

HIGHLIGHTS | AUGUST/SEPTEMBER 2025

KnowHow kompakt

Aktuelle Analysen aus dem Finanzsektor

Inhalt

-
- 02–12 DEMOGRAPHIE: Der Weg ins Jahr 2075 –
Die positive Geschichte der globalen Alterung
-
- 13–17 INTERVIEW: „Gemeinsam Börse“
-
- 18–22 MÄRKTE: Sonnige Aussichten für die globale
Solarenergie
-
- 23–28 Marquee-QuickPoll-Umfrage 07/2025:
Rally bei US-Aktien trotz Dollarschwäche?
-
- 29–31 DARAN SOLLTEN SIE DENKEN! Wirtschafts- und
Unternehmenskalender August/September 2025
-
- 32–36 Hinweise, Risiken und Impressum
-

Im Durchschnitt erleiden 7 von 10 Kleinanlegern Verluste beim Handel mit Turbo-Zertifikaten. Turbo-Zertifikate sind hoch risikoreiche Produkte und nicht für langfristige Anlagestrategien geeignet.

DEMOGRAPHIE

Der Weg ins Jahr 2075: Die positive Geschichte der globalen Alterung

Die Welt wird immer älter. Dieser Prozess ist in den entwickelten Volkswirtschaften weiter fortgeschritten, findet aber auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften statt. In den letzten 50 Jahren (seit 1975) ist das Durchschnittsalter in den Industrieländern von 30 auf 43 Jahre und in den Emerging Markets von 19 auf 30 Jahre gestiegen. Für die nächsten 50 Jahre (bis 2075) prognostizieren die Vereinten Nationen, dass das Durchschnittsalter 47 bzw. 40 Jahre erreichen wird. Wie sich die Alterung auf die langfristigen Wirtschaftsaussichten auswirken wird, ist ein wichtiges Kriterium bei den Prognosen für die Weltwirtschaft bis 2075.

Die Alterung der Weltbevölkerung ist eine Folge von zwei miteinander einhergehenden demographischen Entwicklungen:

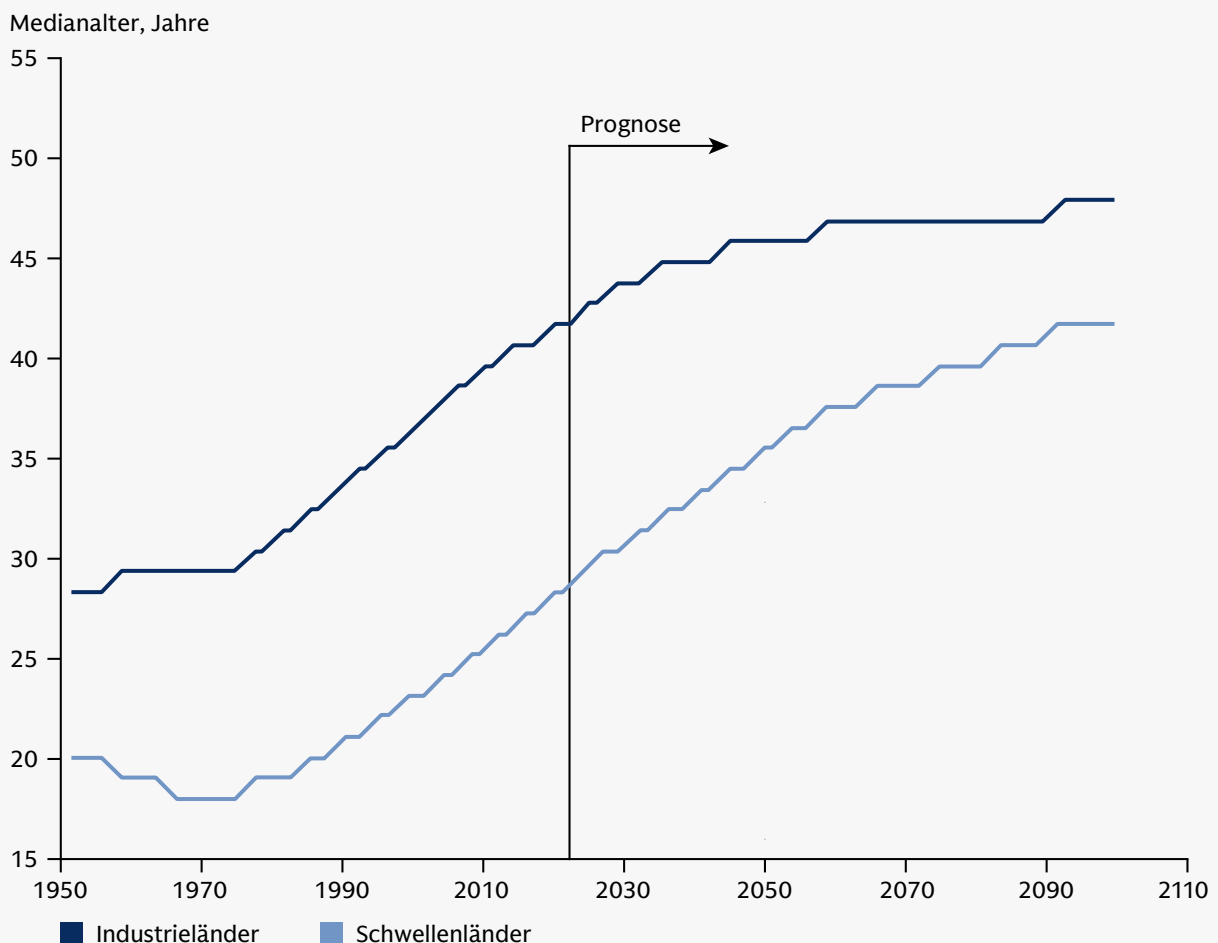
1. Erhöhte Lebenserwartung

Die Menschen leben länger und gesünder. In den letzten 50 Jahren ist die durchschnittliche Lebenserwartung weltweit von 62 auf 75 Jahre gestiegen, wobei die Industrieländer einen Anstieg von 72 auf 82 Jahre, die Schwellenländer einen Anstieg von 58 auf 73 Jahre verzeichneten.

Die Lebenserwartung an der „Langlebigkeitsgrenze“ folgt seit mehr als 150 Jahren einem weitgehend linearen Trend – sie steigt um etwa 0,25 Jahre pro Jahr, gemessen an dem Land mit der jeweils höchsten Lebenserwartung zu verschiedenen Zeitpunkten. Dieser Trend hat die Vorhersagen über eine mögliche Obergrenze für die menschliche Lebenserwartung kontinuierlich übertroffen. Die durchschnittliche weltweite Lebenserwartung ist etwas schneller

Abb. 1: Durchschnittsalter Industrieländer und Schwellenländer

In den letzten 50 Jahren ist das Durchschnittsalter in den entwickelten Volkswirtschaften von 30 auf 43 Jahre und in den Schwellenländern von 19 auf 30 Jahre gestiegen. Das Medianalter besagt, dass 50 Prozent der Bevölkerung darüber, 50 Prozent darunter liegen.



Quelle: Vereinte Nationen, Goldman Sachs Global Investment Research

gestiegen – seit 1950 um 0,32 Jahre pro Jahr –, was darauf zurückzuführen ist, dass sie sich im Laufe der Zeit der jeweils aktuellen Langlebigkeitsgrenze annähert.

Wenn wir feststellen, dass die durchschnittliche Lebenserwartung in den entwickelten Volkswirtschaften derzeit 82 Jahre beträgt, so bedeutet dies im Wesentlichen, dass eine Person, die vor 82 Jahren im Jahr 1943 geboren wurde, im Durchschnitt 82 Jahre alt werden würde. Im Jahr 1943 lag die offizielle Lebenserwartung in den entwickelten Volkswirtschaften jedoch 21 Jahre niedriger als heute, nämlich bei nur 61 Jahren. Nur die Zeit wird zeigen, wie lange ein Mensch, der heute in der westlichen Welt geboren wird, durchschnittlich leben wird. In einem nicht unwahrscheinlichen Best-Case-Szenario würde die heute geborene Person im Durchschnitt 110 Jahre alt werden und nicht 82 Jahre.

70 ist das neue 53

Die Menschen leben nicht nur länger, sondern auch gesünder, und zwar in dem Sinne, dass die Funktionsfähigkeit älterer Menschen mit der Zeit zunimmt. Eine aktuelle Studie des IWF ergab, dass „eine Person, die im Jahr 2022 70 Jahre alt war, im Durchschnitt die gleichen kognitiven Fähigkeiten hat wie ein 53-Jähriger im Jahr 2000“, während die körperliche Gebrechlichkeit eines heute 70-Jährigen der eines 56-Jährigen im Jahr 2000 entspricht.

Die Tatsache, dass wir nicht nur länger leben, sondern sich auch der Alterungsprozess während unseres gesamten Lebens verlangsamt, weist auf einen wichtigen wirtschaftlichen Aspekt hin. Die meisten Studien über die wirtschaftlichen Folgen des Alterns gehen implizit oder explizit davon aus, dass sich durch den Anstieg der Lebenserwartung der Anteil unseres Lebens, den wir im „Alter“ verbringen, verlängert, während alles andere unverändert bleibt. Eine Folge dieser Annahme ist, dass zum Beispiel die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen, die auf „alte Menschen“ zugeschnitten sind, steigen wird. Eine genauere Beobachtung ergibt jedoch, dass sich die Dauer aller Lebensphasen erweitert, die des jungen und des mittleren Lebensabschnitts und die des Alters, was die Verschiebung hin zu Produkten und Dienstleistungen für Alte relativieren würde.



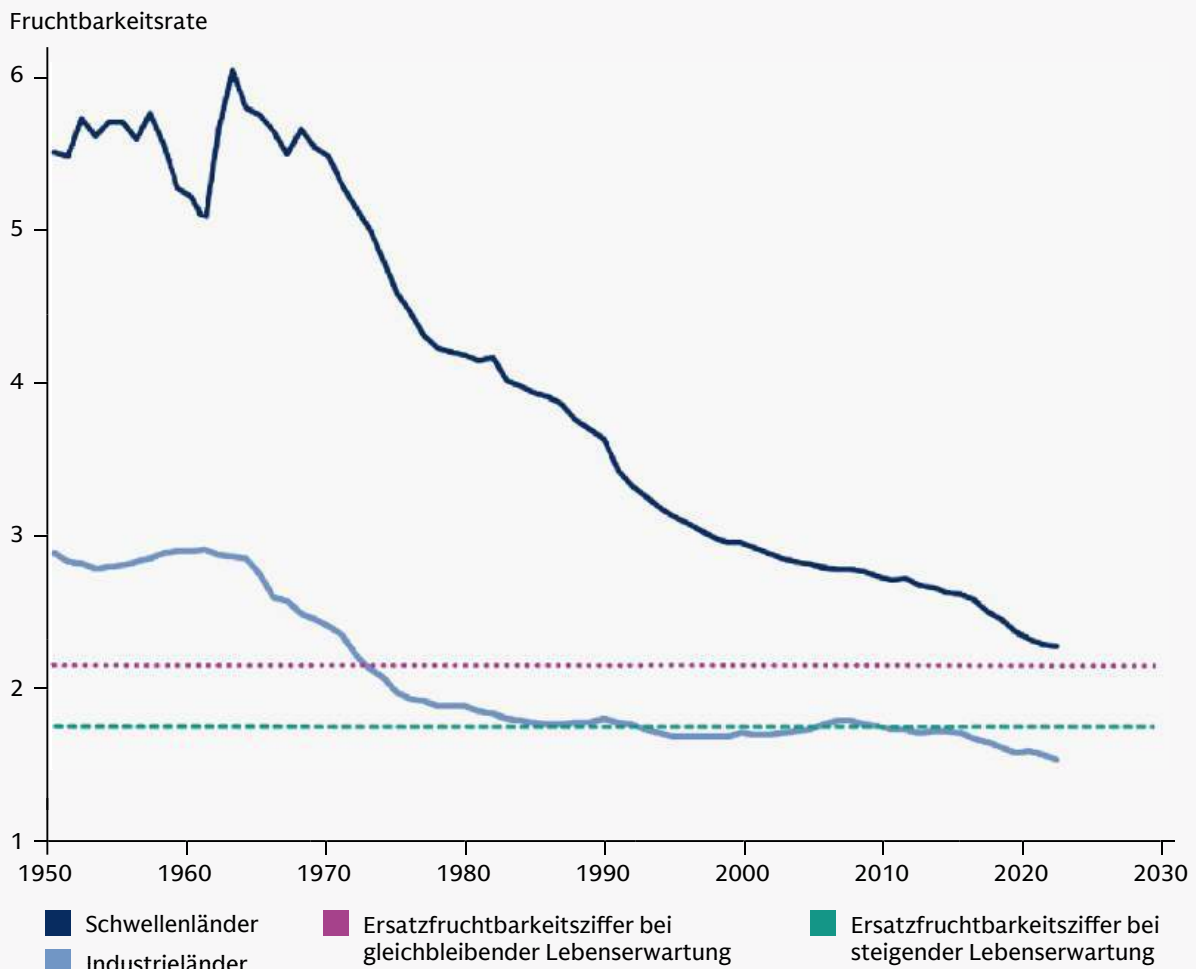
2. Sinkende Fertilität

Die zweite wichtige demographische Entwicklung, die die Bevölkerungsalterung vorantreibt, ist die sinkende Fruchtbarkeit. Die weltweite Fruchtbarkeitsrate – die geschätzte Anzahl der Geburten, die eine Frau im Laufe ihres Lebens auf der Grundlage der aktuellen Geburtenraten haben wird – erreichte 1963 einen Höchststand von 5,4, sank 1975 auf 4,1 und liegt derzeit bei 2,1 Geburten. Die weltweite Fruchtbarkeit ist in den letzten fünf bis zehn Jahren schneller gesunken als von der UNO prognostiziert, was eine Revision der prognostizierten Fruchtbarkeitsraten zur Folge hatte. Entgegen der landläufigen Meinung findet der stärkste Rückgang der Fruchtbarkeit in relativ armen Ländern statt, in denen die Geburtenraten am höchsten sind.

Die derzeitige globale Fruchtbarkeitsziffer von 2,1 entspricht der allgemein zugrundegelegten Ersatzfruchtbarkeitsziffer, die für eine langfristige Bevölkerungsstabilität erforderlich ist. Wie

Abb. 2: Globale Entwicklung der Fertilitätsrate

Die weltweite Fruchtbarkeitsrate erreichte 1963 einen Höchststand von 5,4, sank 1975 auf 4,1 und liegt derzeit bei 2,1 Geburten. Der stärkste Rückgang der Fruchtbarkeit findet in relativ armen Ländern statt, in denen die Geburtenraten zu den höchsten der Welt zählen.



Quelle: Vereinte Nationen, Goldman Sachs Global Investment Research



bei den Standarddaten zur Lebenserwartung wird bei dieser Berechnung jedoch davon ausgegangen, dass die Sterblichkeitsraten auf dem derzeitigen Niveau bleiben. Steigt hingegen die Lebenserwartung im Laufe der Zeit, ist die Fruchtbarkeitsrate, die erforderlich ist, um die Zahl der Geburten mit der Zahl der Sterbefälle auszugleichen, deutlich niedriger.

Infolge der Abwärtskorrekturen bei der prognostizierten Fruchtbarkeit – und trotz der ausgleichenden positiven Überraschungen bei der prognostizierten Lebenserwartung – haben die Vereinten Nationen begonnen, ihre Prognosen für den Höchststand der Weltbevölkerung zu senken. Im Jahr 2017 ging die UN davon aus, dass die Weltbevölkerung von derzeit 8,2 Milliarden bis zum Ende dieses Jahrhunderts auf über 11 Milliarden Menschen ansteigen wird und dass sie sich weiterhin in einem Aufwärtstrend befindet. In ihren jüngsten Prognosen gehen die Vereinten Nationen nun davon aus, dass die Weltbevölkerung in etwa 50 Jahren ihren Höchststand bei 10,3 Milliarden erreichen wird.

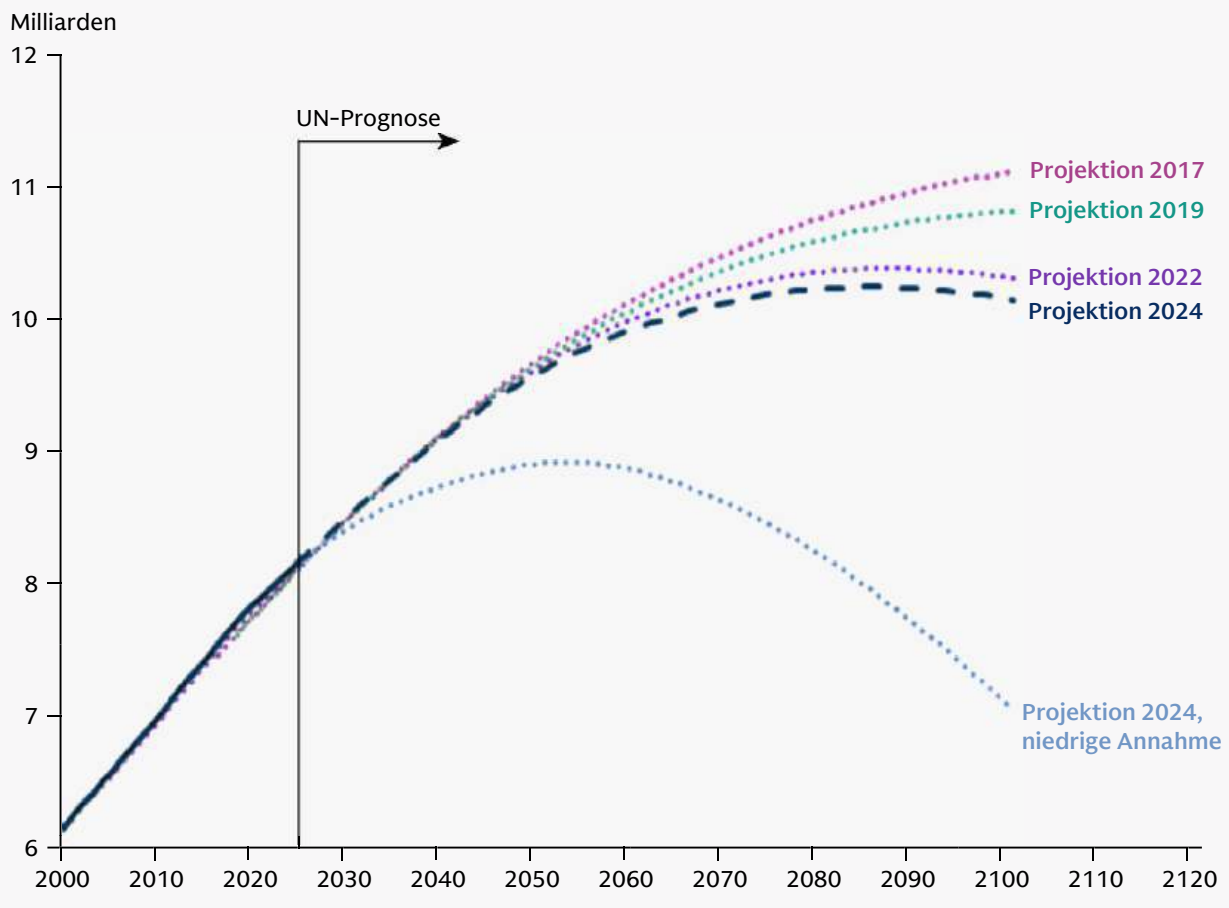
„Die meisten Studien gehen implizit oder explizit davon aus, dass sich der Anteil unseres Lebens, den wir im ‚Alter‘ verbringen, verlängert, während alles andere unverändert bleibt. Eine genauere Beobachtung ergibt jedoch, dass sich die Dauer aller Lebensphasen erweitert, die des jungen und des mittleren Lebensabschnitts und die des Alters.“

Dieser Aspekt sollte hervorgehoben werden. Trotz des Rückgangs der Geburtenrate wird die Weltbevölkerung den Prognosen zufolge gegenüber dem derzeitigen Stand noch immer erheblich ansteigen, und zwar in den nächsten 50 Jahren. Selbst im Szenario der Vereinten Nationen für eine niedrige Geburtenrate – bei dem davon ausgegangen wird, dass die Geburtenraten gegenüber dem heutigen Stand deutlicher sinken – wird die Weltbevölkerung voraussichtlich noch weitere 25 Jahre wachsen und etwa 2050 ihren Höchststand bei rund 9 Milliarden Menschen erreichen.

Unabhängig davon, ob man die Auswirkungen des weltweiten Geburtenrückgangs als positive Entwicklung betrachtet oder nicht, ändert dies nichts an den Herausforderungen, denen sich Länder mit extrem niedrigen Geburtenraten (wie Teile Asiens und Osteuropas) oder extrem hohen Geburtenraten (wie Teile Afrikas südlich der Sahara) gegenübersehen. Die internationale Migration kann zur Bewältigung der wirtschaftlichen Herausforderungen beitragen, die sich aus den länderübergreifenden Fertilitätsunterschieden ergeben, stößt aber zunehmend auf politischen Widerstand.

Abb. 3: Prognostiziertes Bevölkerungswachstum weltweit bis 2100

In ihren jüngsten Prognosen von 2024 gehen die Vereinten Nationen davon aus, dass die Weltbevölkerung in etwa 50 Jahren ihren Höchststand bei 10,3 Milliarden Menschen erreichen wird. In einer UN-Projektion, in der davon ausgegangen wird, dass die Geburtenraten deutlicher sinken, wird die Weltbevölkerung noch weitere 25 Jahre wachsen und etwa 2050 ihren Höchststand bei rund 9 Milliarden Menschen erreichen.



Quelle: Vereinte Nationen, Goldman Sachs Global Investment Research

Eine globale „demographische Zeitbombe“

Welchen Effekt wird das rückläufige Bevölkerungswachstum für die Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts haben? Vereinfacht ausgedrückt, ist das BIP ein Produkt aus der Zahl der Erwerbstätigen und der von ihnen erbrachten Leistung. Wenn also die Wachstumsrate der Bevölkerungszahl sinkt, geht auch die Wachstumsrate des BIP zurück. Das weltweite Bevölkerungswachstum erreichte vor 50 Jahren einen Höchststand von etwa 2 Prozent pro Jahr, liegt derzeit bei 1 Prozent pro Jahr und wird in den nächsten 50 Jahren voraussichtlich auf null sinken. Die Verlangsamung des Bevölkerungswachstums hat also zu einem langsameren BIP-Wachstum beigetragen und wird dies auch noch einige Zeit tun.

Die Politik konzentriert sich jedoch in der Regel auf die Maximierung des BIP pro Person und nicht auf das Gesamt-BIP – da BIP-Unterschiede aufgrund der Bevölkerungszahl allein in der Regel als neutral für den wirtschaftlichen Wohlstand angesehen werden. Die Hauptsorge hinsichtlich der Bevölkerungsalterung besteht darin, dass eine alternde Bevölkerung zu einem Rückgang der „Erwerbsquote“ (des Anteils der Personen im Alter von 15 bis 64 Jahren) führen wird, da mehr Menschen das Rentenalter erreichen, was letztlich zu einem Rückgang der Gesamtbeschäftigungsquote und des BIP pro Person führen wird.

Die Erwerbsquote in den entwickelten Volkswirtschaften ist bereits deutlich zurückgegangen. Von 1985 bis Anfang der 2000er Jahre lag sie bei fast 67 Prozent, ist seitdem aber auf 63 Prozent gesunken und wird den Prognosen zufolge bis 2075 auf 57 Prozent fallen. Wenn man davon ausgeht, dass die Beschäftigung im Verhältnis eins zu eins mit der Entwicklung der Erwerbsquote steigt und fällt, dürfte der bisherige Rückgang der Erwerbsquote die Beschäftigung und das Pro-Kopf-BIP seit 2000 bereits um 6 Prozent gesenkt haben. Sie könnte die Beschäftigung und das Pro-Kopf-BIP in den nächsten 50 Jahren um weitere 10 Prozent senken (was einem Rückgang von der Spitze bis zur Sohle um 15 Prozent entspricht).

In den Schwellenländern nähert sich der Bevölkerungsanteil der 15- bis 64-Jährigen derzeit seinem prognostizierten Höchststand von 66 Prozent; er wird in den nächsten 50 Jahren voraussichtlich auf 61 Prozent sinken. Dies bedeutet, dass sich die Schwellenländer als Gruppe derzeit an einem sogenannten „demographischen Wendepunkt“ befinden, der den Übergang von der demographischen Dividende zum demographischen Hemmnis markiert.

„Die weltweite Fruchtbarkeit ist in den letzten fünf bis zehn Jahren schneller gesunken als von der UNO prognostiziert, was eine Revision der prognostizierten Fruchtbarkeitsraten nach sich zog. Dabei findet entgegen der landläufigen Meinung der stärkste Rückgang in relativ armen Ländern statt, in denen die Geburtenraten zu den höchsten gehören.“



„Entschärfung der Zeitbombe“ durch Verlängerung der Lebensarbeitszeit

Das direkteste Mittel, um die Auswirkungen der Bevölkerungsalterung auf die Beschäftigungsquoten der Gesamtbevölkerung auszugleichen, besteht darin, dass die Menschen ihre Lebensarbeitszeit im Verhältnis zu ihrer biologischen Lebensdauer verlängern. Wenn die Gesamtbeschäftigungsquoten zurückgehen, weil der Anteil der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter sinkt, kann dies durch eine Verlängerung der effektiven Lebensarbeitszeit ausgeglichen werden. Angesichts der sich ständig verändernden altersspezifischen Beschäftigungsquoten erscheint die übliche Annahme, dass die Beschäftigungsquoten trotz aller anderen Veränderungen eins zu eins mit der Entwicklung des Anteils der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter steigen und fallen werden, unangemessen pessimistisch.

Wie groß muss die Anpassung der Lebensarbeitszeit sein, um die Auswirkungen der Bevölkerungsalterung auf die Gesamtbeschäftigungsquoten auszugleichen? In den entwickelten Volkswirtschaften wäre eine Verlängerung der durchschnittlichen effektiven Lebensarbeitszeit zwischen 2000 und 2075 um 15 Prozent erforderlich, um die Auswirkungen des Rückgangs der Erwerbsquote von der Spitze (67 Prozent) zur Talsohle (57 Prozent) auszugleichen.

Würden die Schwellenwerte für die Erwerbsquote (15 bis 64 Jahre) direkt dem tatsächlichen Erwerbsleben der Menschen entsprechen – d.h. ein jeder würde im Alter von 15 Jahren zu arbeiten beginnen und im Alter von 65 Jahren in den Ruhestand gehen –, dann würde dies eine Verlängerung des Erwerbslebens um 7,5 Jahre und eine Anhebung des Rentenalters auf 72,5 Jahre erfordern.

In der Realität treten die Menschen jedoch in der Regel später als mit 15 Jahren ins Erwerbsleben ein (in der Regel, weil sie sich noch in der Ausbildung befinden) und gehen im Durchschnitt vor dem Alter von 65 Jahren in den Ruhestand. Folglich ist die durchschnittliche effektive Lebensarbeitszeit deutlich kürzer als 50 Jahre, was bedeutet, dass auch die erforderliche Verlängerung der durchschnittlichen Lebensarbeitszeit (gemessen in Jahren) entsprechend geringer ausfällt.

Die gute Nachricht: Wir arbeiten bereits länger

Anhand einer von Eurostat für die EU-Länder angewandten Methodik haben die Ökonomen von Goldman Sachs für 32 entwickelte und 32 Schwellen-Volkswirtschaften Schätzungen der durchschnittlichen effektiven Lebensarbeitszeit berechnet, also der durchschnittlichen Zeit der aktiven Teilnahme am Arbeitsmarkt entweder als Beschäftigte oder als Arbeitssuchende. Im Jahr 2000 – als die Erwerbsquote in den entwickelten Ländern ihren Höchststand erreichte – lag die durchschnittliche effektive Lebensarbeitszeit bei etwas über 34 Jahren. Dies bedeutet, dass die effektive Lebensarbeitszeit zwischen 2000 und 2075 lediglich um fünf Jahre steigen müsste, um die Auswirkungen der sinkenden Erwerbsquoten auf die Beschäftigungsquoten der Gesamtbevölkerung in diesem Zeitraum vollständig auszugleichen.

Erfreulicherweise ist der Übergang zu einer Verlängerung der Lebensarbeitszeit bereits in vollem Gange. Seit dem Jahr 2000 hat sich die durchschnittliche Lebensarbeitszeit um vier

Abb. 4: Durchschnittliche effektive Lebensarbeitszeit in den Industrieländern

Die durchschnittliche Lebensarbeitszeit hat sich seit dem Jahr 2000 um vier Jahre von 34 auf 38 Jahre verlängert. Ursache ist nicht nur die gestiegene Lebenserwartung, auch die erhöhte Erwerbsbeteiligung von Frauen nach der Geburt eines Kindes trägt zur Verlängerung der Lebensarbeitszeit bei.



Quelle: Internationale Arbeitsorganisation (ILO), Goldman Sachs Global Investment Research

Jahre verlängert (von 34 auf 38 Jahre), was dazu führt, dass trotz der höheren Lebenserwartung und der sinkenden Erwerbsquote der durchschnittliche Anteil der Lebenszeit mit einer aktiven Teilnahme am Arbeitsmarkt sogar gestiegen ist.

Dieser Trend zeigt kaum Anzeichen einer Abschwächung und findet auch in Ländern mit minimalen Änderungen der Rentengesetze statt. Tatsächlich besteht in den einzelnen Ländern ein stärkerer Zusammenhang zwischen den Veränderungen der effektiven Lebensarbeitszeit und der Lebenserwartung als zwischen den Veränderungen der effektiven Lebensarbeitszeit und der Anhebung des offiziellen Renten- oder Pensionsalters. Die Anhebung des offiziellen Renteneintrittsalters kann zwar dazu beitragen, die fiskalischen Herausforderungen der staatlichen Renten in einer Zeit steigender Lebenserwartung zu bewältigen, scheint aber keine wesentliche Voraussetzung dafür zu sein, dass die Menschen ihr Arbeitsleben verlängern.

Nicht die gesamte Verlängerung der effektiven Lebensarbeitszeit ist eine direkte Reaktion auf die gestiegene Lebenserwartung. Insbesondere die Verringerung des Rückgangs der Erwerbsbeteiligung von Frauen nach der Geburt eines Kindes trägt in vielen Volkswirtschaften zur Verlängerung der Lebensarbeitszeit von Frauen bei. Diese Veränderung ist zwar keine direkte Reaktion auf die Überalterung, hat aber dazu beigetragen, deren Auswirkungen auf die Erwerbsbeteiligung und die Beschäftigung abzuschwächen. Weniger positiv ist, dass der Anstieg der Frauenerwerbsbeteiligung einen einmaligen Schub für die Gesamterwerbsquoten darstellt, der wieder verschwindet, sobald die Kluft zwischen Männern und Frauen einen neuen Gleichgewichtszustand erreicht hat. Eine Reihe von entwickelten Volkswirtschaften scheint diesen Punkt bereits erreicht zu haben. Die Kluft zwischen Männern und Frauen in den USA hat sich von den 1960er bis zu den 1990er Jahren rasch verringert, ist aber seitdem weitgehend stabil geblieben. Dennoch gibt es in einigen entwickelten Marktwirtschaften wie Japan und Südeuropa sowie in den meisten Schwellenländern noch Potenzial für weitere Zuwächse bei der Frauenbeschäftigung.

Ein weiterer wichtiger säkularer Trend, der zur Verlängerung der Lebensarbeitszeit beiträgt, ist der Rückgang des Anteils der Bevölkerung, der in manuellen Tätigkeiten beschäftigt ist. Der Vorruhestand konzentriert sich in der Regel auf körperlich anstrengendere Berufe. Da die Zahl solcher Arbeitsplätze weiter abnimmt, wird auch der Bedarf an Vorruhestandsregelungen zurückgehen.

Der Trend zur Verlängerung der Lebensarbeitszeit hat die Auswirkungen der Bevölkerungsalterung auf die Beschäftigung in den entwickelten Volkswirtschaften mehr als ausgeglichen, sodass der Anteil der Beschäftigung an der Gesamtbevölkerung seit 2000 ebenfalls deutlich gestiegen ist, obwohl die Erwerbsquote in diesem Zeitraum deutlich gesunken ist.

Wir sehen gut aus für unser Alter, ...

Die Erwerbsquote in den entwickelten Volkswirtschaften hat vor dem Jahr 2000 ihren Höchststand erreicht, und der demographische Übergang zu niedrigeren Erwerbsquoten ist nun fast zur Hälfte vollzogen. Bei der Einschätzung der Auswirkungen der Bevölkerungsalterung auf die Beschäftigungs- und Abhängigkeitsquoten (Verhältnis zwischen Bevölkerungsanteil im erwerbsfähigen Alter einerseits und den Nichtbeschäftigten in einer Volkswirtschaft andererseits) ist es vielleicht an der Zeit, dass die Wirtschaftswissenschaftler ihre Ansichten neu



bewerten (Mark-to-Market). Trotz des starken Rückgangs der Erwerbsquoten in den Industrieländern, der bereits stattgefunden hat, sind deren Abhängigkeitsquoten sogar gesunken. Der Trend zur Verlängerung der Lebensarbeitszeit zeigt keine Anzeichen einer Abschwächung.

... aber es gibt weitere Herausforderungen

Aus der Alterung der Bevölkerung ergeben sich weitere Herausforderungen. Überall auf der Welt beansprucht die Gesundheitsversorgung einen zunehmenden Anteil unseres Einkommens, eine Entwicklung, die sowohl die steigenden Gesundheitskosten mit zunehmendem Alter als auch die Tatsache widerspiegelt, dass die Bevölkerung in Ländern mit steigendem Einkommen bereit ist, einen größeren Teil ihres Einkommens für ein längeres und gesünderes Leben auszugeben.

Auf der positiven Seite gibt es weitere potenzielle Veränderungen: Technologisch bedingte Produktivitätssteigerungen (insbesondere durch künstliche Intelligenz) könnten das Pro-Kopf-BIP erhöhen, während Verbesserungen in der Robotik besonders in der Altenpflege von Vorteil sein könnten. Was die Auswirkungen der Alterung auf die Beschäftigung, die Abhängigkeitsquoten und das Pro-Kopf-BIP betrifft, sind die Fortschritte jedoch bereits ermutigend. Übergänge sind oft schwer zu bewältigen, aber dieser Übergang ist einer, den wir derzeit gut bewältigen.

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

Quelle: Dieser Beitrag basiert auf dem Report „Global Economics Analyst – The Path to 2075: The Positive Story of Global Aging“, der am 27. Mai 2025 auf www.goldmansachs.com im Bereich Insights/Reports veröffentlicht wurde. Bitte beachten Sie, dass die darin getroffenen Aussagen keine Anlageempfehlungen darstellen.



INTERVIEW

„Gemeinsam Börse“

Seit 2010 geben Arne und Falk Elsner unter dem Titel „TradingBrothers“ einen Börsenbrief heraus. Im Jahr 2012 folgte der Start ihrer Homepage „www.tradingbrothers.com“, um die Researcharbeit, die sie für ihr eigenes Trading erfolgreich nutzten, an ihre Kunden weiterzugeben. Das Interesse der Brüder am Börsengeschehen reicht bis in ihre Kindertage zurück, als ihr Vater für seine Söhne auf Aktien setzte. Was die TradingBrothers, beheimatet in Frankfurt am Main, seit über zehn Jahren für Anleger anbieten, erläutert im KnowHow-Interview Falk Elsner.



„TradingBrothers ist mehr als ein Börsenbrief. Wir sind ein krisenerfahrenes Team aus Börsenspezialisten, die nicht nur analysieren, sondern alle unsere Strategien auch mit echtem Geld umsetzen.“

Falk Elsner | „TradingBrothers“

Herr Elsner, Sie waren Weltmeister im Kickboxen. Wie gelangt man von der Kampfmatte auf das Börsenparkett?

Falk Elsner: Disziplin, Ausdauer und ein klarer Plan – das sind Eigenschaften, die sowohl im Ring als auch an der Börse entscheidend sind. Arne und ich haben schon als Kinder unserem Vater beim Aktienhandel zugesehen, das hat uns geprägt. Der Sport, speziell der Kampfsport, hat uns beigebracht, wie wichtig mentale Stärke und Durchhaltevermögen sind – zwei Elemente, die im Börsenalltag genauso zählen. Genauso wenig, wie man zufällig in einem WM-Finale steht, wird man zufällig an der Börse erfolgreich.

Sind Leistungssportler gute Börsianer?

Falk Elsner: Nicht automatisch, aber sie bringen oft eine wertvolle Grundhaltung mit: Sie können mit Rückschlägen umgehen, bleiben fokussiert und geben nicht auf, wenn es schwierig wird. Wer dieses Mindset mit Analysefähigkeit und einem bewährten Regelwerk kombiniert, ist an der Börse klar im Vorteil.

Unter dem Motto „Gemeinsam Börse“ bieten Sie Ihren Kunden Informationsdienste und konkrete Handelssysteme an. Wie würden Sie Ihr Leistungsspektrum beschreiben?

Falk Elsner: TradingBrothers ist mehr als ein Börsenbrief. Wir sind ein krisenerfahrenes Team aus Börsenspezialisten, die nicht nur analysieren, sondern alle unsere Strategien auch mit echtem Geld umsetzen. Wir bieten unseren Kunden ein ganzheitliches Universum. Wir reden nicht nur über Börse – wir handeln sie aktiv und nachvollziehbar. Nach der Finanzkrise 2009 sahen wir eine historische Chance, die wir unter dem Namen TradingBrothers nutzen wollten. Seit 2010 veröffentlichen wir unser Vorgehen. Damit gehören wir zu den Etablierten in der Welt der Börsenbriefe.

Im Markt für Börsenbriefe tummeln sich viele Mitbewerber. Was ist das Besondere an Ihren Angeboten?

Falk Elsner: Wir handeln seit unserem Start immer mit echtem Geld, zeigen alle unsere Entscheidungen offen und erklären sogar unsere Regeln detailliert. Unser Motto: kein Hokusfokus, sondern nachvollziehbare und bewährte Strategien. Dazu kommen unser umfangreicher Know-how-Bereich, unser interaktiver Kundenservice und ein klar strukturiertes Risikomanagement, das auch schwierige Marktphasen übersteht. Der Erfolg gibt uns recht! Sie fragen mich, was uns von vielen Mitbewerbern unterscheidet: Wir zäumen das Pferd von vorne auf und beweisen seit Jahren unser Können durch echte Resultate gerade auch in Krisenzeiten. Das legitimiert uns auch, andere auszubilden. Wir werden seit Jahren von unserer treuen Kundenschaft gebeten, eine Masterclass, die unserer bewährten Qualität entspricht, zu schaffen. Das ist für mich kein Job, sondern eine Berufung, und dies wird es somit auch bald geben!

Deutschland gilt oft als Nation der Sparsachfreunde, aber nicht der Aktionäre. Wie gut kennen sich Ihre Kunden mit dem Thema Börse aus?

Falk Elsner: Unsere Community ist sehr heterogen – vom neugierigen Einsteiger bis hin zum erfahrenen Profi. Auch Vermögensverwaltungen haben erkannt, dass wir sehr strukturiert und diszipliniert vorgehen, und beziehen unsere Informationen. Wir holen jeden da ab, wo er steht. Viele unserer Kunden sind dankbar, dass sie mit uns nicht nur Signale bekommen, sondern auch das Wissen, um eigenständig und fundiert handeln zu können. Wenn es an den Finanzmärkten unschön wird, gelten wir als Fels in der Brandung. Wir geben einen „roten Faden“ vor, an dem man sich orientieren kann.



„Leistungssportler können mit Rückschlägen umgehen, bleiben fokussiert und geben nicht auf, wenn es schwierig wird. Wer dieses Mindset mit Analysefähigkeit und einem bewährten Regelwerk kombiniert, ist an der Börse klar im Vorteil.“

Falk Elsner | „TradingBrothers“

Das Börsenjahr 2025 war bisher von einem Auf und Ab sowie von hoher Volatilität geprägt. Worauf können sich Anleger in der zweiten Jahreshälfte einstellen?

Falk Elsner: Wir haben schon 2024 mit einem turbulenten Folgejahr gerechnet. Genau so kam es. Am Ende des vergangenen Jahres hatten unsere Depots Allzeithochs erreicht. 2025 ist geprägt von politischen Umbrüchen in den USA, aber auch von geopolitischen Verschiebungen, Unsicherheit in der Weltwirtschaft und immer neuen Markimpulsen. Wir rechnen weiter mit erhöhter Volatilität – aber genau das bringt auch Chancen. Wer ein klares Regelwerk hat und weiß, wie man Risiken managt, kann durchaus profitieren. Zu unserem Werkzeugkoffer gehören mehrere Crash-Indikatoren, die uns helfen, rechtzeitig auf Veränderungen zu reagieren.

In den vergangenen Jahren konnten Investoren an der Wallstreet häufig mehr verdienen als an den europäischen Aktienmärkten. Wird diese Entwicklung anhalten?

Falk Elsner: Die USA haben eine bis in die Bevölkerung hinein etablierte Aktienkultur. Allein die amerikanische Denkweise bringt viele starke Unternehmen hervor und ermöglicht es der amerikanischen Wirtschaft, von den Megatrends überproportional zu profitieren. Nichts anderes zeigen die Entwicklungen der Aktienunternehmen. Europa ist deutlich heterogener – mit starken Unternehmen, aber auch strukturellen Herausforderungen. Die Aktienausswahl ist in Europa viel bedeutender. Grundsätzlich investieren wir global und suchen uns die besten Chancen – unabhängig von Region oder Index.

Welche Sektoren halten Sie für besonders aussichtsreich?

Falk Elsner: Technologie bleibt natürlich ein Megatrend und langfristig ein Wachstumstreiber. Damit meinen wir nicht nur Chip- und Halbleiteraktien, sondern vor allem auch künstliche Intelligenz und Cybersicherheit werden weiter dominieren. Die Digitalisierung wird in kleinen Firmen und global weiter voranschreiten. Gleichzeitig sehen wir Chancen im Rohstoffbereich, insbesondere bei Industriemetallen wie Kupfer. Aber auch Goldminen haben Potenzial. Mit Interesse verfolgen wir den Veränderungsprozess in der Gesundheitsbranche. Ist die Bereinigung abgeschlossen, erwarten wir enorme Chancen.



Der US-Dollar verlor zuletzt gegenüber dem Euro an Wert. Welche der beiden Devisen dürfte in den nächsten Monaten das Rennen machen?

Falk Elsner: Die kurzfristige Entwicklung hängt stark von der Zinspolitik ab. Mittelfristig sehen wir aber eine strukturelle Schwächung des US-Dollars durch zunehmende Schulden, den internen Umbauprozess der USA, aber auch durch geopolitische Spannungen und die fortschreitenden De-Dollarisierungstendenzen einiger Länder. Den Amerikanern ist dieses Problem bewusst, und sie steuern entgegen. Wir meinen aber, dass der US-Dollar weiter wichtig und auch stabil bleiben wird. Wir blicken auf den Chart, denn dort steckt immer die Wahrheit.

Der Goldpreis markierte jüngst ein Allzeithoch. Was können Anleger von der Feinunze erwarten?

Falk Elsner: Gold profitiert von Unsicherheit, Inflation bzw. Verfall der Papiergeldwährungen sowie von geopolitischen Krisen – all das ist auch 2025 präsent. Wir glauben, dass Gold langfristig weiter steigen kann, insbesondere wenn die Realzinsen und der US-Dollar sinken. Für uns ist Gold ein strategischer Baustein im Portfolio – als Versicherung, nicht als Spekulation. Wir halten Gold seit vielen Jahren. Denn wir investieren nicht nur – wir begleiten unsere Community durch alle Marktphasen. Verlässlich, wie ein Kompass in stürmischer See.

Herr Elsner, vielen Dank für das Gespräch.

Falk Elsner: Sehr gerne – und danke für das Interesse an unserem Projekt „TradingBrothers“. Wir bleiben unserer Linie treu: ehrlich, systematisch, transparent. Denn genau das braucht es an der Börse – gerade in bewegten Zeiten.

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

MÄRKTE

Sonnige Aussichten für die globale Solarenergie

Politische Entscheidungsträger in einigen der größten Volkswirtschaften der Welt reduzieren ihre Unterstützung für die Solarstromerzeugung. Dennoch erwartet Goldman Sachs Research ein erhebliches Wachstum in diesem Sektor.

Dabei sollen die weltweiten Solarinstallationen bis 2030 auf 914 Gigawatt (GW) steigen, was einem Anstieg von 57 Prozent gegenüber dem Niveau von 2024 entspricht. Im Vergleich zu anderen Energiequellen „ist der Anstieg der Solarstromerzeugung der schnellste in der Geschichte der Elektrizität“, sagt Daan Struyven, Co-Leiter des globalen Commodities Research bei Goldman Sachs. Die Solarstromerzeugung hat in den elf Jahren seit ihrem Start 2.129 Terawattstunden (TWh) erreicht und trug in den zwölf Monaten bis Juli 2025 acht Prozent zur weltweiten Stromerzeugung bei.

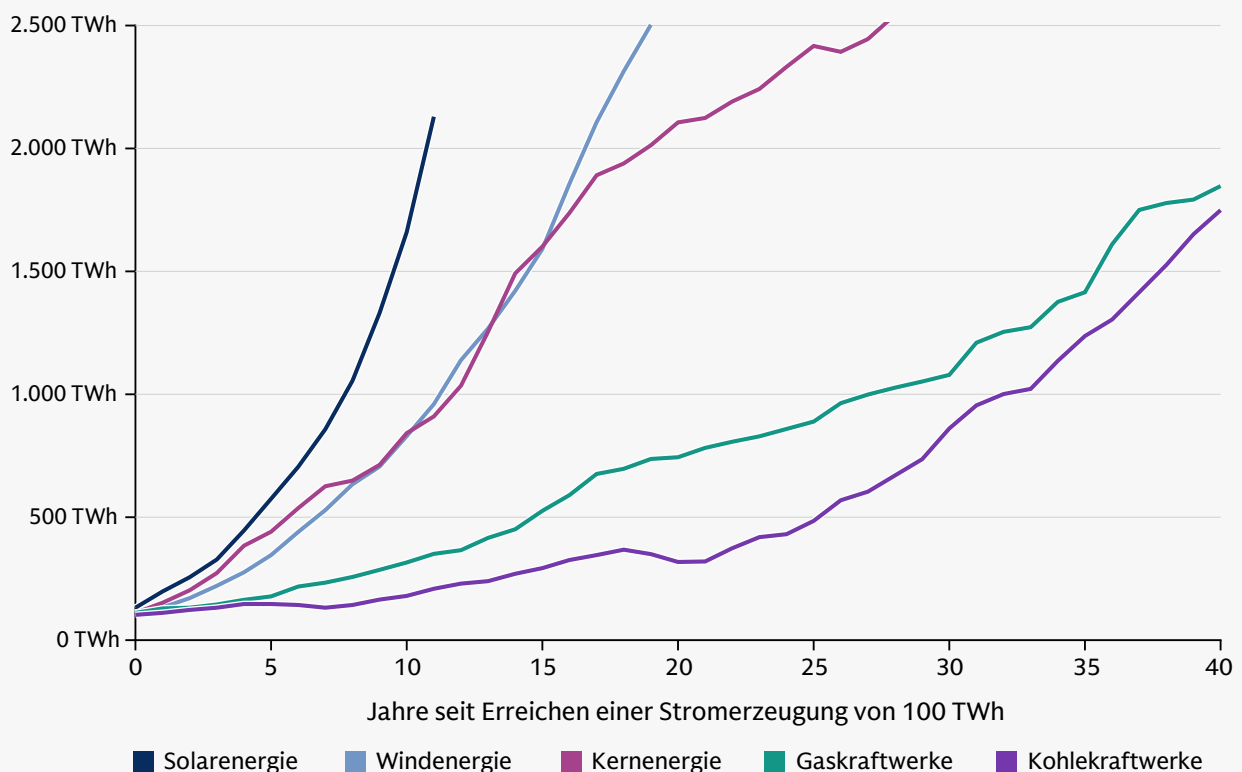
Obwohl die USA und China ihre Unterstützung für diesen Sektor reduziert haben, dürfte die Solarenergie weiterhin einen hohen Anteil des weltweiten Energiebedarfs decken.

Herausforderungen für die Solarenergie

Die Solarbranche kann mit Ungleichgewichten zwischen Angebot und Nachfrage konfrontiert sein, beispielsweise wenn überschüssige Energie in das Netz eingespeist wird und die Großhandelsstrompreise ins Minus rutschen – ein Phänomen, das in Australien und Kalifornien häufig auftritt. Wenn Solarenergie zusammen mit Windenergie einen hohen Anteil an

Abb. 1: Der Anstieg der Solarstromerzeugung ist der schnellste in der Geschichte der Elektrizität

Der Chart vergleicht die Stromerzeugung durch verschiedene Energiequellen. Der Anstieg der Solarenergie ist der schnellste Anstieg aller Erzeugungsverfahren, wenn man den Zeitraum seit dem Jahr betrachtet, in dem jeweils 100 Terawattstunden erreicht wurden.



Quelle: Ember, Goldman Sachs Global Investment Research

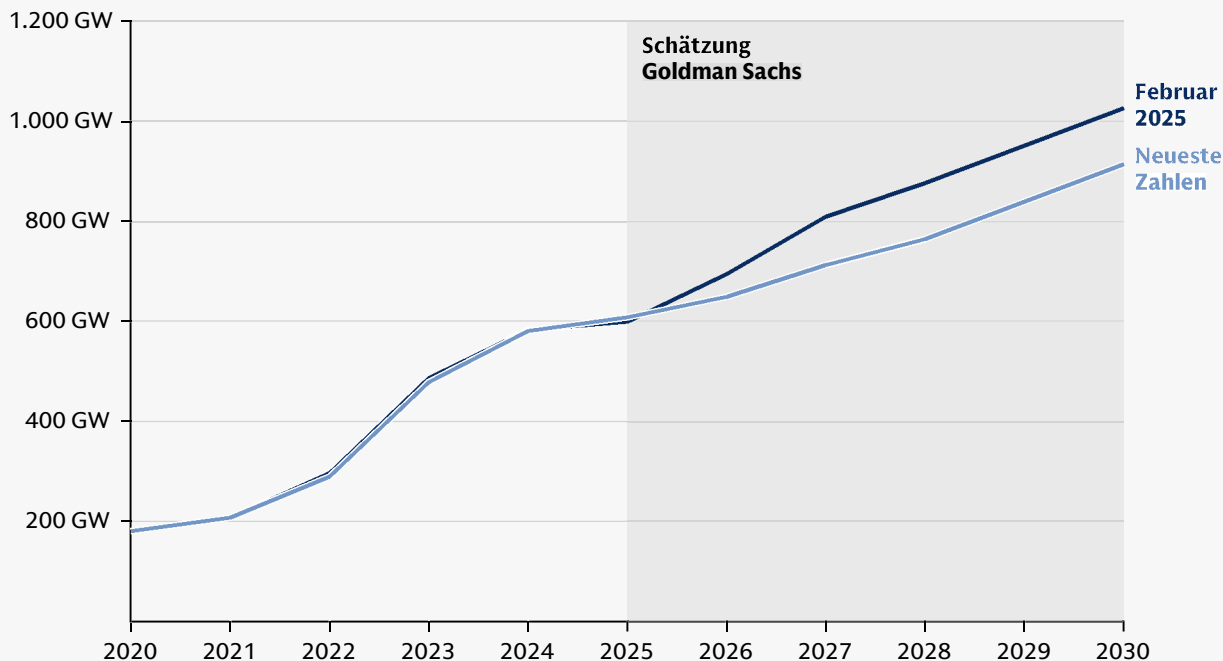


der Stromerzeugung in einem Netz ausmacht, können übermäßige Schwankungen der Netzfrequenz zu Stromausfällen führen, wie im April dieses Jahres in Spanien und Portugal zu beobachten war.

Abb. 2: Chinas reduzierte politische Unterstützung hat sich auf die Prognose für die weltweite Installation von Solaranlagen ausgewirkt

Die chinesische Regierung hat den Netzzugang für neue große gewerbliche und industrielle Solarprojekte eingeschränkt. Neue Projekte erhalten keine garantierten Netzvolumina mehr. Die Abbildung zeigt den Rückgang der Zahl der Installationen von Solaranlagen in der Schätzung für das Jahr 2030.

Photovoltaikinstallationen weltweit



Quelle: CPIA (Country Policy and Institutional Assessment – Weltbank), BNEF (Bloomberg New Energy Finance), Goldman Sachs Global Investment Research

Auch die jüngsten politischen Maßnahmen der Regierungen stellen die Branche vor neue Herausforderungen. China hat den Netzzugang für alle neuen großen gewerblichen und industriellen Solarprojekte eingeschränkt. Neue chinesische Projekte im Bereich erneuerbare Energien erhalten zudem keine garantierten Mindestabnahmepreise oder Netzvolumina mehr.

Das Commodities-Research-Team von Goldman Sachs geht nicht davon aus, so Daan Struyven, dass der Rückgang der politischen Unterstützung „die Entwicklung der Solarenergie bis 2030 erheblich beeinträchtigen wird, da die meisten Projekte vor Ablauf der Frist Mitte 2026 durch Steuergutschriften von der Safe-Harbor-Regelung bereits profitieren oder künftig profitieren werden.“ Allerdings schreibt Struyven: „Die laufende Überprüfung der Durchführungsbestimmungen durch das US Federal Government birgt ab 2028 ein Abwärtsrisiko für Solarinstallationen.“

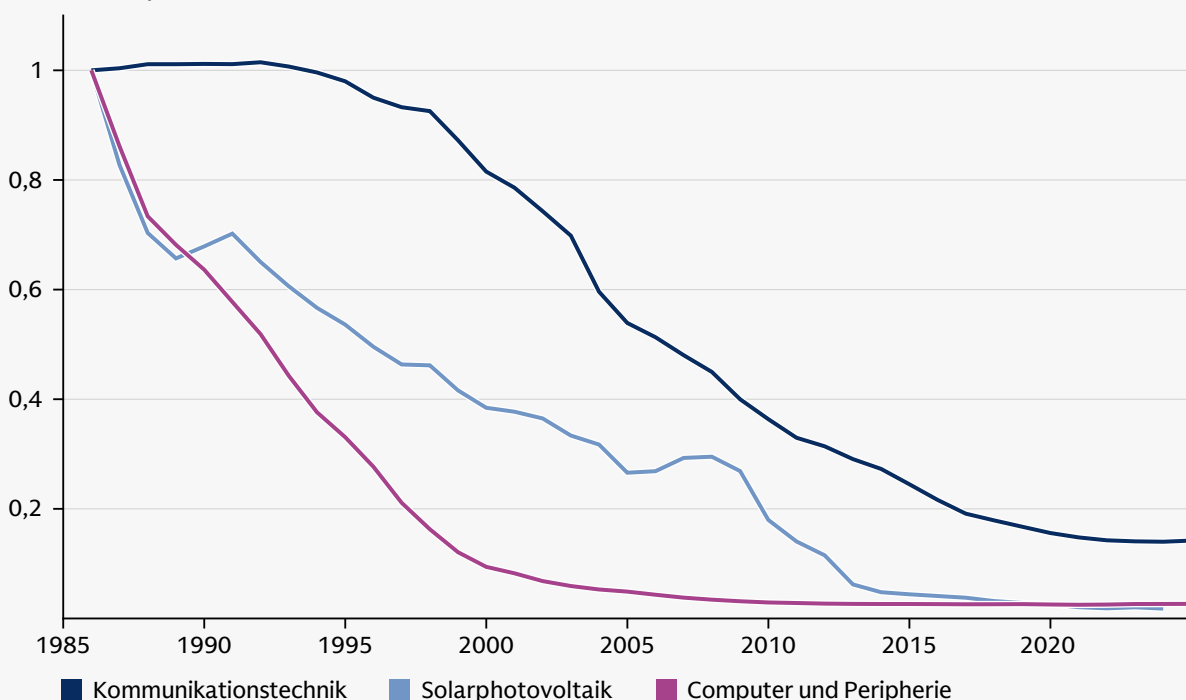
Die Treiber des Solarenergiebooms

Trotz dieser Herausforderungen identifiziert Struyvens Team drei strukturelle Faktoren, die ein deutliches Wachstum im Solarbereich wahrscheinlich aufrechterhalten werden.

Abb. 3: Der Preis für Solarphotovoltaik ist in einem beispiellosen Tempo gesunken

Auch die Investitionskosten für Solarmodule sind schneller gesunken als für andere Investitionsgüter bisher. Die Kosten für Solarmodule sinken rapide, da die Industrie immer mehr davon produziert. Wie der Chart zeigt, gilt dies auch im Vergleich zu Kommunikationstechnologie sowie für Computer und Computerausrüstung.

Investitionspreisindex; Index = 1985



Quelle: Ember, Pinto et al. (2013), Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research



Erstens sinken die Kosten für Solarmodule rapide, da die Industrie immer mehr davon produziert. Die Analysten von Goldman Sachs schätzen, dass die Kosten tendenziell um zwanzig Prozent fallen, wenn sich die kumulierte Produktion verdoppelt, wobei es zu einer positiven Rückkopplungsschleife von niedrigeren Kosten zu höherer Nachfrage, höherem Angebot und wiederum niedrigeren Kosten kommt. „Die Investitionskosten sind für Solarmodule schneller gesunken als für jedes andere Investitionsgut in der modernen Geschichte, einschließlich Computern und Kommunikationsgeräten“, schreibt Struyven.

Zweitens sind die Grenzkosten für Solarenergie gleich null, was bedeutet, dass die Produktion jeder zusätzlichen Stromeinheit über die ursprünglichen Kosten für die Installation der Module und die laufenden Kosten für deren Wartung hinaus nichts kostet.

Drittens sind Solarpaneele modular aufgebaut: Sie sind in kleinen Größen zu konstanten Festpreisen erhältlich, was die Schaffung eines dezentralen Netzes erleichtert. Im Gegensatz dazu bedürfen thermische oder Kernkraftwerke einer aufwendigen Infrastruktur, die in der Regel mit erheblichen Gestehungskosten verbunden ist.

Engpässe bei der Versorgung mit Solarmodulen sind unwahrscheinlich, unter anderem weil es in diesem Sektor reichlich Überkapazitäten gibt und allein das Produktionspotenzial Chinas 2024 rund 200 Prozent der weltweiten Nachfrage gedeckt hat. „Eine Verlangsamung des Wachstums im Solarbereich dürfte eher auf eine geringere politische Unterstützung und auf Schwankungen in der Stromversorgung zurückzuführen sein als auf Engpässe bei der Versorgung mit Solarmodulen“, sagt Struyven.

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

Quelle: Dieser Beitrag wurde am 7. August 2025 unter dem Titel „The Outlook for Global Solar Energy Continues to Be Bright“ auf www.goldmansachs.com im Bereich Insights/Articles veröffentlicht. Bitte beachten Sie, dass die darin getroffenen Aussagen keine Anlageempfehlungen darstellen.

MARQUEE-QUICKPOLL-UMFRAGE 07/2025

Rally bei US-Aktien trotz Dollarschwäche?

Laut einer Umfrage von Goldman Sachs Global Banking & Markets unter rund 800 institutionellen Anlegern Anfang Juli 2025 signalisieren diese wachsendes Vertrauen in US-Aktien, insbesondere in die großen Technologieunternehmen, die als „Magnificent 7“ bekannt sind. Gleichzeitig erreicht der Anteil der Befragten, die angesichts wachsender Sorgen um die US-Finanzpolitik mit einer Abschwächung des Dollars rechnen, fast ein Allzeithoch.

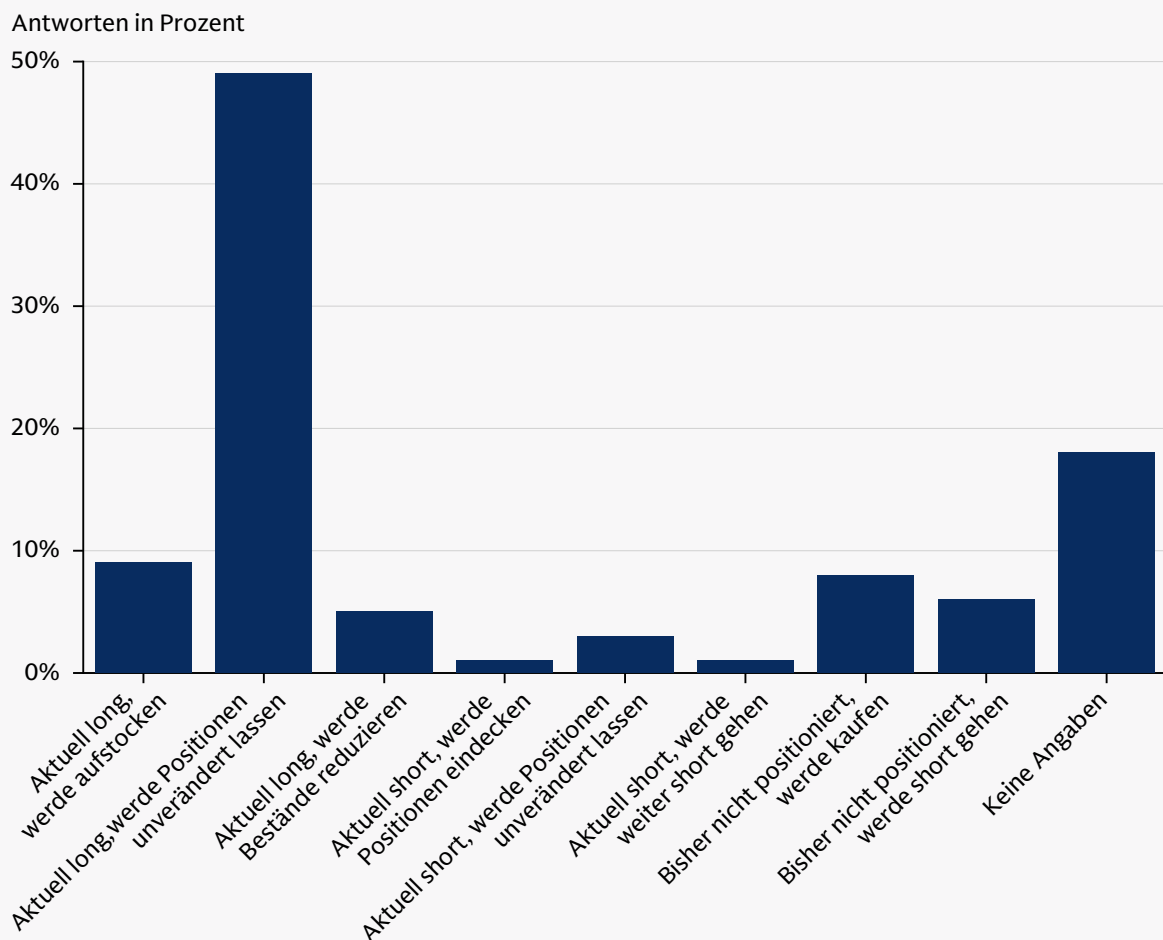
Die aktuelle monatliche QuickPoll-Umfrage ergab, dass die positive Risikostimmung unter den befragten Anlegern wieder auf dem hohen Niveau der QuickPoll-Umfrage von Januar 2025 angelangt ist, als die Annahme einer US-Sonderstellung zu der Ansicht führte, dass die Vermögenswerte des Landes andere Regionen übertreffen würden. Seitdem haben Anleger ihre Anlagen weitgehend diversifiziert und sich von Dollar-Anlagen abgewandt, während andere entwickelte Märkte Zuflüsse verzeichneten. Die Umfrage wurde am 1. und 2. Juli 2025 unter 800 Teilnehmern durchgeführt.

„Einer der wichtigsten Paradigmenwechsel der letzten Monate war die Entkopplung des Dollars und der US-Aktien“, sagt Oscar Ostlund, Global Head of Content Strategy, Market Analytics & Data Science bei Marquee in Goldman Sachs Global Banking & Markets.

Seit Januar 2016 hat die Umfrage nur dreimal eine pessimistische Stimmung gegenüber dem Dollar bei gleichzeitig optimistischer Einschätzung der US-Aktien registriert. Dass diese Einschätzungen miteinander einhergingen, war zuletzt im Januar 2024 zu beobachten.

Abb. 1: Frage – Was ist Ihre Einschätzung für die „Magnificent 7“?

Der Großteil der Befragten sieht gute Aussichten für die Aktien der sieben großen US-Techunternehmen Apple, Microsoft, Amazon, Nvidia, Alphabet, Meta und Tesla. Die QuickPoll-Umfrage wurde am 1. und 2. Juli 2025 durchgeführt.



Quelle: QuickPoll-Umfrage Juli 2025; 22 Prozent mit Antwort „Keine Einschätzung“ sind nicht enthalten; Stand: 7. Juli 2025



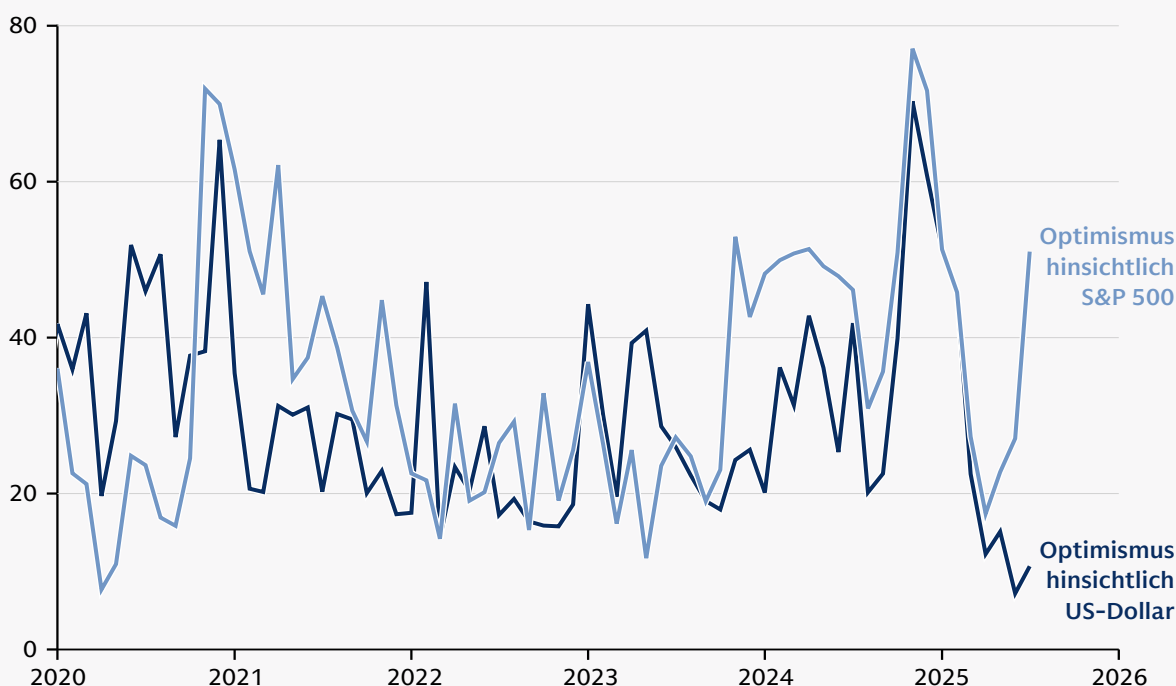
Der Rückgang des US-Dollars spiegelt unter anderem die Besorgnis über die finanzpolitischen Aussichten des Landes wider. Der Dollar hat in diesem Jahr gegenüber dem Euro um 11 Prozent und gegenüber dem japanischen Yen um 6,4 Prozent an Wert verloren (Stand: 17. Juli 2025). Die Staatsverschuldung der USA nähert sich, gemessen als Anteil am BIP, unterdessen ihrem höchsten Stand seit dem Zweiten Weltkrieg.

„Die Dollar-Bären überwiegen nun gegenüber den Bullen im Verhältnis von mehr als 7:1“, fügt Ostlund hinzu und weist darauf hin, dass dies das höchste Ungleichgewicht in Bezug auf den US-Dollar ist, das das Team in den fast zehn Jahren seit Beginn der Umfrage beobachtet hat.

Gleichzeitig waren 51 Prozent der Befragten optimistisch hinsichtlich des S&P 500 Index für große US-Aktien, während nur 32 Prozent pessimistisch waren.

Abb. 2: Optimismus für S&P 500, Pessimismus für US-Dollar

Auf die Frage: Wie schätzen Sie den S&P 500 ein und wie die Wechselkurse des US-Dollars? waren die Antworten für den Aktienindex und den US-Dollar seit Jahresbeginn 2025 gegenläufig. Die Erwartung guter Aussichten für den S&P 500 stieg seither steil an.



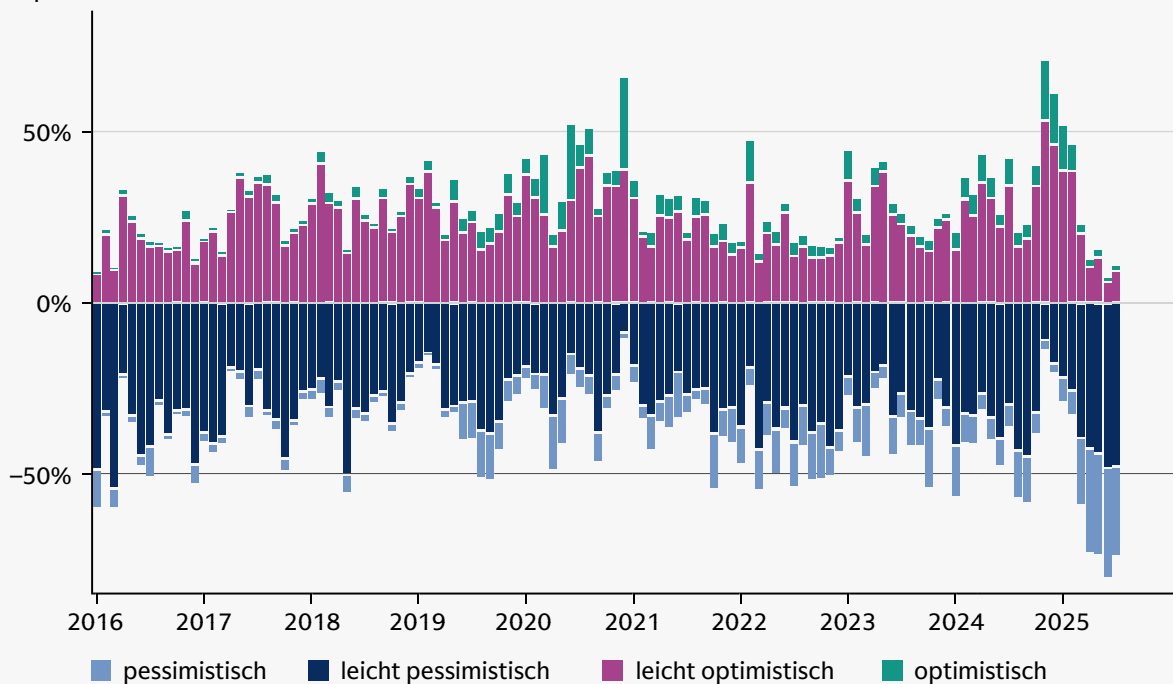
Quelle: QuickPoll-Umfrage Juli 2025; 22 Prozent mit Antwort „Keine Einschätzung“ sind nicht enthalten; Stand: 7. Juli 2025

Es könnte eine Diskrepanz zwischen dem Optimismus der Anleger hinsichtlich US-Aktien und der Erwartung eines Wertverlusts des Dollars bestehen, sagt Brian Garrett, der für die Aktienausführung im Cross-Asset-Sales-Desk im Bereich Global Banking & Markets von Goldman Sachs verantwortlich ist. „Wenn man sich die Renditen des Aktienmarktes ansieht, ist das Wirtschaftswachstum der größte Treiber. Und wenn die US-Wirtschaft schnell wächst, würde man meinen, dass der Dollar stärker wird“, sagt er.

Abb. 3: Erwartungen der Anleger für den US-Dollar

Auf die Frage: Wie schätzen Sie die Wechselkursentwicklung des US-Dollars ein? gingen die optimistischen und die leicht optimistischen Einschätzungen für den US-Dollar sehr stark zurück, während die leicht pessimistischen und die pessimistischen Erwartungen ebenso deutlich anstiegen.

Optimismus hinsichtlich US-Dollar



Quelle: QuickPoll-Umfrage Juli 2025; 22 Prozent mit Antwort „Keine Einschätzung“ sind nicht enthalten; Stand: 7. Juli 2025

Auf einen Blick:

- Die Finanzmärkte spiegeln eine ungewöhnliche Kombination aus einer pessimistischen Stimmung gegenüber dem US-Dollar und einer optimistischen Einschätzung der US-Aktien wider. Diese Konstellation stellt eine bedeutende Veränderung dar, insbesondere für ausländische Investoren in US-Vermögenswerten.
- Es gibt Anzeichen dafür, dass die Konsensprognosen der Anleger für US-Aktien und die US-Währung jeweils sehr nahe beieinanderliegen, was eine weitere Quelle für Marktinstabilität sein könnte.
- Ein höherer Konsens über alle Anlageklassen hinweg und niedrige Risikoprämien bieten Anlegern attraktive Absicherungsmöglichkeiten.

Warum sind die Anleger optimistisch in Bezug auf US-Aktien?

Eine Reihe von Faktoren hat die Aussichten für US-Aktien verbessert, sagt Ostlund. Anzeichen für eine zurückhaltendere Federal Reserve haben dabei eine große Rolle gespielt. Aus Sicht von Ostlund würde ein früher als erwartet erfolgender Zinsrückgang wahrscheinlich die Bewertungen von US-Aktien beflügeln.

Der wachsende Optimismus in Bezug auf künstliche Intelligenz (KI) kommt den US-Vermögenswerten ebenfalls zugute, da das Land einige der weltweit größten Technologieunternehmen beheimatet. Die Gruppe der sieben großen US-Technologieunternehmen, bekannt als die „Magnificent 7“, war bei den im Rahmen der QuickPoll-Erhebung von Juli 2025 befragten Anlegern besonders beliebt: 66 Prozent gaben an, dass sie ihre Investitionen in die „Magnificent 7“ halten oder ihre Positionen weiter ausbauen wollen.

Die Aktien der sieben Technologieunternehmen sind Anfang dieses Jahres aufgrund von Zollankündigungen und Meldungen darüber, dass chinesische Technologieunternehmen große Sprachmodelle kostengünstiger entwickeln könnten als ihre US-Konkurrenten, eingebrochen. Jetzt jedoch „haben sie sich erholt, und die Einschätzung der Magnificent 7 ist im Grunde genommen genauso positiv wie 2024“, sagt Ostlund.

Ein weiterer wichtiger Faktor ist die Einschätzung, dass sich die geopolitischen Risiken abschwächen, fügt Garrett hinzu. Handel und Geopolitik sind für die meisten Anleger nach wie vor wichtige Faktoren, aber die Aufmerksamkeit für diese Risiken hat in den letzten Monaten allmählich abgenommen, da die Anleger offenbar höhere Zölle in ihre Erwartungen einkalkulieren.



„Die Anleger scheinen den Zöllen sehr gelassen gegenüberzustehen. Ein effektiver Zollsatz von 10 bis 15 Prozent wird als neue Normalität angesehen“, sagt Ostlund.

Da der globale Handel trotz der Zollstörungen widerstandsfähig geblieben ist, könnten Anleger auch das Gefühl haben, dass die Sorgen über Risiken für den weltweiten Handel und das allgemeine Wirtschaftswachstum übertrieben waren. „Anfang April gab es die Befürchtung, dass sich die USA aus dem globalen Handel zurückziehen würden, und ich denke, diese Befürchtung ist weitgehend zerstreut worden“, sagt Garrett.

Sind die US-Märkte anfällig für eine Trendwende?

Die QuickPoll-Umfrage im Juli ergab einen höheren Grad an Konsens als üblich, wobei die Befragten bei einer Reihe von Fragen weitgehend übereinstimmten. Die Zuversicht in Bezug auf risikoreiche Anlagen, den S&P 500 und Gold lag deutlich über dem historischen Durchschnitt früherer QuickPoll-Umfragen, während die Erwartungen der Anleger für Öl und den Dollar negativer waren als im Durchschnittsmonat.

„Eine sehr einseitige Einschätzung ist ein Zeichen für einen angespannten Markt“, sagt Ostlund. „An sich ist ein sehr starker Konsens kein Grund für eine Marktwende, aber er führt zu einem Markt, der selbst auf geringfügige Auslöser relativ schnell reagiert.“

Bislang konnten Anleger im Gleichschritt bleiben, weil „keine dieser Überzeugungen preislich herausgefordert wurde“, sagt Garrett. „Aber ich habe schon Märkte gesehen, in denen alle in die gleiche Richtung blicken – da reichen schon ein oder zwei Datenpunkte, um eine solche Sichtweise zum Straucheln zu bringen.“

Wie man ein Portfolio vor Herdenverhalten am Markt schützt

Wenn der Konsens so hoch ist, kann dies eine Gelegenheit sein, Portfolios abzusichern, da die Nachfrage nach Transaktionen, die dem Konsens zuwiderlaufen, geringer ist. „Es ist sinnvoll, nach kostengünstigen Möglichkeiten zu suchen, um sich gegen Dinge zu schützen, die so tief im Konsens verankert sind“, sagt er. Garrett merkt an, dass beispielsweise eine Transaktion, bei der sowohl von einem fallenden S&P als auch einem fallenden Euro ausgegangen wird, in diese Kategorie gehören würde, da sie beispielsweise eine Auflösung der Erwartungen sowohl hinsichtlich einer Sonderstellung der USA als auch hinsichtlich einer Dollarschwäche darstellt.

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

Quelle: Dieser Beitrag wurde am 24. Juli 2025 unter dem Titel „Can the US Stock Rally Persist as the Dollar Declines?“ auf www.goldmansachs.com im Bereich Insights/Articles veröffentlicht. Bitte beachten Sie, dass die darin getroffenen Aussagen keine Anlageempfehlungen darstellen.

DARAN SOLLTEN SIE DENKEN!

Wirtschafts- und Unternehmenskalender August/September 2025

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

DONNERSTAG, 28. AUGUST 2025



BIP USA

Das Bureau of Economic Analysis (BEA) veröffentlicht die zweite Schätzung des US-Bruttoinlandsprodukts für das zweite Quartal 2025. Laut der ersten Schätzung vom 30. Juli 2025 ist die US-Wirtschaft saisonbereinigt und hochgerechnet auf das Jahr im zweiten Quartal 2025 um 3,0 Prozent gewachsen. Im ersten Quartal 2025 war das reale BIP um 0,5 Prozent gesunken.

Quelle: Bureau of Economic Analysis, weitere Informationen hier →

FREITAG, 29. AUGUST 2025



USA: PCE-Kerndeflator

Das Bureau of Economic Analysis (BEA) veröffentlicht Angaben zu den Einnahmen und Ausgaben des persönlichen Konsums der US-Bürger im Juli 2025. Der „Personal Consumption Expenditures Price Index“ (PCE) erfasst Preisveränderungen bei Gütern und Dienstleistungen, für die Verbraucher Geld ausgeben. Der Kernindex des PCE schließt saisonal schwankende Produkte wie Nahrungsmittel und Energie aus, um eine genauere Berechnung zu erhalten. Der PCE-Kerndeflator ist ein wichtiger, insbesondere von der US-Notenbank beachteter Indikator für die Inflation.

Quelle: Bureau of Economic Analysis, weitere Informationen hier →

DONNERSTAG, 4. SEPTEMBER 2025



Quartalszahlen Zumtobel Group

Der international tätige Anbieter von Lichtlösungen und Lichtkomponenten mit Sitz im österreichischen Dornbirn veröffentlicht Zahlen zum ersten Quartal 2025/26. Im Geschäftsjahr 2024/25 (bis 30. April 2025) war der Umsatz von Zumtobel gegenüber dem Vorjahr um etwa 2,6 Prozent auf 1,097 Milliarden Euro gesunken; das Jahresergebnis (bereinigtes EBIT) belief sich auf 46,9 Millionen Euro. Die Zumtobel Group blickte im Jahresfinanzbericht vorsichtig optimistisch auf das Geschäftsjahr 2025/26 und erwartet einen leichten Rückgang der Umsatzerlöse.

Quelle: Zumtobel, weitere Informationen hier →



MITTWOCH, 10. SEPTEMBER 2025



Halbjahreszahlen Inditex S.A.



Der spanische Textilkonzern, zu dem Marken wie Zara oder Pull & Bear gehören, veröffentlicht Geschäftszahlen für das erste Halbjahr 2025, das am 31. Juli 2025 endet. Inditex besitzt 5.563 Filialen weltweit (Stand: 2024) und beschäftigt über 162.083 Mitarbeiter. Der Umsatz im Geschäftsjahr 2024 betrug rund 38,632 Milliarden Euro, im Vorjahr lag der Umsatz bei 35,947 Milliarden Euro. Der Gewinn vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EBITDA) lag bei 10,728 Milliarden Euro.

Quelle: Inditex, weitere Informationen hier →

DONNERSTAG, 11. SEPTEMBER 2025



EZB – Pressekonferenz nach der Ratsitzung

Zu den bedeutenden Aufgaben der EZB gehören die Regulierung der Geldmenge und die Überwachung des europäischen Bankensystems. Im Abstand von zumeist sechs Wochen trifft der EZB-Rat, der sich aus dem Direktorium und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken zusammensetzt, seine geldpolitischen Entscheidungen. Auf einer sich anschließenden Pressekonferenz wird bekanntgegeben, ob es zu einer Veränderung des Leitzinses kommt.

Quelle: EZB, weitere Informationen hier →

MITTWOCH, 17. SEPTEMBER 2025



Zinsentscheid der Fed – Pressekonferenz

Der Offenmarktausschuss der US-Notenbank („Federal Open Market Committee“) entscheidet über die kurzfristigen Zinssätze. Angesichts einer steigenden Inflation hatte die US-Notenbank im März 2022 die Zinswende eingeleitet. In mehreren Schritten erhöhte der Offenmarktausschuss den Zins weiter. In der Sitzung vom Juli 2023 legte die Fed die Federal Funds Rate 0,25 Punkte höher in einem Zielkorridor von 5,25 Prozent bis 5,50 Prozent fest, an dem die Fed ein Jahr festhielt. In der Sitzung von September 2024 hat die Fed den Leitzins um 0,5 Prozentpunkte, im November und im Dezember um 0,25 Prozentpunkte auf dann 4,25 bis 4,50 Prozent gesenkt. In den Sitzungen von Januar 2025 bis Juli 2025 hat die Fed an diesem Zinskorridor festgehalten. Im Statement zur Zinsentscheid wurde diese Entscheidung u.a. mit der Einschätzung begründet, dass die Inflation Fortschritte in Richtung des 2-Prozent-Ziels des Offenmarktausschusses gemacht hat. Das aktuelle Zinsniveau sei angemessen, um den Aufschwung zu stützen und die Beschäftigungs- und Inflationsziele zu erreichen.

Quelle: Federal Reserve, weitere Informationen hier →



Hinweise | Risiken | Impressum

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

Hinweise

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

Allgemeine Risiken von Optionsscheinen und Zertifikaten

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Rechtliche Hinweise

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

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

Diese Information stellt keinen Prospekt dar und dient Werbezwecken. Rechtlich verbindlich sind alleine die jeweiligen Endgültigen Bedingungen zusammen mit dem maßgeblichen Basisprospekt gegebenenfalls aktualisiert durch Nachträge (jeweils zusammen der „Prospekt“). Diese Dokumente können in elektronischer Form unter www.gs.de unter Eingabe der jeweiligen Wertpapierkennnummer (WKN oder ISIN) des Wertpapiers bzw. der jeweilige Basisprospekt unter <https://www.gs.de/de/info/dokumente/basisprospekte> abgerufen werden und können auf Verlangen von der Goldman Sachs Bank Europe SE, Zertifikate-Abteilung, Marienurm, Taunusanlage 9–10, 60329 Frankfurt am Main, kostenlos auf einem dauerhaften Datenträger, oder, soweit dies ausdrücklich gewünscht ist, in Papierform zur Verfügung gestellt werden. Um potenzielle Risiken und Chancen der Entscheidung, in das Wertpapier zu investieren, vollends zu verstehen, wird ausdrücklich empfohlen, diese Dokumente zu den Chancen und Risiken einschließlich des emittenten- und gegebenenfalls produktspezifischen Totalverlustrisikos zu lesen und etwaige Fragen mit Ihrem Finanzberater zu besprechen.

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

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

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

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

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

Disclaimer

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.

Impressum

**Goldman
Sachs**

Goldman Sachs Bank Europe SE

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

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

Handelsregister und Registernummer: Amtsgericht Frankfurt am Main – HRB 114190

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

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

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

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

USt.-ID: DE112006422

Redaktionelle Gestaltung

Verantwortlicher für journalistisch-redaktionelle Inhalte:

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

Redaktionelles Konzept: [derimedia GmbH](http://derimedia.com) | Düsseldorf | E-Mail: info@derimedia.de



Lektorat: Anna-Luise Knetsch

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

Fotonachweise: Adobe Stock – S. 1: Bits and Splits | S. 2: Kowit | S. 4: realstock1 | S. 6: Halfpoint
S. 9: Sashkin | S. 12: nirabs_creative | S. 13: Alexander Limbach | S. 17: mars58 | S. 18: Dee karen
S. 20: agnormark | S. 22: IM Imagery | S. 23: mihail39 | S. 25: Dilok | S. 27: dell | S. 29: Wellnhofer Designs
S. 30: jakkapan | S. 31: onlyyouq | S. 32: SeanPavonePhoto