

# KnowHow kompakt.

Aktuelle Analysen aus dem Finanzsektor

Werbemitteilung

**NEU: Produkte von Goldman Sachs  
kostenlos handeln – bei ING** 

- + Eine oft unterschätzte Größe – Aufgeld an der Börse einfach erklärt
- + Im Gespräch: Zoe Clarke, Goldman Sachs – Um Netto-Null zu erreichen: Fünf Billionen Dollar in Wasserstoff investieren
- + Alpha, Delta, Omikron – Das endemische Jahr? „Virusszenarien“ für die Weltwirtschaft
- + Erwartungen bei Aufwärtsszenario: Wie geht es weiter nach Omikron?
- + Marquee-QuickPoll-Umfrage Februar 2022: Inflation: Das Ende von „vorübergehend“
- + Termine: Daran sollten Sie denken
- + Hinweise, Risiken und Impressum

> 01–08

> 09–13

> 14–21

> 22–29

> 30–31

> 32–34

> 35–40



Eine oft unterschätzte Größe –  
**Aufgeld an der Börse  
einfach erklärt**

Wer Knock-outs oder auch Zertifikate aktiv handelt, sollte nicht nur deren Funktionsweise kennen, sondern sich auch über die verschiedenen Kostenfaktoren im Klaren sein.

## 2 | Aufgeld an der Börse einfach erklärt

Während viele Anleger bei der Auswahl von Knock-out-Produkten vor allem auf die Transaktionskosten und den Spread schauen, messen sie dem Aufgeld eine eher geringe Bedeutung bei. Zu Unrecht. Denn wie wir in diesem Beitrag über das Aufgeld an der Börse zeigen, ist es beim Trading von Knock-outs und beim Investieren in Zertifikate hilfreich, diese oft unterschätzte Größe zu kennen. Konkret erklären wir Folgendes:

- Erklärung des Aufgelds – was verbirgt sich dahinter?
- Unterschiede bei Mini-Futures, Turbos und Open-End-Turbos
- Wie wird das Aufgeld berechnet?
- Das Aufgeld als wichtiges Auswahlkriterium
- Wo finde ich diese Kennzahl?



## Erklärung des Aufgelds an der Börse – was verbirgt sich dahinter?

Mit einfachen Worten bezeichnet das Aufgeld an der Börse die Prämie, die der Käufer eines Wertpapiers über den rechnerischen Wert – beispielsweise einer Aktie oder eines Index – hinaus bezahlt. Das Aufgeld kann als absoluter Betrag oder als prozentualer Wert angegeben werden. Bei Knock-outs auf gs.de bezieht sich die Prozentangabe auf den inneren Wert des Produkts, bei klassischen Optionsscheinen auf den zugrundegelegten Basiswert.

.....

Briefkurs Knock-out-Produkt = Innerer Wert + Aufgeld

Innerer Wert Knock-out Long =  
(Kurs Basiswert – Basispreis) x Bezugsverhältnis

Innerer Wert Knock-out Short =  
(Basispreis – Kurs Basiswert) x Bezugsverhältnis

Bei Basiswerten in Fremdwährung muss noch eine Umrechnung in Euro vorgenommen werden.

.....

## Das Aufgeld bei Knock-outs: Minis, Turbos und Open-End-Turbos

Bei Knock-outs gilt es, auf den Produkttyp zu achten. Das heißt, es gibt Unterschiede bei Mini-Futures, Open-End-Turbos und Closed-End-Turbos, also Turbos mit fester (maximaler) Laufzeit. Diese Produkte haben im deutschen Markt übrigens unterschiedliche Bezeichnungen, wie etwa Turbo-Optionsschein, Unlimited Turbo oder auch Wave und Wave XXL. Manche Marktteilnehmer sprechen auch von Knock-out-Zertifikaten. Was all diese Produkte gemeinsam haben, ist ihre Hebelwirkung. Anleger können damit überproportionale Gewinne erzielen, wenn ihre Markterwartung eintritt. Dagegen

droht auf der anderen Seite das Risiko von Verlusten, schlimmstenfalls das Risiko des Totalverlusts, wenn ein Knock-out-Ereignis eintritt. Mehr zu den Risiken von Hebelprodukten finden Sie hier.

Um die Unterschiede beim Aufgeld herauszuarbeiten, bietet es sich an, vergleichbare Knock-out-Produkte aus diesen drei Kategorien gegenüberzustellen, beispielsweise Long-Produkte auf eine Aktie, auf den DAX® oder auf einen anderen Basiswert mit vergleichbarem Hebel. Wenn man einen solchen Vergleich anstellt, fallen in der Regel folgende Dinge auf:

1. Am niedrigsten ist diese Kennzahl bei Mini-Futures, mitunter ist es sogar null.
2. Es folgen Open-End-Turbos, also Knock-outs, bei denen Basispreis und Knock-out-Barriere identisch sind – und deren Laufzeit prinzipiell unbegrenzt ist.
3. Am höchsten ist das Aufgeld bei Closed-End-Turbos, wobei es umso höher ist, je länger die Laufzeit.

Warum ist das so? Um diese Frage zu beantworten, sollten sich Anleger zunächst klar werden, wofür der Emittent des Hebelprodukts einen Aufschlag verlangt. Er bestreitet damit nicht nur seine eigene Gewinnmarge, sondern deckt auch die Finanzierungskosten sowie die Kosten für die Absicherung des sogenannten Gap- und Liquiditätsrisikos. Diese Größe ist nicht konstant und kann sich je nach Marktsituation ändern. Auch variiert das Aufgeld je nach Basiswert.

Um das Gap- und Liquiditätsrisiko zu verdeutlichen, schauen wir beispielhaft auf eine Aktie, die bei 103 Euro notieren soll. Das Beispiel ist vereinfacht, um die Funktionsweise zu verdeutlichen. Ein Mini-Future Long sowie ein Closed-End-Turbo Long und ein Open-End-Turbo Long sollen jeweils einen Basispreis von 100 Euro und ein Bezugsverhältnis von 1,0 haben. Bei den beiden Turbos ist die Barriere mit dem Basispreis identisch und liegt bei 100 Euro. Bei dem Mini-Future

Long liegt sie darüber, bei 102 Euro. Im Tagesverlauf fällt die Aktie kontinuierlich bis auf 99 Euro.

Sobald die Aktie die Marke von 102 Euro erreicht, knockt zunächst der Mini-Future aus. In der Folge löst der Händler die Position auf. Dabei kommt es ihm zugute, dass sich zwischen Barriere und Basispreis ein Puffer von 2 Euro befindet. Sollte er die Position beispielsweise zu 101,95 Euro auflösen, bekäme der Investor noch einen Restwert von 1,95 Euro je Mini-Future.

Wenn der Aktienkurs auf 100 Euro oder darunter sinkt, kommt es auch bei den beiden Turbos zu einem Knock-out-Ereignis. Im Gegensatz zum Mini-Future gibt es hier allerdings keinen Knock-out-Puffer. Das heißt: Gelingt es dem Händler nicht, die Position zu einem Kurs von 100 Euro oder höher aufzulösen, würden ihm Kosten entstehen. Während das Auflösen der Position beim DAX<sup>®</sup> oder bei anderen liquiden Basiswerten in der Regel vergleichsweise gut möglich ist, kommt es bei weniger liquiden Titeln häufig zu Kurssprüngen, die letztlich eine Ursache des höheren Aufgelds sind.

### **Anpassung von Open-End-Produkten**

Aus dem Beispiel lässt sich ableiten, warum das Aufgeld bei Mini-Futures am geringsten ist. Doch wieso unterscheidet es sich bei Closed-End- und Open-End-Turbos? Die Ursache liegt in der Konstruktion dieser Produkte. Die Finanzierungskosten, die Teil des Aufgelds sind, werden bei den Turbos mit fixer Laufzeit von vornherein eingepreist. Bei Open-End-Produkten werden sie dem Investor an jedem Handelstag an der Börse belastet. In der Praxis geschieht dies durch eine Anpassung des Basispreises. So wird bei Long-Produkten der Basispreis börsentäglich entsprechend den Finanzierungskosten erhöht, wodurch der innere Wert sinkt. Bei Short-Produkten hängt es vom Zinsniveau ab, in welche Richtung der Basispreis angepasst wird.

## Wie das Aufgeld berechnet wird – Beispiele

Das Aufgeld bei Knock-outs können Sie leicht mit Hilfe der folgenden Formel berechnen:

Aufgeld (Long) = Briefkurs – (Kurs des Basiswerts – Basispreis) x Bezugsverhältnis

### Beispiel: Ausstattung eines Turbos auf den DAX® (Long)

Briefkurs des Turbos:	20,60 EUR
Basiswert:	14.040,30 EUR
Basispreis:	12.000,00 EUR
Bezugsverhältnis:	0,01

Innerer Wert =  $(14.040,30 - 12.000) \times 0,01 = 20,403$  EUR

Aufgeld =  $20,60 - (14.040,30 - 12.000) \times 0,01 = 0,197$  EUR

Aufgeld in % =  $0,197 \text{ EUR} / 20,403 \text{ EUR} = 0,97\%$

Aufgeld (Short) = Briefkurs – (Basispreis – Kurs des Basiswerts) x Bezugsverhältnis

### Beispiel: Ausstattung eines Turbos auf den Dow Jones Industrial Average (Short)

Briefkurs des Turbos:	9,26 EUR
Basiswert:	32.600,55 USD
Basispreis:	42.800,00 USD
Bezugsverhältnis:	0,001

Wechselkurs 1 EUR = 1,112 USD

Innerer Wert =  $((42.800 \text{ USD} - 32.600,55 \text{ USD}) \times 0,001) / 1,112 \text{ USD} = 9,172$  EUR

Aufgeld =  $9,26 \text{ EUR} - 9,172 \text{ EUR} = 0,088$  EUR

Aufgeld in % =  $0,088 \text{ EUR} / 9,172 \text{ EUR} = 0,96\%$

**Wichtig:** Ob der Briefkurs oder Geldkurs des Hebelprodukts für die Berechnung verwendet wird, ist Geschmacksache. Auf [gs.de](http://gs.de) nehmen wir den Briefkurs, da wir annehmen, dass in erster Linie sich Anleger vor dem Kauf diese Zahlen anschauen. Dementsprechend wird in dem Aufgeld auf [gs.de](http://gs.de) auch der Spread berücksichtigt. Zieht man dagegen den Geldkurs heran, so wird die Geld-Brief-Spanne, also der Spread, im Aufgeld nicht berücksichtigt. Das wäre dann in erster Linie für bereits investierte Anleger wichtig, da sie das Produkt bereits halten und es ggf. verkaufen möchten.

### **Aufgeld als wichtiges Auswahlkriterium**

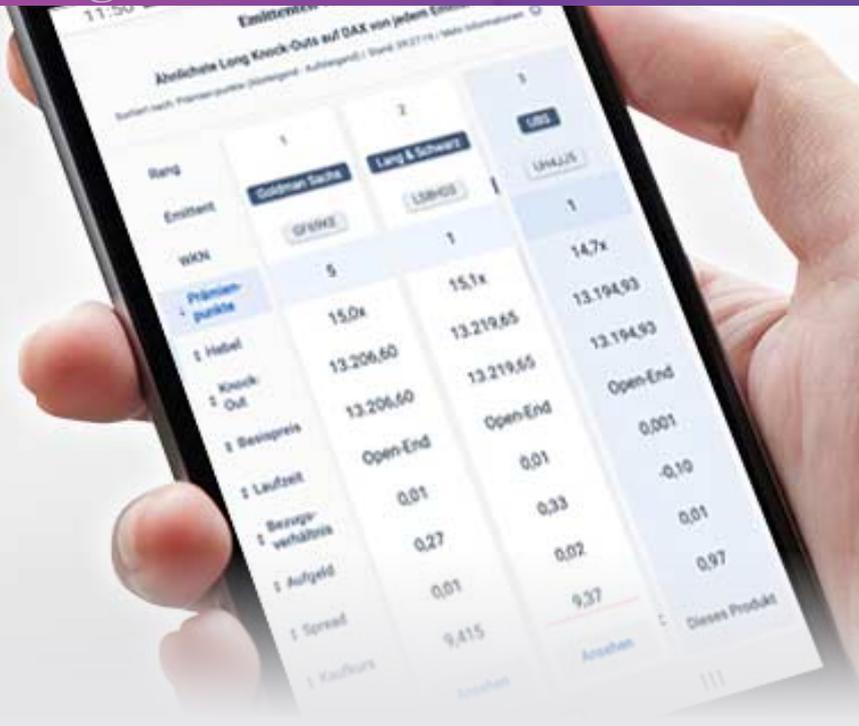
Für Trader, die sehr kurzfristig agieren und mitunter intraday ein- und aussteigen, ist der Spread wichtiger als das Aufgeld. Je länger die Haltedauer ist, umso wichtiger wird das Aufgeld. Auch gilt es zu beachten, dass im Falle eines Knock-outs das Aufgeld verloren geht.

Neben den Spreads achten Trader bei der Produktauswahl auf die Ordergebühren. In der Praxis kann es sinnvoll sein, auf Freetrade-Aktionen oder günstige Einstiegskosten zu achten. Doch ein besonders günstiges Aufgeld kann je nach Größe der Position niedrige Ordergebühren überkompensieren.

### **Wo finde ich das Aufgeld?**

Aufgeldberechnungen basieren auf sich ständig ändernden Werten. Das bedeutet, dass das Aufgeld selbst ein Wert ist, der sich ständig ändert. Daher ist es eine äußerst schwierige Aufgabe, das Aufgeld manuell zu verfolgen. Aus diesem Grund wissen viele Anleger nicht, was sich hinter dem Aufgeld verbirgt und wie sie es nutzen können, um kosteneffizientere Entscheidungen zu treffen.

Die gute Nachricht ist, dass Sie mit der Emittenten-Vergleich-Tabelle auf [www.gs.de](http://www.gs.de) das Aufgeld eines jeden Produkts von jedem Emittenten jederzeit live berechnen lassen können. Und das Beste daran?



	1	2	3
Rang	Goldman Sachs	Lang & Schwarz	UBS
Emittent	GRIFX	LSBKS	UHALJS
WKN			
Prämienpunkte	5	1	1
1 Hebel	15,0x	15,1x	14,7x
1 Knock-Out	13.206,60	13.219,65	13.194,93
2 Knock-Out	13.206,60	13.219,65	13.194,93
3 Basispreis	Open-End	Open-End	Open-End
1 Laufzeit	Open-End	Open-End	0,001
2 Bezugsverhältnis	0,01	0,01	-0,10
3 Aufgeld	0,27	0,33	0,01
1 Spread	0,01	0,02	0,97
1 Kaufkurs	9,415	9,37	

Mit Aufgeld in % können Sie sogar Produkte mit unterschiedlichem Basispreis oder Fälligkeitstermin vergleichen.

So nutzen Sie den Goldman Sachs Derivate-Finder zum Vergleich der Einstiegskosten:

1. Geben Sie die ISIN eines Produkts ein, das Sie handeln möchten
2. Scrollen Sie nach unten, um die Emittenten-Vergleich-Tabelle anzuzeigen
3. Vergleichen Sie Preise ähnlicher oder identischer Produkte, die von anderen Anbietern angeboten werden
4. Multiplizieren Sie die Einkaufspreise mit der Anzahl der Einheiten, die Sie kaufen möchten

Im Online-Brokerage liegen die Transaktionskosten je nach Positionsgröße zwischen 0 und maximal 69 Euro.

Als Faustregel gilt: Beträgt die Differenz mehr als die Transaktionskosten, ist dies höchstwahrscheinlich ein besseres Angebot für Sie, was die gesamten Einstiegskosten betrifft. Für eine genaue Berechnung sehen Sie sich die Ordergebühren auf der Website Ihres Brokers an. Jetzt zum [Derivate-Finder](#)



Im Gespräch: Zoe Clarke, Goldman Sachs  
**Um Netto-Null zu erreichen:  
Fünf Billionen Dollar in  
Wasserstoff investieren**

Sauberer Wasserstoff hat sich als entscheidende Technologie herausgestellt, um Netto-Null-Emissionen zu erreichen. Aus diesem Grund haben mehr als 30 Länder offizielle Wasserstoffstrategien und Fahrpläne veröffentlicht, die zeigen, wie sie ihren Wasserstoffverbrauch steigern und die erforderliche Infrastruktur entwickeln wollen. Um die Ziele dieser Strategien zu erreichen, sollen die Kapazitäten in diesem Jahrzehnt im Vergleich zu 2020 um das 400-fache erhöht werden. Zoe Clarke, Analystin im Goldman Sachs Research, erläutert im Interview ihre Schätzung, dass Investitionen in Höhe von fünf Billionen Dollar in die Lieferkette für sauberen Wasserstoff, der unter Verwendung erneuerbarer Energien hergestellt wird, erforderlich sind, um eine Netto-Null-Bilanz zu erreichen.

„Eine Mischung aus öffentlichen und privaten Investitionen und die Entwicklung des richtigen politischen Rahmens werden für die Finanzierung von entscheidender Bedeutung sein. Sie können die nötige Sichtbarkeit schaffen, um weitere private Investitionen zu fördern.“

**Zoe Clarke,**  
Global Investment Research, Goldman Sachs

## Zoe Clarke

Global Investment Research, Goldman Sachs

Zoe Stavrinou Clarke arbeitet im europäischen Energy-&Carbonomics-Team von Goldman Sachs mit dem Schwerpunkt auf Clean Energy Technologies.

**Welche Branchen werden Ihrer Meinung nach in den nächsten drei bis fünf Jahren am stärksten von der Umstellung auf Wasserstoffenergie beeinflusst werden?**

**Zoe Clarke:** Wir glauben, dass die Revolution des sauberen Wasserstoffs in den bestehenden Endmärkten für Wasserstoff beginnt, wenn die Dekarbonisierung einsetzt. Schon heute besteht ein Bedarf von mehr als 75 Millionen Tonnen Wasserstoff aus der Raffinerie-, der Stahl-, der Ammoniak- und der Methanolindustrie sowie aus anderen chemischen Industriezweigen. Wir sind der Ansicht, dass die Revolution des sauberen Wasserstoffs mit dem bestehenden Wasserstoffmarkt beginnt, der dekarbonisiert werden muss, was die kurzfristige Pipeline von Projekten für sauberen Wasserstoff dominiert. Erst später dürfte Wasserstoff auch in neuen Märkten an Gewicht gewinnen, z.B. beim Schwerlastverkehr, in der Schifffahrt, der Luftfahrt, der Stromerzeugung, der Energiespeicherung und in anderen Märkten.



**Fünf Billionen Dollar sind natürlich eine sehr große Zahl. Sind die finanziellen Mittel vorhanden, um das zu erreichen?**

**Zoe Clarke:** Wir haben keine explizite, veröffentlichte Ansicht darüber, wie die fünf Billionen Dollar finanziert werden können, aber wenn wir andere Technologien als vergleichbares Beispiel heranziehen, einschließlich Wind, Solar und Batterien, dann stammt diese Finanzierung aus einer Mischung aus öffentlichen und privaten Investitionen. Die Entwicklung des richtigen politischen Rahmens wird für die Risikominderung in der Branche von entscheidender Bedeutung sein und kann die nötige Sichtbarkeit schaffen, um weitere private Investitionen zu fördern.

**Ihren Untersuchungen zufolge gibt es eine beträchtliche Anzahl von Wasserstoffprojekten in Australien, Afrika, Europa und Lateinamerika, aber nur relativ wenige, die in den USA und Asien in Vorbereitung sind. Woran liegt das?**

**Zoe Clarke:** In Asien ist der Grund die mangelnde Sichtbarkeit. Wir haben dort nicht die gleiche Sichtbarkeit und Offenlegung der Unternehmen in Bezug auf grüne Wasserstoffprojekte und Kapazitätserweiterungen wie in Europa. Unsere Projektliste umfasst alle öffentlich angekündigten Projekte von Unternehmen aus der ganzen Welt, die wir identifizieren konnten, und diese scheinen sich in nächster Zeit auf Europa, den Mittleren Osten, Lateinamerika und Australien zu konzentrieren. Wir gehen davon aus, dass es auch in Regionen wie China Projekte geben wird, aber wir haben nicht die größte Sichtbarkeit oder viele explizite, öffentlich bekanntgegebene Ankündigungen aus dieser Region.

Die USA sind eine interessante Region, in der sauberer Wasserstoff eine sehr wichtige Technologie für den Weg zur Dekarbonisierung sein kann, da ein großer Teil der Emissionen des Landes auf den Transportsektor entfällt, insbesondere auf den Fernverkehr mit schweren Last-

wagen. Wir sind daher der Ansicht, dass die USA eine aufstrebende Region sein könnten, von der kurz- und mittelfristig ein Großteil des Wachstums für sauberen Wasserstoff ausgeht, aber das Interesse hat sich bisher vor allem auf den Verkehrsmarkt konzentriert und nicht unbedingt auf die breitere saubere Wasserstoffwirtschaft.

Die Herstellung von Brennstoffzellen beispielsweise ist eine Technologie, die von vielen Unternehmen im Lande entwickelt wurde, während die Elektrolyseurtechnologie in der Region erst langsam an Fahrt gewinnt. Wir sind der Ansicht, dass sich dies ändern wird, vor allem angesichts der 9,5 Milliarden Dollar, die im Rahmen des U.S. Infrastructure Investments and Jobs Act für die Entwicklung von Wasserstoff als saubere Energiequelle zugesagt wurden. Betrachtet man jedoch die auf grünen Wasserstoff ausgerichteten Projekte, so konzentrieren sich diese kurzfristig vor allem auf Europa und mittelfristig auf den Mittleren Osten, Lateinamerika und Australien.

### **Werden die hohen Gaspreise in Europa die Einführung der Wasserstoffenergie in dieser Region beschleunigen?**

**Zoe Clarke:** Auf jeden Fall. Höhere Kohlenwasserstoffpreise wirken wie eine Art implizite Kohlenstoffbepreisung, da es an einer globalen Koordinierung für die Entwicklung eines expliziten Marktes für Kohlenstoffbepreisung fehlt. Das Umfeld, das wir derzeit in Europa sehen, schafft eine einzigartige Dynamik, da eine Kombination aus historisch hohen Gaspreisen und hohen Kohlenstoffpreisen grauen oder auf fossilen Brennstoffen basierenden Wasserstoff im Vergleich zu grünem Wasserstoff relativ wettbewerbsunfähig macht. Diese Dynamik verschiebt die Waage bereits zugunsten des grünen Wasserstoffs. Anfang dieses Jahres erklärte die Präsidentin der Europäischen Kommission, Ursula von der Leyen, dass grüner Wasserstoff aufgrund des Anstiegs der Gaspreise bereits heute mit grauem Wasserstoff kostenmäßig gleichziehen kann.

Betrachtet man die einzelnen Länder, so stellen wir fest, dass Länder wie Deutschland und das Vereinigte Königreich ihre Bemühungen in diesem Bereich beschleunigen. Deutschland arbeitet daran, mehr Finanzmittel für grüne Wasserstoffprojekte bereitzustellen, und Großbritannien hat seine Absicht bekundet, bereits im nächsten Jahr 20 Prozent Wasserstoff in das Gasnetz einzubinden. Das einzigartige Umfeld, das wir derzeit in Europa mit höheren Rohstoffpreisen und höheren Kohlenstoffpreisen erleben, macht grünen Wasserstoff im Vergleich dazu attraktiver.

### **Sind technologische Fortschritte erforderlich, um diese Prognosen zu erreichen, oder kann dies mit Standardtechnologie erreicht werden?**

**Zoe Clarke:** Wir können die von uns angestrebte Revolution des sauberen Wasserstoffs mit bestehenden Technologien erreichen, aber diese bestehenden Technologien benötigen wir sehr wahrscheinlich, um die Kosten aufgrund von Skalierung und Automatisierung zu senken, während technologische Innovationen das Angebot weiter verbessern dürften. Es wird neue Technologieanbieter in der Branche geben, und die derzeitigen Unternehmen der Branche konzentrieren sich zunehmend auf die Entwicklung optimierter, leistungsstarker Technologien, die grünen Wasserstoff zu einem wettbewerbsfähigeren Preis liefern können.



## Alpha, Delta, Omikron – Das endemische Jahr? **„Virusszenarien“ für die Weltwirtschaft**

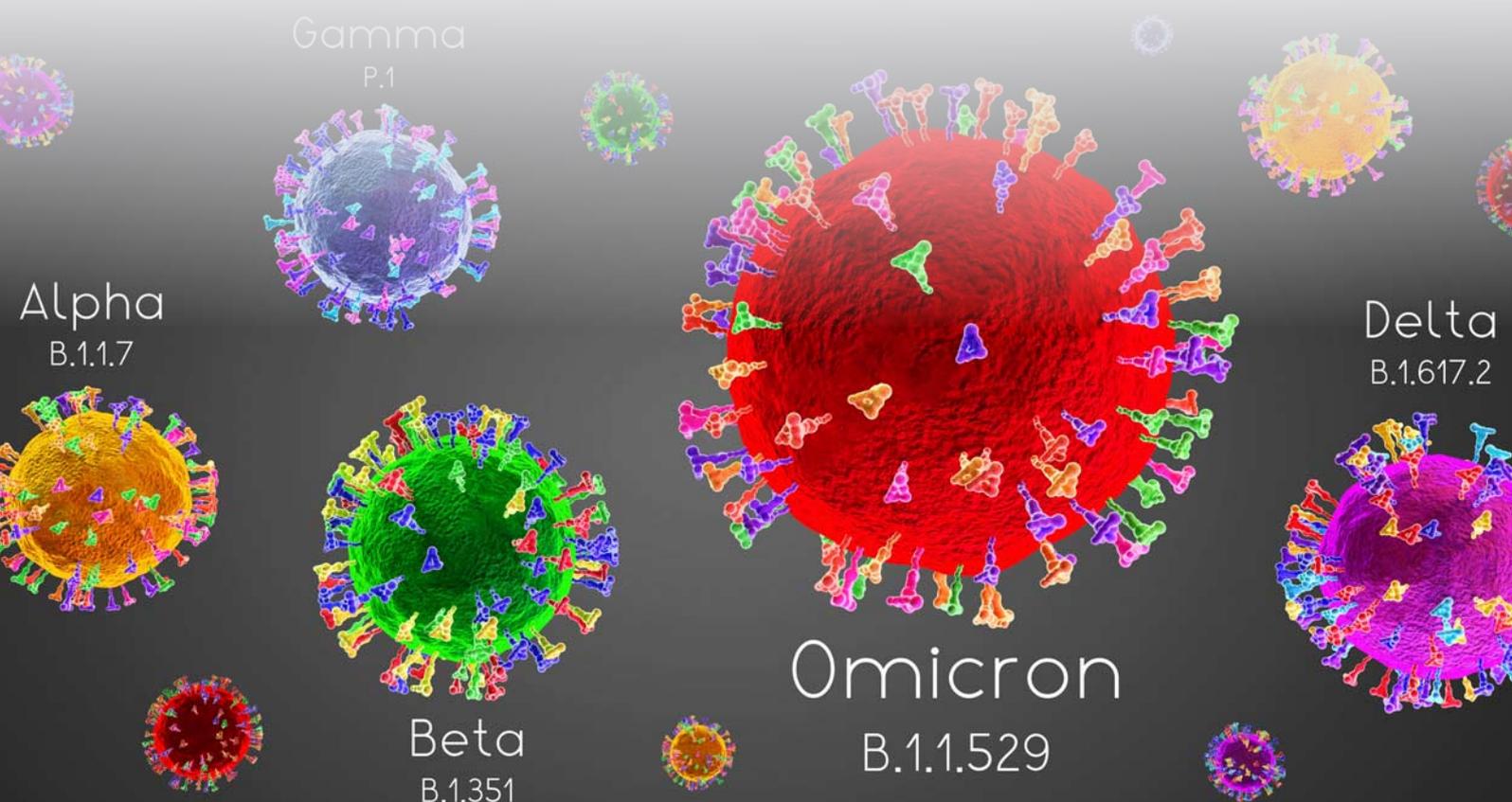
Als im November 2021 die ersten Berichte über Omikron aus Südafrika auftauchten, haben die Ökonomen von Goldman Sachs die Prognose für das globale BIP moderat gesenkt, da sie davon ausgingen, dass die wirtschaftlichen Auswirkungen ähnlich wie bei der Delta-Variante Anfang des Jahres verlaufen würden. Alles in allem scheint dies immer noch richtig zu sein. Omikron scheint zwar übertragbarer zu sein als erwartet, aber auch weniger schwerwiegend. Dies untermauert die Basiserwartung einer bescheidenen Beeinträchtigung des globalen Wachstums um etwa 0,3 Prozentpunkte im Jahr 2022, die sich vor allem auf das erste Quartal konzentriert.

Abgesehen von der jüngsten Omikron-Welle ist die entscheidende Frage für dieses Jahr, ob die Welt in der Lage ist, in ein endemisches und damit kontrollierbares Stadium der Pandemie überzugehen. Vieles spricht dafür, dass dies in den meisten Volkswirtschaften bis zum Frühjahr erreicht sein könnte, da die natürliche Immunität und die Auffrischungsimpfungen zunehmen, der Einsatz antiviraler

Medikamente steigt und die Beschränkungen in den meisten Volkswirtschaften außer China allmählich aufgehoben werden. Auch werden die meisten Verbraucher lernen, mit dem Virus besser zu leben.

## Omikrons großer „Erfolg“ bei der Infektionsimmunität

Die erhöhte Fähigkeit von Omikron, die durch frühere Covid-Infektionen oder Impfstoffe verliehene Immunität zu umgehen, hat die effektive Infektionsschutzrate weltweit um durchschnittlich fast 25 Prozentpunkte verringert und damit zur wesentlich schnelleren Ausbreitung der Variante im Vergleich zu Delta beigetragen. Die effektive Schutzrate gegen Infektionen in den USA, dem Vereinigten Königreich und Indien dürfte jetzt bei 50 Prozent liegen, in der Eurozone bei 40 Prozent, in Japan bei 20 Prozent und in China bei nur 5 Prozent. Doch trotz des geringeren Infektionsschutzes hat sich der Schutz vor der Notwendigkeit von Krankenhausaufenthalten gut ge-

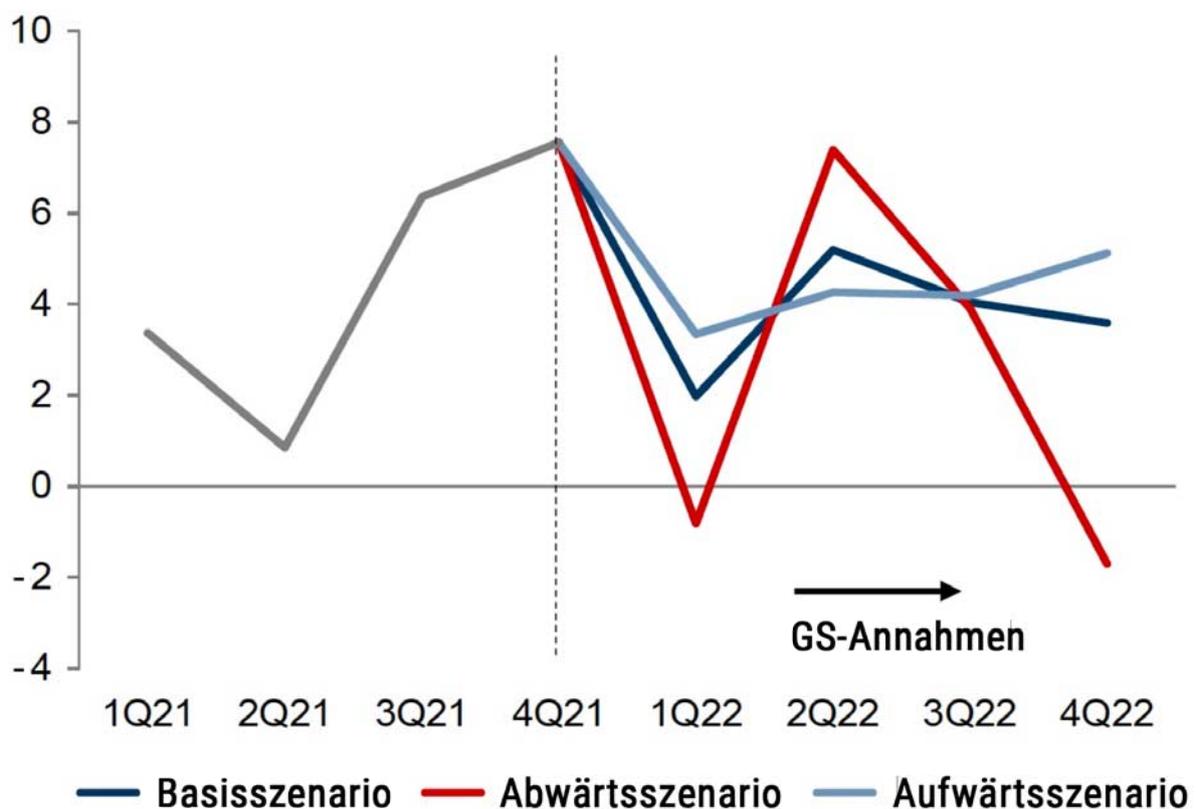


halten, wobei ein negativer Effekt der geringeren Wirksamkeit des Impfstoffs durch einen positiven Effekt des geringeren Schweregrads der Variante ausgeglichen wurde. Die effektiven Schutzraten gegen die Notwendigkeit von Krankenhausaufenthalten liegen jetzt bei 85 Prozent in den USA und im Vereinigten Königreich, bei 80 Prozent in der Eurozone und in Indien, bei 75 Prozent in Japan und bei 70 Prozent in China.



### Abb. 1: Szenarien für die Weltwirtschaft\*

Die Annahmen von Goldman Sachs basieren auf dem GS Global Effective Lockdown Index (ELI), der Faktoren von offiziellen Beschränkungen und tatsächlichen Mobilitätsdaten aus 46 Volkswirtschaften kombiniert. Der Chart zeigt drei mögliche Szenarien für die Entwicklung der Weltwirtschaft „nach Omikron“.



Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research

\* Die Abbildung dient lediglich illustrativen Zwecken; bitte beachten Sie, dass historische Entwicklungen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Entwicklung darstellen.

## **Basisszenario: Kurzfristige Beeinträchtigung des Wachstums, Aufwärtsrisiko für die Inflation**

Die Kombination aus einer viel schnelleren Virusausbreitung und einem immer noch hohen Schutz gegen die Notwendigkeit von Krankenhausaufenthalten bedeutet, dass die meisten Volkswirtschaften sehr große Wellen von Omikron-Infektionen erleben, wobei jedoch ein viel geringerer Anteil der Fälle zu Krankenhausaufenthalten und insbesondere zu Todesfällen führt. Infolge dieser großen Infektionswellen hat sich der GS Global Effective Lockdown Index (ELI) – eine Kombination aus offiziellen Beschränkungen und tatsächlichen Mobilitätsdaten aus 46 Volkswirtschaften, gewichtet nach dem BIP in Kaufkraftparitäten – seit seinem Tiefstand Mitte Dezember um 8 Prozentpunkte verschärft.

Glücklicherweise scheinen die Omikron-Wellen nur von kurzer Dauer zu sein, da die bestätigten Fälle nicht nur in Südafrika, wo der Erreger zuerst entdeckt wurde, sondern auch in England, Kanada, Irland und im Nordosten der USA rückläufig sind. Wenn sich dieses Muster auch anderswo fortsetzt, dürften die wirtschaftlichen Auswirkungen der ersten Omikron-Welle zumindest in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften bis zum Ende des ersten Quartals weitgehend hinter uns liegen.

Die Prognose der Volkswirte von Goldman Sachs für das weltweite BIP-Wachstum von 4,4 Prozent in diesem Jahr stimmt weitgehend mit dem stilisierten Basisszenario überein, in dem der globale ELI über weite Teile des Januars stabil bleibt, sich im Februar deutlich abschwächt, aber im vierten Quartal wieder leicht anzieht, wenn auch nur halb so stark wie während der ersten Omikron-Welle. Der Abwärtstrend des ELI während des gesamten Jahres 2022 spiegelt die Tatsache wider, dass die meisten Volkswirtschaften im Frühjahr in ein stärker endemisches Stadium übergehen dürften.

Obwohl der Zeitpunkt höchst ungewiss ist, berücksichtigt der ELI-An-

stieg im vierten Quartal die ziemlich hohe Wahrscheinlichkeit, dass entweder die Wintersaisonalität, ein gewisser Rückgang der Immunität gegen Infektionen oder ein etwas übertragbarer/ausbreitungsfähigerer zukünftiger Stamm zu einer weiteren vorübergehenden Episode einer gewissen ELI-Verengung führen. Auch könnten die laufenden Anpassungen von Verbrauchern und Unternehmen die Auswirkungen der ELI-Verschärfung auf das BIP weiter verringern.

## **Wachstum in China stärker beeinträchtigt**

Betrachtet man die größten Volkswirtschaften, so zeigt sich, dass das BIP-Wachstum in China durch Omikron stärker beeinträchtigt werden dürfte als in den USA und Europa. Der große Omikron-Angriff auf Chinas geringe effektive Schutzrate gegen Omikron-Infektionen wird wahrscheinlich zu Ausbrüchen und erheblichen Einschränkungen in mehreren Provinzen führen. Aufgrund der doppelten Herausforderung, die Null-Covid-Strategie beizubehalten und den Stress im Immobiliensektor einzudämmen, prognostizieren wir für China ein Wachstum von 4,5 Prozent für das Jahr, was etwa 0,75 Prozentpunkte unter dem Konsens liegt.

Die anhaltenden pandemiebedingten Unterbrechungen der Lieferkette – die durch Omikron noch verschärft werden – dürften die Kerninflation in den USA bis Anfang 2022 weiter auf ein Rekordhoch treiben. Im Basisszenario führen jedoch eine Abschwächung der US-Güternachfrage (wenn die fiskalische Unterstützung nachlässt und die Verbraucher wieder mehr Dienstleistungen in Anspruch nehmen) und ein Anstieg des globalen Güterangebots dazu, dass die Kerninflation bis Ende 2022 wieder unter 3 Prozent fällt, wodurch eine starke Beschleunigung der Inflation während der Zeit der Schutzmaßnahmen mehr als ausgeglichen wird.

Es spricht vieles dafür, dass die Fed auf die sehr hohen Inflationszahlen mit vier Zinserhöhungen in diesem Jahr, beginnend im März,

reagieren und mit dem Abbau ihrer Bilanz beginnen wird. In ähnlicher Weise dürften die Bank of Canada (BoC) in naher Zukunft und die Bank of England (BoE) Anfang Februar mit Zinserhöhungen auf die hohe Inflation und den Kapazitätsdruck durch die Pandemie reagieren, auch wenn ein von Omikron ausgehender Nettoinflationsdruck die Risiken in Richtung einer schnelleren Straffung als die von uns angenommenen vier (BoC) bzw. drei (BoE) Erhöhungen in diesem Jahr verschieben würde.

### **Abwärtsszenario: Ein schlechterer Virusausblick könnte die Fed zu einer schnelleren Normalisierung veranlassen (bei höherer Inflation)**

In einem Abwärtsszenario liegt das globale Wachstum im Jahr 2022 bei 3 Prozent und damit 0,7 Prozentpunkte unter unserer Basisprognose. Dieses Abwärtsszenario geht von einer größeren Infektionswelle im ersten Quartal als das Basisszenario, einer langsameren anschließenden Lockerung und dem Auftreten einer deutlich schlimmeren neuen Variante als Omikron aus, was zu einer Verschärfung im vierten Quartal führt, die der Verschärfung unter Omikron ähnelt. Eine deutlich schlimmere Variante als Omikron würde eine höhere Ausbreitungsrate, einen etwas höheren Schweregrad und einen stärkeren Rückgang der Immunität sowohl gegen Infektionen als auch gegen schwere Erkrankungen aufweisen.

Obwohl diese Variante die Aktivität weltweit verringern würde, deutet einiges darauf hin, dass sie unverhältnismäßig große Auswirkungen in China haben könnte, mit Schließungen in vielen Provinzen. Theoretisch sind die Nettoauswirkungen einer Virusverschlimmerung auf die Gesamtinflation des Verbraucherpreisindex nicht eindeutig, da die Nachfrage nach Dienstleistungen und Energie schwächer ist, aber auch das Angebot an Arbeitskräften, Waren und wahrscheinlich auch an Dienst-

leistungen zurückgeht. In der Praxis glauben wir jedoch, dass die Nettoauswirkungen in Volkswirtschaften wie den USA zu einer höheren Inflation führen würden.

Das liegt daran, dass in den USA die Lagerbestände an langlebigen Gütern bereits sehr niedrig sind, dass große Infektionswellen den ohnehin schon erheblichen Arbeitskräftemangel noch verschärfen könnten und dass die relativ geringen Ängste der Verbraucher (vorausgesetzt, der Anstieg des Schweregrads und der Rückgang der Immunität gegen schwere Erkrankungen sind nicht zu groß) die Auswirkungen auf die Nachfrage nach Dienstleistungen begrenzen dürften. Die Kombination aus einem geringeren Warenangebot in China (aufgrund weit verbreiteter Schließungen) und einer potenziell höheren Warennachfrage (aufgrund potenzieller fiskalischer Maßnahmen zur Förderung der Ausgaben für langlebige Güter wie Autos) im Falle eines Abwärtsszenarios könnte das globale Pandemie-Ungleichgewicht zwischen Warennachfrage und Warenangebot weiter verschärfen.

Die Auswirkungen dieses Abwärtsszenarios auf die Makropolitik sind von Region zu Region unterschiedlich. Wir gehen davon aus, dass die Fed ihre Politik schneller normalisieren würde als in unserem Basis-szenario, da die Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit wahrscheinlich relativ begrenzt wären, während die Inflation wahrscheinlich ansteigen würde. Da das Ziel der Höchstbeschäftigung im Wesentlichen erreicht wurde, glauben wir, dass die Fed eher auf Aufwärtsrisiken für die Inflation als auf Abwärtsrisiken für das Wachstum reagieren wird, und sehen die Höhe der Inflation als den Hauptfaktor für die Geschwindigkeit der Normalisierung der Fed. Am zurückhaltenderen Ende des Spektrums möglicher Maßnahmen erwarten wir deutlich mehr makropolitische Anreize in China, da die Wirtschaftstätigkeit stärker beeinträchtigt ist, der Immobiliensektor gleichzeitig Probleme hat und die Inflation relativ niedrig ist.

## **Aufwärtsszenario: Der Höhepunkt ist überschritten, eine schnellere Normalisierung steht bevor**

In einem Aufwärtsszenario schließlich liegt das globale Wachstum im Jahr 2022 insgesamt bei 4 Prozent und damit 0,3 Prozentpunkte über unserer Basisprognose. In diesem Aufwärtsszenario wird davon ausgegangen, dass am Ende des ersten Quartals der ELI-Höhepunkt der Omikron-Welle bereits hinter uns liegt, dass sich der ELI-Trend schneller abschwächt als im Basisszenario und dass es nur eine kleine Welle im vierten Quartal gibt (z.B. aufgrund der Saisonalität) sowie eine rasche weitere Anpassung. In diesem Szenario führen die große Immunität, die während der Omikron-Welle aufgebaut wurde, und die schneller als erwartet eintretende Anpassung zu einer schnelleren Abschwächung des Trend-ELI.

Aus konzeptioneller Sicht sind die Nettoauswirkungen dieses Szenarios auf die Inflation wiederum nicht eindeutig. In der Praxis glauben wir, dass die Inflation in Ländern wie den USA in diesem Szenario der „raschen Normalisierung“ wahrscheinlich niedriger wäre als in unserem Basisszenario, da der Preisdruck durch die Umschichtung der Nachfrage von Waren zu Dienstleistungen und die beschleunigte Erholung des Waren- und Arbeitsangebots den Preisdruck durch die stärkere Nachfrage nach Dienstleistungen und Energie mehr als ausgleichen dürfte.

Infolgedessen und angesichts der Fokussierung der Politik auf die Inflation könnte das Tempo der Fed-Straffung etwas langsamer ausfallen als in unserem Basisszenario.



## Erwartungen bei Aufwärtsszenario: **Wie geht es weiter nach Omikron?**

In den letzten Wochen hat sich der Markt hinsichtlich der Wachstumsaussichten in den USA und im Euroraum entspannt und einen Großteil der anfänglichen Herabstufungen der Wachstumserwartungen von Beginn der Omikron-Welle wieder rückgängig gemacht. Die jüngste Erholung bei den Rohstoffen, die Outperformance der zyklischen Aktien und die Schwäche des US-Dollar stehen im Einklang mit den steigenden globalen Wachstumserwartungen, da sich die Omikron-Variante als milder erwiesen hat als frühere Belastungen. In den USA könnte die durch Omikron ausgelöste Infektionswelle ihren Höhepunkt erreicht haben.

In der Tat hat der Markt anscheinend damit begonnen, sich eher über die Auswirkungen der deutlichen Wende der Fed in einem sich normalisierenden Umfeld als über das Virus Gedanken zu machen. Der Markt hat sich zuletzt hinsichtlich der globalen Wachstumsaussichten entspannt, insbesondere in den USA und im Euroraum. Obwohl Mediziner darauf hinweisen, dass die Unsicherheiten wegen der Unberechenbarkeit des Virus noch nicht überwunden sind, hat die Omikron-Welle dennoch die Möglichkeit einer tieferen Normalisie-

rung des Verhaltens und der Aktivitäten selbst angesichts künftiger Wellen eröffnet. Entweder weil eine höhere effektive Immunität nach dieser Welle einen größeren Schutz gegen Infektionen und schwere Erkrankungen in der Zukunft bietet oder weil sich die Politik und das Verhalten von Einzelpersonen dahingehend ändern, dass sie die Virusrisiken akzeptieren und das Leben normaler verlaufen lassen.

## **Aussichten bei sich normalisierendem Umfeld**

Das hier zugrundegelegte Szenario ist zwar optimistischer als das Basisszenario (siehe oben: „Virusszenarien“ für die Weltwirtschaft) der globalen Ökonomen von Goldman Sachs. Doch die Frage ist wichtig, was es für die Märkte bedeuten würde, wenn die Omikron-Welle schneller als erwartet abklingt.

Es wären drei Hauptkanäle, über die sich die Auswirkungen dieses Wandels auf die Märkte bemerkbar machen könnten: Erstens ein Schub für die Wachstumserwartungen des Marktes, da die verbleibende



Normalisierung der Wirtschaftstätigkeit beschleunigt wird, zumindest in den Volkswirtschaften, in denen die effektiven Schutzquoten nach dem Omikron-Effekt hoch genug sind. Zweitens eine schnellere Entlastung des Angebots, zumindest in einigen Bereichen, mit potenziellen Auswirkungen auf die Inflationsrisiken. Und drittens günstige Veränderungen in der Verteilung der Wachstums- und Inflationseinschätzungen, wodurch eine der Ursachen für die Risiken für Wachstum und Inflation gedämpft wird.



### Abb. 1: Wachstumserwartungen USA, Europa, China\*

Für Europa und die USA zeigen die Märkte eine aufgehellte Wachstumserwartung. Der jüngste Rückgang für die USA resultiert vor allem aus der Erwartung einer verschärften geldpolitischen Gangart der US-Notenbank, die sich in einem hypothetischen Aufwärtsszenario allerdings verlangsamen könnte.



Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research

\* Die Abbildung dient lediglich illustrativen Zwecken; bitte beachten Sie, dass historische Entwicklungen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Entwicklung darstellen.

## Erwartungen als Wachstumsbeschleuniger

Eine weitere Abkehr von den Covid-bedingten Beschränkungen, selbst im Falle eines weiteren Virusausbruchs, würde wahrscheinlich eine Anhebung der Wachstumserwartungen des Marktes mit sich bringen, da die Anleger einen schnelleren Weg zu einer vollständigen Normalisierung der Aktivität einpreisen. Bereiche, die bisher zurückgeblieben sind, einschließlich des Dienstleistungssektors im Allgemeinen und des Reiseverkehrs/Tourismus im Besonderen, würden wahrscheinlich besonders profitieren. Während diese Markteinschätzungen bereits ein Comeback in diesen Bereichen vorsehen, würde sich die Neubewertung in einem solchen Szenario wahrscheinlich noch beschleunigen.

Um die Marktkonsequenzen einer solchen Wachstumsverbesserung zu bewerten, gehen wir davon aus, dass die globalen Wachstumserwartungen in etwa dem „Aufwärtsszenario“ der Goldman Sachs Ökonomen entsprechen würden (siehe oben: „Virusszenarien“ für die Weltwirtschaft), und verwenden unseren Makrofaktor-Rahmen, um die Auswirkungen von zwei Versionen dieses Aufwärtsszenarios auf die Vermögensmärkte zu untersuchen, die auf dem Umfang der Normalisierung der Aktivität basieren. Während beide Versionen Aufwärtsskorrekturen des Wachstums in den USA und Europa beinhalten, betrachten wir einen Fall, in dem die Aufwärtsskorrekturen der Wachstumsaussichten Chinas hinter denen der großen Industrieländer zurückbleiben, und einen Fall, in dem sie diese übertreffen.

Das liegt daran, dass China derzeit die niedrigsten effektiven Schutzquoten der großen Volkswirtschaften hat, und die China-Ökonomen von Goldman Sachs glauben, dass das Risiko anhaltender Beschränkungen angesichts der Virusrisiken in nächster Zeit wahrscheinlich hoch bleiben wird. Solange sich die medizinischen oder infektionspolitischen Gegebenheiten nicht über die Omikron-Welle hinaus ändern, bedeutet dies, dass China einer breiteren Entwicklung hin zu

einer stärkeren Normalisierung hinterherhinken könnte. Die Kehrseite der Medaille ist jedoch, dass eine Änderung des politischen Ansatzes in China oder der medizinischen Realität des Virus zu größeren Gewinnen in China als in den USA oder Europa führen könnte, was die Auspreisung des Wachstumsrisikos betrifft.

## **Aufwärtspotenzial für Vermögenswerte und schwächerer Dollar**

In beiden Versionen unseres Aufwärtsszenarios würden wir mit weiterem Aufwärtsdruck auf Aktienindizes, Rohstoffe und Anleiherenditen und insgesamt mit einem schwächeren Dollar rechnen. Innerhalb der Aktienmärkte dürften sich zyklische Sektoren und Indizes im Allgemeinen besser entwickeln, und eine leichte Versteilerung der Renditekurven, angeführt von den längerfristigen Zinsen, wäre wahrscheinlich. Eine schnellere Normalisierung der Ausgaben für Dienstleistungen und Reisen könnte dem Öl- und Energiesektor im Allgemeinen sowie tourismusabhängigen Volkswirtschaften wie Thailand, Malaysia und Neuseeland zugute kommen.

Sollte ein größerer Teil der Normalisierung der Wirtschaftstätigkeit auf China entfallen, würden die Argumente für ein Aufwärtspotenzial bei den Rohstoffen weiter gestärkt, das Ausmaß und der Umfang der Abwärtsrisiken beim Dollar wären wahrscheinlich größer, und die breiten Aktienindizes der Schwellenländer hätten Spielraum für eine Outperformance, was nicht der Fall wäre, sollte China stattdessen zurückbleiben. In diesem Fall würden die europäischen Aktienindizes am deutlichsten profitieren.

## **Entlastung der Lieferkette**

Ein Szenario mit anhaltend niedrigeren Virenrisiken für die Wirtschaftstätigkeit jenseits von Omikron könnte auch einige der Angebotsengpässe mildern, die das Makrobild insbesondere im letzten Jahr beherrscht haben. Noch stärker als auf der Nachfrageseite

würde die Art dieser Entlastung auf der Angebotsseite von den Gründen für den Rückgang der Virusrisiken abhängen.

Wir sehen drei potenzielle Wege der Entlastung. Erstens könnte eine schnellere Normalisierung der Dienstleistungstätigkeit die Abkehr von den Ausgaben für Waren verstärken und den damit verbundenen Inflationsdruck etwas abmildern. Zweitens könnte die Wahrnehmung geringerer Risiken im Zusammenhang mit persönlichen Aktivitäten einen Teil der Beschränkungen des Arbeitskräfteangebots in Sektoren verringern, in denen die Arbeitskräfte eher zögerlich waren, zurückzukehren. Ein nachhaltigerer Rückgang der Krankheitsraten würde diesen Trend allgemein verstärken, da Omikron gezeigt hat, dass selbst leichtere Krankheiten immer noch einen übermäßigen Einfluss auf die Entstehung von Arbeitskräftemangel haben. Und drittens könnte eine günstigere Virusprognose die Aussichten auf eine Entlastung der Warenversorgungskette erhöhen, auch wenn dies in erheblichem Maße vom Umgang mit dem Virus in China und im asiatisch-pazifischen Raum im Allgemeinen abhängt, denn selbst wenn die medizinischen Risiken durch das Virus geringer sind, könnte das Risiko anhaltender Unterbrechungen der Warenversorgung erhöht bleiben, wenn die Politik weiter konservativ bleibt.

## **Auswirkungen auf die Inflation und die Vermögensmärkte**

Eine solche Angebotsentlastung hat verschiedene Auswirkungen auf die Inflation und die Vermögensmärkte. Obwohl das Kräfteverhältnis unklarer ist als auf der Wachstumsseite, geht das Aufwärtsszenario der globalen Ökonomen von Goldman Sachs von einer schnelleren Normalisierung der Konjunktur aus sowie von einer gewissen Inflationsentlastung, da die Angebotsbeschränkungen gelockert werden. Wie bereits früher skizziert, könnte es sein, dass sowohl die Aktien- als auch die Anleihemärkte einen eher „vorübergehenden“ Inflationsdruck bereits in erheblichem Maße durchschaut haben und sich bei

der Preisbildung stärker an einem Maß für die „zugrundeliegende“ Inflation orientieren könnten, das angebotsbeschränkte Güter ausschließt. Und eine breite Angebotsentlastung, insbesondere wenn sie das Arbeitskräfteangebot entlastet, könnte die Risiken für die zugrundeliegende Inflation selbst verringern.

Es deutet einiges darauf hin, dass sich dies positiv auf die weltweiten Aktienbewertungen auswirken würde, da sich das Verhältnis zwischen Wachstum und Inflation verbessert. Dies würde auch zu einem Abwärtsdruck auf die Renditen führen, obwohl unsere einfachen Modelle darauf hindeuten, dass die Entlastung wahrscheinlich am vorderen Ende der Renditekurve am stärksten ausgeprägt wäre und die Kurve infolgedessen mit der Zeit tendenziell steiler werden würde. Eine Entlastung des Warenangebots allein würde sich wahrscheinlich weniger stark auswirken, da die Märkte sie zu diesem Zeitpunkt weitgehend antizipieren, aber am Rande würde sie wahrscheinlich in dieselbe Richtung gehen. Infolgedessen besteht möglicherweise ein gewisser Spielraum für die Märkte, ein langsames Tempo der Zinserhöhungen einzupreisen als derzeit, zumindest am vorderen Ende der Kurve, insbesondere in Volkswirtschaften wie den USA und dem Vereinigten Königreich, wo die Zinsen stark gestiegen sind, da die Märkte eine aggressivere Reaktion der Zentralbank auf den kurzfristigen Inflationsdruck eingepreist haben.

## Umverteilung der Risiken

Neben einer Aufwärtsverschiebung der Wachstumserwartungen könnte der Markt das Abwärtsrisiko weiterer drastischer Wachstumsunterbrechungen weniger stark gewichten, wenn er davon ausgeht, dass erhebliche virusbedingte Schäden an der Wirtschaft hinter uns liegen. Wir haben gezeigt, dass sowohl das Niveau der Volatilität der US-Aktien als auch, mehr noch, die Schiefe der sogenannten „Equity Skew“ (die relative Bewertung von Aufwärts- und Abwärts-Tail-Risiken) angesichts der Stärke der Wirtschaft stärker als normal sind.

Dies ist ein Anzeichen dafür, dass der Markt möglichen wieder auftauchenden Abwärtsrisiken weiterhin ein höheres Gewicht beimisst als normal. Wenn der Markt die Verteilung der wirtschaftlichen Ergebnisse stärker im Einklang mit einem normalen Aufschwung einpreist, würden wir erwarten, dass die implizite Volatilität sinkt und sich die Aktienschiefe weiter normalisiert.

Abgesehen von den Auswirkungen auf die Volatilität selbst würde diese Dynamik die Argumente für einen Rückgang der Aktienrisikoprämie (bereits eine zentrale Annahme in unserem Ausblick für US-Aktien) verstärken. Wenn der Markt auch das Risiko eines weiteren angebotsbedingten Inflationsdrucks weniger stark gewichtet und seine Einschätzung einer raschen Straffung der Fed lockert, könnte diese Mischung eine breitere Suche nach Carry Trades fördern. Es gibt auch Anzeichen dafür, dass erhöhte Abwärtsrisiken die risikofreien Zinssätze nach unten drücken, sodass eine günstige Verschiebung in der Verteilung der Wachstumsaussichten den Markt möglicherweise dazu veranlassen könnte, einen höheren Endzinssatz einzupreisen, der näher an dem Niveau liegt, das wir letztendlich erwarten.

Die Schlussfolgerung, dass eine mögliche Verschiebung hin zu einem grundsätzlich günstigeren Bild nach dem Omikron-Virus Rückenwind für Aktien, zyklische Anlagen und Renditen bedeuten würde, dürfte die meisten Anleger nicht überraschen. Interessanter ist unseres Erachtens, dass die drei hier skizzierten Dynamiken zusammen eine stärkere Basis für höhere Endzinsen und eine gewisse Versteilerung der Renditekurven, einen schwächeren Dollar, eine stärkere Erholung der Energiemärkte, einen Rückgang der Aktienvolatilität und der Aktienschiefe sowie eine potenzielle Unterstützung für Carry Trades schaffen könnten.



Marquee-QuickPoll-Umfrage Februar 2022 unter 805 institutionellen Kunden von Goldman Sachs

## **Inflation: Das Ende von „vorübergehend“**

Für die Anleger wird das Jahr 2022 zu einem komplizierten Handels-umfeld, da Inflation, die Verabschiedung des Worts „vorübergehend“ durch die Fed und eine Verschärfung der finanziellen Bedingungen greifen. Zu den wichtigsten Ergebnissen der jüngsten Marquee-QuickPoll-Umfrage unter 805 institutionellen Kunden von Goldman Sachs gehören:

**Das Ende von „vorübergehend“.** Die Anleger haben ihre Inflations-erwartungen wieder höhergeschraubt. Wie das unten folgende Schaubild zeigt, erwartet eine Mehrheit, dass die Kerninflation in den USA bis Ende dieses Jahres über 3 Prozent liegen wird.

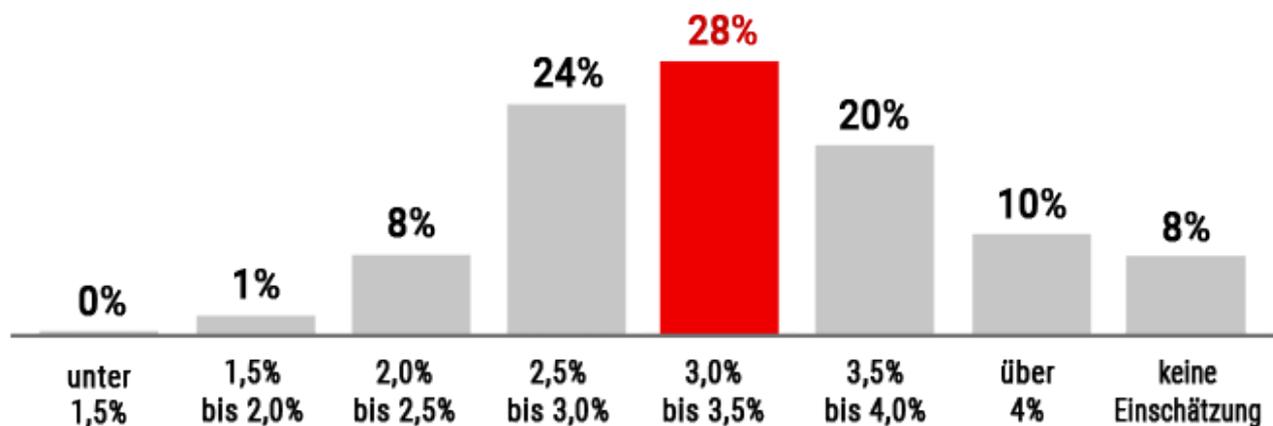
**„Hinter der Kurve“.** Einer der Hauptunterschiede in diesem Zyklus besteht darin, dass die Zentralbanken der Industrieländer diesen Zyklus offenbar „hinter der Kurve“, also mit Verspätung, beginnen. Dies bedeutet, dass die Unsicherheit über den weiteren Verlauf zunimmt und die politischen Entscheidungsträger nicht in der Lage sind, die finanziellen Bedingungen und, in der Folge davon, auch die Preise von Vermögenswerten zu steuern. Dies schlägt sich insbesondere in einer hohen Volatilität an den Märkten nieder.

**China und das Comeback der Schwellenländer.** Das Bild ist nicht durchgängig düster. Vor allem viele Schwellenländer haben bereits einen Straffungszyklus hinter sich und sind jetzt viel besser aufgestellt, sagt Oscar Ostlund, Head of Content bei Marquee, der digitalen Plattform für die Global Markets Division von Goldman Sachs. Insbesondere in China ist ein deutlicher Stimmungsumschwung zu verzeichnen. Die Anleger wählten den MSCI China Index zu ihrem bevorzugten Aktienindex – erst zum dritten Mal seit Einführung der QuickPoll im Jahr 2016.



### Abb. 1: Erwartung steigender Inflation im Jahr 2022

Die Marquee-QuickPoll-Umfrage wurde vom 3. bis zum 6. Februar 2022 durchgeführt. Sie fasst die Einschätzungen von 805 institutionellen Kunden von Goldman Sachs zusammen. Auf die Frage „In welcher Höhe erwarten Sie die Kerninflation für das Jahresende 2022?“ nannten mehr als die Hälfte eine Inflationsrate von 3 Prozent und mehr.



Quelle: Goldman Sachs Global Markets Division

Quelle: Die Marquee QuickPoll Februar 2022 erschien in dem Goldman Sachs Newsletter „Briefings“ vom 10. Februar 2022.

# Termine

Daran sollten Sie denken!

## Wirtschafts- und Unternehmenskalender März 2022

Dienstag, 1. März 2022



### Einkaufsmanagerindex (PMI)

Der Purchasing Managers Index (PMI), auch „Manufacturing ISM Report On Business“ oder „ISM-Einkaufsmanagerindex“, ist der wichtigste und verlässlichste Frühindikator für die wirtschaftliche Aktivität in den USA. Er wird von der Non-Profit-Organisation Institute for Supply Management (ISM) am ersten Geschäftstag im Monat veröffentlicht und zeigt die zu erwartende Auslastung des verarbeitenden Gewerbes. Ein Ergebnis über 50 Prozent ist für die US-Konjunktur in der Regel positiv. Im Dezember 2021 lag der PMI bei 58,7 Prozent und damit 2,4 Prozentpunkte niedriger als im Vormonat.

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

Donnerstag, 3. März 2022



### Bilanz Merck KGaA

Die Merck KGaA ist ein Unternehmen der Chemie- und Pharmaziebranche, dessen Anfänge bis ins Jahr 1668 zurückgehen. Bereits im 19. Jahrhundert war Merck für Laborchemikalien und Arzneimittel bekannt. Heute ist Merck in drei Unternehmensbereiche gegliedert: Healthcare, Life Science und die Flüssigkristall- und Pigmententwicklung und -herstellung. Im Geschäftsjahr 2020 hat Merck Umsätze in Höhe von 17,5 Milliarden Euro erzielt (Vorjahr: 16,2 Milliarden Euro). Das Unternehmen präsentiert die Zahlen des vierten Quartals und des Geschäftsjahres 2021 in einer virtuellen Pressekonferenz und im Webcast für Analysten.

Quelle: Merck KGaA, weitere Informationen hier



Freitag, 4. März 2022



## Handelsbilanz Deutschland

Die monatlich vom Statistischen Bundesamt veröffentlichte Außenhandelsbilanz zeigt den Saldo von Importen und Exporten für Güter und Dienstleistungen. Ein positiver Wert bedeutet einen Handelsüberschuss, ein negativer Wert ein Handelsdefizit. Im November 2021 schloss die Handelsbilanz Deutschlands kalender- und saisonbereinigt mit einem Überschuss von 10,9 Milliarden Euro ab. Die Exporte nahmen kalender- und saisonbereinigt gegenüber dem Vormonat um 1,7 Prozent zu, die Importe nahmen um 3,3 Prozent zu.

Quelle: Statistisches Bundesamt, weitere Informationen hier

Mittwoch, 9. März 2022



## 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 Weltagarmärkte und ermöglicht so eine Beurteilung der globalen Produktion von Weizen, Soja, Mais, Fleisch, Milch und anderen Lebensmitteln sowie Agrarrohstoffen.

Quelle: USDA, weitere Informationen hier

Donnerstag, 10. März 2022



## EZB – Pressekonferenz nach der Ratssitzung

Zu den bedeutenden Aufgaben der EZB gehören die Regulierung der Geldmenge und die Überwachung des europäischen Bankensystems. Im Abstand von zu meist 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



## Verbraucherpreisindex USA

Das US-Arbeitsministerium veröffentlicht monatlich den Consumer Price Index (CPI), der Veränderungen der Verkaufspreise für einen repräsentativen Warenkorb von Gütern und Dienstleistungen zeigt. Der CPI ist ein wichtiger Indikator, um die Inflation und Veränderungen im Kaufverhalten zu messen. Im Dezember 2021 stieg der Verbraucherpreisindex saisonbereinigt gegenüber dem Vormonat um 0,5 Prozent an, die Verbraucherpreise kletterten um 7,0 Prozent im Vergleich zum Dezember des Vorjahres.

Quelle: Bureau of Labor Statistics, weitere Informationen hier



Alle Covid-19 Interview Rohstoffe Märkte Kalender Umfrage Wissen

Daran sollten Sie denken!  
Wirtschafts- und Unternehmenskalender – KW 9

aktuelle Termine in unserem Website-Feed

Dienstag, 15. März 2022



## Bilanz Wacker Chemie

Der weltweit agierende Chemiekonzern mit Hauptsitz in München legt Finanzzahlen zum Geschäftsjahr 2021 vor. Im Geschäftsjahr 2020 ist der Umsatz um fünf Prozent im Jahresvergleich auf 4,692 Milliarden Euro zurückgegangen, beim Konzernergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) wurde mit 666,0 Millionen Euro weniger als im Vorjahr erzielt.

Quelle: Wacker Chemie, weitere Informationen hier

Mittwoch, 16. März 2022



## Zinsentscheid der Fed – Pressekonferenz

Der Offenmarktausschuss der US-Notenbank („Federal Open Market Committee“) entscheidet über die kurzfristigen Zinssätze. Auch bei einer zuletzt steigenden Inflation blieb die Federal Funds Rate bei der Fed-Sitzung im Dezember 2021 unverändert bei 0,0 Prozent bis 0,25 Prozent. Im Statement zum Zinsentscheid wurde dieses Stillhalten mit der Einschätzung begründet, das aktuelle Zinsniveau sei angemessen, um den Aufschwung zu stützen und die Beschäftigungs- und Inflationsziele zu erreichen. Darüber hinaus will die Fed das Anleihekaufprogramm früher als bisher angekündigt beenden. Im kommenden Jahr erwarten die Zentralbanker im Schnitt drei Zinsschritte.

Quelle: Federal Reserve, weitere Informationen hier



# Hinweise | Risiken | Impressum

## Hinweise

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

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

## Allgemeine Risiken von Optionsscheinen und Zertifikaten

Die in dieser Ausgabe von Goldman Sachs KnowHow kompakt beschriebenen Anleihen, Optionsscheine und Zertifikate (nachstehend zusammen als die „Wertpapiere“ bezeichnet) gewähren dem Inhaber das Recht, von der Emittentin, der Goldman, Sachs & Co. Wertpapier GmbH, 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 Kurs-

gewinne 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 jeweiligen Wertpapieren zugrundeliegenden Bedingungen vorgesehen ist, die Laufzeit auch beendet werden, wenn ein Knock-out-Ereignis eintritt. In diesen Fällen ist der Anleger dem Risiko ausgesetzt, dass seine Erwartungen auf einen Wertzuwachs der Wertpapiere aufgrund der Laufzeitbeendigung nicht mehr erfüllt werden können.

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

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

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

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

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

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

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

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

## Rechtliche Hinweise

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

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

Diese Information stellt keinen Prospekt dar und dient Werbezwecken. Rechtlich verbindlich sind alleine die jeweiligen Endgültigen Bedingungen zusammen mit dem maßgeblichen Basisprospekt gegebenenfalls aktualisiert durch Nachträge (jeweils zusammen der „Prospekt“). Diese Dokumente können in elektronischer Form unter [www.gs.de](http://www.gs.de) unter Eingabe der jeweiligen Wertpapierkennnummer (WKN oder ISIN) des Wertpapiers bzw. der jeweilige Basisprospekt unter <https://www.gs.de/de/info/dokumente/basisprospekte>

abgerufen werden und können auf Verlangen von der Goldman Sachs Bank Europe SE, Zertifikate-Abteilung, Marienturm, Taunusanlage 9–10, 60329 Frankfurt am Main, kostenlos auf einem dauerhaften Datenträger, oder, soweit dies ausdrücklich gewünscht ist, in Papierform zur Verfügung gestellt werden. Um potenzielle Risiken und Chancen der Entscheidung, in das Wertpapier zu investieren, vollends zu verstehen, wird ausdrücklich empfohlen, diese Dokumente zu den Chancen und Risiken einschließlich des emittenten- und gegebenenfalls produktspezifischen Totalverlustrisikos zu lesen und etwaige Fragen mit Ihrem Finanzberater zu besprechen.

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

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

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

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

## Index-Disclaimer

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

### DAX (Performance Index)

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

### Dow Jones Industrial Average Index

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

### MSCI China 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.



## Redaktion

Friederike Walle

## Redaktionelles Konzept

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

## Lektorat

Anna-Luise Knetsch

## Konzeption, Layout

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

## Fotonachweise

Adobe Stock – S. 1: v.poth | S. 2: William W. Potter | S. 8: Natee Meepian  
S. 9: SmirkDingo | S. 10: j-mel | S. 14, S. 40: Stockwerk-Fotodesign | S. 15: PX Media  
S. 22: SergeyBitos | S. 23: pixelschoen | S. 30: SERSOLL | S. 32 oben: Gina Sanders  
S. 32 unten: I Viewfinder | S. 34: weerapong

## Kontakt



Goldman Sachs Bank Europe SE

Marienturm | Taunusanlage 9–10 | 60329 Frankfurt am Main

Telefon: 0800 67 463 67 | E-Mail: [zertifikate@gs.com](mailto:zertifikate@gs.com)

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