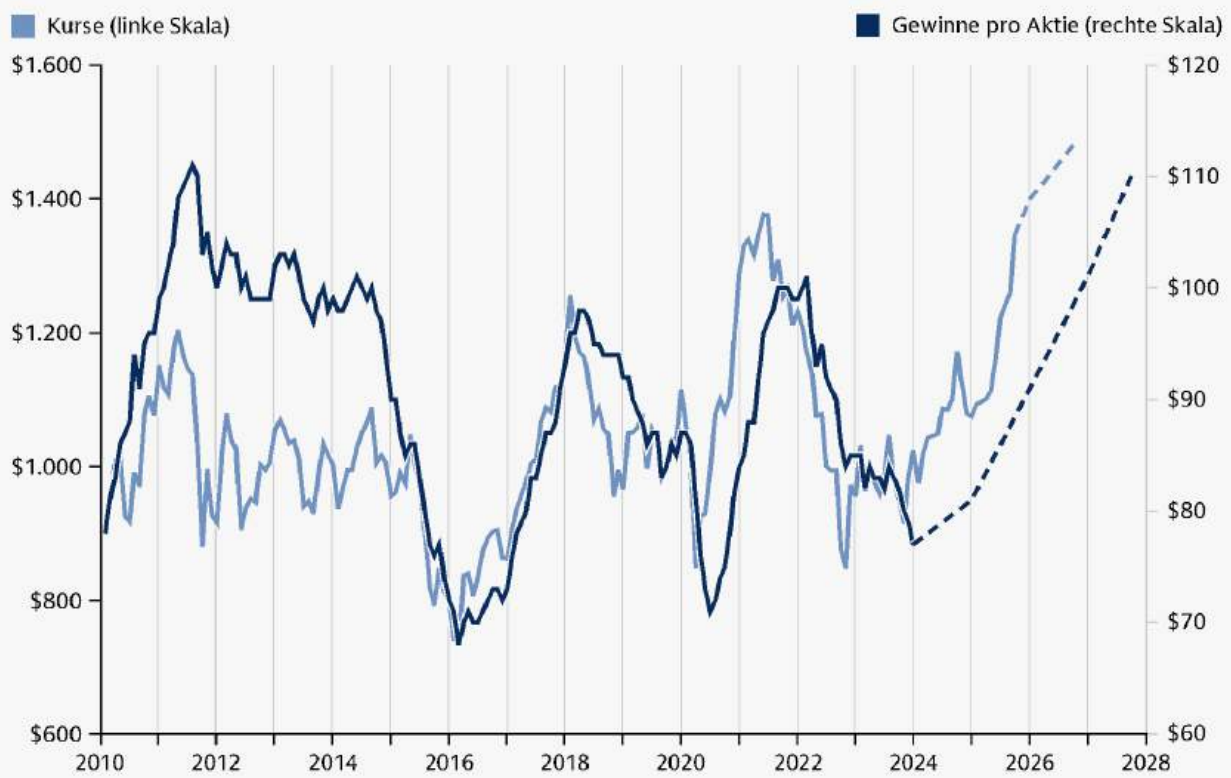
Goldman Sachs Research prognostiziert für die Gewinne von Unternehmen aus Schwellenländern – die laut Trivedi wahrscheinlich der wichtigste Treiber für die Aktienmarkttrenditen in naher Zukunft sein werden – ein deutliches Wachstum in diesem Jahr und im Jahr 2026.

Makroökonomische Faktoren könnten ebenfalls die Aktien aus Schwellenländern stützen. Die US-Notenbank Fed dürfte die Zinsen weiter senken, was Raum für eine weitere geldpolitische Lockerung und ein stärkeres Wachstum in einer Reihe von Schwellenländern schafft, schreibt Trivedi.

Und der US-Dollar „wird gegenüber den Währungen der Schwellenländer wahrscheinlich weiterhin im Hintertreffen bleiben“, da sich der US-Arbeitsmarkt abschwächt und die Investitions-

## Abb. 2: Index und Unternehmensgewinne steigen

In puncto Aktienkurse und Gewinne pro Aktie zeigte der MSCI Emerging Markets Index in den letzten anderthalb Jahrzehnten erhebliche Schwankungen. Zuletzt stiegen die Aktienkurse deutlich. Die gestrichelten Linien zeigen die Prognosen bis etwa 2027/2028.



Quelle: Datastream, Worldscope, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 10. Oktober 2025. Bitte beachten Sie, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind.



ströme in Aktien und Anleihen aus Schwellenländern potenziell zunehmen, wenn Anleger ihre Anlagen diversifizieren und sich vom Dollar abwenden. Ein schwächerer Dollar kann die Zuflüsse in Aktien aus Schwellenländern ankurbeln, da Anleger außerhalb der USA nach höheren Renditen suchen.

## Welche Aktienmärkte voraussichtlich wachsen könnten

Innerhalb der asiatischen Märkte sieht Goldman Sachs Research Investitionsmöglichkeiten in chinesischen und koreanischen Aktien. In Korea werden 70 Prozent der Aktien unter ihrem Buchwert (dem impliziten Wert einer Aktie basierend auf den Vermögenswerten des Unternehmens abzüglich seiner Verbindlichkeiten) gehandelt. Die laufenden Reformen der Unternehmensführung in Korea könnten ebenso wie die chinesischen Bemühungen, ungeordnete Preissenkungen und übermäßigen Wettbewerb unter den Produzenten zu bekämpfen, die Aktienkurse des Landes in die Höhe treiben.

Unterdessen könnten saudische Aktien von einer möglichen Lockerung der Beschränkungen für ausländische Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen profitieren, die laut Schätzungen von Goldman Sachs Research passive Zuflüsse von bis zu 10 Milliarden US-Dollar in die saudischen Märkte freisetzen könnte.

„Insgesamt dürfte dies saudische Aktien stützen, die seit Jahresbeginn hinter den Schwellenländern zurückgeblieben sind, was zu unserem Thema der regionalen Diversifizierung passt“, erklärt Trivedi.

Auf der anderen Seite sind indische Aktien in diesem Jahr hinter anderen Schwellenländern zurückgeblieben. Hohe Bewertungen, höher als erwartet gestiegene Zölle und Herausforderungen für den Softwaresektor aufgrund der höheren Preise für US-H1B-Visa (US-Visum für hochqualifizierte Arbeitskräfte) deuten darauf hin, dass eine breite Erholung möglicherweise nicht unmittelbar bevorsteht.

Außerhalb Asiens rechnet das Team mit weiteren Kursgewinnen bei südafrikanischen Aktien, da steigende Goldpreise Bergbauunternehmen helfen und kostengünstige inländische Sektoren von einer möglichen Erholung des Wachstums und niedrigeren Kreditkosten profitieren könnten.



## Warum legen die Währungen der Schwellenländer gegenüber dem US-Dollar zu?

Die Währungen der Schwellenländer haben sich im September besser entwickelt als ihre Pendanten aus den großen Industrieländern, und Goldman Sachs Research geht davon aus, dass sich diese Outperformance fortsetzen könnte.

Es gibt drei Hauptfaktoren, die die Aufwertung der Währungen der Schwellenländer gegenüber ihren Pendanten aus den Industrieländern stützen. Erstens trägt ein hohes Carry-Niveau (wenn Anleger Geld in einem Land mit niedrigeren Zinsen leihen, um es in einem Land mit höheren Zinsen anzulegen) zur Attraktivität der Währungen der Schwellenländer gegenüber anderen wichtigen Währungen bei.

Zweitens stellt das Team fest, dass sich der US-Dollar in letzter Zeit eher wie eine zyklische Währung verhält – eine Währung, die bei Wirtschaftswachstum aufwertet und bei wirtschaftlichem Druck abwertet –, insbesondere wenn ein Schock von den USA ausgeht. Infolgedessen dürften die Währungen der Schwellenländer gegenüber dem Dollar weniger stark nachgeben, wenn sich die Risikostimmung ändert oder die Wachstumsprognosen für die USA nach unten korrigiert werden.

Und schließlich dürfte auch die starke Performance der Aktien aus Schwellenländern eine Rolle bei der Aufwertung der Währungen der Schwellenländer gegenüber ihren Pendanten aus den Industrieländern gespielt haben.

Das Team hat festgestellt, dass ein Zusammenhang zwischen der Performance der Währungen der Schwellenländer und den relativen Aktienrenditen besteht. Kurz gesagt: „Das beste Umfeld für Devisen aus Schwellenländern ist gegeben, wenn sowohl der MSCI-EM- als auch der S&P-Index steigen und der MSCI EM eine Outperformance erzielt“, erläutert Trivedi.

*Dieser Artikel wird ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Die in diesem Artikel enthaltenen Informationen stellen keine Empfehlung einer Goldman Sachs-Einheit für den Empfänger dar, und Goldman Sachs erteilt weder durch diesen Artikel noch für den Empfänger eine Finanz-, Wirtschafts-, Rechts-, Anlage-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung. Weder Goldman Sachs noch eines seiner verbundenen Unternehmen gibt eine ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherung oder Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in diesem Artikel enthaltenen Aussagen oder Informationen, und jegliche Haftung (einschließlich in Bezug auf direkte, indirekte oder Folgeschäden) wird ausdrücklich abgelehnt.*

*Quelle: Der Beitrag wurde am 10. Oktober 2025 unter dem Titel „Emerging Markets Stocks and Currencies Are Forecast to Rally“ auf [www.goldmansachs.com](http://www.goldmansachs.com) im Bereich Insights/Articles veröffentlicht. Bitte beachten Sie, dass die darin getroffenen Aussagen keine Anlageempfehlungen darstellen..*

DARAN SOLLTEN SIE DENKEN!

# Wirtschafts- und Unternehmenskalender November/Dezember 2025

---

[Aktuelle Termine in unserem Website-Feed →](#)

MONTAG, 10. NOVEMBER 2025



## 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, weitere Informationen hier →

DIENSTAG, 11. NOVEMBER 2025



## ZEW-Konjunkturerwartungen

Das Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) veröffentlicht einen Index, der die vorherrschende Stimmung unter bis zu 300 deutschen Finanzanalysten aus Banken, Versicherungen und Unternehmen abbildet. Die monatliche Umfrage bezieht sich auf die Erwartungen zur Entwicklung der sechs wichtigsten internationalen Finanzmärkte. Das ZEW gibt am 11. November 2025 die Zahlen der ZEW-Konjunkturerwartungen für November 2025 heraus. – Im Oktober 2025 steigen die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland leicht an. Sie liegen mit plus 39,3 Punkten um plus 2,0 Punkte über dem Wert des Vormonats. Die Einschätzung der gegenwärtigen konjunkturellen Lage für Deutschland sinkt dagegen weiter. Der Lageindikator für Deutschland liegt mit minus 80,0 Punkten um minus 3,6 Punkte unter dem Vormonatswert.

Quelle: ZEW, weitere Informationen hier →

MITTWOCH, 12. NOVEMBER 2025



## 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,  
weitere Informationen hier →



MITTWOCH, 12. NOVEMBER 2025



## Verbraucherpreisindex Deutschland

Das Statistische Bundesamt veröffentlicht den endgültigen Verbraucherpreisindex sowie den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für Oktober 2025. Beide Maßzahlen bewerten die Preisstabilität in Deutschland und sind Indikatoren, um Inflation und Veränderungen im Kaufverhalten zu messen.

Quelle: Statistisches Bundesamt, weitere Informationen hier →



DONNERSTAG, 13. NOVEMBER 2025

## 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. Das Bureau of Labor Statistics veröffentlicht die Daten für Oktober 2025.

Quelle: Bureau of Labor Statistics, weitere Informationen hier →



DONNERSTAG, 13. NOVEMBER 2025

## BIP-Schätzung Großbritannien

Das nationale Statistikamt veröffentlicht am 13. November seine BIP-Schätzung für September 2025. – Das nationale Statistikamt schätzt das Wachstum der Wirtschaftsleistung und den Wert der Waren und Dienstleistungen, die im Vereinigten Königreich hergestellt werden. Im August 2025 war das BIP im Vergleich zum Vormonat um 0,1 Prozent gewachsen, nach einem Rückgang von 0,1 Prozent im Juli 2025 und einem Wachstum um 0,4 Prozent im Juni 2025. In den drei Monaten von Juni bis August 2025 wuchs das reale BIP Großbritanniens um 0,3 Prozent gegenüber den drei Monaten des Vorquartals (bis Mai 2025), was nach einem Wachstum von 0,2 Prozent in den drei Monaten bis Juli 2025 einen leichten Anstieg darstellt.

Quelle: Office for National Statistics, weitere Informationen hier →



DONNERSTAG, 13. NOVEMBER 2025

## Bilanz The Walt Disney Company

Das US-Medienunternehmen präsentiert Zahlen zum vierten Quartal des Geschäftsjahres 2025 sowie zum gesamten Geschäftsjahr. Im Geschäftsjahr 2024 (bis 28. September 2024) erwirtschaftete die Walt Disney Company einen Umsatz von 91,36 Milliarden US-Dollar bei einem Gewinn von 3,92 Milliarden US-Dollar.

Quelle: Walt Disney, weitere Informationen hier →



DONNERSTAG, 13. NOVEMBER 2025



## Quartalszahlen Siemens



Siemens ist ein weltweit operierender Mischkonzern, der u.a. in den Bereichen Automatisierung und Digitalisierung, Energiesysteme, Mobilitätslösungen sowie Medizintechnik tätig ist. Neben der Siemens AG gibt es zahlreiche, z.T. eigenständig organisierte Unternehmen wie etwa Siemens Healthineers. – Im Geschäftsjahr 2024 hat Siemens konzernweit Umsätze in Höhe von 75,9 Milliarden Euro erzielt, sie stiegen im Vorjahresvergleich um rund 1,4 Prozent. Der Gewinn nach Steuern stieg im Geschäftsjahr 2024 auf 9,0 Milliarden Euro. Der Konzern präsentiert die Zahlen zum vierten Quartal des Geschäftsjahres 2025.

Quelle: Siemens, weitere Informationen hier →

FREITAG, 14. NOVEMBER 2025



## BIP Eurozone

Die Statistikbehörde Eurostat veröffentlicht am 14. November 2025 eine Schätzung der Daten („Flash estimate GDP and employment – EU and euro area, Q3/2025“) zum Wachstum des Bruttoinlandsprodukts und der Erwerbstätigkeit im dritten Quartal 2025 in der Eurozone und der EU. – Laut der Schätzung von Eurostat vom 20. Oktober 2025 ist das saisonbereinigte BIP im zweiten Quartal im Vergleich mit dem Vorquartal im Euroraum um 0,1 Prozent und in der EU um 0,2 Prozent gestiegen. Im ersten Quartal 2025 war das BIP im Euroraum um 0,6 Prozent und in der EU um 0,5 Prozent gestiegen. Die Erwerbstätigkeit ist im Euroraum und in der EU im zweiten Quartal 2025 gegenüber dem Vorquartal um 0,1 Prozent gestiegen. Im ersten Quartal 2025 hat die Erwerbstätigkeit im Euroraum um 0,2 Prozent zugelegt und ist in der EU gegenüber dem Vorquartal um 0,1 Prozent gestiegen.

Quelle: Eurostat, weitere Informationen hier →

DIENSTAG, 18. NOVEMBER 2025



## Quartalszahlen Home Depot

Die US-Baumarktkette präsentiert Zahlen für das dritte Quartal 2025. Home Depot ist mit 2.347 Niederlassungen in den USA, Kanada, Puerto Rico, den Virgin Islands und Guam sowie Mexiko vertreten. Das Geschäftsjahr 2024 (Ende: 2. Februar 2025) hat Home Depot mit einem Umsatz von 159,5 Milliarden US-Dollar abgeschlossen. Das ist ein Plus von 6,8 Milliarden US-Dollar oder 4,5 Prozent gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Home Depot, weitere Informationen hier →



DONNERSTAG, 20. NOVEMBER 2025



## Quartalszahlen Walmart

Mit Spannung erwarten Analysten und Aktionäre die Zahlen der US-Supermarktkette für das dritte Quartal im Geschäftsjahr 2026. Im Internet entwickelten sich die Verkäufe im zweiten Quartal positiv, die eCommerce-Umsätze wuchsen weltweit um 25 Prozent und legten besonders in China und Mexiko zu. Insgesamt verbuchte Walmart im zweiten Quartal ein Umsatzplus von 4,8 Prozent auf 177,4 Milliarden US-Dollar.

Quelle: Walmart, weitere Informationen hier →

FREITAG, 21. NOVEMBER 2025



## 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 Oktober 2025 fiel der Indikator in der endgültigen Veröffentlichung um 1,5 Prozentpunkte von 55,1 auf 53,6 Punkte. Am 7. November wird der vorläufige Wert der Verbraucherstimmung für November 2025 veröffentlicht, am 21. November folgt die Veröffentlichung des endgültigen Werts des Indikators für November 2025.

Quelle: University of Michigan, weitere Informationen hier →

MITTWOCH, 26. NOVEMBER 2025



## USA: Auftragseingänge langlebige Gebrauchsgüter

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

Quelle: US Census Bureau, weitere Informationen hier →

MITTWOCH, 26. NOVEMBER 2025



## BIP USA

Das Bureau of Economic Analysis (BEA) veröffentlicht die zweite Schätzung des US-Bruttoinlandsprodukts für das dritte Quartal 2025. Laut der dritten Schätzung vom 25. September 2025 ist die US-Wirtschaft saisonbereinigt und hochgerechnet auf das Jahr im zweiten Quartal 2025 um 3,8 Prozent gewachsen. Im ersten Quartal 2025 war das reale BIP um 0,6 Prozent gesunken.

Quelle: Bureau of Economic Analysis, weitere Informationen hier →

MITTWOCH, 26. NOVEMBER 2025



## USA: PCE-Kerndeflator

Das Bureau of Economic Analysis (BEA) veröffentlicht Angaben zu den Einnahmen und Ausgaben des persönlichen Konsums der US-Bürger im Oktober 2025. 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, weitere Informationen hier →

MONTAG, 1. DEZEMBER 2025



## USA: Einkaufsmanagerindex (PMI)

Der Purchasing Managers Index (PMI), auch „Manufacturing ISM Report On Business“ oder „ISM-Einkaufsmanagerindex“, ist ein wichtiger und verlässlicher 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 Wert über 50 Prozent deutet auf eine Verbesserung der US-Wirtschaft hin. Im September 2025 lag der PMI bei 49,1 Prozent und war damit im Vergleich zum Vormonat um 0,4 Prozentpunkte gestiegen.

Quelle: Institute for Supply Management (ISM), weitere Informationen hier →

Stand: 30. Oktober 2025



# Hinweise | Risiken | Impressum

---

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.

## Hinweise

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, der Goldman Sachs Finance Corp International Ltd bzw. der Goldman Sachs Bank Europe SE, 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, sofern für die 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, sofern relevant, der Garantin das Risiko eines kompletten Wertverlustes der Wertpapiere hat. Sonstige, über die etwaige 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, sofern relevant, 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, sofern relevant, 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 kann 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 zusammen mit dem maßgeblichen Basisprospekt gegebenenfalls aktualisiert durch Nachträge (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 <https://www.gs.de/de/info/dokumente/basisprospekte> abgerufen werden und können auf Verlangen von der Goldman Sachs Bank Europe SE, Zertifikate-Abteilung, Marienturm, Taunusanlage 9–10, 60329 Frankfurt am Main, kostenlos auf einem dauerhaften Datenträger, oder, soweit dies ausdrücklich gewünscht ist, in Papierform zur Verfügung gestellt werden. Um potenzielle Risiken und Chancen der Entscheidung, in das Wertpapier zu investieren, vollends zu verstehen, wird ausdrücklich empfohlen, diese Dokumente zu den Chancen und Risiken einschließlich des emittenten- und gegebenenfalls produktspezifischen Totalverlustrisikos zu lesen und etwaige Fragen mit Ihrem Finanzberater zu besprechen.

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

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

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

Die Wertpapiere sind ausschließlich für Anleger in Deutschland und, sofern dies in den Endgültigen Bedingungen zu den Wertpapieren vorgesehen ist, Österreich bestimmt.

Die Wertpapiere dürfen weder in den USA, noch an bzw. zu Gunsten von US-Staatsangehörigen, angeboten oder verkauft werden. Dieses Dokument darf nicht in den USA verbreitet werden. Weitere Verkaufsbeschränkungen sind in dem jeweiligen Prospekt enthalten.

## Disclaimer

### 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.

### MSCI INDIZES

Die MSCI-Indizes sind ausschließliches Eigentum von MSCI Inc. („MSCI“). MSCI und die Namen der MSCI-Indizes sind Dienstleistungsmarken von MSCI oder seiner verbundenen Unternehmen, für die an Goldman Sachs eine Nutzungslizenz für bestimmte Zwecke erteilt wurde. Die hier genannten Finanztitel werden von MSCI weder gesponsert noch unterstützt oder vermarktet, und MSCI ist im Hinblick auf keinen dieser Finanztitel haftbar. Der Prospekt enthält eine detailliertere Beschreibung des eingeschränkten Verhältnisses von MSCI und Goldman Sachs sowie sämtlichen verbundenen Finanztiteln. Kein Käufer, Verkäufer oder Inhaber dieses Produkts oder eine sonstige Person oder Einheit sollte Warenzeichen, Handelsmarken oder Dienstleistungsmarken von MSCI dazu verwenden, dieses Produkt zu sponsern, zu unterstützen, zu vertreiben oder zu vermarkten, oder dabei Bezug darauf nehmen, ohne vorher mit MSCI abzuklären, ob eine entsprechende Erlaubnis von MSCI erforderlich ist. Jegliche Personen oder Einheiten dürfen ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von MSCI keinesfalls eine Zugehörigkeit zu MSCI geltend machen.

## Impressum

**Goldman  
Sachs**

**Goldman Sachs Bank Europe SE**

Marienturm | Taunusanlage 9–10 | 60329 Frankfurt am Main  
Telefon: 0800 67 463 67 | E-Mail: [zertifikate@gs.com](mailto:zertifikate@gs.com)  
Internet: [www.gs.de](http://www.gs.de)

**Rechtsform:** Goldman Sachs Bank Europe SE ist ein in Deutschland in der Rechtsform einer Europäischen Gesellschaft (Societas Europaea) eingetragenes Kreditinstitut mit dem Sitz in Frankfurt am Main, Deutschland.

**Handelsregister und Registernummer:** Amtsgericht Frankfurt am Main – HRB 114190

**Vertretungsberechtigte:** Goldman Sachs Bank Europe SE wird durch den Vorstand vertreten.

**Vorstand der Goldman Sachs Bank Europe SE:** Dr. Wolfgang Fink (Vorsitzender) | Robert Charnley | Peter Hermann | Lear Janiv | Jonathan Bury | Michael Holmes | Michael Trokoudes  
Adresse: Marienturm, Taunusanlage 9–10, 60329 Frankfurt am Main

**Vorsitzender des Aufsichtsrats der Goldman Sachs Bank Europe SE:** Richard J. Gnodde

**Aufsichtsbehörde:** Im Rahmen des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism) unterliegt die Goldman Sachs Bank Europe SE der direkten Bankenaufsicht durch die Europäische Zentralbank (Adresse: Europäische Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland) sowie im Übrigen der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin (Adresse: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, Deutschland) und der Deutschen Bundesbank (Adresse: Deutsche Bundesbank, Wilhelm-Epstein-Straße 14, 60431 Frankfurt am Main, Deutschland).

**USt.-ID:** DE112006422

## Redaktionelle Gestaltung

### **Verantwortlicher für journalistisch-redaktionelle Inhalte:**

Philipp Möbius | Marienturm | Taunusanlage 9–10 | 60329 Frankfurt am Main

**Redaktionelles Konzept:** derimedia GmbH | Düsseldorf | E-Mail: [info@derimedia.de](mailto:info@derimedia.de)

**Lektorat:** Anna-Luise Knetsch

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

**Fotonachweise:** Adobe Stock – S. 1: phonlamaipphoto | S. 3: Olga Gorkun | S. 4: diy13 | S. 6: DC Studio | S. 10: peshkova | S. 11: oselote | S. 14: Yingyaipumi | S. 16: Ardhika | 17: AVTG | S. 18: Dmytro Kosmenko | S. 21: homaslerchphoto | S. 23: moonrise | S. 26: Daxiao Productions | S. 27: calvste | S. 28: Wellnhofer Designs | S. 29: Corona Borealis | S. 30: metamorworks | S. 31: Nano Photos | S. 32: Mandeep | S. 34: SeanPavonePhoto | Shutterstock – S. 33: Standret | Goldman Sachs – S. 2