

**INTERVIEW** Salveen Richter über die Suche nach CoVid-19-Medikamenten

**STRATEGIE** Das „Reopening“ der Wirtschaft in den verschiedenen Regionen

**EXPERTENWISSEN** Der Einfluss von Dividendenänderungen auf Zertifikate

**TITELTHEMA**

Strategien für 2020 und darüber hinaus

5

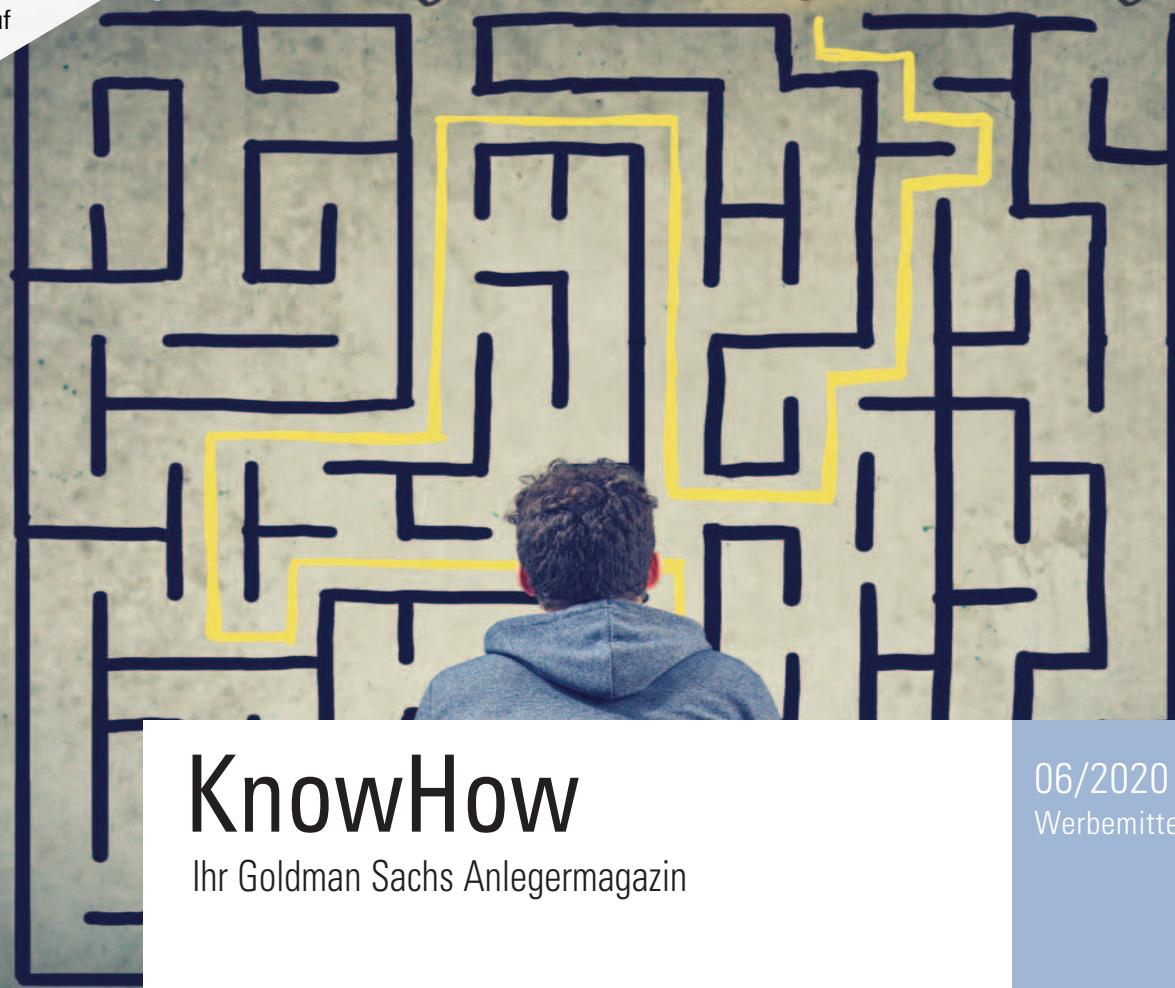
## Wir belohnen Ihr Handeln!

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

(mehr Infos auf  
Seite 29)

1

10



# KnowHow

Ihr Goldman Sachs Anlegermagazin

06/2020  
Werbemitteilung

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

## Besser informiert mit Goldman Sachs



## Erweitern Sie Ihr Know-how ...

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

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



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



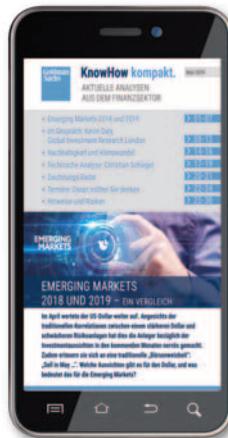
**Bonus-Kompass**  
Die beliebte Aktienalternative mal genau unter die Lupe genommen.

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

### ... mit unserem gleichnamigen Kundenmagazin.

Die „KnowHow kompakt“, die Sie auf [www.gs.de](http://www.gs.de) als PDF herunterladen können, erscheint zehnmal im Jahr und informiert Sie über aktuelle Trends bei Zertifikaten und Hebelprodukten. Informieren Sie sich über neue Entwicklungen an den globalen Finanzmärkten und werfen Sie mit uns einen Blick hinter die Kulissen in den Handelssälen. Unsere Webseite bietet Ihnen auch die Möglichkeit, unsere Hebelprodukte mit ähnlichen Produkten anderer Emittenten zu vergleichen.

### KnowHow kompakt.



**KnowHow kompakt**  
Zehnmal im Jahr aktuelle Informationen über Märkte und Produkte.



# Von den „Warrant News“ zur „KnowHow kompakt“

Im Juli 2002 erschien das Goldman Sachs Kundenmagazin „KnowHow“ zum ersten Mal. Es löste damals das Vorgängerformat „Warrant News“ ab, das Interessierten die Funktionsweise von Optionsscheinen nähergebracht hatte. Mit der „KnowHow“ trug Goldman Sachs der Entwicklung am deutschen Markt für verbriefte Derivate Rechnung. Denn mit der Einführung von Partizipations-, Open-End- und Discount-Zertifikaten war dieses Segment nicht länger risikobereiten Investoren vorbehalten. Privatanleger, die eine bestimmte Marktmeinung umsetzen wollten, um beispielsweise ungehebelt an steigenden Kursen des DAX® teilzunehmen, konnten dies nun mit Zertifikaten tun.

In den Folgejahren zeigte der Markt für Zertifikate und Hebelprodukte eine dynamische Entwicklung. Immer neue Strukturen, wie etwa Bonus-Zertifikate, und neue Basiswerte, etwa aus den Bereichen Rohstoffe und Emerging Markets, kamen hinzu. In der Zeit von 2005 bis 2010 waren beispielsweise die Themen BRIC (Brasilien, Russland, Indien und China) oder Investments in die S&P GSCI®-Rohstoffindizes beliebt.

Doch bald blies der damals erfolgsverwöhnten Branche ein heftiger Wind ins Gesicht. Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise, die mit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers ihren Höhepunkt erlebte, sorgte für dramatische Kursrückgänge an den Finanzmärkten. Zertifikate mit Teilabsicherung boten in dieser Zeit häufig keinen wirksamen Schutz vor Verlusten. Die „KnowHow“ war nicht nur in dieser Zeit ein hilfreicher Begleiter für Privatanleger.

Nun, 18 Jahre später, wird die „KnowHow“ zum letzten Mal in dieser Form erscheinen. Bereits vor gut einem Jahr haben wir das Magazin um die „KnowHow kompakt“ ergänzt – ein Format, das schneller, digitaler und zeitgemäßer ist. Die kompakte Variante wird die „klassische KnowHow“ von nun an ersetzen. Wir werden Sie damit wie gewohnt zu Themen rund um die Finanzmärkte informieren, aber eben schneller und digitaler.

*Ihr Goldman Sachs Team*

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



## 08 **INTERVIEW**

**Salveen Richter,  
Goldman Sachs**

Im KnowHow-Interview erklärt Salveen Richter, leitende Analystin für den US-Biotechnologiesektor bei Goldman Sachs, wie der Stand der Suche nach Tests, Impfstoffen und Therapien für die CoVid-19-Erkrankungen in den USA und weltweit ist.

## 03 **EDITORIAL**

## 06 **NEWS**

## 08 **INTERVIEW**

Im Gespräch: Salveen Richter,  
Goldman Sachs

## TITEL

### 12 **SZENARIEN**

Wirtschaft und Aktienmärkte:  
Strategien für 2020

## STRATEGIE

### 18 **GESUNDHEIT**

Reopening der Wirtschaft:  
China und USA

## SERVICE

### 22 **WIRTSCHAFTSBUCHPREIS**

„Das Ende der Mittelschicht“  
von Daniel Goffart

### 24 **SERIE EXPERTENWISSEN**

Strukturierte Produkte: Dividenden-  
erwartungen und Preisbildung

### 30 **KOSTENMATRIX**

Auswirkung von Transaktions-  
und Depotkosten

## 12 **TITEL**

**Strategien für 2020  
und danach**

Der längste US-Bullenmarkt der Geschichte endete nur wenige Wochen vor seinem elften Geburtstag. Nach dem heftigen Kurssturz haben sich die Notierungen an den Aktienmärkten wieder erholt. Ist bereits ein neuer Aufwärtszyklus im Gange? Und welches könnten die treibenden Kräfte einer neuen Hause sein?



## 18 STRATEGIE

### Das Reopening der Wirtschaft

Die weltweiten Maßnahmen zur Eindämmung von CoVid-19-Infektionen führten zu einem Rückgang der Ansteckungszahlen und zu einer Eingrenzung der Pandemie. Mehrere Länder haben bereits damit begonnen, die wirtschaftlichen Aktivitäten wieder hochzufahren. Eine Bestandsaufnahme.

## SERVICE BÖRSE

### 26 TERMINE

Wirtschafts- und  
Unternehmenskalender  
Juni/Juli 2020

### 31 KORRELATIONSMATRIX

## INFORMATION

### 34 PUBLIKATIONEN

#### KOMPASSE UND BROSHÜREN

## HINWEISE

### 32 CREDIT DEFAULT SWAP-SPREADS UND EMITTENTENRISIKO

### 33 RISIKOHINWEISE / INDEX-DISCLAIMER

### 35 AUSBlick, IMPRESSUM, KONTAKT

#### HINWEISE

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

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

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

## 24 EXPERTENWISSEN

### Dividenden und Zertifikate

Bei der Preisbildung von Zertifikaten und Hebelprodukten sind Dividenden ein wichtiger Einflussfaktor. Konkret hängen die Konditionen vieler strukturierter Produkte mit von den erwarteten Dividenden ab. Details erklären wir im Expertenwissen.

# NEWS

## NEU – DER EMITTENTENVERGLEICH BEI HEBELPRODUKTEN

Neben verbesserten Produktfiltertools und dem Prämienprogramm hält die neue Website von Goldman Sachs – [www.gs.de](http://www.gs.de) – mit dem Emittentenvergleich nun ein weiteres neues Tool bereit, mit dessen Hilfe Nutzer Hebelprodukte verschiedener Emittenten gegenüberstellen können.

Wie bisher können registrierte Nutzer der Website, die über den von GS Markets zur Verfügung gestellten Link Zertifikate oder Hebelprodukte mit ihrem Onlinebroker handeln, Prämienpunkte sammeln. Die gesammelten Punkte sind bares Geld wert. Denn Nutzer können sie später in einen Eurobetrag umwandeln und diesen ihrem Konto gutschreiben lassen. Wie es funktioniert, erfahren Sie auf [www.gs.de/rewards](http://www.gs.de/rewards) oder in der März-Ausgabe der KnowHow.

Darüber hinaus finden Nutzer der Website gs.de im Bereich der Hebelprodukte auch Informationen zu Produkten von anderen Emittenten, wie etwa der Deutschen Bank, der BNP Paribas oder von HSBC. Diese Produkte sind bei Knockouts, klassischen Optionsscheinen und Faktor-Zertifikaten verfügbar. Neben den Filtertools ist diese Besonderheit ein großes Plus, wenn es um die Auswahl der gewünschten Produkte geht. Denn sie lassen sich direkt gegenüberstellen.

Hierzu wählen Besucher von gs.de einfach ein bestimmtes Hebelprodukt aus – ganz gleich, ob sie hierzu die WKN eingeben oder dieses Produkt über die Suchtools finden. Unten findet sich schließlich die Vergleichstabelle. Die Abbildung zeigt das

Beispiel eines DAX®-Turbo Long\*. In diesem Fall werden ähnliche Produkte von acht Anbietern in einer Tabelle übersichtlich gegenübergestellt. Diese lässt sich anschließend nach verschiedenen Kriterien sortieren, beispielsweise nach den Prämienpunkten oder nach dem Spread, also der Differenz zwischen Kauf- und Verkaufskurs.

Die Tabelle wird nach objektiven, transparenten Kriterien erstellt, die Anleger jederzeit nachvollziehen können. Weitere Erläuterungen finden sich, wenn sie unter der Überschrift auf „Mehr Informationen“ klicken.

\* Das genannte Beispiel dient lediglich illustrativen Zwecken.  
Quelle: Goldman Sachs Global Markets, Stand: 10.06.2020

Emittenten-Vergleich:								
Ähnlichste Long Knock-Outs auf DAX von jedem Emittenten								
Sortiert nach: Prämienpunkte (Absteigend - Aufsteigend) / Stand: 14:00:50 / Mehr Informationen ⓘ								
Rang	1	2	3	4	5	6	7	8
Emittent	Goldman Sachs	BNP Paribas	Citi	DZ Bank	HypoVereinsbank	JP Morgan	Morgan Stanley	UBS
WKN	GC62DJ	PN0M1E	KB3M7A	DFJ7XR	HZ20E7	JC1M0Q	MC9TCY	UD75UK
Prämienpunkte	5	1	1	1	1	1	1	1
Hebel	9,5x	9,5x	9,4x	9,5x	9,5x	9,5x	9,5x	9,4x
Knock-Out	11.400,00	11.456,99	11.390,00	11.402,37	11.385,00	11.402,00	11.423,04	11.399,19
Basispreis	11.288,66	11.287,67	11.280,56	11.289,40	11.289,37	11.288,80	11.286,71	11.286,32
Laufzeit	Open-End	Open-End	Open-End	Open-End	Open-End	Open-End	Open-End	Open-End
Bezugsverhältnis	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Spread	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02	0,01	0,01
Kaufkurs	13,288	13,25	13,39	13,32	13,31	13,32	13,32	13,36
Dieses Produkt	Ansehen	Ansehen	Ansehen	Ansehen	Ansehen	Ansehen	Ansehen	Ansehen

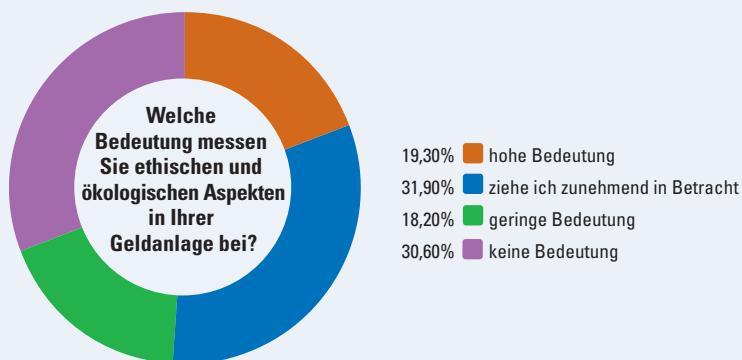
Quelle: [www.gs.de](http://www.gs.de), Stand: 10.06.2020

## DDV – TREND DES MONATS (JUNI)

In einer Online-Umfrage ging der Deutsche Derivate Verband (DDV) jüngst der Bedeutung von ethischen und ökologischen Aspekten bei der Geldanlage nach. Fazit: Die Bedeutung steigt stetig, aber langsam. Positiv gegenüber nachhaltigen Finanzprodukten stehen immerhin etwas mehr als die Hälfte der Teilnehmer (51,2 Prozent). Bei der gleichen Umfrage vor zwei Jahren waren es noch 46,9 Prozent, so der DDV. Nach wie vor eher pessimistisch eingestellt sind die verbleibenden 48,8 Prozent der insgesamt 3.862 Teilnehmer, bei denen es sich in der Regel um gut informierte Anleger handelt, die als Selbstentscheider ohne Berater investieren.

„Das Interesse am Thema Nachhaltigkeit in der Finanzanlage gewinnt zunehmend an Relevanz. Nicht zuletzt sorgen die politischen Anstrengungen beim Green Deal der Europäischen Union ebenso für Veränderungen wie das wachsende Produktangebot der Emittenten. Dennoch bleibt es trotz aller Anstrengungen bis auf weiteres bei den Anlegern ein Nischenthema. Klare einheitliche Definitionen und mangelnde Vergleichbarkeit bleiben ein Problem für aufgeschlossene Investoren“, so Lars Brandau, Geschäftsführer des DDV.

*Die Einschätzung des DDV stimmt nicht notwendigerweise überein mit der Ansicht von Goldman Sachs und reflektiert nicht unbedingt deren Einschätzungen. <https://www.derivateverband.de>*



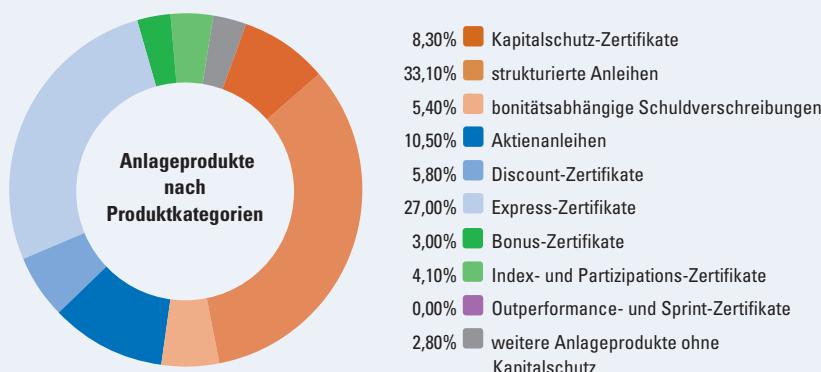
Stand: 10. Juni 2020; Quelle: Deutscher Derivate Verband

## DDV – MARKTVOLUMEN (MÄRZ)

Der Deutsche Derivateverband (DDV) publizierte jüngst die Statistik für das Gesamtvolumen des deutschen Zertifikatemarkts. So lag das Volumen im Monat März bei 61,8 Milliarden Euro. Die weltweiten Börsenturbulenzen hatten nach Angaben des Verbands zu einem moderaten Rückgang um 14,0 Prozent auf Jahressicht und um 9,1 Prozent auf Monatssicht geführt. Hebelprodukte mit Bezug auf Indizes erzielten indes deutliche Volumen-

zuwächse im Umfang von 60,8 Prozent gegenüber dem Vorjahr und von 19,4 Prozent zum Vormonat. Dabei ragten Optionscheine, die in der Put-Variante auch zur Absicherung gefragt sind, als Gewinner heraus, so der DDV.

*Die Einschätzung des DDV stimmt nicht notwendigerweise überein mit der Ansicht von Goldman Sachs und reflektiert nicht unbedingt deren Einschätzungen. <https://www.derivateverband.de>*



Stand: 31. März 2020; Quelle: Deutscher Derivate Verband

IM GESPRÄCH: SALVEEN RICHTER, GOLDMAN SACHS

# Impfstoffe, Tests und Therapien – eine Bestandsaufnahme

Salveen Richter, leitende Analystin von Goldman Sachs für den US-Biotechnologie-sektor, beantwortet Schlüsselfragen zum Stand der Suche nach Tests, Impfstoffen und Therapien für die CoVid-19-Erkrankungen in

den USA und weltweit. Zum einen stellt sie in ihrer Bestandsaufnahme die Frage, welche bereits gegen andere Infektionen eingesetzten Mittel möglicherweise auch gegen CoVid-19-Erkrankungen wirksam sein könnten, zum

anderen gibt sie einen detaillierten Überblick darüber, welche Neuentwicklungen sich derzeit in den Pipelines der forschenden Pharma-industrie befinden.



**SALVEEN RICHTER**

Goldman Sachs Global Investment Research New York

Salveen Richter ist leitende Analystin für den US-Biotechnologiesektor im Global Investment Research. Sie begann 2015 bei Goldman Sachs als Vice President und wurde 2019 zum Managing Director ernannt. Vor ihrer Tätigkeit bei Goldman Sachs betreute sie den Bereich Biotechnologie bei dem Finanzdienstleister Sun Trust. Bis 2001 absolvierte sie ein Studium im Fach Biomedical Engineering sowie Entrepreneurship und Management an der Johns Hopkins University, Baltimore, USA. Sie ist Mitglied des Advisory Boards der Johns Hopkins University.



**Auf welchen Wegen versuchen Unternehmen des Gesundheitswesens derzeit, auf unterschiedliche Weise wirksame Medikamente zur Verhinderung und Therapie von CoVid-19-Infektionen zu entwickeln ?**

**Salveen Richter** Während sich die Auswirkungen der CoVid-19-Pandemie auf die globale Wirtschaft und die moderne Gesellschaft deutlicher abzeichnen, werden Diagnostika (Tests auf Infektionen), Therapien (zur Behandlung der Symptome von CoVid-19) und prophylaktische Impfstoffe (zur Verhinderung der Infektion mit SARS-CoV2 – dem Virus, das CoVid-19 auslöst) entwickelt. Es gibt hauptsächlich zwei Arten von diagnostischen Tests: molekulare und serologische. Während molekulare Tests das Vorhandensein einer Virusinfektion quantifizieren (impliziert eine Infektion), weisen serologische Tests das Vorhandensein von Antikörpern gegen das Coronavirus im Blut nach (impliziert Immunität). Von den rund 49 diagnostischen Tests, die von der US-Gesundheitsbehörde FDA im Rahmen ihrer Notfallzulassung (Emergency Use Authorization, EUA) genehmigt wurden, sind über 80 Prozent molekularbiologisch. In dem Maße, in dem die politischen Entscheidungsträger in den Bundesstaaten und auf Bundesebene darüber nachdenken, wie sie die Wirtschaft wieder ankurbeln können, rücken serologische Tests mit hoher Spezifität in den Mittelpunkt des Interesses.

**Wie sieht es mit Wirkstoffen aus, die einer Ansteckung vorbeugen oder die bei bestehender Virusinfektion eine Heilung befördern?**

**Salveen Richter** Es gibt zwei große Gruppen von CoVid-19-prophylaktischen Impfstoffen einerseits und Wirkstoffen für die Behandlung andererseits. Prophylaktische Impfstoffe sollen Menschen, die nicht mit CoVid-19 in Kontakt gekommen sind, vor Infektionen schützen und ihnen Immunität verleihen, während die Behandlungen die verschiedenen Symptome im Zusammenhang mit CoVid-19 angehen, wie z.B. das akute Atemnotsyndrom (Acute Respiratory Distress Syndrome, ARDS). Laut dem CoVid-19-Tracker des Milken Institute waren am 27. April über 250 Therapien in der Pipeline, davon 96 Impfstoffe und 55 Antikörpertherapien. Nach Angaben der WHO sind derzeit 89 Impfstoffe in der Pipeline, von denen sich sieben in der klinischen Entwicklung befinden.

**Welche Fortschritte haben wir beim Ausbau der diagnostischen Testkapazitäten in den USA und weltweit gemacht, und wo liegen wir noch zurück?**

**Salveen Richter** Die globale Kapazität für molekulardiagnostische Tests von CoVid-19 liegt jetzt bei rund 30 Millionen Tests pro Monat. Während die derzeitige Testkapazität nicht ausreicht, um die gesamte Nachfrage auf Bevölkerungs-

basis zu befriedigen, stellen wir laut dem CoVid-Tracking-Projekt in den letzten Wochen eine Verbesserung der Tests in den USA von insgesamt 866 Tests am 4. März auf 4,7 Millionen Tests am 23. April fest, was vor allem auf die Flexibilität der FDA (U.S. Food and Drug Administration) gegenüber Laboren und Herstellern in dieser Krisenzeit zurückzuführen ist. Wir gehen davon aus, dass die Entscheidung der FDA, ihre Emergency Use Authorization zur In-vitro-Diagnostik für den Nachweis und/oder die Behandlung von CoVid-19 umzusetzen, die Testbemühungen weiter beschleunigen wird. Die FDA-Richtlinien für die Notfallverwendung lockern die Standards, die die Verfügbarkeit von Tests ermöglichen, zum Teil dadurch, dass die Überprüfungsfristen auf nur einen Tag verkürzt werden und die Labors mit den Tests beginnen können, bevor die FDA die Validierungsdaten überprüft hat.

Doch während die Zunahme der verfügbaren Tests im Vergleich zu den letzten Wochen einen bedeutenden Fortschritt darstellt, behindern die Verfügbarkeit von Ressourcen, einschließlich Abstrichproben und geschultem Fachpersonal für die Entnahme dieser Proben, und die Durchlaufzeiten der Tests weiterhin die Verbreitung und Verfügbarkeit von Tests. Fehler in den Tests selbst, wie z.B. falsch-negative Er-

gebnisse, stellen eine zusätzliche Hürde für die Diagnose von CoVid-19 dar. Da die Testkapazität zunimmt, wird es von entscheidender Bedeutung sein, zwischen Tests auf das Vorhandensein bzw. Nichtvorhandensein der tatsächlichen Infektion, bei denen im März bedeutende Fortschritte erzielt wurden, und Tests zur Feststellung von Immunität zu unterscheiden, die in Zukunft an Bedeutung zunehmen werden.

---

**„WÄHREND DIE ZUNAHME DER VERFÜGBAREN TESTS  
EINEN BEDEUTENDEN FORTSCHRITT DARSTELLT,  
BEHINDERT DIE KNAPPHEIT DER RESSOURCEN, EINSCHLIESSLICH  
DES MANGELS AN GESCHULTEM FACHPERSONAL,  
WEITERHIN DIE VERBREITUNG VON TESTS.“**

---

**Wie ist der Stand bei Antikörpertests, und wann können wir mit einer Zunahme solcher Tests in den USA rechnen?**

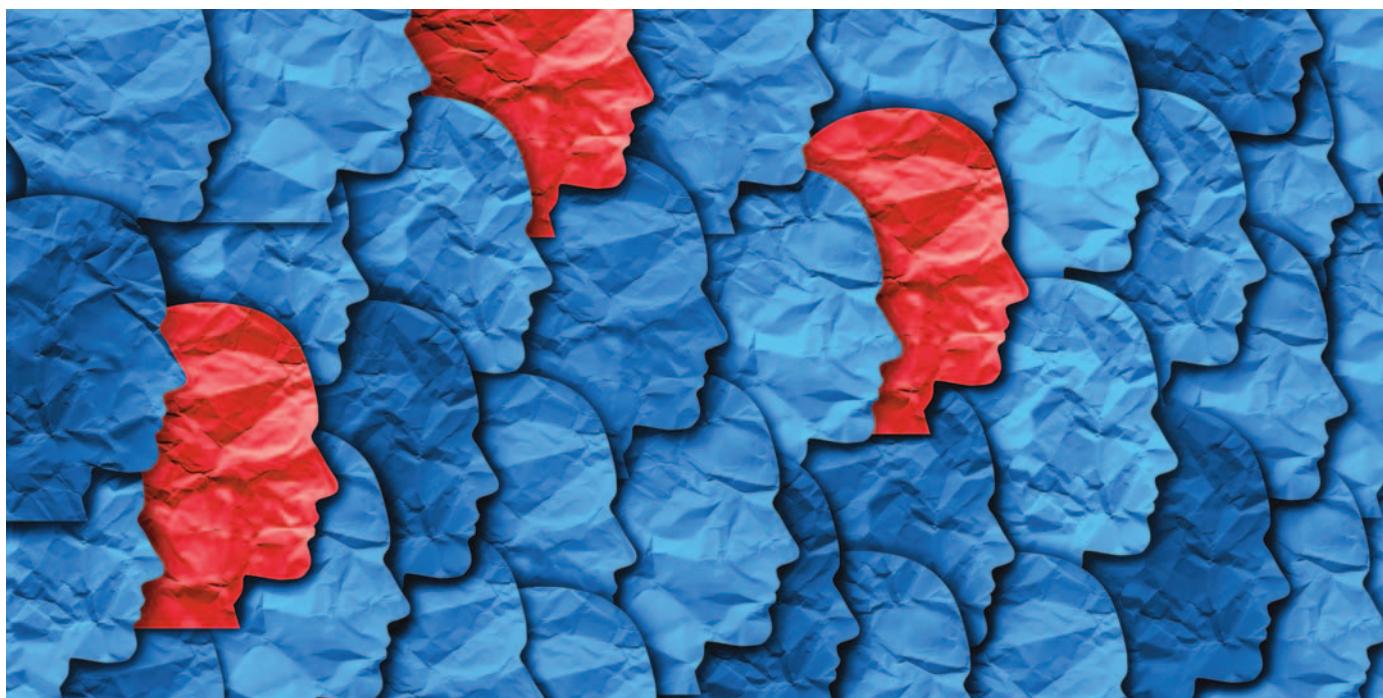
**Salveen Richter** Serologische Tests (d.h. Tests auf das Vorhandensein von Antikörpern) können Aufschluss über die Herdenimmunität geben, also über die Resistenz gegen die Ausbreitung der Krankheit innerhalb einer Population. Solche Erhebungen sind wichtig, da eine nächste Welle von Infektionen, die von derselben Version des Virus herrührt, unwahrscheinlich ist, sobald etwa über 60 Prozent der Population gegen das Virus immun sind. Mehrere Unternehmen entwickeln Antikörpertests zur Messung der

Marker einer Immunantwort auf CoVid-19, nämlich Immunglobulin-M-Antikörper (IgM) und Immunglobulin-G-Antikörper (IgG).

**Ab wann und wie lange lassen sich solche Antikörper im Blut feststellen?**

**Salveen Richter** IgM-Antikörper sind die ersten, die als Reaktion auf die erste Exposition gegenüber einer Virusinfektion auftreten, und sie beginnen nach dem Ende der Infektion zu verblassen. Wenn der Körper die Infektion überwindet, kommt es zu einem Anstieg der IgG-Antikörper, die eine langfristige Immunität gewährleisten. So kann der Nachweis von CoVid-19-IgM-Antikörpern auf eine

jüngere Exposition gegenüber dem Virus und der Nachweis von CoVid-19-IgG-Antikörpern auf ein späteres Stadium der Infektion hinweisen. Um das Infektionsstadium zu bestimmen, ist es daher von entscheidender Bedeutung, einen hochspezifischen Test zu haben, der den vorhandenen spezifischen Antikörper identifiziert, und nicht einen hochempfindlichen Test, der die Konzentration des Antikörpers quantifiziert. In diesem Zusammenhang haben wir zwei serologische Tests hervor: den von Abbott, der eine Spezifität und Sensitivität von 99,6 Prozent bzw. 86,4 Prozent hat, und den von Roche, der eine Spezifität und Sensitivität von über 99 Prozent bzw. über 95 Prozent aufweist.



## Wie hoch würde der Bedarf an solchen Tests in den USA Ihrer Schätzung nach sein?

**Salveen Richter** Auf der Grundlage der verschiedenen vorgeschlagenen Pläne für das weitere Vorgehen in den USA schätzen wir, dass das Land etwa 50 bis 100 Millionen Antikörpertests pro Monat benötigen würde. In den USA hat sich Abbott verpflichtet, im April vier Millionen Tests auszuliefern und diese Kapazitäten im Juni auf 20 Millionen Tests zu steigern. Abbott geht davon aus, dass mit seinen Testinstrumenten bis zu 100 bis 200 Tests pro Stunde durchgeführt werden können. Roche arbeitet derzeit mit der FDA im Hinblick auf eine Notfallzulassung (EUA) für seine Tests zusammen und plant, bis Juni eine Kapazität von 100 Millionen Tests pro Monat zu erreichen, mit dem Ziel, die Kapazitäten gegen Jahresende weiter hochzufahren. Nach Angaben von Roche können seine Geräte je nach verwendetem Analyseinstrument bis zu 300 Tests pro Stunde durchführen.

## Welches sind die vielversprechendsten Arten von Behandlungen für aktive Fälle, die derzeit entwickelt werden, und was ist ein realistischer Zeitrahmen für eine wirksame Behandlung, die für die breite Öffentlichkeit verfügbar ist?

**Salveen Richter** Im Großen und Ganzen umfassen die Behandlungen für CoVid-19 bereits zugelassene Medikamente, die für neue Indikationen eingesetzt werden können. Dazu gehören antivirale Therapien, die dem Virus entgegenwirken, Antikörpertherapien, die neutralisierende Antikörper gegen das Virus einführen, und rekonvaleszente Plasmatherapien, bei denen den Infizierten Plasma von Rekonvaleszenzpatienten verabreicht wird.

Auf der therapeutischen Seite stehen vor allem Remdesivir von Gilead sowie der Antikörper-Cocktail von Regeneron im Mittelpunkt. Remdesivir ist ein Nuc-Hemmer, der die virale Replikation beendet, indem er die Funktion der RNA-abhängigen RNA-Polymerasen (ein Enzym, das die Replikation von RNA katalysiert) verhindert, was zu einer Abnahme der viralen RNA-Produktion führt. Bisher liegen neue Daten für Remdesivir zu CoVid-19 vor, aber wir erwarten die vollständigen

Ergebnisse der Phase 3 Ende April (für schwerkrank Patienten) und Ende Mai (für mäßig kranke Patienten) sowie Daten aus der vom NIAID (National Institute of Allergy and Infectious Diseases) gesponserten Studie Mitte bis Ende Mai, um das Profil des Medikaments zu klären.

Regeneron entwickelt derzeit einen neuartigen Multi-Antikörper-Cocktail, der zur Behandlung von CoVid-19 bei infi-

---

**„DA DIE TESTKAPAZITÄT ZUNIMMT, WIRD ES VON GROSSER BEDEUTUNG SEIN, ZWISCHEN TESTS AUF DAS VORHENDENSEIN BZW. NICHTVORHENDENSEIN DER INFektION EINERSEITS UND TESTS ZUR FESTSTELLUNG VON IMMUNITÄT ANDERSEITS ZU UNTERScheiden. DIESE DÜRFten IN ZUKUNFT AN BEDEUTUNG GEWINNEN.“**

---

zierten Personen eingesetzt werden kann. Bei dieser Behandlung werden zwei ungenannte Antikörper eingesetzt, die gegen verschiedene Teile des Virus gerichtet sind, um vor mehreren Virusvarianten zu schützen. Der Antikörper-Cocktail von Regeneron wird bis zum Frühsommer klinisch einsatzbereit sein, mit dem Ziel, bis zum Ende des Sommers Hunderttausende von Dosen pro Monat zu produzieren.

Was die symptomatische Linderung von CoVid-19 betrifft, so sind Anti-IL6-Hemmer in der Entwicklung, wobei Actemra von Roche in einer Phase-3-Studie (Daten in der zweiten Jahreshälfte, möglicherweise im Sommer) und Kevzara von Regeneron/Sanofi derzeit in einer Phase-2/3-Studie getestet werden. Was Letztere betrifft, so wird die Phase-3-Studie künftig nur noch „kritische“ Patienten einschließen; Ergebnisse für die USA werden im Juni und für die restlichen globalen Studien im dritten Quartal 2020 erwartet. Wir haben auch Grifols, Takeda und CSL Behring hervor, die alle unabhängig voneinander eine neuartige rekonvaleszente Plasmatherapie gegen CoVid-19 entwickeln. Eine mögliche Beschränkung dieses Ansatzes ist die Erfordernis von Spenderplasma, was die Reichweite dieses Ansatzes einschränken könnte.

## Welches sind die vielversprechendsten Impfstoffe, die derzeit entwickelt werden, und was ist der früheste Zeitrahmen, den wir erwarten können, um für die Bevölkerung einen Impfstoff zugänglich zu machen?

**Salveen Richter** Da sich mehrere Impfstoffe in der Entwicklung befinden, glau-

ben wir, dass der mRNA-basierte Impfstoff (mRNA-127) von Moderna und der Impfstoffkandidat von Johnson & Johnson, der die etablierte und validierte AdVac-Technologie nutzt, die führenden Kandidaten sind, um die Bedürfnisse der globalen Gemeinschaft im Bereich der öffentlichen Gesundheit zu erfüllen. Moderna hat bereits vor kurzem eine Anleitung zum möglichen Einsatz von Notimpfstoffen in der Primärbevölkerung (einschließlich Ärzte)

für Herbst 2020 herausgegeben, nach der Veröffentlichung der Sicherheitsdaten der Phase 1 im Frühjahr und der Immunogenitätsdaten im Sommer und dem Beginn der Phase 2 im zweiten Quartal 2020.

Wir gehen davon aus, dass

Johnson & Johnson im September mit den Phase-1-Studien beginnen wird, wobei die wichtigsten Sicherheits- und Immunogenitätsdaten bis Ende 2020 erwartet werden. Dieser Impfstoff im Rahmen der EUA könnte Anfang 2021 verfügbar sein.

## Muss ein Impfstoff jedes Jahr verabreicht werden, wie ein Grippeimpfstoff, oder wird er über einen mehrjährigen Zeitraum wirksam sein?

**Salveen Richter** Hinsichtlich der Dauer der Wirksamkeit ist unklar, ob ein CoVid-19-Impfstoff dem jährlichen Grippeimpfstoff ähnlich sein wird oder ob er eine mehrjährige Wirksamkeit aufweisen kann. Während einige Experten einen mehrjährigen Schutz für wahrscheinlich halten, sind auf der Grundlage dessen, was wir über ähnliche Viren wissen, weitere Forschungsarbeiten erforderlich, um festzustellen, ob dies der Fall ist. Die Verwendung der SARS- und MERS-Epidemien von 2002 und 2012 als Analogie ist in diesem Fall nicht hilfreich, da angesichts der begrenzten epidemiologischen Details beider Epidemien – es gab mehr als 8.000 Fälle von SARS über drei Monate und nur 2.500 beobachtete Fälle von MERS über acht Jahre – nicht viel über ihre Reinfektionsraten bekannt ist.

WAS FOLGT AUF DIE KRISE? – SZENARIEN FÜR WIRTSCHAFT UND AKTIENMÄRKTE

# Investieren im Jahr 2020 – und danach

Der längste US-Bullenmarkt der Geschichte endete am 19. Februar – nur wenige Wochen vor seinem elften Geburtstag. Nach dem heftigen Kurssturz haben sich die Notierungen an den Aktienmärkten bereits wieder spürbar erholt. Ist bereits ein neuer Aufwärtszyklus im Gange? Und welches könnten die treibenden Kräfte einer neuen Hause sein?



**PHILIPP MÖBIUS**

Private Investor Products Group  
Goldman Sachs International  
London



In der Vergangenheit wurde ein Bullenmarkt oftmals von einer Bewertungsexpansion begleitet. Das heißt, im Zuge der Hause akzeptierten die Investoren höhere Kurs-Gewinn-Verhältnisse. Aktuell scheint eine Bewertungsexpansion als treibende Kraft auszufallen. Schließlich liegen die Zinssätze bereits an ihrer unteren Grenze. Der Spielraum für weitere Lockerungen ist daher begrenzt.

Ob wir uns in einem neuen Bullenmarkt befinden oder nicht, ist noch unklar. Sollte dies jedoch der Fall sein, wäre es ein kurzer und leichter Abschwung gewesen, insbesondere im Verhältnis zur Schwere des wirtschaftlichen Zusammenbruchs. Bisher wurde ein relativ kleiner Teil des vorhergehenden Bullenmarktes „abgewickelt“. Die jüngste Erholungsrally verlief parallel zu einem Rückgang der Gewinnabschätzungen, sodass der Anstieg der Bewertungen besonders markant ausfiel.

Die Erklärung dafür könnte in der Nachricht liegen, dass sich die Infektionsraten von CoVid-19 verlangsamen, sowie in der Geschwindigkeit und dem Umfang der jüngsten geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen. Nichtsdestotrotz wird das Ausmaß der wirtschaftlichen Auswirkungen wohl erheblich sein. Die aktuelle Prognose unserer Ökonomen für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften sieht für das zweite Quartal einen Rückgang des realen BIP von 11 Prozent im Jahresvergleich und etwa 35 Prozent im Quartalsvergleich auf Jahresbasis vor.

#### **BÄRENMÄRKE, „EREIGNISGESTEUERT“**

Die aktuelle Erholung war indes die stärkste unter den historischen Baisse-Märkten, wobei wir fast sechs Jahrzehnte zurückblicken. Auch die Arbeitslosigkeit wird wahrscheinlich stark ansteigen und einen Nachkriegsrekord von 15 Prozent in den USA und bis zu 23 Prozent im Falle Spaniens erreichen. Unsere zentrale Ansicht ist, dass die politische Unterstützung die Wahrscheinlichkeit verringert hat, dass die Märkte unter ihre vorherigen Tiefs fallen. In diesem Sinne würde dieser Bärenmarkt früheren „ereignisgesteuerten“ Bärenmärkten in der Geschichte sehr ähneln.

Der Rückgang von 30 bis 35 Prozent in der Spitze während der jüngsten Baisse entsprach im Wesentlichen „ereignisgesteuerten“ Bärenmärkten in der Vergangenheit. Die Geschwindigkeit der Kursverluste war ebenfalls sehr hoch – wenn auch der Kursrückgang in diesem Fall viel schneller als im Durchschnitt vonstatten ging. Wir sehen dies immer noch als ereignisgesteuerten Bärenmarkt. Es war unwahrscheinlich, dass es ohne das Virus in diesem Jahr zu einer globalen Rezession gekommen wäre. Denn die Zinssätze waren niedrig und die Ersparnisse des privaten Sektors hoch. Trotz des historischen Ausmaßes der Rezession, die sich jetzt entfaltet, dürfte die Unterstützung durch die Politik wahrscheinlich verhindern, dass sich dieser Abschwung zu einer strukturellen Krise entwickelt.

### ZWEI SZENARIEN EINER ERHOLUNG NACH DEM „LOCKDOWN“

Obwohl vieles dafür spricht, dass sich die Wirtschaft nur allmählich von dem Ausbruch der Viruspandemie erholen wird, dürften dennoch im zweiten Halbjahr sequenzielle Wachstumsraten zu beobachten sein, die in der Nachkriegsgeschichte beispiellos sind. So sind zwei unterschiedliche Szenarien denkbar.

Das erste Szenario besteht darin, dass die langsame Rückkehr nach dem „Lockdown“ und die höhere Arbeitslosigkeit bedeuten, dass die Anleger im Vergleich zu den aktuellen Erwartungen enttäuscht werden. Die Märkte könnten dann auf frühere Tiefstände zurückfallen, auch wenn sie wahrscheinlich nicht weit darunter sinken dürften.

Das zweite Szenario besteht darin, dass die Aktien nach der Erholung für eine Weile in einer Handelsspanne verharren und dabei mit einer recht hohen Volatilität eher bescheidene Renditen bringen. Von beiden Szenarien räumt Goldman Sachs Global Investment Research dem ersten eine etwas höhere Wahrscheinlichkeit ein. Das heißt, dass der echte Bullenmarkt noch nicht begonnen hat.

Es stellt sich die Frage, welches die bestimmenden Themen in den kommenden Jahren sein werden. Bevor wir nach vorne schauen, lohnt es sich, darüber nachzudenken, wie wir dorthin gekommen sind, wo wir jetzt sind, und wie der vorherige Bullenmarkt das aktuelle Umfeld geprägt hat. Der Bullenmarkt von 2009 bis 2020 war in vielerlei Hinsicht ungewöhnlich. Abgesehen davon, dass er sehr lange gedauert hat, war er durch mehrere andere Merkmale

gekennzeichnet, die häufig miteinander zusammenhängen. So war das Ausmaß erstaunlich, in dem die Aktienkurse deutlicher stiegen als die Erträge. Wachstumsaktien (Growth) entwickelten sich besser als Value-Titel, wobei der Technologiesektor führend war. Darüber hinaus zeigte der US-Aktienmarkt eine bessere Wertentwicklung im Vergleich zum Rest der Welt.

### HOHE VERSCHULDUNG – LANGSAMES NOMINALES WACHSTUM

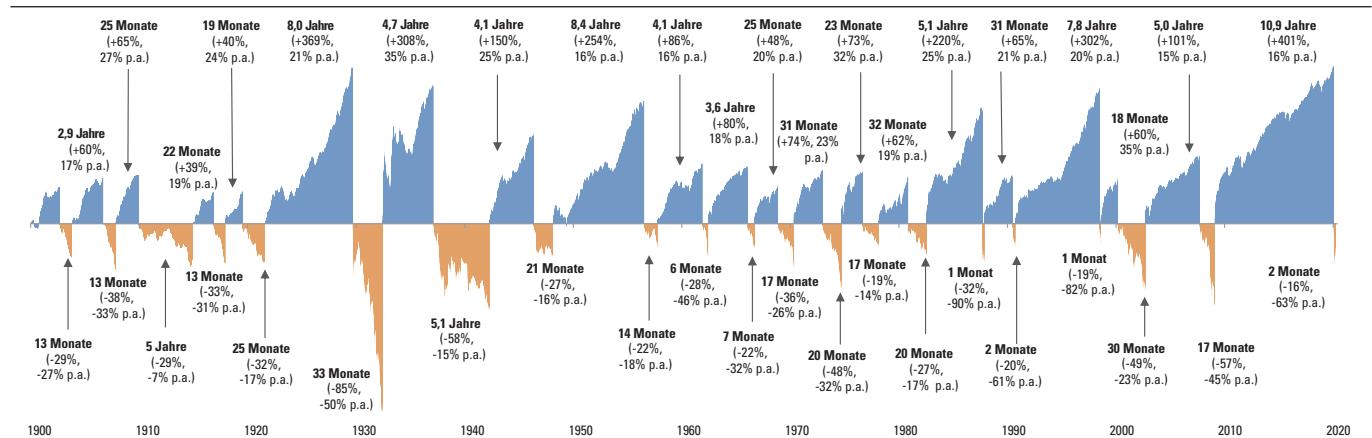
Blickt man auf die kommenden Jahre, so lohnt es sich vermutlich, auf einige Schlüsselfaktoren zu schauen, die wahrscheinlich im Gefolge dieser Krise eine Rolle spielen werden. Der vielleicht wichtigste unter ihnen ist eine Zunahme der Verschuldung, insbesondere bei Regierungen, aber auch im Unternehmenssektor.

Eine der bemerkenswertesten Auswirkungen dieser Krise waren die Größe und das Ausmaß der staatlichen Schuldenprogramme. Nach Angaben des CRFB (Center for Budgetary Responsibility in den USA) wird das US-Finanzdefizit 3,8 Billionen Dollar (18,7 Prozent des BIP) übersteigen und 2,1 Billionen Dollar (9,7 Prozent des BIP) im Jahr 2021. Dies ist ein erschütternder Anstieg, wenn man bedenkt, dass die US-Defizite während der Finanzkrise nie 10 Prozent des BIP überschritten haben.

Auch in Europa ist die gestiegene Staatsverschuldung zu einem wichtigen Thema geworden. Unsere Ökonomen erwarten, dass der Schuldenstand im Verhältnis zum BIP in Italien auf über 160 Prozent steigen wird und auf etwa 120 Prozent in Frankreich und Spanien. Es gibt viele potenzielle Auswirkungen höherer Staatsdefizite. Eine Analyse der EZB, in der die durchschnittlichen Auswirkungen der Staatsverschuldung auf das Wachstum des Pro-Kopf-BIP in zwölf Ländern der Eurozone über einen Zeitraum von etwa 40 Jahren ab 1970 untersucht werden, deutet auf eine inverse Beziehung zwischen der anfänglichen Verschuldung und dem späteren Wachstum hin. Die kritische Zone scheint bei einer Verschuldung von über etwa 90 bis 100 Prozent des BIP erreicht zu sein. Gleichzeitig gibt es Hinweise, dass die jährliche Veränderung der öffentlichen Schuldenquote und des Haushaltndefizits im Verhältnis zum BIP negativ (und linear) mit dem Wachstum des Pro-Kopf-BIP verbunden ist.

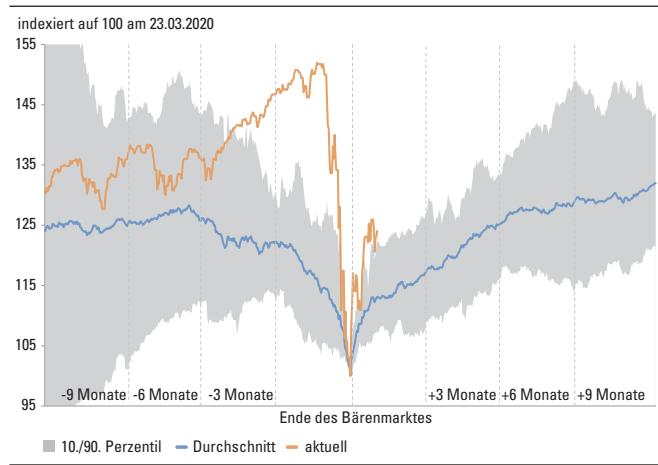
Auch in einer weiteren Studie des Internationalen Währungsfonds (IMF) finden sich einige Hinweise, dass eine höhere Anfangsver-

**ABB. 1: HAT EIN NEUER BULLENMARKT BEGONNEN?**



Die längste Hause am Aktienmarkt in der US-Geschichte endete am 19. Februar 2020 – nur wenige Wochen vor dem elften Geburtstag. Zugrunde liegen der marktbreite S&P 500® Index bzw. dessen Rückrechnung. Zu beachten ist, dass frühere Wertentwicklungen kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen sind.

Quelle: GFD, Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 28.04.2020

**ABB. 2: SCHARFES AUF UND AB**

Die jüngste Erholung war eine der steilsten in der Historie verschiedener Bärenmärkte. Dargestellt sind die Erholungen des MSCI World Index in Bärenmärkten seit 1970.  
Quelle: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 28.04.2020

schuldung eine proportional größere negative Wirkung auf das spätere Wachstum hat. Die Analyse legt nahe, dass die nachteilige Wirkung weitgehend eine Verlangsamung des Arbeitsproduktivitätswachstums widerspiegelt, die hauptsächlich auf geringere Investitionen zurückzuführen ist und auf ein langsameres Wachstum des Kapitalstocks.

Hohe Schuldenlasten können das Wirtschaftswachstum verlangsamen und zu Zinszahlungen führen, die jedes Jahr einen immer größeren Teil des Regierungshaushalts verbrauchen. Dies mag heute viel weniger relevant sein, da sich die Zinssätze an der unteren Grenze befinden, aber es könnte immer noch Anzeichen für die sogenannte Ricardianische Äquivalenztheorie geben – die besagt, dass Verbraucher und Unternehmen in Zeiten sehr hoher Staatsverschuldung mehr sparen, da sie in Zukunft höhere Steuern oder geringere Leistungen erwarten.

Tatsächlich fand das japanische Wirtschaftsteam von Goldman Sachs heraus, dass ein Anstieg der Staatsverschuldungsquote die Verbraucherausgaben senkt und die Ersparnis der Generation in der Blütezeit ihres Arbeitslebens erhöht.

#### AUSWIRKUNGEN FÜR DIE AKTIENMÄKTE

Geringeres Wachstum und niedrigere Anleiherenditen bedeuten nicht unbedingt niedrigere Bewertungen für Aktien insgesamt – teilweise kann die höhere Beteiligung der Regierung eine geringere Volatilität bedeuten und damit eine geringere Risikoprämie. Aber es legt nahe, dass Unternehmen, die insbesondere ein vorherseh-

bares Wachstum erzeugen können, wahrscheinlich besser abschneiden und möglicherweise zu noch höheren Bewertungen gehandelt werden könnten. Interessanterweise gibt es bereits eine Tendenz zu einer höheren Prämie bei den Bewertungen von Unternehmen mit einer geringeren Volatilität der Erträge (gemessen als Eigenkapitalrendite). Wir gehen davon aus, dass sich dies fortsetzen wird, vor allem, weil viele der früheren Trends im Zusammenhang mit der digitalen Revolution durch die Lockdowns wahrscheinlich verstärkt wurden.

#### NIEDRIGERE INFLATION UND ZINSSÄTZE

Höhere Schuldenstände bedeuten wahrscheinlich ein geringeres Wachstum, zumindest nach der anfänglichen Erholungsphase. Die Ökonomen von Goldman Sachs argumentieren, dass in den meisten Rezessionen der jüngsten Vergangenheit die schwache Nachfrage und die hohe Arbeitslosigkeit ein zuverlässiges Rezept für eine niedrigere Inflation waren. Aber die Auswirkung der Inflation ist in der aktuellen Rezession etwas komplizierter, weil das Virus sowohl der Nachfrage als auch dem Angebot große Schläge versetzen wird.

Zumindest in der nahen Zukunft wird die Wirkung des Virus wahrscheinlich deflationär sein. Ein Einbruch der Nachfrage und starke Rückgänge in reise- und freizeitbezogenen Bereichen werden wahrscheinlich Preisrückgänge bedeuten, insbesondere in den Dienstleistungssektoren. Sinkende Mieten können ebenfalls dazu beitragen. Daten aus Ländern in Asien, die vor Europa und den USA vom Coronavirus betroffen waren, deuten ebenfalls auf eine wahrscheinlich geringere Inflation auf kurze Sicht hin. So fiel die Kerninflation im Jahresvergleich in China, Japan und Südkorea im Februar, bedingt durch Rückgänge in den Dienstleistungskategorien. Hinzu kommt, dass der Einbruch der Ölpreise wahrscheinlich eine disinflationäre Wirkung hat.

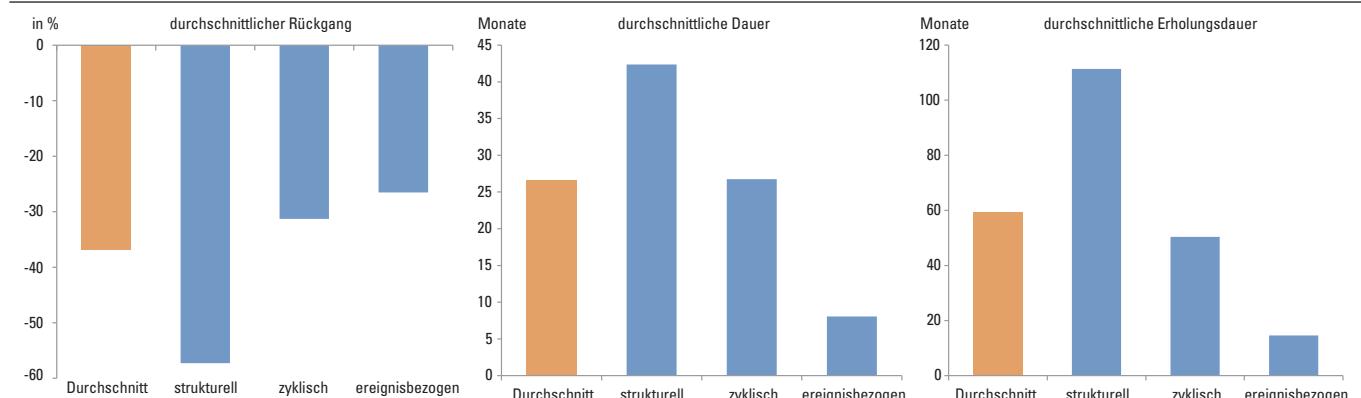
#### EINFLUSSFAKTOREN: KAPAZITÄTSEINBUSSEN, LIEFERENGÄPSE, LÖHNE

Längerfristig wird viel davon abhängen, wie stark die Kapazitätszerstörung infolge der Krise ausfällt und wie groß daher die Engpässe in den Lieferketten sind. Dies kann sich sehr von der Ära nach der Finanzkrise unterscheiden, in der ein Zusammenbruch der Kapitalkosten und boomende Kreditmärkte vielen schwächeren Unternehmen erlaubten, im Geschäft zu bleiben. Aber mit dem Zusammenbruch weiterer Unternehmen in den Zeiten der Abschottung und vielleicht einer weiteren Konsolidierung in dieser Rezession könnte es zumindest ausgewählte Bereiche geben, in denen die Preismacht zunimmt.

Ein weiterer Faktor wird sein, was mit den Löhnen geschieht. Natürlich werden starke Anstiege der Arbeitslosigkeit wahrscheinlich die Löhne im Allgemeinen unter Druck setzen. Aber mit mehr Menschen, die nun daran gewöhnt sind, von zu Hause aus zu arbeiten, werden diejenigen, die zur Arbeit fahren müssen, möglicherweise höhere Löhne verlangen, um den Risiken Rechnung zu tragen, wenn es für einige Zeit keinen Impfstoff gibt.

Studien, die die langfristigen Auswirkungen von Pandemien auf Inflation und Zinsen untersucht haben, stützen den Trend niedriger Zinssätze und eines niedrigen nominalen Wachstums. Dieses sind wiederum Faktoren, die den bestehenden Trend der relativen Gewinner tendenziell verstärken: Wachstum, defensives Wachstum und bilanzstarke Unternehmen.



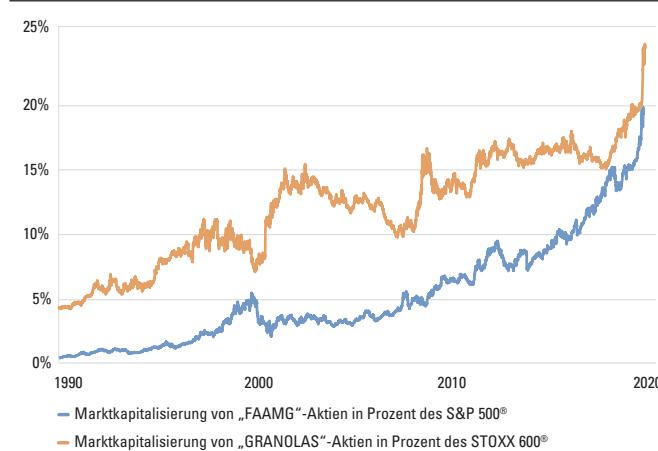
**ABB. 3: BÄRENMÄRKTE IM VERGLEICH**

Die tiefsten Einschritte, die längste Dauer und die längste Erholungszeit verzeichnen strukturell getriebene Bärenmärkte. Ereignisgetriebene Bärenmärkte hingegen benötigen im Schnitt 15 Monate für die Erholung. Quelle: GFD, Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 28.04.2020

Im Falle des US-Aktienmarktes hat sich dies in der aktuellen Stärke der Technologieunternehmen widergespiegelt. An Orten wie Europa, wo es einen kleinen Anteil großer Unternehmen in der digitalen Wirtschaft gibt, konzentriert sich der Markt zunehmend auf eine kleine Anzahl stabiler Wachstumsunternehmen, die wir als „GRANOLAS“ bezeichnen: die europäischen Spitzenunternehmen Glaxosmithkline, Roche, ASML, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, Astrazeneca, SAP, Sanofi. Diese verfügen über relativ starke Bilanzen, ein geringes Volatilitätswachstum und gute Dividendenrenditen von etwa 2 bis 2,5 Prozent (viel höher als andere Anlageklassen).

#### DIE FORTSETZUNG DER DIGITALEN REVOLUTION

Die Technologie war der wichtigste Gewinner des letzten Zyklus. Aktuell ist etwa der Börsenwert der „FAAMG“-Aktien (Facebook, Amazon, Apple, Microsoft und Google/Alphabet) größer als das jährliche BIP Japans. Die Führungsrolle in diesem Sektor wird sich wahrscheinlich fortsetzen, zumal die Bewertungen nicht so hoch sind wie in früheren Perioden einer „Wachstumsführerschaft“. Möglicherweise hat die Art der aktuellen Krise diese bestehenden Trends nur noch beschleunigt: Viele Verbraucher kaufen nun vermehrt eher online ein.

**ABB. 4: FAAMG VS. GRANOLAS**

Was „FAAMG“ in den USA ist, sind die „GRANOLAS“ in Europa. Dieses Kürzel hat Goldman Sachs für europäische Spitzenunternehmen wie Glaxosmithkline, Roche, ASML, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, Astrazeneca, SAP und Sanofi geprägt. Quelle: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 28.04.2020

Es wird wahrscheinlich Herausforderungen und Risiken für bestimmte Unternehmen geben. Der Boom in Technologie-„Konzeptaktien“, die größtenteils aus privatem Beteiligungskapital finanziert wurden, hat möglicherweise seinen Höhepunkt erreicht, als die Kapitalkosten stiegen. Außerdem gibt es Risiken, je nach politischer Entwicklung, von höherer Besteuerung und Regulierung für einige Unternehmen in der Technologiewelt. Aber die Digital- und Datenrevolution, die unsere Welt verändert, das Gesundheitssystem und die Art und Weise, wie wir konsumieren, ist noch im Gange. Unternehmen, die in diesem Umfeld wachsen können, dürften für wachstumshungrige Investoren attraktiv sein. Das gleiche gilt für Unternehmen, die über nachhaltige Bilanzen und eine stabile Zahlungsfähigkeit verfügen. Auch vorhersehbare Dividenden dürften in einer ertragsarmen Welt sehr gefragt sein.

#### DIVERSIFIZIERUNG DER LIEFERKETTEN

Es gab eine wachsende Diskussion über die Auswirkungen des Coronavirus auf die Globalisierung im Allgemeinen und die Lieferketten im Besonderen. Schon der Handelskrieg hatte den Glauben daran gebrochen, dass die Globalisierung grenzenlos sei. Technologieunternehmen, die einst als gütige Befreier unserer Zeit und Freizeit angesehen wurden, rücken mehr und mehr wegen ihrer Steuerpolitik und der Verwendung von Daten in den Fokus kritischer Beobachtung. Der Höhepunkt der Investitionen europäischer Unternehmen in Asien und China wurde vor fast einem Jahrzehnt erreicht.

Aber die Folgen der Coronaausbreitung sind zumindest im Unternehmenssektor noch ein Stück weiter gegangen und haben Fragen über die Zuverlässigkeit und Abhängigkeit von Lieferketten aufgeworfen. Diese Pandemie ist ungewöhnlich, weil sie in vielen Branchen einen Nachfrageschock mit einem Angebotsschock kombiniert hat. So unterschiedliche Sektoren wie Automobilhersteller, Pharmaunternehmen und Hersteller von Industrielektronik sind von Lieferunterbrechungen aus China betroffen. Viele Unternehmen stellen nun die Komplexität ihrer Lieferketten und das Ausmaß, in dem sie von China abhängig sind, in Frage. Obwohl viele Unternehmen in jüngster Zeit ihre Produktion weg von China hin zu billigeren Standorten in Südostasien diversifiziert haben, sind viele dieser Produktionsstätten auch bei Komponenten von China abhängig.

Natürlich hätte jede Lokalisierung und Diversifizierung der Lieferketten unterschiedliche Auswirkungen auf den gesamten Unternehmenssektor. Einige lokale Hersteller von Komponenten würden profitieren, während die Nutzer unter Umständen unter

höheren Preisen leiden. Im Allgemeinen ist jede Umkehrung der Globalisierung, insbesondere wenn sie in Form von höheren Zöllen oder Kosten erfolgt, wahrscheinlich negativ für die Gewinnspannen und das Wachstum der Unternehmen.

### NIEDRIGERE GEWINNSPANNEN

Eine der Folgen der steigenden Verschuldung durch die Finanzkrise war die Verabschiedung von strengeren Haushaltsdefiziten oder Sparprogrammen. Aber ist es realistisch, dass die Regierungen ihren Bevölkerungen neue strenge Sparprogramme auferlegen werden? Dies scheint jetzt viel unwahrscheinlicher zu sein. Denn viele Menschen sehen, dass öffentliche Dienstleistungen ein wichtiger Teil der Lösung waren und daher nicht reduziert werden können bzw. vielleicht sogar erweitert werden sollten.

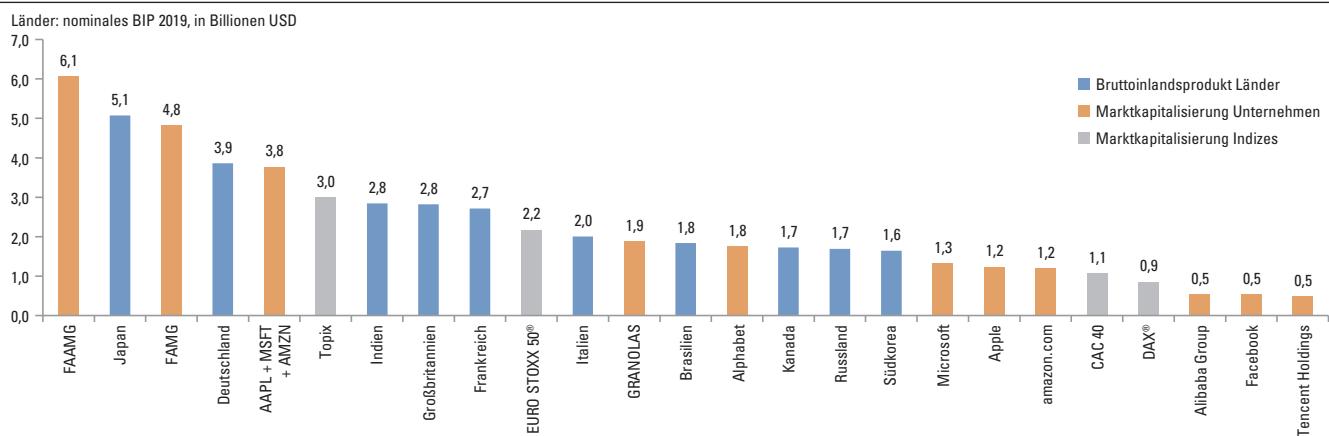
Eine Alternative in puncto Haushaltskontrolle könnte eine höhere Besteuerung sein, insbesondere für den Unternehmenssektor, der in vielen Ländern stark gesunkene Steuerbelastungen zu verzeichnen hat. Dies, gekoppelt mit (vielleicht) selektiv höheren Löhnen, ist wahrscheinlich negativ für die Gewinnspannen. In den letzten Jahren haben die Unternehmen Rekordzuwächse bei den Gewinnmargen verzeichnet. In den USA gab es bereits Anzeichen dafür, dass die Gewinnanteile am BIP in den breiteren Daten zum Nationaleinkommen zurückgingen. Dies könnte sich im Lichte einer Änderung der fiskalischen Schwerpunkte beschleunigen.

### WETTBEWERB UND KONSOLIDIERUNG

In Folge der Finanzkrise brachen die Zinssätze zusammen und die Kreditmärkte wuchsen scharf. Die Suche nach Rendite führte zu einem Finanzierungsboom. Die M&A-Aktivitäten blieben in den Jahren nach der Krise indes sehr verhalten. Vor allem in den USA wurden die Mittel zunehmend für Rückkäufe von Aktien genutzt.

Die Nachwirkungen dieser Krise werden wahrscheinlich anders sein. Es wird wahrscheinlich mehr Kapital vernichtet werden: Das sehen wir zum Beispiel in der Ölindustrie deutlich. Aber diese Gefahr besteht in vielen Branchen angesichts der Auswirkungen des Lockdowns auf den Cashflow. Wir sehen aktuell Rekordaufschläge für Unternehmen mit starken Bilanzen. Dies bedeutet, dass diese stärkeren Unternehmen wahrscheinlich besser in der Lage sein werden, am Markt zu bestehen oder auch Konkurrenten zu erwerben.

**ABB. 5: UNTERNEHMEN SCHWERER ALS LÄNDER**



Der Chart zeigt einen Vergleich des BIP verschiedener Länder für das Jahr 2019 mit der Marktkapitalisierung von Indizes und Technologieunternehmen zum 28.04.2020. Schwer gewichtete, die sogar das Bruttoinlandsprodukt von Ländern wie Japan oder Deutschland übertreffen, sind die US-Technologieriesen Facebook, Amazon, Apple, Microsoft und Google/Alphabet. Quelle: Datastream, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 28.04.2020

### ZUKUNFTSTHEMEN UND INNOVATIONEN

Die gegenwärtige Krise unterscheidet sich in vielerlei Hinsicht sehr von der Finanzkrise. Aber einer der „positiven“ Faktoren ist, dass kein bestimmter Bereich der Gesellschaft oder der Industrie verantwortlich ist. Die Gesellschaften haben in vielerlei Hinsicht an einem Strang gezogen, um sich auf das Problem zu konzentrieren. Aber die außerordentliche Unterstützung durch die Regierungen wird wahrscheinlich dazu führen, dass sich die Unternehmen stärker darauf konzentrieren, Teil der Lösung zu sein.

Unsere Analysten für Unternehmen der Versorgerbranche untersuchten den „Green Deal“ der Europäischen Union in einer „post-covidien“ Welt und die Logik, die der anhaltenden Unterstützung für eine „Netto-Null“-Klimapolitik zugrundeliegt, wie bereits von mehreren Regierungen und Politikern weithin erklärt wurde. Die Netto-Null-Investitionen in erneuerbare Energien und Stromnetze könnten sich nach ihren Schätzungen bis 2050 auf 2,6 Billionen Euro oder mehr als 80 Milliarden Euro pro Jahr belaufen. Für ihre wichtigsten Klimachampions könnte dies bis zum Jahr 2030 zu durchschnittlich zweistelligen jährlichen Wachstumsraten beim Gewinn je Aktie führen.

Ermutigend ist, dass es viele Beispiele für innovative Unternehmen gibt: Arzneimittelentwicklung, Gesundheitssysteme, Sicherstellung des Zugangs zu Telefonkapazitäten und viele weitere. Vor dieser Krise gab es eine sinnvolle und zunehmende Konzentration auf ESG-Investitionen (Ecology, Sustainability, Governance), und es ist wahrscheinlich, dass dieser Schwerpunkt nach der Coronapandemie noch zunehmen wird. Neben dem Schwerpunkt Umwelt wird wohl auch die Verantwortung der Unternehmen gegenüber Aktionären, Mitarbeitern und Zulieferern zunehmen. In Abhängigkeit von staatlicher Intervention oder einfach nur moralischer Überzeugungskraft könnte der Shareholder Value in Form von Aktienrückkäufen und Dividendenzahlungen eine geringere Priorität erhalten. Dies deutet darauf hin, dass bilanzstarke Qualitätsunternehmen, die hohe ESG-Standards haben, wahrscheinlich zunehmend geschätzt werden.

Die in diesem Beitrag dargestellten Gedanken und Abbildungen stammen aus der Publikation „Investing in 2020 & Beyond“, Peter Oppenheimer, Sharon Bell, Guillaume Jaisson, Lilia Peytavin, die von Goldman Sachs Portfolio Strategy Research am 28. April 2020 herausgegeben wurde.



CHINA & USA

## Wie gelingt das Reopening der Wirtschaft?

Die weltweiten Maßnahmen zur Eindämmung von CoVid-19-Infektionen führten zu einem Rückgang der Ansteckungszahlen und zu einer Eingrenzung der Pandemie. Mehrere Länder haben bereits damit begonnen, die wirtschaftlichen Aktivitäten wieder hochzufahren. Bei fehlender Herdenimmunität und mangels eines Impfstoffs gegen das Virus erhöht das Reopening jedoch die Gefahr des Wiederaufflammens der Krankheit. Wie könnte ein sicherer Weg für das Wiederhochfahren der Wirtschaft aussehen?

# REOPEN

Es gibt signifikante Anzeichen dafür, dass weltweite Schließungen, Ausgangsbeschränkungen und Abstandsgebote sowie andere Eindämmungsmaßnahmen die Verbreitung von CoVid-19 in China, Teilen Europas und in den USA gehemmt haben. In vielen Ländern steht jetzt die Wiedereröffnung der Wirtschaft auf der Agenda: In Festlandchina haben alle Unternehmen und Fabriken ihren Betrieb wieder aufgenommen. Dänemark, Österreich und Deutschland haben phasenweise Wiedereröffnungen eingeleitet. Auch in den USA hat die Trump-Administration mit der nationalen Wiedereröffnung begonnen. Mehrere US-Bundesstaaten sind dabei, eigene Pläne zur Wiederaufnahme der wirtschaftlichen Aktivität aufzustellen.

In Ermangelung einer Herdenimmunität oder eines Impfstoffs gegen CoVid-19 ist eine solche Wiedereröffnung jedoch mit dem hohen Risiko einer erneuten Verbreitung von Infektionen verbunden. Eine zweite und auch eine dritte Welle der Pandemie sind nicht ausgeschlossen. Wie lässt

sich eine möglichst sichere Wiedereröffnung gewährleisten? Für China und die USA gehen die Ökonomen von Goldman Sachs dieser Frage exemplarisch nach.

## CHINAS WIEDERERÖFFNUNG ALS BLAUPAUSE?

Hui Shan, Senior China Economist bei Goldman Sachs, ist angesichts der Erfahrungen mit der Wiedereröffnung in China optimistisch für die Weltwirtschaft, sieht aber gleichzeitig auch Gründe zur weiteren Vorsicht. Bereits Ende Januar schloss das chinesische Festland seine Wirtschaft zur Verlangsamung der Ausbreitung von CoVid-19; Ende Februar hatten sich die Infektionen international so weit verbreitet, dass auch andere Länder zu teils drastischen Einschränkungen greifen mussten. In China gingen Maßnahmen wie Ausgangs- und Kontaktsperrungen einher mit weiteren Sicherheitsvorkehrungen wie beispielsweise die Einstellung des internationalen Flugverkehrs. Nachdem nun die meisten Geschäfte und Fabriken in Festlandchina wieder geöffnet sind, könnten

diese Erfahrungen da und dort ein Fahrplan für andere Volkswirtschaften sein – wobei Chinas Weg aus dem Lockdown in Anbetracht grundlegender Unterschiede in der institutionellen Struktur und bei kulturellen Normen nicht durchweg als Blaupause für andere Länder taugt.

## GEFAHR EINER ZWEITEN WELLE

Etwa zwei Wochen nach der Schließung aller Aktivitäten fiel das Wachstum der Neuerkrankungen in Festlandchina bis Anfang März auf nahezu null. Doch das bedeutete nicht, dass Ausgangsbeschränkungen, Kontaktsperrungen und andere Vorsichtsmaßnahmen komplett aufgehoben worden wären. Angesichts der Gefahr des Wiederaufflammens der Infektionen gab es trotz der Lockerung der nationalen Kontrollmaßnahmen etwa Ende März weitere Beschränkungen für internationale Direktflüge, nachdem im Umfeld der internationalen Ankunftsflughäfen Peking, Shanghai und Guangzhou erste mutmaßlich importierte CoVid-19-Fälle aufgetaucht waren.



Auch in der an Russland angrenzenden Provinz Heilongjiang nahmen die Fälle wieder zu, sodass die Verantwortlichen beschlossen, alle ankommenden Reisenden zu testen. Zwei große Städte in der Provinz verschoben zudem die geplante Wiedereröffnung von Schulen. Insgesamt zeigen die Erfahrungen aus China, dass das Risiko einer möglichen zweiten Infektionswelle selbst in Ländern vorhanden ist, die erhebliche Fortschritte bei der Verlangsamung der Virusausbreitung erzielen konnten.

#### UNGLEICHMÄSSIGE WIRTSCHAFTLICHE ERHOLUNG

Nachdem das Bruttoinlandsprodukt Chinas im ersten Quartal des Jahres tief in den negativen Bereich gerutscht war, forderte die chinesische Regierung einen „differenzierten“ Ansatz zur Wiederankurbelung der Wirtschaft: Orte mit hohen Ansteckungszahlen mussten nach wie vor restriktive Kontrollmaßnahmen aufrecht-

erhalten. In Gebieten mit geringem Risiko sollten die lokalen Verwaltungen dagegen ihre Aufmerksamkeit auf die wirtschaftliche Erholung verlagern.

Die Gesamtaktivität in China verbesserte sich im Vergleich zu Februar inzwischen deutlich. Aber die Erholung war ungleichmäßig über die Wirtschaftssektoren verteilt. Die Bautätigkeit etwa kletterte nach Berechnungen von Goldman Sachs von 40 Prozent des Vorjahresniveaus im Februar auf 85 Prozent des Vorjahresniveaus in der zweiten Aprilwoche. Kultur, Sport und Unterhaltungsindustrie blieben dagegen bei nur 15 Prozent ihres Niveaus im Jahr 2019.

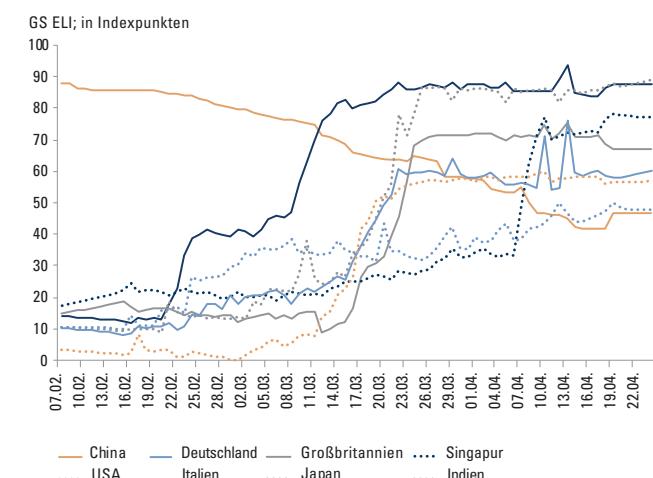
Die offiziellen Statistiken zeichnen ein ähnlich uneinheitliches Bild: In der Industrie ging die Produktion im März nur um 1,1 Prozent auf Jahressicht zurück. Die Einzelhandelsumsätze lagen dagegen immer noch 15,8 Prozent unter dem Vor-

jahresniveau. Dies ist zwar nicht überraschend, aber es bietet eine wichtige Einsicht: Es ist einfacher, die Öffnung von Geschäften wieder zu erlauben, als die Menschen davon zu überzeugen, während einer globalen Pandemie wieder Restaurants und Theater zu besuchen.

Während es noch zu früh dafür ist, eindeutige Schlussfolgerungen zu ziehen, lassen sich bereits zum gegenwärtigen Zeitpunkt einige Merkmale des Erholungsprozesses in China feststellen: Onlineshops verzeichnen eine erhöhte Nachfrage. Offizielle Statistiken zeigen, dass die Online-Einzelhandelsumsätze von Waren im März auf Jahressicht um 11 Prozent gestiegen sind, die Offlineverkäufe gingen dagegen um 13 Prozent zurück.

Die negativen wirtschaftlichen Auswirkungen von CoVid-19 sind zudem wahrscheinlich unverhältnismäßig stark auf die

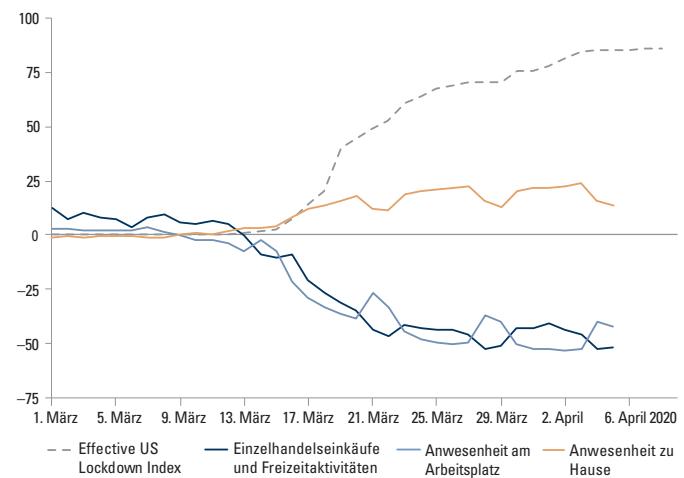
**ABB. 1: LOCKDOWNMASSNAHMEN IN EUROPA UND ÜBERSEE**



Der Goldman Sachs Effective Lockdown Index (GS ELI) misst den Anteil an geschlossenen Schulen, Handelsgeschäften sowie die Stay-at-Home-Bestellungen in den verschiedenen Ländern. In China, wo die CoVid-19-Epidemie begann, zeigen die derzeitigen Lockerungsmaßnahmen einen relativ stetigen Verlauf.

Quelle: University of Oxford, Google, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 28.04.2020

**ABB. 2: US-LOCKDOWN UND DIE AUSWIRKUNGEN**



Im Vergleich zu der Zeit vor der CoVid-Pandemie verbringen US-Bürger seit dem Lockdown rund 50 Prozent weniger Zeit an ihrem Arbeitsplatz. Dafür ist die zu Hause verbrachte Zeit um 25 Prozent gestiegen. Die Nachfrage nach Einzelhandels- und Freizeitangeboten ist im Gegenzug ebenfalls stark zurückgegangen.

Quelle: National Governors Association, IMHE, Google, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 28.04.2020

einkommensschwächere Bevölkerung durchgeschlagen. Bei Haushalten mit hohen Einkommen haben Ausgangsbeschränkungen und Kontaktsperrern dagegen tendenziell deren Ausgaben reduziert, was die Ersparnisse und die Kaufkraft erhöht hat. Diese Entwicklung zeigt sich zum Beispiel auf dem Automobilmarkt: Verkäufe von Premiumfahrzeugen führten die Erholung im März an, während der Massenmarkt weiterhin hinterherhinkte.

Insgesamt geben die Erfahrungen aus China Anlass zu vorsichtigem Optimismus. Obwohl China Fortschritte gemacht hat bei der Wiederankurbelung von Teilen seiner Wirtschaft, war die Erholung jedoch ungleichmäßig über die Sektoren verteilt und mit Rückschlägen verbunden, die eine Wiedereinführung von zuvor gelockerten Kontrollmaßnahmen erforderten. Allerdings ist Chinas Wiedereröffnungserfolg aufgrund der genannten Besonderheiten nicht in jeder Hinsicht ein Vorbild, dem alle anderen Länder folgen könnten.

### **USA: VORAUSSETZUNGEN DER WIEDERERÖFFNUNG**

In den USA wird der Lockdownmodus mit allgemeinen Ausgangsbeschränkungen und Abstandsgeboten und sonstigen Schutzmaßnahmen schrittweise beendet. Die beiden Ökonomen von Goldman Sachs, David Choi und David Mericle, werfen einen Blick darauf, wie eine Wiedereröffnung in den USA aussehen kann. Sie glauben, dass einige der derzeit ins Auge gefassten Zeitlinien für die Wiedereröffnung sich als zu optimistisch erweisen könnten. Zudem plädieren sie für eine schrittweise Wiedereröffnung, die in unterschiedlichen Gebieten und Industrien unterschiedlich verlaufen kann.

Im angespannten Balanceakt zwischen Wiedereröffnung und Kontrolle der Virusverbreitung benennen die Experten einige der Voraussetzungen für eine Wiedereröffnung: weitere Rückgänge bei bestätigten Neuinfektionen, Kapazitäten in Krankenhäusern, die größere Fähigkeit zur schnellen Prüfung einer großen Anzahl von Menschen und die schnellere Identifizierung von infizierten Personen. Diese Ziele scheinen in den USA in den kommenden Monaten im Allgemeinen erreichbar zu sein – wenn auch nicht in allen Teilen der USA gleichmäßig schnell.

Die Wiedereröffnung wird sich nach den jeweiligen lokalen Gegebenheiten richten

müssen. Ein möglicher Ansatz könnte darin liegen, mit Aktivitäten zu beginnen, deren Wiederaufnahme maximalen wirtschaftlichen Nutzen bei einem vergleichsweise geringen Virusrisiko verspricht – wobei die zulässige Gesamtaktivität auf ein Niveau beschränkt sein sollte, bei dem die Virusverbreitung unter Kontrolle zu halten ist. Dabei sollten beispielsweise Wirtschaftstätigkeiten, die sich während der Einschränkungen größtenteils auch über „Homeoffice“-Regelungen aufrechterhalten lassen, in der Reopeningreihe folge eher hintanstehen.

Dieser Ansatz dürfte in der Praxis jedoch schwer umzusetzen sein, weil insbesondere belastbare Informationen über die jeweiligen Virusrisiken in einzelnen Branchen und Unternehmen vermutlich kaum zu erheben sind. Ein anderer Ansatz könnte deshalb darin bestehen, beim Prozess der Wiedereröffnung von den offensichtlich sichersten zu den gefährlichsten Aktivitäten überzugehen. Vermutlich wird der tatsächliche Weg der Wiedereröffnung in den USA irgendwo zwischen diesen beiden Ansätzen liegen. Sobald die Wiedereröffnung beginnt, dürfte es zudem viele Anpassungen und Einzelregelungen geben, um das Risiko der Virusverbreitung zu verringern.

Regelungen wie die Verwendung von Masken, Händewaschen, routinemäßige Gesundheitskontrollen, physische Distanzierung und Beschränkungen für Versammlungen dürften weiterhin für die meisten Bereiche des öffentlichen Lebens gelten. Eine verringerte Dichte könnte erreicht werden durch gestaffelte Schichten an den Arbeitsstätten oder niedrigere Kapazitätsgrenzen im öffentlichen Nahverkehr oder in Restaurants und an anderen kommerziellen und kulturellen Orten. Das öffentliche Leben könnte sich für verschiedene Gruppen wieder schrittweise öffnen, wobei diejenigen, die immun sind, zuerst zurückkehren können. Die am stärksten Gefährdeten könnten weiterhin soziale Interaktionen einschränken, bis ein Impfstoff zur Verfügung steht.

Dabei ist zu beachten, schreiben die Ökonomen mit Blick auf die USA, dass die Wahrung von Abstand, die Bereitschaft, zu Hause zu bleiben und in der Öffentlichkeit einen Mundschutz zu tragen, größtenteils eine freiwillige Reaktion auf die reale Ansteckungsgefahr gewesen sei und nicht etwa die Reaktion auf einen

Lockdownbefehl seitens der Regierung. Daher hängt der Erfolg von Wiedereröffnungsmaßnahmen auch davon ab, dass in der Bevölkerung das Verhältnis von Nutzen und Risiken bei den einzelnen Schritten als angemessen empfunden wird.

### **SCHNELLE WIRTSCHAFTLICHE ERHOLUNG MÖGLICH**

Wenn in den Staaten und Kommunen Geschäfte, Institutionen und Produktionszweige in den kommenden Wochen und Monaten schrittweise wieder öffnen, erwarten die Ökonomen von Goldman Sachs für die USA eine Erholung der Wirtschaft vom gegenwärtigen Tiefpunkt. Der viertjährliche Wachstumspfad hängt weitgehend von drei Schlüsselfaktoren ab: dem Ausmaß des wirtschaftlichen Rückgangs, der Dauer der Lockdownphase und der Geschwindigkeit der Erholung während des Wiedereröffnungsprozesses.

Die Basisprognose für das annualisierte Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von Goldman Sachs lautet für das Jahr 2020 minus 8 Prozent im ersten Quartal, minus 34 Prozent im zweiten Quartal, 19 Prozent Wachstum im dritten Quartal und 12 Prozent Wachstum im vierten Quartal. Dies impliziert für das Gesamtjahr 2020 ein im jährlichen Durchschnitt um 6 Prozent abnehmendes Wachstum.

Ein positiveres Aufwärtsszenario könnte größere Fortschritte bei der Behandlung, eine viel langsamere Virusausbreitung bei wärmerem Wetter und eine wirtschaftlich weniger kostspielige Anpassung sozialer Schutzmaßnahmen beinhalten. Ein schnell verfügbarer Impfstoff würde wahrscheinlich noch am ehesten zu einer raschen Erholung der wirtschaftlichen Aktivität führen, erscheint aber in naher Zukunft als unwahrscheinlich.

In einem Abwärtsszenario könnten ein langsamerer Rückgang der Zahl der Neuinfektionen, längere Sperrzeiten und eine zweite Welle von Infektionen einen höheren negativen Einfluss auf die Einkommen haben und so die Erholung stärker bremsen.

---

Die in diesem Beitrag dargestellten Gedanken und Abbildungen stammen aus der Publikation „Top of Mind: Reopening the Economy“, Allison Nathan, Gabriel Lipton Galbraith, Jenny Grimberg, die von Goldman Sachs Global Macro Research am 28. April 2020 herausgegeben wurde.

## DEUTSCHER WIRTSCHAFTSBUCHPREIS 2019

# Das Ende der Mittelschicht

Am 17. Oktober 2019 erhielt der britische Ökonom und Bestsellerautor Paul Collier auf der Frankfurter Buchmesse den Deutschen Wirtschaftsbuchpreis 2019 für „Sozialer Kapitalismus! Mein Manifest gegen den Zerfall unserer Gesellschaft.“ Im Vorfeld hatten es neun weitere Titel in die engere Auswahl geschafft. Von dieser Shortlist stellt KnowHow in dieser Ausgabe „Das Ende der Mittelschicht: Abschied von einem deutschen Erfolgsmodell“ von Daniel Goffart vor.



Einer Legende nach entzückte in Indien der Erfinder des Schachs seinen Fürsten damit so sehr, dass dieser ihm das Spiel abkaufen kaufen wollte. Der Mann verlangte einen auf den ersten Blick bescheidenen Lohn. Er wollte Reiskörner. Für das erste der 64 Felder ein Reiskorn und auf jedem weiteren dann doppelt so viel wie auf dem vorhergehenden Feld, also 1, 2, 4, 8, 16, 32, 64 und so weiter. Der Fürst amüsierte sich zunächst darüber, doch schon bald verging ihm das Lachen. Bei dem Versuch, den Wunsch des Erfinders zu erfüllen, stellte sich heraus, dass es unmöglich war. Es gab nicht genug Reis im Königreich:  $2^{64} - 1$  oder 18.446.744.073.709.551.615 Reiskörner. Ein Reisberg, so groß wie der Mount Everest.

Für Daniel Goffart, den Autor von „Das Ende der Mittelschicht“, entwickeln sich die weltweite Digitalisierung und die künstliche Intelligenz wie die Reiskörner in der Legende um die Erfindung des Schachspiels: exponentiell. In den vergangenen Jahrzehnten habe man zwar schon viele Auswirkungen von Digitalisierung und künstlicher Intelligenz zu spüren bekommen, doch sei diese Entwicklung, wie die Vermehrung der Reiskörner auf dem Schachbrett, zunächst noch überschaubar gewesen. Mittlerweile stehen wir nach

dem Befund des Autors kurz vor oder schon so ziemlich auf der Mitte des Schachbretts. Jeder weitere Entwicklungsschritt von Digitalisierung und künstlicher Intelligenz habe nun ungleich größere und weitreichendere Folgen für die Arbeitswelt und vor allem für die Mittelschicht. Dabei werde die Geschwindigkeit des Wandels in seinem Ausmaß und seiner Bedeutung maßgeblich unterschätzt.

### EINE BESTANDSAUFGNAHME

Die Mittelschicht, definiert durch ein Einkommen zwischen 1.500 und 2.800 Euro netto pro Monat, nimmt seit längerem schon Abschied von einer recht sicheren Welt, in der Wohlstand erwirtschaftet und relativ fair verteilt wurde. Noch stelle sie die Mehrheit der Bevölkerung, konstatiert Goffart, aber sie schrumpfe. Erkennbar ist das beispielsweise am sinkenden Anteil der arbeitenden Mitte am Gesamteinkommen. Das heißt, die Mittelschicht wird langsam ärmer, unter anderem, weil Löhne und Gehälter mit dem Anstieg der Vermögensentwicklung nicht Schritt hielten. So entstand über Jahre hinweg das Grundgefühl, für sein Geld bekomme man heute weniger als früher. Faktoren wie die Mietenexplosion – die Mehrzahl der Deutschen wohnt zur Miete – zählen dazu. Das erhöht Unmut und Wut unter den Beziehern mitt-

lerer Einkommen, das Zukunftsvertrauen geht verloren, die Angst vor einem Absturz nimmt zu, die Regeltreue sinkt. Besonders in der unteren Mittelschicht wächst dann die Bereitschaft, sich populistischen Wurführern anzuschließen und Demokratie und Rechtsstaat zu bekämpfen. In dieser Situation bergen die exponentiell zunehmende Digitalisierung und die künstliche Intelligenz die wachsende Gefahr von Arbeitslosigkeit für Millionen Menschen in Deutschland und des Abstiegs weiter Teile der heutigen Mittelschicht in die Armut.

### WER IST GEFAHRDET?

Dabei gefährden Digitalisierung und künstliche Intelligenz nicht nur die einfachen Jobs und damit Menschen mit vermeintlich niedriger Bildung oder geringer Ausbildung wie Kassiererinnen im Supermarkt, Lkw-Fahrer von Speditionsunternehmen, die Lageristen von Amazon oder die Fließbandarbeiter bei Daimler. Etwa weil demnächst Produkte automatisch an Kassen ausgelesen werden, Lkw autonom fahren werden, die Lager und die Autofabrikation vollautomatisiert sind. Ebenso überflüssig werden auch viele Mediziner, Banker und Juristen. Etwa weil Computer Krebsdiagnosen aufgrund ihres Zugriffs auf Tausende Vergleichsfälle und -fotos schneller und besser erstellen. Oder weil

Bankfilialen wegen des Onlinebankings überflüssig werden. Oder Software schneller juristische Spitzfindigkeiten finden, vergleichen und auswerten kann. Natürlich gibt es auch Menschen, die (beruflich) von Digitalisierung und KI profitieren werden, zum Beispiel alle, die in den Bereichen der Informationstechnik arbeiten. Das Problem dabei ist, dass viele Arbeitnehmer, die ihre Jobs in der alten Welt verlieren, nicht in der Lage sein werden, noch einen der neuen Jobs zu erlernen.

In „Das Ende der Mittelschicht“ arbeitet sich Goffart an verschiedenen drängenden und bedrängenden Fragen unserer Zeit ab. Welche Auswirkungen haben Veränderungen im Rahmen von Digitalisierung und KI auf die Arbeitswelt, und welche Berufe fallen dadurch weg? Inwieweit wird die zunehmende Plattformökonomie (Uber, Airbnb) ein Problem auch für die (deutsche) Mittelschicht? Kann sich die in Deutschland auf Maschinen, Anlagen und Autos beruhende Industrie der digitalen Revolution anpassen? Wie wirken sich diese Veränderungen auf unsere Sozialsysteme (Arbeitslosigkeit, Krankheit, Rente) aus, wenn die klassische Festanstellung abgelöst wird durch andere, oft unsicherere und kurzfristigere Beschäftigungsformen? Lässt sich die zunehmende Beschniedigung unserer Freiheit und der abnehmende Schutz der Persönlichkeit durch die Datensammelwut und Analysen der großen (US-amerikanischen) Internetkonzerne wie Google, Amazon oder Facebook aufhalten? Was kann man tun, damit die Schere zwischen Arm und Reich sowie Stadt und Land nicht weiter auseinandergeht?

Goffart beschreibt dabei auch anschaulich, warum Deutschland bei verschiedenen wichtigen Branchen und Themen wie der Vermarktung von künstlicher Intelligenz vor allem hinter China und den USA hinterherhinkt. Der Einsatz von KI entscheidet jedoch darüber, ob „wir“ auch künftig noch Exportweltmeister bleiben oder in die Bedeutungslosigkeit abrutschen, weil „unsere“ Industrie den Sprung vom Analogem zum Digitalen nicht schafft.

Der Autor neigt dabei keinesfalls zu gegenstandsloser Panikmache oder zu aus der Luft gegriffenen Horrorszenarien. Um die Rückständigkeit Deutschlands zu belegen, so schreibt er, reiche es oft aus, die Gegenwart zu betrachten. Die schlechte Infrastruktur in Bezug auf Verkehr, Mobil-

funk- und Glasfaserkabelabdeckung sind keine guten Voraussetzungen für eine Wirtschaftsnation am Puls der Zeit.

### WAS ZU TUN IST

Wenn sich herausstellt, so Goffart, dass die Digitalisierung die Macht in den Händen weniger konzentriert, auf Kosten der Freiheit vieler, müssen sich Politik und Gesellschaft wehren. Es gelte, Regeln zu finden, um den digitalen Konzernen zu begegnen, die täglich gewählte Regierungen provozierten, gegen deren Gesetze verstießen und sich notorisch einer angemesenen Besteuerung entzögen.

Goffart empfiehlt einen digitalen Gesellschaftsvertrag, der die Internetfirmen zwingt, Verantwortung zu übernehmen und sich an den Kosten der Gemeinwesen zu beteiligen. Der Vertrag müsse mindestens im europäischen Rahmen, wenn nicht sogar auf Ebene der OECD oder der G-20 aufgestellt werden. Unter anderem müssten die Bildungssysteme zugunsten einer massiven Qualifizierungspolitik ausgebaut werden, damit der durch die fortschreitende Digitalisierung vorhersehbare Wegfall von Arbeitsplätzen kompensiert werden kann. Diese Maßnahmen sollen nicht nur soziale Verwerfungen verhindern; sie sollen auch die Erosion der Mittelschicht aufhalten. Wie Goffart an vielen Negativbeispielen aus Geschichte und Gegenwart belegt, kann die Absicherung dieser Mittelschicht gar nicht hoch genug eingeschätzt werden: Nur wenn sie stabil ist, sind es auch Demokratie und Rechtsstaat.

Goffart ist sich durchaus bewusst, dass viele seiner Lösungsvorschläge, zumal wenn sie über den nationalen Rahmen hinausgehen, wenig Chancen auf Realisierung haben. Dennoch fällt der Ausblick nicht allzu pessimistisch aus. In einem gleichsam als Nachwort angehängten Interview mit dem Bundesarbeitsminister Hubertus Heil zeigt sich, dass die Politik die Probleme, die Goffart aufwirft, eine Weile schon im Blick hat und versucht, die Landung in puncto Digitalisierung und künstlicher Intelligenz auf dem Arbeitsmarkt so weich wie möglich zu gestalten.

Das Buch „Das Ende der Mittelschicht – Abschied von einem deutschen Erfolgsmodell“ gibt die Ansichten des Autors wieder. Diese stimmen nicht notwendigerweise mit denen von Goldman Sachs überein. Dies ist keine Anzeige und keine Empfehlung, sondern dient ausschließlich der Information über den Wirtschaftsbuchpreis. Quelle: Goldman Sachs Global Markets



### Der Autor

**Daniel Goffart** ist Journalist, Buchautor und Moderator. Er wurde Anfang der sechziger Jahre in Aachen geboren, studierte Jura, volontierte bei der Aachener Zeitung und absolvierte 1991 sein zweites Staatsexamen. Er war unter anderem Parlamentskorrespondent in Bonn für Berliner Morgenpost und Hamburger Abendblatt, leitete stellvertretend die Hauptstadtdaktion des Handelsblatts in Berlin, war vier Jahre Bevollmächtigter des Konzernvorstands der Deutschen Telekom AG für Politik und Regulierungsgrundsätze, leitete danach das Ressort Wirtschaft und Politik beim Handelsblatt. 2012 wechselte er zum Nachrichtenmagazin FOCUS als Leiter der Hauptstadtdaktion. Seit 2018 ist Daniel Goffart Chefkorrespondent des Nachrichtenmagazins FOCUS in Berlin.

### Deutscher Wirtschaftsbuchpreis

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

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

## DIVIDENDENERWARTUNGEN BEI ZERTIFIKATEN

# Einfluss auf die Preisbildung

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

Ich habe gehört, Inhaber von Zertifikaten verzichten auf Dividenden. Sollte ich als Anleger daher Zertifikate auf dividendenstarke Titel meiden?

Diese Frage beschäftigt viele Privatanleger, zumal zahlreiche Unternehmen jüngst verkündet haben, dass die Dividenden geringer ausfallen werden. Ob der Inhaber eines Zertifikats oder Anlageprodukts an Dividendenausschüttungen partizipiert, hängt von der Art des Basiswerts ab. In der Regel ist bei den Produkten von Goldman Sachs eine Zahlung von Dividenden nicht vorgesehen.

Handelt es sich bei dem Basiswert aber um einen Performanceindex, wie zum Beispiel den DAX®, kommen dem Anleger auch die Dividenden zugute, da diese im Basiswert kumuliert werden. Handelt es sich jedoch um einen Preisindex oder um eine Einzelaktie wie Daimler, verzichtet der Anleger in der Regel auf eine Dividende.

Die Dividenden des Basiswerts gehen dem Investor jedoch auch bei Preisindizes oder Einzelaktien nicht verloren. Vielmehr fließen diese als erwartete Dividenden in den Preis von Anlage- oder Hebelprodukten mit ein. Denn gewöhnlich tauscht der Käufer eines strukturierten Produkts seine Chance auf eine mögliche Dividendenzahlung in einen anderen Vorteil, beispielsweise eine Bonuszahlung, einen Discount oder auch eine überproportionale Partizipation an Kursbewegungen des Basiswerts.

Aus diesem Grund kann eine höhere erwartete Dividende des Basiswerts für Zertifikate von Vorteil sein. Zwar verzichtet der Anleger, der in das Zertifikat investiert, auf die Chance einer hohen Dividendenauszahlung, jedoch können die Konditionen von Zertifikaten auf dividendenstarke Titel vergleichsweise attraktiv sein. Bei einem Bonus-Zertifikat kann sich dies bei-



spielsweise durch eine höhere Bonuszahlung oder einen komfortableren Risikopuffer bemerkbar machen, bei Discount-Zertifikaten hat die Ausschüttung Einfluss auf die Höhe des Rabatts.

### KOMPONENTEN STRUKTURIERTER PRODUKTE

Den erwarteten Dividenden der Basiswerte kommt eine zentrale Rolle zu. Der Emittent kann diese nutzen, um die Struktur eines Zertifikats zu finanzieren, und somit zum Beispiel bei Bonus-Zertifikaten eine Teilsicherung und eine Bonuschance bieten,

über die Anleger, die direkt in den Basiswert investieren, nicht verfügen. Solche Strukturen werden normalerweise durch die Kombination von mehreren Optionskomponenten ermöglicht: bei einem Bonus-Zertifikat beispielsweise durch einen Zero-Strike-Call und einen Down-and-out-Put.

Hinter dem Zero-Strike-Call verbirgt sich eine Call-Option mit einem Basispreis von null – also quasi eine „Aktie ohne Dividendenanspruch“, während sich hinter dem Down-and-out-Put eine Put-Option mit einem Basispreis in Höhe des Bonuslevels

**EDUARD GASKIN**

Private Investor Products Group  
Goldman Sachs International  
London

und einer Barriere auf dem Niveau der Barriere des Zertifikats verbirgt. Die Dividendenerwartungen beeinflussen den Wert der Optionen. Denn die erwartete Dividende fließt als Parameter in das sogenannte Black-Scholes-Modell mit ein. Wichtig hierbei ist jedoch, dass die erwartete Dividende keine konstante Größe ist und mit den Ertragsaussichten eines Unternehmens schwankt.

#### **AUSWIRKUNG VON ÄNDERUNGEN DER DIVIDENDENERWARTUNG**

Bei steigender Dividendenerwartung sinkt der Wert eines Calls generell, während ein Put an Wert gewinnt. Bei Bonus-Zertifikaten überwiegt der Preiseffekt auf den Zero-Strike-Call, da die Struktur durch den Verzicht auf die Dividende mitfinanziert wird. Die Notierungen von Bonus- und Discount-Zertifikaten würden also bei sonst gleichen Bedingungen sinken, wenn die Dividendenerwartungen zunehmen. Denn nun ließen sich Zertifikate mit noch besseren Konditionen konstruieren. Fallende Zertifikatspreise reflektieren in diesem Fall eine gesunkene Attraktivität von bereits gehaltenen Bonus- und Discount-Zertifikaten im Vergleich zu Zertifikaten, die jetzt konstruiert werden können.

Auf der anderen Seite verteuert sich ein Zero-Strike-Call, wenn die erwartete Dividende fällt oder gar auf null sinkt. Unter sonst identischen Bedingungen würde beispielsweise der Preis eines Bonus-Zertifikats oftmals steigen. Beide Ceteris-paribus-Betrachtungen vernachlässigen

jedoch andere Effekte, denn zu einem Sinken der Dividendenerwartungen kommt es nicht ohne Grund. Gewöhnlich haben sich in einem solchen Szenario die Geschäftsaussichten eingetrübt, sodass Analysten geringere Gewinne befürchten, die auch eine Kürzung oder den Ausfall der Dividende nach sich ziehen könnten.

#### **EINFLUSS DER DIVIDENDENZAHLUNG**

Zahlt ein Unternehmen eine Bardividende, so verändert sich in der Theorie der Kurs der Aktie in etwa um diesen Betrag am ersten Börsenhandelstag nach der Bargeld-ausschüttung, dem sogenannten Ex-Dividenden-Tag. Für einen Anleger, der in eine Aktie investiert ist, die eine Dividende ausschüttet, wird dieser Abschlag auf den Aktienkurs durch die Dividendenausschüttung kompensiert. Der Inhaber des Zertifikats erhält zwar keine Dividendenausschüttung, doch ob er durch die Dividende schlechter oder besser gestellt wird, hängt letztlich von den Dividendenerwartungen ab.

Entspricht die tatsächliche gezahlte Dividende der unveränderten Dividendenerwartung, entsteht auch dem Inhaber eines Bonus-Zertifikats hierdurch kein Nachteil. Denn die Dividende wurde bei der „Konstruktion“ des Zertifikats berücksichtigt und spiegelt sich, wie zuvor beschrieben, in einer höheren Bonuschance oder einer besseren Teilabsicherung wider.

Wären die Dividende und die Dividendenerwartungen zwar gleich, aber auf einem

geringeren Niveau, würde das Zertifikat über weniger attraktive Konditionen verfügen. Liegt die Bardividende unter der erwarteten Dividende, ist das tendenziell vorteilhaft für den Investor. Zum Zeitpunkt der Konstruktion des Bonus-Zertifikats wurde mit einer höheren Dividende gerechnet, als sie später tatsächlich am Markt zu beobachten war. Dem Investor wurden somit vergleichsweise bessere Konditionen ermöglicht. Umgekehrt verhält es sich, wenn die Dividende die Dividendenerwartungen übertrifft.

In diesem Falle wurde bei der Konstruktion eine niedrigere Dividende eingepreist, wodurch die Konditionen schlechter waren, als sie mit der ausgezahlten Dividende letztendlich möglich gewesen wären. Im Falle eines Bonus-Zertifikats, dessen Laufzeit nach dem Dividendentermin noch weitere Dividendentermine mit einschließt, kann die ausgezahlte Dividende zusätzlich auch die zukünftigen erwarteten Dividenden und somit den Wert eines solchen Bonus-Zertifikats beeinflussen. Im übrigen haben auch Sonderdividenden Einfluss auf Zertifikate und Hebelprodukte. Hier kommt es zu einer Anpassung der Zertifikatsbedingungen, die sich in der Regel am Vorgehen der Eurex oder anderer Terminbörsen orientiert. Mehr hierzu erfahren Sie im Expertenrat der Ausgabe 5/2011.

# Wirtschafts- und Unternehmenskalender

## Juni/Juli 2020



**Donnerstag, 11. Juni**

### Quartalszahlen Adobe

Der US-Softwarekonzern berichtet über das zweite Quartal 2020. Dank höherer Nutzerzahlen für seine Grafikprogramme hat Adobe Gewinn und Umsatz im Geschäftsjahr 2018/19 (bis Ende November 2019) deutlich gesteigert. Der Umsatz betrug 11,17 Milliarden US-Dollar und lag damit um 23,7 Prozent über dem Vorjahr. Der Nettogewinn belief sich auf 2,95 Milliarden US-Dollar, was einer Nettoumsatzrendite von 26,4 Prozent entspricht. Für das Geschäftsjahr 2020 erwartet die Geschäftsführung von Adobe einen Umsatz von rund 13,15 Milliarden Dollar, was einem Wachstum von rund 17,7 Prozent entspräche.

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

**Freitag, 12. Juni**

### BIP-Schätzung Großbritannien

Das nationale Statistikamt veröffentlicht seine BIP-Schätzung für den Monat April 2020. Von Januar bis März 2020 schrumpfte die britische Wirtschaft gegenüber den drei Vormonaten um 2,0 Prozent. Im März 2020 nahm das BIP gegenüber dem Vormonat dagegen um 5,8 Prozent ab.

Quelle: Office for National Statistics, <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/gdpmonthlyestimates/march2020>

### 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, die unter 500 Verbrauchern durchgeführt wird. Ein höherer Wert deutet auf einen größeren Optimismus der Konsumenten hin, ein niedrigerer Wert signalisiert ein nachlassendes Kaufverhalten. Im April 2020 sank der Indikator in der ersten Veröffentlichung auf 71,8 Punkte ab.

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

**Dienstag, 16. Juni**

### Verbraucherpreisindex Deutschland

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

Quelle: Statistisches Bundesamt, [https://www.destatis.de/SiteGlobal/Forms/Form/Suche/Termine/DE/Terminsuche\\_Formular.html?cl2Taxonomies\\_Themen\\_0-preise](https://www.destatis.de/SiteGlobal/Forms/Form/Suche/Termine/DE/Terminsuche_Formular.html?cl2Taxonomies_Themen_0-preise)

### ZEW-Konjunkturerwartungen

Das Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung veröffentlicht einen Index, der die vorherrschende Stimmung unter rund 300 deutschen Finanzanalysten aus Banken, Versicherungen und Unternehmen abbildet. Die monatliche Umfrage bezieht sich auf die Erwartungen zur Entwicklung der sechs wichtigsten internationalen Finanzmärkte. Die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland stiegen im April 2020 um 77,7 Punkte auf einen neuen Stand von 28,2 Zählern an.

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

### US-Einzelhandelsumsätze

Das US Census Bureau veröffentlicht monatlich Angaben zu den prozentualen Änderungen der Umsätze im Einzelhandelssektor (mit und) ohne Fahrzeuge. Die Entwicklung der Verkäufe gilt als wichtiger Indikator für die Konsumausgaben der US-Bürger und damit auch für das Verbrauchertrauen.

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

**Mittwoch, 17. Juni**

### OPEC-Monatsbericht

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

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

### Verbraucherpreisindex (CPI) Großbritannien

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

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

**Freitag, 19. Juni**

### 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 Er-

werbsbeteiligungsquote. 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/2020/06\\_sched.htm](https://www.bls.gov/schedule/2020/06_sched.htm)

**Donnerstag, 25. Juni**

### USA: Auftragseingänge langlebige Gebrauchsgüter

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

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

### BIP USA

Das Bureau of Economic Analysis (BEA) veröffentlicht die dritte Schätzung des US-Bruttonlandsprodukts für das erste Quartal 2020. Laut der ersten Schätzung vom 29. April ist die US-Wirtschaft saisonbereinigt und hochgerechnet auf das Jahr im ersten Quartal um 4,8 Prozent geschrumpft.

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

**Freitag, 26. Juni**

### USA: PCE-Kerndeflator

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

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

### Quartalszahlen Hornbach

Der Betreiber von Bau- und Gartenmärkten in Europa veröffentlicht seinen Bericht zum ersten Quartal des Geschäftsjahres 2020/2021. Die Hornbach Baumarkt AG ist eine Tochtergesellschaft und gleichzeitig der größte operative Teilkonzern der ebenfalls börsennotierten Hornbach Holding AG & Co. KGaA. Sitz der Hornbach Baumarkt AG ist Bornheim (Pfalz). Im Geschäftsjahr 2019/2020 betrieb Hornbach

europaweit in neun Ländern 160 (Vorjahr: 158) Märkte und konnte die Umsätze um 8,1 Prozent auf 4,43 Milliarden Euro erhöhen.

Quelle: Hornbach, <https://www.hornbachholding.de/de/calendar.html>

## Mittwoch, 1. Juli

### **USA: Einkaufsmanagerindex (PMI)**

Der Purchasing Managers Index (PMI), auch „Manufacturing ISM Report On Business“ oder „ISM-Einkaufsmanagerindex“, ist der wichtigste und verlässlichste Frühindikator für die wirtschaftliche Aktivität in den USA. Er wird von der Non-Profit-Organisation Institute for Supply Management (ISM) am ersten Geschäftstag im Monat veröffentlicht und zeigt die zu erwartende Auslastung des verarbeitenden Gewerbes. Ein Ergebnis über 50 Prozent ist für die US-Konjunktur in der Regel positiv. Im Mai 2020 lag der PMI bei 43,1 Prozent und damit 1,6 Prozent höher als im Vormonat.

Quelle: Institute for Supply Management (ISM), <https://www.instituteformanagement.org/ISMReport/MfgROB.cfm?navItemNumber=31101>

## Donnerstag, 9. Juli

### **Handelsbilanz Deutschland**

Die monatlich vom Statistischen Bundesamt veröffentlichte Außenhandelsbilanz zeigt den Saldo von Importen und Exporten für Güter und Dienstleistungen. Ein positiver Wert bedeutet einen Handelsüberschuss, ein negativer Wert ein Handelsdefizit. Im April 2020 schloss die Handelsbilanz Deutschlands mit einem Überschuss von 3,5 Milliarden Euro ab. Die Exporte nahmen kalender- und saisonbereinigt gegenüber dem Vormonat um 24,0 Prozent ab, die Importe nahmen um 16,5 Prozent ab.

Quelle: Statistisches Bundesamt, [https://www.destatis.de/SiteGlobals/Forms/Suche/Termine/DE/Terminsuche\\_Formular.html;jsessionid=AD8889938D1C8986159C241A7457C00F.internet732?cl2Taxonomies\\_Themen\\_0=aussenhandel](https://www.destatis.de/SiteGlobals/Forms/Suche/Termine/DE/Terminsuche_Formular.html;jsessionid=AD8889938D1C8986159C241A7457C00F.internet732?cl2Taxonomies_Themen_0=aussenhandel)

## Freitag, 10. Juli

### **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 Weltagrar-märkte und ermöglicht so eine Beurteilung der globalen Produktion von Weizen, Soja, Mais, Fleisch, Milch und anderen Lebensmit-teln sowie Agrarrohstoffen.

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

## Dienstag, 14. Juli

### **Verbraucherpreisindex USA**

Das US-Arbeitsministerium veröffentlicht monatlich den Consumer Price Index (CPI), der Veränderungen der Verkaufspreise für einen repräsentativen Warenkorb von Gütern und Dienstleistungen anzeigt. Der CPI ist für die Wirtschaft ein wichtiger Indikator, um die Inflation und Veränderungen im Kaufverhalten zu messen. Im April 2020 sank der Verbraucherpreisindex um 0,8 Prozent gegen-über dem Vormonat.

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

## Montag, 20. Juli

### **BIP Eurozone**

Die Statistikbehörde Eurostat veröffentlicht die ersten Schätzungen zum Wachstum des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartal 2020 in der Eurozone. Laut den endgültigen Daten vom 9. Juni sank das BIP im ersten Quartal im Euroraum (EU19) um 3,6 Prozent gegenüber dem Vorquartal, in der EU27 sank es laut Eurostat um 3,2 Prozent.

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

## Quartalszahlen IBM

Der IT-Gigant mit Sitz in Armonk im US-Bundesstaat New York gibt vorläufige Zahlen für das zweite Quartal 2020 bekannt. – Im vergan-genen Jahr ging Umsatz des US-Konzerns auf 77,2 Milliarden US-Dollar zurück (Vorjahr: 79,6 Milliarden US-Dollar). Der Gewinn kletterte um 8,1 Prozent auf 9,43 Milliarden US-Dollar.

Quelle: IBM, <https://www.ibm.com/investor/events/>

## Dienstag, 21. Juli

### **Quartalszahlen Novartis**

Das Biotechnologie- und Pharmaunterneh-men mit Sitz im schweizerischen Basel ver öffentlicht Zahlen zum zweiten Quartal. Im vergangenen Jahr hat Novartis mehr Umsatz und Gewinn erzielt: Der Umsatz kletterte um 6 Prozent auf 47,4 Milliarden US-Dollar. Der Gewinn stieg um 12 Prozent auf 14,11 Milliar-den US-Dollar.

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

## Halbjahreszahlen Givaudan

Givaudan mit Sitz im schweizerischen Vernier ist der weltweit größte Hersteller von Aromen und Duftstoffen. Das Unternehmen ist an mehr als 145 Standorten vertreten und be schäftigt weltweit fast 13.600 Mitarbeiter. Am 21. Juli lässt sich Givaudan zum ersten Halbjahr 2020 in die Bücher schauen. Im Geschäftsjahr 2019 ist der Konzern kräftig gewachsen: Der Umsatz stieg 2019 um 5,8 Prozent auf 6,20 Milliarden Schweizer Franken (Vorjahr: 5,53 Milliarden Schweizer Franken), der Betriebsgewinn legte um immerhin 11,3 Prozent auf 1,28 Milliarden Schweizer Fran-ken zu.

Quelle: Givaudan, <https://www.givaudan.com/investors/shareholder-information/investor-calendar>



# TERMINE

## Juni/Juli 2020

### KONJUNKTURTERMINE JUNI/JULI 2020

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

### UNTERNEHMEN AKTUELL IM JUNI/JULI 2020

11. Juni 2020	US, Adobe Ergebnisse 2. Quartal 2020
18. Juni 2020	DE, Wirecard Ergebnisse Jahresbericht 2019
26. Juni 2019	DE, Hornbach Ergebnisse 1. Quartal Finanzjahr 2020/21
14. Juli 2020	US, JPMorgan Chase Ergebnisse 2. Quartal 2020
16. Juli 2020	US, Johnson & Johnson Ergebnisse 2. Quartal 2020
20. Juli 2020	US, IBM Ergebnisse 2. Quartal 2020
21. Juli 2020	CH, Givaudan Ergebnisse 1. Halbjahr 2020
	CH, Novartis Ergebnisse 2. Quartal 2020
23. Juli 2020	DE, Covestro Ergebnisse 1. Halbjahr 2020
	DE, Daimler Ergebnisse 2. Quartal 2020
27. Juli 2020	DE, SAP Ergebnisse 1. Halbjahr 2020
29. Juli 2020	DE, BASF SE Ergebnisse 1. Halbjahr 2020
	DE, Deutsche Bank Ergebnisse 2. Quartal 2020
30. Juli 2020	CH, Credit Suisse Ergebnisse 2. Quartal 2020
	CH, Nestlé Ergebnisse 1. Halbjahr 2020
	DE, Fresenius SE Ergebnisse 2. Quartal 2020
	DE, Volkswagen Ergebnisse 1. Halbjahr 2020
31. Juli 2020	US, Caterpillar Ergebnisse 2. Quartal 2020

www.gs.de

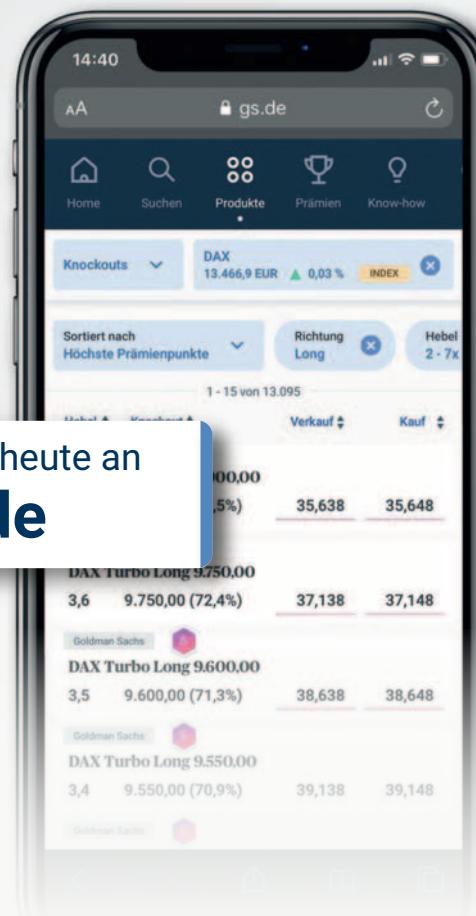
5

# Entdecken Sie unser neues Prämienprogramm.

Sammeln Sie Punkte, wenn Sie mit Ihrem Broker über www.gs.de handeln und wandeln Sie diese in bares Geld\* um. Starten Sie gleich heute und sichern Sie sich die ersten 10 Prämienpunkte als Bonus.

10

Melden Sie sich noch heute an  
**www.gs.de**



\* Lösen Sie die gesammelten Bonuspunkte zu einem Preis von 1 Punkt = 1 EUR in Euro ein.

Weitere Einzelheiten über das Programm selbst und die Teilnahme daran finden Sie unter  
[www.gs.de](http://www.gs.de)

# AUSWIRKUNGEN VON TRANSAKTIONS- UND DEPOTKOSTEN

## Brutto oder netto?

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

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

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

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

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

### BEISPIELE: AUSWIRKUNG VON TRANSAKTIONSKOSTEN UND SONSTIGEN ENTGELTEN AUF RENDITEN IN % UND RENDITEN IN % P.A.

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

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

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

## Die Korrelationsmatrix



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

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

aufweisen (siehe Akademie Nr. 13). Diese Matrix zeigt die Korrelationen der Renditen von verschiedenen Anlageklassen. Dabei sind im linken Dreieck (unterhalb der schwarzen Linie) die Fünfjahreskorrelationen dargestellt. Im rechten Dreieck befinden sich die Einjahreskorrelationen. Je höher der Koeffizient, umso stärker der Gleichlauf. Eine Korrelation von 1 bedeutet vollkommenen Gleichlauf, eine Korrelation von -1 vollkommenen Gegenlauf. Beispiel: Der DAX® und der EURO STOXX 50® zeigen eine recht hohe 1-Jahres-Korrelation von 0,97.

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

### KORRELATIONSMATRIX

		Aktien										Rohstoffe					Devisen			Zinsen		
		DAX®	EURO STOXX 50®	Nasdaq 100	S&P 500	Nikkei 225	DAXglobal® BRIC	S&P GSCI ER	S&P GSCI Energy ER	S&P GSCI Agriculture ER	S&P GSCI Industrial Metals ER	S&P GSCI Precious Metals ER	S&P GSCI Livestock ER	Brent-Rohöl	Gold	EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP	6M Euribor*	10J EUR Swapsatz*	Rex Performance Index	
Aktien	DAX®		0,97	0,69	0,76	0,79	0,58	0,29	0,26	-0,03	0,34	0,08	0,04	0,23	0,04	0,10	0,40	-0,26	0,01	0,10	-0,18	
	EURO STOXX 50®	0,96		0,70	0,78	0,82	0,60	0,32	0,30	-0,04	0,31	0,06	0,02	0,25	0,02	0,17	0,46	-0,19	-0,04	0,10	-0,19	
	Nasdaq 100	0,63	0,63		0,94	0,65	0,58	0,36	0,33	-0,01	0,27	0,06	0,13	0,32	0,02	0,17	0,26	-0,10	-0,09	-0,04	-0,02	
	S&P 500	0,68	0,70	0,91		0,74	0,61	0,37	0,34	0,01	0,30	0,04	0,15	0,32	0,01	0,25	0,37	-0,13	-0,10	0,08	-0,11	
	Nikkei 225	0,63	0,66	0,54	0,60		0,61	0,28	0,27	-0,10	0,28	-0,07	0,03	0,25	-0,10	0,18	0,64	-0,20	-0,04	0,22	-0,28	
	DAXglobal® BRIC	0,65	0,67	0,53	0,58	0,53		0,29	0,27	0,03	0,23	0,16	0,13	0,25	0,13	0,10	0,21	-0,18	-0,08	0,12	-0,13	
	S&P GSCI ER	0,21	0,25	0,23	0,32	0,21	0,36		0,98	0,04	0,46	0,40	0,06	0,95	0,37	0,43	0,30	-0,07	0,04	0,29	-0,27	
Rohstoffe	S&P GSCI Energy ER	0,20	0,24	0,22	0,29	0,20	0,35	0,98		-0,09	0,34	0,33	-0,03	0,98	0,31	0,39	0,32	-0,10	0,05	0,26	-0,24	
	S&P GSCI Agriculture ER	0,03	0,04	0,04	0,12	0,07	0,09	0,26	0,11		0,02	0,02	0,07	-0,12	0,04	-0,07	-0,25	-0,01	-0,11	0,07	0,01	
	S&P GSCI Industrial Metals ER	0,23	0,22	0,23	0,30	0,24	0,28	0,40	0,30	0,13		0,56	0,14	0,31	0,51	0,42	0,19	0,15	-0,02	0,31	-0,34	
	S&P GSCI Precious Metals ER	-0,25	-0,26	-0,15	-0,15	-0,33	-0,07	0,09	0,04	0,04	0,17		0,01	0,31	0,99	0,57	0,06	-0,01	-0,10	0,08	-0,09	
	S&P GSCI Livestock ER	0,15	0,15	0,17	0,17	0,12	0,09	0,20	0,12	0,08	0,14	-0,04		-0,04	-0,01	0,09	-0,02	0,08	0,14	-0,08	0,09	
	Brent-Rohöl	0,21	0,25	0,22	0,29	0,19	0,36	0,95	0,97	0,11	0,28	0,05	0,12		0,29	0,34	0,30	-0,13	0,02	0,25	-0,21	
	Gold	-0,29	-0,29	-0,18	-0,19	-0,36	-0,10	0,07	0,03	0,04	0,14	0,99	-0,04	0,04		0,58	0,06	-0,01	-0,10	0,07	-0,09	
Devisen	EUR/USD	-0,40	-0,37	-0,16	-0,12	-0,24	-0,36	0,13	0,08	0,13	0,20	0,41	0,08	0,08	0,42		0,52	0,20	0,09	0,28	-0,30	
	EUR/JPY	0,08	0,15	0,17	0,26	0,43	-0,03	0,18	0,16	0,12	0,23	-0,23	0,09	0,15	-0,24	0,43		0,02	0,02	0,41	-0,47	
	EUR/GBP	-0,41	-0,40	-0,22	-0,26	-0,31	-0,35	-0,13	-0,15	-0,01	0,02	0,11	0,06	-0,14	0,13	0,45	0,11		-0,10	-0,11	0,13	
Zinsen	6M Euribor*	-0,07	-0,09	-0,13	-0,13	0,01	-0,08	-0,09	-0,09	-0,05	-0,06	0,02	-0,02	-0,07	0,03	0,06	-0,01	-0,02		0,13	-0,24	
	10J EUR Swapsatz*	0,06	0,06	-0,01	0,05	0,17	-0,02	0,11	0,09	0,12	0,12	-0,28	0,08	0,08	-0,28	0,06	0,39	0,01	-0,05		-0,92	
	Rex Performance Index	-0,13	-0,15	-0,01	-0,08	-0,21	-0,02	-0,12	-0,11	-0,11	-0,16	0,21	0,00	-0,09	0,21	-0,14	-0,41	-0,04	0,07	-0,78		

Stand: 06.05.2020; Quellen: Bloomberg, Goldman Sachs International. Im linken Dreieck finden Sie die 5-Jahres-Korrelationen, im rechten die 1-Jahres-Korrelationen (jeweils auf Basis wöchentlicher Renditen).

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

# WICHTIGE KENNZAHLEN FÜR DIE EINSCHÄTZUNG DES EMITTENTENRISIKOS

## CDS-Spreads und Emittentenrisiko

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

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

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

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

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

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

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

Zusammenfassend heißt dies, dass der Anleger im Falle einer Insolvenz oder sonstigen Zahlungsunfähigkeit der Emittentin und der Garantin das Risiko eines kompletten Wertverlustes der Wertpapiere hat. Sonstige, über die Garantie hinausgehende Sicherheiten oder Sicherungseinrichtungen bestehen für die Wertpapiere nicht. Der Anleger sollte sich daher vor dem Erwerb und während der Laufzeit eines von ihm erworbenen Wertpapiers laufend über die Bonität der Emittentin und vor allem der Garantin informieren.

Gesellschaft	Kernkapitalquote (Tier-1-Ratio nach Basel III)	Marktkapitalisierung (in Mrd. USD)	Rating S&P	Rating Moody's	Rating Fitch	CDS (5 Yr Senior)
Bundesrepublik Deutschland	–	–	AAA	Aaa	AAA	24,00 <sup>1/2)</sup>
The Goldman Sachs Group, Inc.	13,70% <sup>3/4)</sup>	68,7 <sup>1/2)</sup>	BBB+	A3	A	89,00 <sup>1/2)</sup>

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

1) Quelle: Bloomberg; 2) Stand: 29.04.2020; 3) Goldman Sachs; 4) CET1 capital ratio calculated with advanced capital rules; Stand: 27.02.2020. CDS von vorrangigen Verbindlichkeiten

## RISIKOHINWEISE UND RECHTLICHES

### ALLGEMEINE RISIKEN VON ANLEIHEN, OPTIONSCHEINEN UND ZERTIFIKATEN

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

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

Sofern die Laufzeit der Wertpapiere begrenzt ist, ist zu beachten, dass während der Laufzeit der Wertpapiere eintretende Kursverluste nicht durch etwaige spätere Kursgewinne ausgeglichen werden können. Es besteht das Risiko eines Totalverlustes des beim Erwerb der Wertpapiere gezahlten Kaufpreises einschließlich der mit dem Kauf verbundenen Kosten, und zwar unabhängig von der finanziellen Leistungsfähigkeit der Emittentin und der Garantin.

Bei Wertpapieren ohne festgelegte Laufzeit ist zu beachten, dass die Emittentin das Recht hat, die Wertpapiere ordentlich zu kündigen. Daneben kann, sofern dies in den jeweiligen Wertpapieren zugrundeliegenden Bedingungen vorgesehen ist, die Laufzeit auch beendet werden, wenn ein Knock-out-Ereignis eintritt. In diesen Fällen ist der Anleger dem Risiko ausgesetzt, dass seine Erwartungen an 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 Basiswerts und dem gesamtwirtschaftlichen Zinsniveau. Eine Wertminderung der Wertpapiere kann während der Laufzeit daher selbst dann eintreten, wenn der Kurs des Basiswerts 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 Handelsabschlag bezahlen müssen. Weitere Angaben zur Preisbildung der Wertpapiere sind 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 Basiswerts, 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 zurückzuzahlen. Dadurch erhöht sich Ihr Verlustrisiko erheblich.

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

#### Rechtliche Hinweise

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

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

Diese Information stellt keinen Prospekt dar und dient Werbezwecken. Rechtlich verbindlich sind alleine die jeweiligen Endgültigen Bedingungen, die in den jeweiligen Basisprospekt gegebenenfalls aktualisiert durch Nachträge einbezogen sind (jeweils zusammen der „Prospekt“). Diese Dokumente können in elektronischer Form unter [www.gs.de](http://www.gs.de) unter Eingabe der jeweiligen Wertpapierkennnummer (WKN oder ISIN) des Wertpapiers bzw. der jeweilige Basisprospekt unter [www.gs.de/service/wertpapierprospekte](http://www.gs.de/service/wertpapierprospekte) abgerufen werden und sind bei der Goldman Sachs International, Zweigniederlassung Frankfurt, Zertifikate-Abteilung, Marienturm, Taunusanlage 9-10, 60329 Frankfurt am Main, als Papierfassung kostenlos erhältlich. Um potenzielle Risiken und Chancen der Entscheidung, in das Wertpapier zu investieren, vollenständig zu verstehen, wird ausdrücklich empfohlen, diese Dokumente zu den Chancen und Risiken einschließlich des emittenten- und gegebenenfalls produktsspezifischen 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.

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

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

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

**Topix Index**  
The copyright of TOPIX and other intellectual property rights related to TOPIX belong solely to the Tokyo Stock Exchange. No securities relating to a TSE Index are in any way sponsored, endorsed or promoted by the Tokyo Stock Exchange and the Tokyo Stock Exchange makes no warranty or representation whatsoever, express or implied, either as to the results to be obtained as to the use of any TSE Index or the figure at which any TSE Index stands on any particular day or otherwise. Each TSE Index is compiled and calculated solely by the Tokyo Stock Exchange. However, the Tokyo Stock Exchange shall not be liable to any person for any error in any TSE Index and the Tokyo Stock Exchange shall not be under any obligation to advise any person, including a purchaser or vendor of any securities, of any error therein. The Tokyo Stock Exchange gives no assurance regarding any modification or change in any methodology used in calculating any TSE Index and the Tokyo Stock Exchange is under no obligation to continue the calculation, publication and dissemination of any TSE Index.

## INDEX-DISCLAIMER

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

**CAC40 Index**  
Euronext Paris S.A. has all proprietary rights with respect to the Index. In no way Euronext Paris S.A. sponsors, endorses or is otherwise involved in the issue and offering of the product. Euronext Paris S.A. disclaims any liability to any party for any inaccuracy in the data on which the Index is based, for any mistakes, errors, or omissions in the calculation and/or dissemination of the Index, or for the manner in which it is applied in connection with the issue and offering thereof. CAC40® and CAC® are registered trademarks of Euronext N.V. subsidiary: Euronext Paris S.A.

**DAX® (PERFORMANCE INDEX)**  
Die Bezeichnungen DAX/X-DAX® sind eingetragene Marken der Deutschen 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.

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

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

**S&P 500®**  
Standard & Poor's, S&P, S&P/IFCI INDEXES, S&P/IFCI, S&P/IFCG and S&P/IFCG Frontier Markets are trademarks of The McGraw-Hill Companies, Inc. and have been licensed for use by Goldman Sachs & Co., Inc. IFCG and IFCI are trademarks of the International Finance Corporation. The Product is not sponsored or endorsed by S&P.

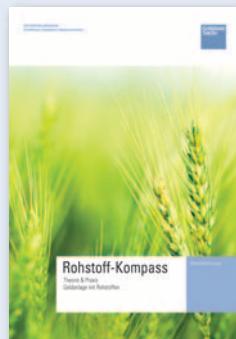
GOLDMAN SACHS

# Kompassse und Broschüren

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

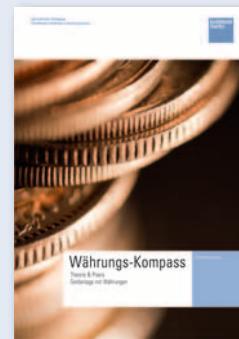
Aktuell arbeiten wir an Aktualisierungen von vielen unserer Broschüren. Aus diesem Grund kann sich der Versand auf dem Postweg verzögern. Selbstverständlich können Sie jederzeit die bestehende Version als PDF herunterladen. Gern senden wir Ihnen auch ein gedrucktes Exemplar der aktuellen Fassung zu.

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



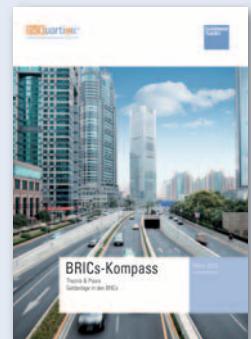
## Rohstoff-Kompass

Wie Anleger in Metalle, Energieträger und Agrarprodukte investieren können.



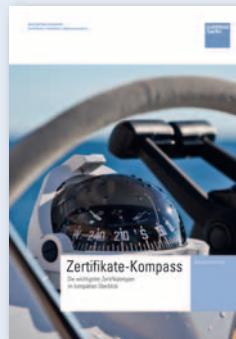
## Währungs-Kompass

Währungen: Historisches und Aktuelles zur Anlage in Devisen.



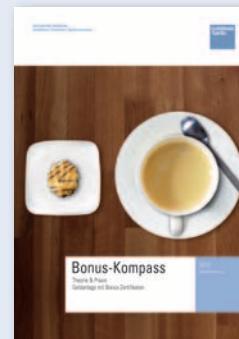
## BRICs-Kompass

Die vier aufstrebenden Schwellenländer und ihr Potenzial für Anleger.



## Zertifikate-Kompass

Die wichtigsten Zertifikatetypen im kompakten Überblick.



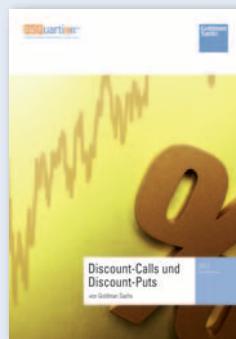
## Bonus-Kompass

Die beliebte Aktienalternative mal ganz genau unter die Lupe genommen.



## Discount-Kompass

Anlegen mit Rabatt, Discount-Zertifikate machen es möglich.



## Discount-Calls und -Puts

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



## Aktienanleihen-

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



## Hebelprodukte-Broschüre

Viel Wissenswertes zu Optionsscheinen, Mini-Futures und Turbos.

## AUSBLICK

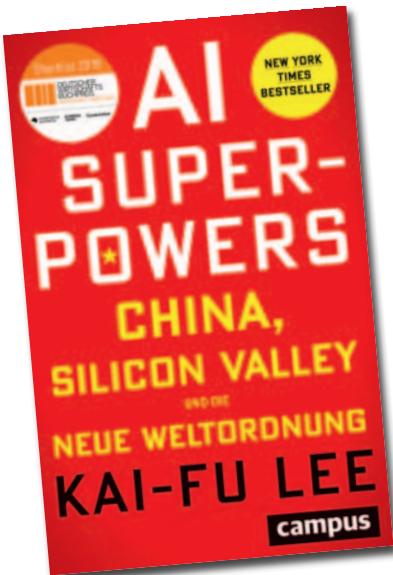
# KnowHow 07/08.2020



## MARKT

### Die Volkswirtschaften nach der Rezession

Die CoVid-19-Krise könnte als schärfste und kürzeste Rezession aller Zeiten in die Geschichte eingehen. In den vergangenen Wochen vollzogen immer mehr Branchen einen Neustart. Welche Wachstumsraten nun zu erwarten sind.



## SERVICE

### Deutscher Wirtschaftsbuchpreis 2019

Auch in der kommenden Ausgabe der KnowHow stellen wir einen der zehn Finalisten des letztjährigen Deutschen Wirtschaftsbuchpreises vor: „AI Superpowers – China, Silicon Valley und die neue Weltordnung“ von Kai-Fu Lee.



## EXPERTENWISSEN

### Handel von Zertifikaten und Hebelprodukten

Die meisten Zertifikate und Hebelprodukte von Goldman Sachs sind börsentäglich von 8 bis 22 Uhr handelbar. Im nächsten Expertenwissen erklären wir, wie der Handel in der Praxis vonstatten geht.

## IMPRESSUM

### HERAUSGEBERIN

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

### REDAKTION

Nicole Mommsen, Friederike Walle

### REDAKTIONELLES KONZEPT

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

### LEKTORAT

Anna-Luise Knetsch

### KONZEPTION, LAYOUT UND PRODUKTION

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

### DRUCK

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

### ERSCHEINUNGSWEISE

10 Ausgaben pro Jahr. Die Goldman Sachs KnowHow kann kostenlos bei der Herausgeberin bezogen werden.

### DATENQUELLEN

Bloomberg, Reuters, Goldman Sachs International

### FOTONACHWEISE

adobe stock  
S. 1: pathdoc; S. 2: Sergey Nivens; S. 3: New Africa;  
S. 4 (l) und 8 (r): greenbutterfly; S. 4 (re) und 12/13: NicoEl-Nino; S. 5 (l) und 18/19: Olivier Le Moal; S. 5 (re) und 24: Dusan Kostic; S. 10: freshidea; S. 15: Lunactictm; S. 20: Stefano Garau; S. 22: ALF photo; S. 26: Wellhofer Designs; S. 27: junky\_jess; S. 28: womue; S. 35 (o): nexusseven; S. 35 (u): leungchopan

[www.istockphoto.com](http://www.istockphoto.com)  
S. 31: blackred

S. 23: Berlin Verlag / Piper  
S. 35: Campus Verlag

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

## KONTAKT

### KOSTENFREIE HOTLINE

Deutschland 0800 67 463 67  
Österreich 0800 23 10 01

### INTERNET

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

### E-MAIL

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

### HINWEISE

Alle Angaben im Goldman Sachs KnowHow-Magazin dienen ausschließlich der Kundeninformation. Sie können eine persönliche Anlageberatung nicht ersetzen und gelten nicht als Angebot zum Kauf oder Verkauf bestimmter Finanzprodukte.

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

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

[www.gs.de](http://www.gs.de) Goldman Sachs International,  
Zweigniederlassung Frankfurt, Securitised Derivatives,  
Marienturm, Taunusanlage 9–10, 60329 Frankfurt am Main,  
Telefon: +49 (0) 69 75 32 11 11, Telefax: +49 (0) 69 75 32 33 44,  
E-Mail: zertifikate@gs.com  
© Goldman Sachs International, 2020. All rights reserved.

