

# KnowHow kompakt.

Aktuelle Analysen aus dem Finanzsektor

Werbemitteilung

- + Portfolioabsicherung: Den Kursrückgängen trotzen **> 01–09**
- + Im Gespräch: Jan Hatzius und Dominic Wilson, Goldman Sachs – Ein Blick auf 2023: US-Wirtschaft mit sanfter Landung **> 10–20**
- + Umfrage – Goldman Sachs Global Strategy Conference 2023 **> 21–24**
- + Marquee QuickPoll 01/2023: Eine leichte Rezession, ein schwächerer Dollar und chinesische Aktien **> 25–26**
- + Termine: Daran sollten Sie denken **> 27–29**
- + Hinweise, Risiken und Impressum **> 30–35**



Portfolioabsicherung:

## Den Kursrückgängen trotzen

Hebelprodukte stehen für hohe Gewinnchancen bei gleichzeitig hohen Verlustrisiken. Doch Put-Optionsscheine oder Turbo-Short-Produkte eignen sich auch für Absicherungsgeschäfte. Sie können dabei helfen, die Risiken im Portfolio zu reduzieren.



Die vergangenen Monate an den Finanzmärkten haben erneut gezeigt, dass die Kurse von Aktien und anderen Wertpapieren mitunter heftig schwanken können. Anleger müssen einer solchen Entwicklung nicht tatenlos zusehen. Sie könnten natürlich frühzeitig aussteigen – dann aber verpassen sie möglicherweise den Einstieg, wenn es zu einer Erholungsphase kommt. Oder sie sichern ihr Aktien-Depot durch den Einsatz von Hebelprodukten ab. Durch den Kauf von Put-Optionsscheinen oder Open-End-Turbos Short können sie Verluste im Portfolio ausgleichen. In diesem Beitrag möchten wir Ihnen verschiedene Strategien vorstellen.

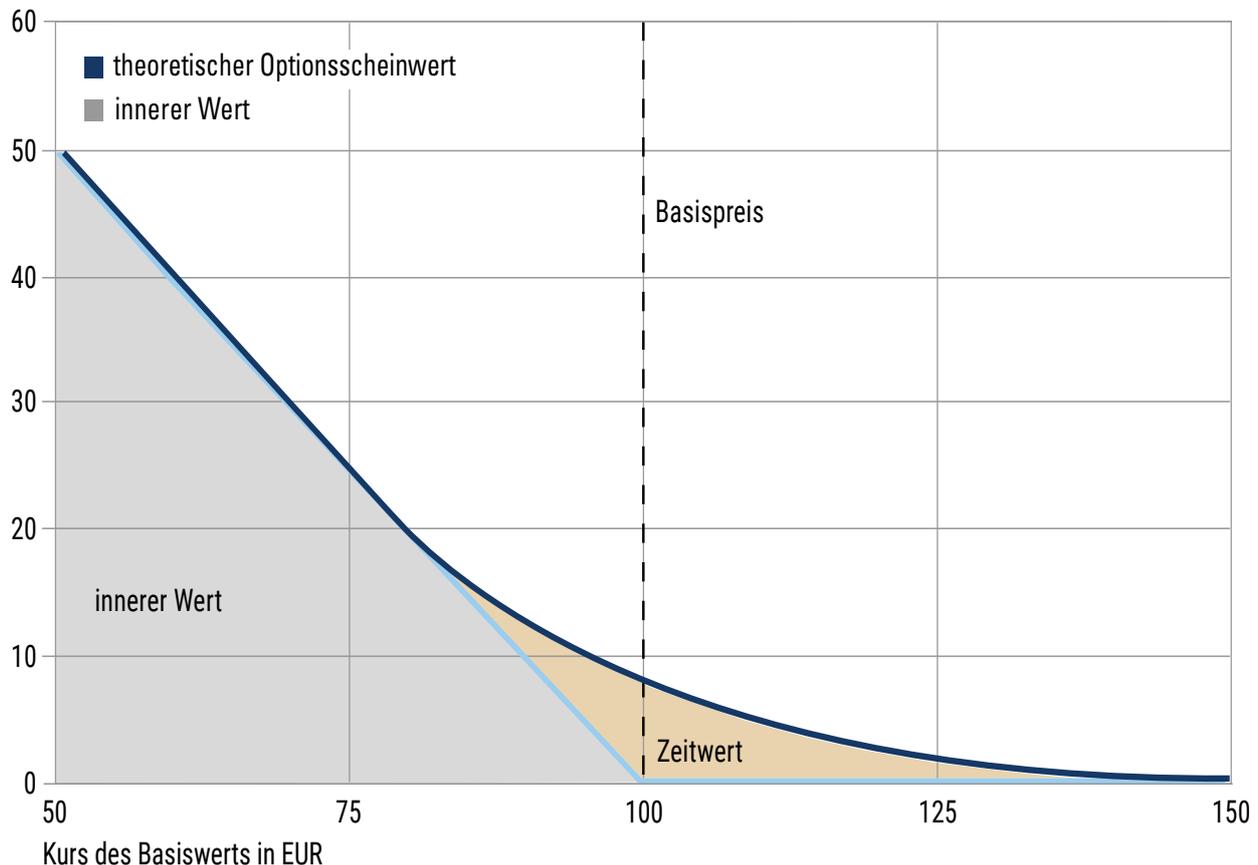
Um eines vorwegzunehmen: Die Versicherung eines Depots – ganz gleich, ob Komplettschutz oder ob Teilabsicherung – ist nicht zum Nulltarif zu haben. Genauso wie eine Versicherungspolice für das Auto oder den Hausrat Geld kostet, müssen Investoren auch für die Absicherung ihres Depots Geld aufwenden. Und genau wie im Alltag ist auch bei der Geldanlage eine Vollkaskoversicherung teurer als eine Teilkaskopolice.



## Abb. 1: Put-Optionsschein

Der Wert eines Puts (amerikanischen Typs) besteht aus dem Zeitwert und dem inneren Wert, der sich aufbaut, sobald der Kurs des Basiswerts tiefer ist als der festgelegte Basispreis.

Put-Optionsschein in EUR



Quelle: Goldman Sachs Global Banking & Markets, Stand: 15. November 2022

## Komplettabsicherung durch Puts

Nehmen wir an, ein Anleger hat ein Portfolio, dessen Zusammensetzung genau dem DAX<sup>®</sup> entspricht. Der Einfachheit halber soll es genau „ein DAX<sup>®</sup>“ sein. Der Index soll bei 14.300 Punkten notieren. Der Investor möchte sein Portfolio für die kommenden beiden Monate absichern. Dazu erwirbt er 100 DAX<sup>®</sup>-Puts mit Basispreis 14.300 Punkte, einem Bezugsverhältnis von 0,01 und einer Restlaufzeit von neun Wochen. Bei einem Briefkurs von 4,67 Euro je Put müsste er hierfür insgesamt 467 Euro bzw. 3,3 Prozent des DAX<sup>®</sup>-Standes als „Absicherungskosten“ aufwenden.

## Absicherung mit Put-Optionsscheinen

<b>DAX®-Stand</b>	14.300
<b>Basispreis Put</b>	14.300
<b>Restlaufzeit</b>	neun Wochen
<b>Briefkurs</b>	EUR 4,67
<b>Bezugsverhältnis</b>	0,01
<b>Gesamte Kosten</b>	EUR 467
<b>Gesamte Kosten in Prozent des DAX®-Standes</b>	3,3%

Quelle: Goldman Sachs Global Banking & Markets, Stand: 15. November 2022

Bei Fälligkeit haben die Puts einen Wert, wenn der DAX® unter 14.300 Punkten notiert. Dabei wird der innere Wert wie folgt berechnet: Innerer Wert =  $(14.300 - \text{DAX}^{\text{®}}\text{-Kurs}) \times 0,01$ . Steht der Index bei genau 14.300 oder darüber, verfallen die Puts wertlos. Die gezahlten Absicherungskosten wären dann verloren, im Gegenzug hätte aber das Portfolio vermutlich an Wert gewonnen. Bei einem Kurs von 16.000 Punkten hätte das Portfolio um 1.700 Euro zugelegt. Zieht man davon die 467 Euro Kaufpreis der Puts ab, verbleibt ein Wertzuwachs von 1.233 Euro bzw. 8,6 Prozent.

Performance Gesamtportfolio		
DAX®-Stand bei Fälligkeit	Änderung des Gesamtportfoliowertes in EUR	Prozentuale Änderung des Gesamtportfoliowertes
17.000	2.233	15,6%
16.000	1.233	8,6%
15.000	233	1,6%
14.500	-267	-1,9%
14.300	-467	-3,3%
14.000	-467	-3,3%
13.000	-467	-3,3%
12.000	-467	-3,3%
11.000	-467	-3,3%
10.000	-467	-3,3%

Quelle: Goldman Sachs Global Banking & Markets, Stand: 15. November 2022



Würde der DAX<sup>®</sup> indes auf 13.000 Punkte fallen, entstünde im Portfolio ein Verlust von 1.300 Euro. Gleichzeitig würden aber die Puts nun einen Wert von  $100 \times (14.300 - 13.000) \times 0,01 = 1.300$  Euro aufbauen. Daher ist der Verlust auf den gezahlten Kaufpreis der Puts begrenzt, also auf 467 Euro bzw. 3,3 Prozent. Der Kaufpreis der Put-Optionsscheine stellt gleichzeitig den maximalen Verlust für den Anleger dar. Denn der innere Wert, den die Puts aufbauen, entspricht immer exakt dem Verlust im Portfolio.

## Teilabsicherung als Alternative

Kosten von 3,3 Prozent des ursprünglichen Portfoliowertes für eine Absicherung von einem doch eher kurzen Zeitraum von gut zwei Monaten ist allerdings ein recht hoher Aufwand. Es stellt sich die Frage, ob eine Teilabsicherung eine Alternative darstellt. Nehmen wir an, der Anleger würde in der gleichen Situation Put-Optionsscheine mit einem Basispreis von 13.000 Punkten erwerben. Diese Puts sind bei gleicher Laufzeit von neun Wochen mit einem Briefkurs von 1,43 Euro deutlich günstiger. Die Absicherungskosten belaufen sich daher auf 1,0 Prozent des Portfoliowertes.

<b>DAX<sup>®</sup>-Stand</b>	14.300
<b>Basispreis Put</b>	13.000
<b>Restlaufzeit</b>	neun Wochen
<b>Briefkurs</b>	EUR 1,43
<b>Bezugsverhältnis</b>	0,01
<b>Gesamte Kosten</b>	EUR 143
<b>Gesamte Kosten in Prozent des DAX<sup>®</sup>-Standes</b>	1,0%

Quelle: Goldman Sachs Global Banking & Markets, Stand: 15. November 2022

Die Konsequenz ist allerdings, dass der Investor kleinere Verluste selbst tragen muss – ähnlich wie eine Selbstbeteiligung bei einer gewöhnlichen Versicherung. Erst wenn der DAX® unter die Marke von 13.000 Punkten fällt, greift die Teilabsicherung und die Puts bauen einen inneren Wert auf. Ob der Teilschutz die bessere Alternative ist, hängt von der Indexentwicklung ab. Steigt der DAX®, bleibt er unverändert oder fällt er leicht, sind die Puts mit 13.000er Basispreis zu bevorzugen. Denn aufgrund des geringeren Briefkurses wird der Gewinn weniger geschmälert. Auch bei einem leichten Kursrückgang würde durch geringere Absicherungskosten der Verlust geringer ausfallen. Denn der DAX® müsste bei der Vollabsicherung stärker fallen, bevor die Kosten des Absicherungsgeschäfts kompensiert sind.

Performance Gesamtportfolio		
DAX®-Stand bei Fälligkeit	Änderung des Gesamtportfoliowertes in EUR	Prozentuale Änderung des Gesamtportfoliowertes
17.000	2.557	17,9%
16.000	1.557	10,9%
15.000	557	3,9%
14.500	57	0,4%
14.300	-143	-1,0%
14.000	-443	-3,1%
13.000	-1.443	-10,1%
12.000	-1.443	-10,1%
11.000	-1.443	-10,1%
10.000	-1.443	-10,1%

Quelle: Goldman Sachs Global Banking & Markets, Stand: 15. November 2022

Bei fallenden Kursen ist der Schutz allerdings weniger wirksam. Würde der DAX® bei Fälligkeit beispielsweise bei 13.000 Punkten notieren, würde der Käufer der Puts mit Basispreis von 14.300 Punkten einen Verlust von 3,3 Prozent erleiden – die Prämie der Puts. Der Inhaber der 13.000er Puts würde die Prämie von 1,0 Prozent verlieren und ferner den Verlust von 14.300 auf 13.000 Punkte selber tragen müssen. Insgesamt entstünde ihm ein Minus von 10,1 Prozent.

## Open-End-Turbo statt Optionsschein

Die Kosten der Absicherung sind im Übrigen keine Konstante. Der Preis von Optionsscheinen ändert sich, wenn sich Marktfaktoren wie die erwartete Schwankungsbreite (implizite Volatilität) des Basiswerts ändern. Bei einer hohen „Vola“ sind die Optionsscheine und damit die Absicherung vergleichsweise teuer. So bleibt die Frage, ob eine Absicherung mit Knock-out-Produkten sinnvoll ist.

Bei Turbos, Open-End-Turbos und Mini-Futures ist der Einfluss der Volatilität vergleichsweise gering. So könnte der Anleger beispielsweise einen Open-End-Turbo Short mit Basispreis von 16.000 Punkten wählen. Bei diesem Produkttyp ist der Basispreis mit der Knock-out-Barriere identisch. Berührt oder übersteigt der DAX® diese Marke, tritt ein Knock-out Ereignis ein, die Laufzeit des Open-End-Turbos endet und der Inhaber erhält 0,001 Euro zurück.

## Absicherung mit Open-End-Turbos Short

<b>DAX®-Stand</b>	14.300
<b>Aktueller Basispreis</b>	16.000
<b>Aktuelle Knock-out-Barriere</b>	16.000
<b>Briefkurs</b>	EUR 17,05
<b>Bezugsverhältnis</b>	0,01
<b>Zusätzlicher Investitionsbedarf</b>	EUR 1.705
<b>Zusätzlicher Investitionsbedarf in Prozent des DAX®</b>	11,9%
<b>Geschätzte Finanzierungskosten bis Fälligkeit</b>	EUR 105,01
<b>Geschätzte Finanzierungskosten bis Fälligkeit in Prozent des DAX®</b>	0,7%
<b>Geschätzter Basispreis* bei Fälligkeit</b>	15.895 * unter Annahme konstant bleibender Zinsen

Quelle: Goldman Sachs Global Banking & Markets, Stand: 15. November 2022

Ein solcher Open-End-Turbo Short hätte einen Briefkurs von 17,05 Euro. Davon entsprechen 17,00 Euro dem inneren Wert. Das Aufgeld

Performance Gesamtportfolio		
DAX®-Stand bei Fälligkeit	Änderung des Gesamtportfoliowertes in EUR	Prozentuale Änderung des Gesamtportfoliowertes
17.000	nicht möglich	nicht möglich
16.000	nicht möglich	nicht möglich
15.000	-105,01	-0,7%
14.500	-105,01	-0,7%
14.300	-105,01	-0,7%
14.000	-105,01	-0,7%
13.000	-105,01	-0,7%
12.000	-105,01	-0,7%
11.000	-105,01	-0,7%
10.000	-105,01	-0,7%

Quelle: Goldman Sachs Global Banking & Markets, Stand: 15. November 2022

beträgt 0,05 Euro. Der Investor müsste für die Absicherung 1.705 Euro aufwenden, also erheblich mehr als beim Kauf der Puts. Fällt der DAX®, erhöht sich der Wert des Open-End-Turbos Short und gleicht den Verlust im Portfolio aus.

Steigt der DAX® stattdessen, verliert der Open-End-Turbo Short an Wert. Bei einer Absicherung über einen Open-End-Turbo Short sollten Anleger allerdings beachten: Würde der Index auf oder über die Knock-out-Barriere klettern, käme es zu einem Knock-out-Ereignis. Das bedeutet auch, dass dann die Absicherung und somit auch der für Open-End-Turbos Short gezahlte Erwerbspreis (inklusive etwaiger Transaktionskosten und Gebühren) verloren ist und die Absicherung möglicherweise zu erneuern wäre.

Bei Open-End-Turbos wird der Basispreis (und damit auch die Knock-out-Barriere) börsentäglich angepasst. Auf diesem Weg belastet der Emittent dem Anleger die Finanzierungskosten von aktuell 3,58 Prozent p.a. bei DAX®-Open-End-Turbos. Während der neunwöchigen Laufzeit würde so der Basispreis bei unveränderten Finanzierungskosten von 16.000 auf 15.895 Punkte sinken. Unterstellt man ferner

ein unverändertes Aufgeld, so würden dem Anleger für die Absicherung Kosten entstehen, die den Finanzierungskosten von rund 105 Euro bzw. 0,7 Prozent des ursprünglichen Portfoliowertes entsprechen.

Fällt der Index beispielsweise auf 13.000 Punkte, würde sich der Preis des Open-End-Turbos Short auf  $(15.895 - 13.000) \times 0,01 + 0,05$  Euro = 29,00 Euro erhöhen. Der Gesamtportfoliowert beläuft sich demnach auf 15.900 Euro. Dieser Wert errechnet sich wie folgt: Wert des Aktien-Portfolios (13.000 Euro) + 100 x Wert Open-End-Turbos Short (29,00 Euro). Zuvor waren es 14.300 Euro + 1.705 Euro = 16.005 Euro, sodass sich der Verlust auf die Finanzierungskosten von 0,7 Prozent des ursprünglichen Portfoliowertes beschränkt. Die Absicherung ist also wesentlich günstiger als mit Put-Optionsscheinen.

Ein Nachteil ist allerdings auch, dass der Investor durch den Kauf der Open-End-Turbos Short die Position „glattstellt“. Er gibt die Chance auf, an steigenden DAX<sup>®</sup>-Kursen zu partizipieren. Denn würde der DAX<sup>®</sup> beispielsweise auf 15.500 Punkte steigen, würde der Anleger 1.200 Euro durch den Indexanstieg verdienen. Die Position in den Open-End-Turbos Short würde aber exakt um diesen Wert fallen. Der Inhaber der Put-Optionsscheine würde dagegen die Chance auf Kursgewinne wahren.

Bei sämtlichen Hebelprodukten und Zertifikaten gilt es, neben den Kursrisiken auch das Emittentenrisiko zu beachten. Anleger sind dem Risiko von hohen Verlusten bis hin zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals ausgesetzt.

---

**Sämtliche Beispiele dienen lediglich Informationszwecken und sind nicht als Investmentempfehlungen zu verstehen. In den Rechnungen werden Transaktionskosten und sonstige Gebühren, die beim Handel anfallen können, nicht berücksichtigt.**

Im Gespräch: Jan Hatzius und  
Dominic Wilson, Goldman Sachs

## Ein Blick auf 2023: US-Wirtschaft mit sanfter Landung?

Was steht den Volkswirtschaften und Märkten im Jahr 2023 bevor? Allison Nathan sprach am 11. Januar 2023 in der Podcast-Reihe „Exchanges at Goldman Sachs“ mit Jan Hatzius, Chefvolkswirt und Leiter von Goldman Sachs Global Investment Research, und Dominic Wilson, Senior Advisor bei Goldman Sachs Global Investment Research. Das Gespräch besteht aus zwei Teilen. Den ersten Teil geben wir hier in leicht gekürzter Fassung wieder. Thema ist die US-Wirtschaft, für die Jan Hatzius und Dominic Wilson eine sanfte Landung erwarten. In Teil zwei (siehe unter [„Europa und China: Robuster als erwartet?“](#) auf [www.gs.de](http://www.gs.de)) sprechen sie über die ebenfalls etwas aufgehellten Aussichten für Europa und China.



**Jan Hatzius,**

Goldman Sachs Global Investment Research

„Es gibt eine Reihe von inflationshemmenden Faktoren, darunter die Abflachung bei den Rohstoffpreisen, die Beseitigung der Ungleichgewichte in den Lieferketten und schließlich der sich abflachende Anstieg bei den Mieten, die zu einem Rückgang der Kerninflation geführt haben.“



**Das globale Wachstum hat sich im Jahr 2022 stark verlangsamt, belastet durch steigende Inflation, Zinsen und geopolitische Unruhen. Was erwartet die Volkswirtschaften und Märkte im Jahr 2023?**

**Jan Hatzius:** Hinsichtlich der US-Wirtschaft sind wir der Meinung, dass eine sanfte Landung möglich ist. Das heißt aber nicht, dass sie sicher ist. Wir schätzen die Wahrscheinlichkeit einer Rezession auf 35 Prozent. Das ist keine niedrige Zahl. Aber wir haben ein gutes Gefühl, wenn wir davon ausgehen, dass es zu keiner Rezession kommt.

**Sie glauben, dass die USA in diesem Jahr eine Rezession vermeiden werden. Diese Ansicht entspricht nicht dem Konsens. Die meisten Prognostiker gehen von einer Rezession aus. Was ist der Grund für diesen relativen Optimismus?**

**Jan Hatzius:** Was das Wachstum anbelangt, so sind es zwei Dinge. Erstens hatten wir in der ersten Jahreshälfte 2022 einen starken Rückgang des real verfügbaren Einkommens aufgrund der fiskalischen Normalisierung und des Inflationsanstiegs, insbesondere nach der russischen Invasion in der Ukraine. Aber das liegt nun hinter uns. Wenn wir uns das real verfügbare Haushaltseinkommen ansehen, dann hat es angefangen, mit schönen Raten zu wachsen, und wir erwarten

weitere 3 bis 3,5 Prozent Wachstum beim real verfügbaren Einkommen. Diese Entwicklung wird durch den Wegfall der fiskalischen Belastung und die niedrigere Gesamtinflation in einer Zeit, in der das Lohnwachstum immer noch relativ hoch ist, gefördert. Die Gesamtinflation verlangsamt sich schneller als das Lohnwachstum. Das ist gut für das Haushaltseinkommen.

Der zweite Grund – und das ist wahrscheinlich der größte Unterschied zu anderen Prognostikern, die mehrheitlich eine Rezession erwarten – ist, dass die Straffung der Geldpolitik und die Verschärfung der finanziellen Bedingungen zwar eine erhebliche Wachstumsbremse darstellen. Wir glauben aber, dass diese Bremswirkung jetzt ihren Höhepunkt erreicht hat. Wir gehen davon aus, dass die Verschärfung der finanziellen Bedingungen das Wachstum zum jetzigen Zeitpunkt, Ende letzten Jahres, Anfang dieses Jahres, um etwa 2 Prozentpunkte schmälert. Aber im Laufe des Jahres 2023 wird diese Belastung tatsächlich abnehmen.

Es sind diese beiden Faktoren, die das Wachstum positiv halten dürften.

**Sie glauben, dass die Fed die Inflation senken und eine weiche Landung mit einem nur bescheidenen Anstieg der Arbeitslosigkeit erreichen kann. Und das, obwohl die Fed in der Vergangenheit nie in der Lage war, dies zu tun, insbesondere nicht in Zeiten hoher Inflation wie in den 1970er Jahren. Warum glauben Sie also, dass es dieses Mal anders sein wird?**

**Jan Hatzius:** Anders als in den 1970er Jahren ist erstens, dass die Inflationserwartungen sehr gut verankert sind. In den 1970er Jahren waren sie überhaupt nicht oder auf einem extrem hohen Niveau verankert. Betrachtet man die 5- bis 10-jährigen Inflationserwartungen der University of Michigan, so lagen sie Ende der 1970er Jahre bei fast 10 Prozent. Heute liegen sie bei etwa 3 Prozent, was historisch gesehen eher einer Inflation von 2 Prozent entspricht. Sie sind also sehr gut verankert.



## Und zweitens?

**Jan Hatzius:** Zweitens glaube ich, dass wir dies bereits in den Daten erkennen können. Es gibt eine Reihe von inflationshemmenden Faktoren, die als Disinflationsfaktoren definiert werden und die nicht wirklich eine große wirtschaftliche Schwäche erfordern. Einer davon ist die Abflachung und der Rückgang der Rohstoffpreise, die nun die Inflation mindern. Ein weiterer Grund ist die Beseitigung der Ungleichgewichte in den Lieferketten, die zu einem Rückgang der Kerninflation bei Waren geführt hat. Der letzte Punkt ist der starke Anstieg der Mieten im Zuge der Überwindung der Pandemie und der Aussperrungen, der sich im Verbraucherpreisindex und im Deflator des persönlichen Verbrauchs noch immer deutlich bemerkbar macht. Betrachtet man jedoch zeitnähere Messgrößen für die Mieten, so haben diese bereits begonnen zu stagnieren oder sind sogar ein wenig zurückgegangen. Wir können also ziemlich sicher sein, dass die Mietpreise im Jahr 2023 deutlich sinken werden.

## Welche Rolle spielt der Arbeitsmarkt?

**Jan Hatzius:** Wenn ich mir den Arbeitsmarkt ansehe, gibt es eine große Debatte darüber, ob der US-Arbeitsmarkt überhitzt ist und ob

die Arbeitslosenquote erheblich steigen muss, um den Arbeitsmarkt wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Ich bin der Meinung, dass der Arbeitsmarkt überhitzt ist, aber nicht, weil wir zu viele Menschen beschäftigen. Ich glaube nicht, dass das Beschäftigungsniveau oder die Arbeitslosenquote ein Niveau erreicht haben, das in hohem Maße unhaltbar ist. Was ich aber für unhaltbar halte, ist die Tatsache, dass wir immer noch eine sehr große Zahl offener Stellen haben. Die Zahl der offenen Stellen ist zwar etwas zurückgegangen, aber wir haben immer noch mehr als 10 Millionen offene Stellen im Vergleich zu etwa 6 Millionen arbeitslosen Arbeitnehmern. Das ist ein Ungleichgewicht, das korrigiert werden muss, aber ich denke, dass wir in der Lage sein werden, es weiter zu korrigieren, indem die Zahl der offenen Stellen sinkt. Und wir glauben, dass dies auch das Lohnwachstum auf ein Niveau bringen wird, das nachhaltiger ist.

Alle diese drei Beobachtungen unterscheiden sich deutlich von früheren Zeiten, in denen die Wirtschaft stark überhitzt und die Inflation zu hoch war. Wir haben also ein gutes Gefühl bei dem Gedanken, dass eine sanfte Landung möglich ist. Das heißt aber nicht, dass sie sicher ist. Wir schätzen die Wahrscheinlichkeit einer Rezession auf 35 Prozent. Das ist kein niedriger Wert, aber unsere Basiseinschätzung ist, dass es nicht zu einer Rezession kommen wird.

### **Welche Art von Wachstumsszenario preist der Markt im Moment ein?**

**Dominic Wilson:** Das ist eine gute Frage. Ich denke, es ist klar, dass dies im Vergleich zu den vorherrschenden Darstellungen auf dem Markt und den Dingen, über die sich die Anleger am meisten Sorgen machen, und im Vergleich zu anderen Prognostikern eine ziemlich optimistische Sichtweise ist. Ich würde sagen, dominierend ist noch immer die Erwartung einer Rezession, die für wahrscheinlich gehalten wird, und die Erwartung, dass sich die Inflation nur langsam abkühlen wird und dass die Fed sich länger als erwartet dagegen stemmen muss.

**Dominic Wilson,**

Goldman Sachs Global Investment Research

„Dominierend sind noch immer die Erwartung einer Rezession und die Erwartung, dass sich die Inflation nur langsam abkühlen wird und dass die Fed sich länger als erwartet dagegen stemmen muss. Obwohl diese Erzählungen auf dem Markt vielleicht pessimistischer sind als das, was tatsächlich eingepreist wird.“

Wenn man sich jedoch die Preisbildung auf dem Markt ansieht, insbesondere die Entwicklung in den letzten zwei oder drei Monaten, dann haben wir uns, so würde ich sagen, einer optimistischeren Sichtweise angenähert, obwohl sich die Leute immer noch Sorgen machen und darüber reden. Wenn man sich die Preise für zyklische US-Aktien im Vergleich zu defensiven Titeln anschaut, was eine Möglichkeit ist, das eingepreiste Wachstum zu messen, dann ist das kein Rezessionsniveau. Es handelt sich um schwache Niveaus, die mit der gegenwärtigen Konjunkturschwäche zusammenhängen, aber definitiv nicht um Abschlüge, wie man sie normalerweise in einer vollständigen Rezession sehen würde. Und trotz aller Sorgen über Inflationsrisiken, von denen man hört, ist die Inflation in den nächsten drei oder vier Jahren ziemlich günstig, wenn man sich die Preisgestaltung am Markt ansieht.

Letztendlich muss man sich vor Augen halten, dass der Markt eine Reihe von Ergebnissen einpreist. Wenn wir also davon ausgehen, dass wir uns auf diesem Pfad bewegen, den Jan Hatzius prognostiziert hat, so ist meine Vermutung, dass dies im Allgemeinen freundlicher ist als das, was sich auf den Märkten insgesamt widerspiegelt. Am deutlichsten ist, dass der Markt auch Zinssenkungen am Ende

dieses Jahres und dann bis weit in die Jahre 2024 und 2025 hinein einpreist. Wenn die Wirtschaft weiter so gut läuft, die Rezession ausbleibt und sich die Inflation allmählich abkühlt, werden diese Zinssenkungen kommen müssen. Es gibt also definitiv einige Stellen auf dem Markt, die die von Jan Hatzius geäußerte Ansicht nicht wirklich einpreisen. Obwohl das Gerede und die Erzählungen auf dem Markt vielleicht pessimistischer sind als das, was tatsächlich eingepreist wird.

**Lassen Sie uns das ein wenig klären, Jan Hatzius, was erwarten Sie zu diesem Zeitpunkt von der Fed?**

**Jan Hatzius:** Wir gehen davon aus, dass es Anfang Februar zu einer weiteren Zinserhöhung um 25 Basispunkte kommen wird. Im Dezember gingen sie von 75 auf 50 zurück. Wir denken, dass sie wahrscheinlich auf 25 zurückgehen werden. Es ist immer noch etwas datenabhängig, und sie haben ihre Absichten noch nicht ganz offengelegt. Wenn man sich das FOMC-Protokoll anschaut, gab es nicht wirklich einen starken Hinweis darauf. Wenn ich mir jedoch ansehe, was der Vorsitzende Powell auf der Pressekonferenz im Dezember sagte, nämlich dass man sich an ein ausreichend restriktives Niveau des Leitzinses „herantasten“ werde, dann klingt das für mich nach 25 Basispunkten.

Ich denke auch, dass es ein ziemlich gutes Argument für 25 Basispunkte gibt. Wenn man sich Sorgen macht, dass man über das Ziel hinausschießt, ist man der Meinung, dass man noch eine ganze Menge Arbeit vor sich hat, zumindest etwas mehr Arbeit, aber man will auch nicht über das Ziel hinausschießen. Wenn man alle sechs Wochen 25 Basispunkte anstrebt, ist die Wahrscheinlichkeit, dass man einen Fehler macht, einfach viel geringer. Also 25 im Februar.

Bei den nächsten beiden Sitzungen im März und im Mai stehen dann zwei weitere Zinsschritte von je 25 Basispunkten an, sodass der Leitzins bei der Sitzung im Mai bei 5 bis 5,25 Prozent liegen würde. Und

dann bleiben sie in unserer streuungsgewichteten Prognose tatsächlich bei 5 bis 5,25 Prozent bis 2024. Das entspricht auch in etwa dem Punktdiagramm, das die Fed selbst projiziert. Der Weg dorthin ist wahrscheinlich etwas anders, weil wir die Realwirtschaft etwas stärker einschätzen, das Wachstum etwas stärker ist und die Arbeitslosenquote nicht so stark ansteigt. Aber unsere Inflationsprognose ist jetzt niedriger als die des Federal Open Market Committee. Die FOMC-Prognose für die PCE-Kerninflation bis Ende dieses Jahres liegt bei 3,5 Prozent. Wir liegen bei 3 Prozent. Das ist also schon ein recht bedeutender Unterschied.

Nun gibt es, wie Dominic Wilson sagte, natürlich eine Verteilung der Ergebnisse. Und wenn ich an unseren wahrscheinlichkeitsgewichteten Pfad für den Leitzins denke, dann ist er deshalb niedriger, weil wir wiederum eine 35-prozentige Wahrscheinlichkeit für eine Rezession einschätzen. Wenn es allerdings zu einer Rezession kommt, würde der Leitzins wohl gesenkt werden, und zwar wahrscheinlich ziemlich deutlich.



**Wenn wir also Ihre Prognose mit der des Marktes vergleichen, dann sind wir etwas offensiver?**

**Jan Hatzius:** Ja, aber nur ein bisschen. Wenn wir den wahrscheinlichkeitsgewichteten Pfad betrachten, liegt das wohl daran, dass die Märkte die Wahrscheinlichkeit einer Rezession etwas höher einschätzen. Und wir sind der Meinung, dass die Fed-Funds-Futures-Kurve nach unserer Prognose für die Wirtschaft und die verschiedenen Szenarien abwärts tendieren sollte, aber vielleicht etwas weniger, als wir bei der Preisbildung am Markt beobachten.

**Wie wirkt sich das auf die Renditen aus? Haben wir den Höhepunkt der Renditen gesehen? Wie geht es jetzt weiter?**

**Dominic Wilson:** Wir gehen davon aus, dass die Renditen im Laufe dieses Jahres etwas ansteigen werden. Der Inflationsrückgang, den wir sehen, ist hilfreich, um die Dinge zu verankern, aber wenn man sich anhört, worüber Jan Hatzius in der zentralen Prognose spricht, wird sich das Wachstumsbild immer noch halten. Wir werden eine Rezession im zentralen Fall vermeiden. Die Volkswirtschaften außerhalb der USA, über die wir noch nicht viel gesprochen haben, werden sich im Laufe des Jahres wahrscheinlich erholen. Der Leitzins wird außerhalb des Rezessionsszenarios wahrscheinlich nicht in dem Maße gesenkt werden, wie es der Markt einschätzt. All diese Faktoren tragen dazu bei, dass die längerfristige Renditestruktur in unserem zentralen Fall leicht ansteigt.

Ich halte es jedoch für möglich, dass wir den buchstäblichen Höhepunkt der längerfristigen Renditen im Herbst letzten Jahres erlebt haben. Von diesem Niveau sind wir jetzt weit entfernt. Selbst wenn wir uns also nach oben bewegen, werden wir vielleicht nicht ganz zu den Spitzenwerten von 2022 zurückkehren.

**Was ist vom Anleihemarkt zu erwarten?**

**Dominic Wilson:** Die Gesamtrendite von Anleihen wird in unserem

zentralen Fall wahrscheinlich leicht positiv sein, denke ich. Sie erhalten dort einen anständigen Carry und eine angemessene Rendite, die mit der Möglichkeit eines gewissen Kapitalverlusts einhergehen. Sie haben in der Zeit, in der die Straffung der Geldpolitik der US-Notenbank angespannt erwartet wurde, eindeutig ihren Höhepunkt erreicht. Das Gefühl, dass die Zinssätze ein Risiko für den breiteren Vermögensmarkt und die Wirtschaft darstellen, ist also noch nicht vorbei, aber es wird wahrscheinlich viel weniger intensiv sein als in einigen der Perioden, die wir im Jahr 2022 gesehen haben. Und das zum Teil wegen der Zinsvolatilität, die unseres Erachtens ihren Höhepunkt erreicht hat, sodass der Druck von dieser Seite und die Ungewissheit von dieser Seite abnehmen. Wenn man diese Faktoren zusammennimmt, sind Anleihen als Teil eines Portfolios eine deutlich bessere Anlage als im letzten Jahr. Die Renditen sind höher. Sie schützen in gewisser Weise vor Rezessionen, während sie im letzten Jahr nicht vor geldpolitischen Schocks geschützt waren. Und ich denke, dass die Argumente für ihre Aufnahme in die Portfolios insgesamt sehr viel stärker sind als zuvor.

**Die Zinssätze waren im vergangenen Jahr eine wichtige Triebfeder für die Aktienmärkte. Wir stehen kurz vor dem Beginn der Gewinnsaison. Welche Auswirkungen hat das auf die Aktienbewertungen und den Aktienmarkt im Allgemeinen?**

**Dominic Wilson:** Bei den Aktienbewertungen muss man geographisch ein wenig differenzieren. Eines der Dinge, die ich sagen würde, ist, dass die sehr tiefen Bewertungsabschläge, die wir manchmal sehen, wenn wir uns durch die Talsohlen von Bärenmärkten und Rezessionszyklen bewegen, im Moment nirgendwo wirklich zu sehen sind. Allerdings sind die Abschläge bei europäischen Aktien und Aktien aus Schwellenländern zum Jahresende hin deutlich größer geworden.

Betrachtet man die USA, so ist das Bild etwas komplizierter. Aktien sind in absoluten Zahlen billiger als noch vor einem Jahr. Wir haben

im Laufe des Jahres 2022 natürlich erhebliche Rückgänge erlebt. Aber wenn man sie mit dem vergleicht, was mit Staatsanleihen und anderen renditeträchtigen Vermögenswerten passiert ist, dann sind diese in diesem Zeitraum relativ gesehen wahrscheinlich wertvoller geworden. Die realen Renditen sind über die gesamte Kurve der Staatsanleihen hinweg ziemlich stark gestiegen, einschließlich der Anlagen mit langen Laufzeiten, die mit den Aktien mit langen Laufzeiten vergleichbar sind, die den US-Aktienmarkt dominieren. Auf relativer Basis hat man also nicht wirklich den Eindruck, dass der US-Markt besonders billig ist, und schon gar nicht so billig, wie es manchmal zu Beginn neuer Haussen der Fall war. Zwar kann man sich immer noch Situationen vorstellen, in denen es von hier aus nach oben geht, aber ich denke, dass die Vorstellung eines starken Bullenmarktes aus der gegenwärtigen Situation heraus angesichts der Ausgangssituation viel schwieriger ist als in den letzten zwei oder drei Zyklen.

**Herr Hatzius, Herr Wilson, vielen Dank für das Interview.**

**Den zweiten Teil des Interviews unter dem Titel „Europa und China: Robuster als erwartet?“ finden Sie [hier](#).**



---

Quelle: Das Gespräch mit Jan Hatzius und Dominic Wilson erschien am 11. Januar 2023 in der Rubrik „Insights. Exchanges at Goldman Sachs“ auf [www.goldmansachs.com](http://www.goldmansachs.com).

Die in diesem Interview enthaltenen Informationen stellen keine Empfehlung von Goldman Sachs dar. Weder Goldman Sachs noch eine der Tochtergesellschaften geben eine ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherung oder Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in diesem Interview enthaltenen Aussagen oder Informationen, und jegliche Haftung dafür (einschließlich in Bezug auf direkte, indirekte oder Folgeschäden) wird ausdrücklich abgelehnt. Die in diesem Interview geäußerten Ansichten sind nicht notwendigerweise die von Goldman Sachs, und Goldman Sachs gibt in diesem Interview keine finanziellen, wirtschaftlichen, rechtlichen oder steuerlichen Ratschläge oder Empfehlungen. Darüber hinaus ist dieses Interview nicht als Anlageberatung durch Goldman Sachs zu verstehen.

Umfrage

# Goldman Sachs Global Strategy Conference 2023

Auf unserer 31. jährlichen Global Strategy Conference am 16. Januar 2023 in London, an der über 400 Kunden persönlich teilnahmen, haben wir unter den Anwesenden zum ersten Mal seit der Pandemie eine Umfrage über ihre Ansichten und Erwartungen durchgeführt. Die beiden ersten der zehn gestellten Fragen geben wir im Folgenden wieder. Daneben werden die Einschätzungen der Ökonomen von Goldman Sachs für das Jahr 2023 zusammengefasst. Die Fragen 3 bis 10 finden Sie [hier](#).

## US- & globale Wirtschaft

### Frage 1

**Erwarten Sie eine Rezession in den USA im Jahr 2023?**

57 Prozent unserer Kunden erwarten eine Rezession in den USA, während 43 Prozent dies nicht tun (Abb. 1). Dies ist etwas optimistischer als der Konsens, wo die durchschnittliche Erwartung einer Rezession bei 65 Prozent liegt. Diese relative Zuversicht könnte auf



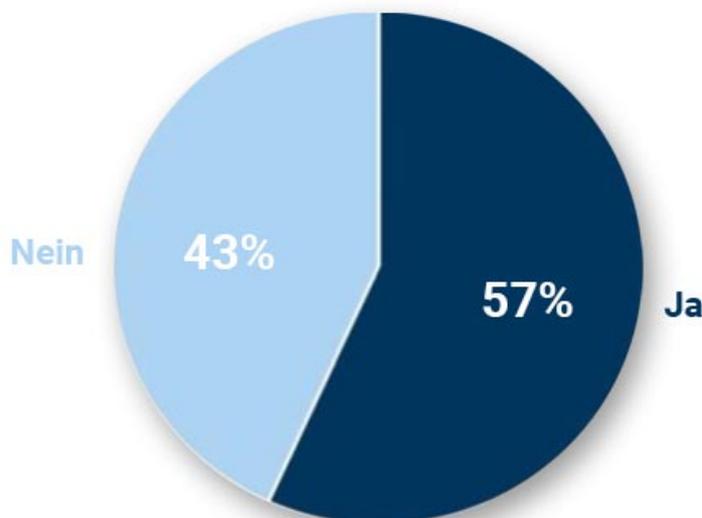
# 2023 Rezession?

die Erholung des Marktes seit letztem Jahr und die jüngsten guten Nachrichten über das Verhältnis von Wachstum und Inflation zurückzuführen sein.

Die **Ökonomen von Goldman Sachs** erwarten keine Rezession in den USA. Eine Rezession halten sie nur zu 35 Prozent für wahrscheinlich. Dieser Unterschied zum Konsens ergibt sich zum Teil aus der optimistischeren Einschätzung in der Frage, ob eine Rezession notwendig ist, um die Inflation zu zähmen. Sie haben in diesem Jahr argumentiert, dass eine längere Periode eines unter dem Potenzial liegenden Wachstums Angebot und Nachfrage auf dem Arbeitsmarkt allmählich wieder ins Gleichgewicht bringen und den Lohn- und Preisdruck dämpfen kann, wobei der Anstieg der Arbeitslosenquote wesentlich geringer ausfallen wird, als es die historischen Zusammenhänge vermuten lassen würden. Sie erwarten auch eine größere Widerstandsfähigkeit der zugrundeliegenden Nachfrage als der Konsens, da ihre Analyse darauf hindeutet, dass die kombinierte Belastung durch die fiskalische Straffung und die Straffung der Geldpolitik (über die finanziellen Bedingungen), die bereits eine sehr große Rolle bei der Verlangsamung des Nachfragewachstums im Jahr 2022 gespielt hat, im Jahr 2023 schnell abnehmen wird.



Abb. 1: Erwarten Sie eine Rezession in den USA im Jahr 2023?



Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research

## Frage 2

### Welche US-Kernteuerungsrate erwarten Sie bis Ende 2023?

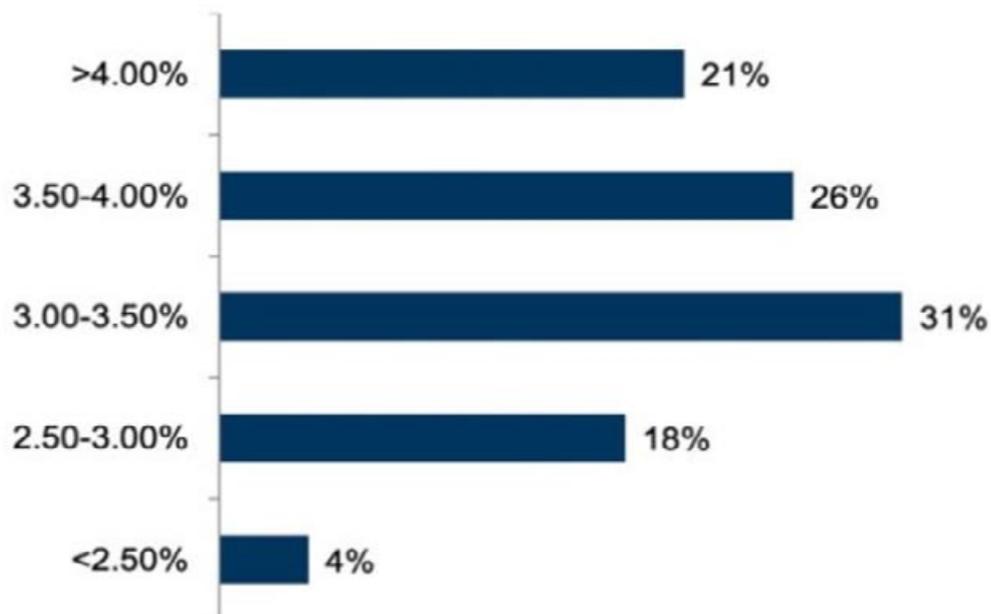
Die meisten Kunden (57 Prozent) gehen davon aus, dass sich die US-Kerninflation ab jetzt abschwächen und 2023 zwischen 3 und 4 Prozent liegen wird (Abb. 2). Die Risiken sehen die Befragten als eher aufwärts gerichtet, wobei 21 Prozent mit einer Inflation von über 4 Prozent zum Jahresende rechnen.

Die Erholung der Lieferkette scheint nach Einschätzung der **Ökonomen von Goldman Sachs** endlich die deflationären Auswirkungen zu zeigen, die durch eine Reihe weiterer pandemie- und kriegsbedingter Störungen um mehr als ein Jahr aufgeschoben wurden. Darüber hinaus dürften eine moderatere Rohstoffpreis-inflation, sinkende Transportkosten und der Abwärtsdruck auf die Importpreise infolge der Dollarwertung in 2022 ebenfalls zu einer Verringerung der Kerninflation bei den Warenpreisen beitragen. Auf der Dienstleistungsseite wird der Inflationsabbau länger dauern, da die Verlangsamung des Lohnwachstums mit einer gewissen Verzögerung zu einer Verlangsamung der Inflation in arbeitsintensiven Dienstleistungskategorien führt. Ein

spezifischerer Grund ist, dass die größten Kategorien, Gesundheitsversorgung und Unterkunft, aufgrund von Verzögerungen in den offiziellen Daten bereits dazu bestimmt zu sein scheinen, länger hoch zu bleiben. Zusammengenommen erwarten die Wirtschaftsexperten von Goldman Sachs einen Rückgang der jährlichen PCE-Kerninflation auf 2,9 Prozent im Dezember 2023 und einen noch stärkeren Rückgang der jährlichen VPI-Kerninflation (VPI: Verbraucherpreisindex) auf 3,0 Prozent im Dezember 2023.



Abb. 2: Welche US-Kerninflation erwarten Sie bis Ende 2023?



Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research

... bitte lesen Sie weiter auf [www.gs.de](http://www.gs.de) unter: „[Goldman Sachs Global Strategy Conference 2023](#)“

Quelle: „Global Macroscope – Global Strategy Conference: Results of our 2023 ,PM Question Time“, veröffentlicht am 17. Januar 2023 von Goldman Sachs Portfolio Strategy Research, Autoren: Guillaume Jaisson, Andrea Ferrario, Peter Oppenheimer, Christian Mueller-Glissmann, Sharon Bell, Goldman Sachs.

Die in dieser Umfrage geäußerten Ansichten sind nicht notwendigerweise auch die Ansichten von Goldman Sachs. Bitte beachten Sie unsere Hinweise zu Risiken, Disclaimer und Impressum, welche hier eingesehen werden können.



## Marquee-QuickPoll-Umfrage Januar 2023 Eine leichte Rezession, ein schwächerer Dollar und chinesische Aktien

Während die US-Notenbank Anzeichen für eine Verlangsamung ihres Zinserhöhungszyklus zeigt, sind die Anleger optimistisch, dass die US-Wirtschaft eine tiefe Rezession vermeiden kann. Das ergab die Januar-QuickPoll-Umfrage unter mehr als 600 institutionellen Anlegern. Die wichtigsten Ergebnisse sind:

Etwa 62 Prozent der Teilnehmer glauben, dass die **US-Wirtschaft im Jahr 2023** in eine leichte Rezession eintreten wird, obwohl 56 Prozent erwarten, dass die Fed in der ersten Hälfte des Jahres 2024 mit Zinssenkungen beginnen könnte.

Die Anleger glauben zunehmend an eine **Abschwächung des US-Dollars**, da andere Zentralbanken in Europa und Japan ihre Geldpolitik straffen und China sich wieder zu öffnen beginnt, sagt Oscar Ostlund, globaler Leiter für Content-Strategie, Marktanalyse und Data Science bei der Goldman Sachs Marquee-Plattform von Global Banking & Markets.

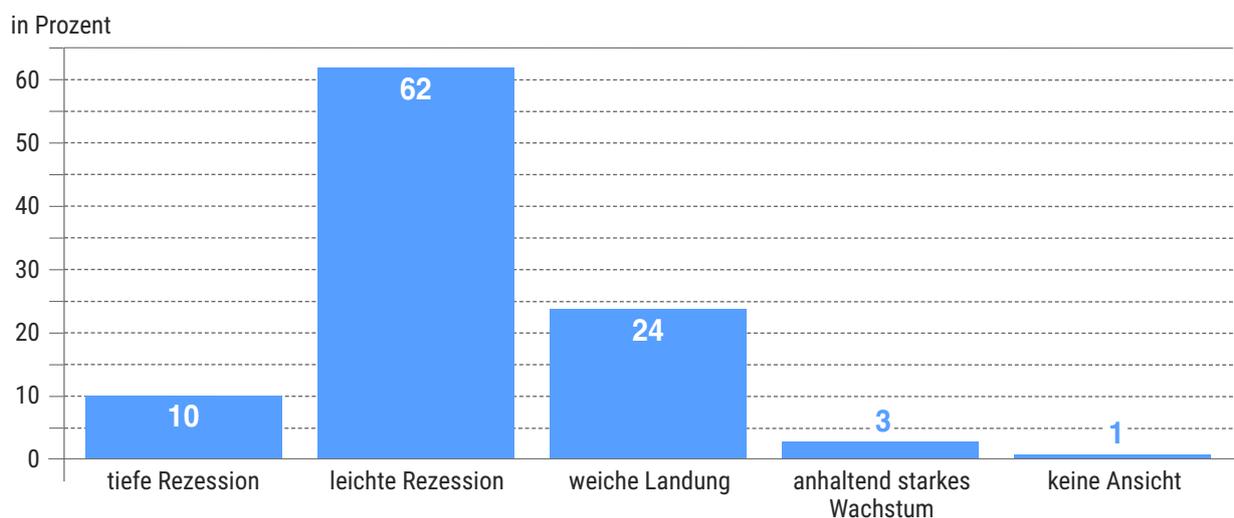


Die Anleger setzen zunehmend auf **Rohstoffe und chinesische Aktien**. 40 Prozent der Befragten gaben an, dass die Aktien des Landes die beste Möglichkeit seien, um von der Wiedereröffnung des Landes zu profitieren.



### Abb. 1: Umfrageteilnehmer erwarten leichte Rezession

Auf die Frage, was ihre zentrale Erwartung für die US-Wirtschaft sei, antworteten 62 Prozent der über 600 Befragten, dass sie für die US-Wirtschaft mit einer leichten Rezession rechnen. Die Umfrage wurde vom 5. bis 7. Januar 2023 durchgeführt.



Marquee QuickPoll, 5.–7. Januar 2023, Goldman Sachs Global Banking & Markets.  
Vergangene Performance ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Quelle: Die Marquee QuickPoll Januar 2023 erschien in englischer Sprache in dem Goldman Sachs Newsletter „Briefings“ vom 27. Januar 2023. Bitte beachten Sie, dass die darin gemachten Aussagen keine Anlageempfehlungen darstellen.

# Termine

Daran sollten Sie denken!

## Wirtschafts- und Unternehmenskalender Februar 2023

Mittwoch, 8. Februar 2023



### 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, 9. Februar 2023



### Quartalszahlen und Hauptversammlung Siemens AG

Siemens ist ein weltweit operierender Mischkonzern, der u. a. in den Bereichen Automatisierung und Digitalisierung, Energiesysteme, Mobilitätslösungen sowie Medizintechnik tätig ist. Im Geschäftsjahr 2022 hat Siemens konzernweit Umsätze in Höhe von 72,0 Milliarden Euro erzielt (Vorjahr: 62,3 Milliarden Euro). Der Konzern präsentiert die Zahlen zum ersten Quartal des Geschäftsjahres 2023 und lädt zur Hauptversammlung des Geschäftsjahres 2022.

Quelle: Siemens, weitere Informationen hier





Freitag, 10. Februar 2023



## BIP-Schätzung Großbritannien

Das nationale Statistikamt veröffentlicht seine BIP-Schätzung für Dezember 2022. – Von September bis November 2022 fiel das BIP Großbritanniens gegenüber dem Vorquartal um 0,3 Prozent. Im November 2022 wuchs das BIP gegenüber dem Vormonat um 0,1 Prozent, nach einem Wachstum um 0,5 Prozent im Oktober 2022.

Quelle: Office for National Statistics, weitere Informationen hier



## US-Verbraucherstimmung

Die Universität Michigan veröffentlicht mit dem Michigan Consumer Sentiment Index monatlich einen vielbeachteten Indikator, der die Verbraucherstimmung in den USA widerspiegelt. Der Index basiert auf einer Umfrage unter 500 Verbrauchern. Ein höherer Wert deutet auf einen größeren Optimismus der Konsumenten hin, ein niedrigerer Wert signalisiert ein nachlassendes Kaufverhalten. Im Dezember 2022 stieg der Indikator in der vorläufigen Veröffentlichung von 56,8 auf 59,1 Punkte.

Quelle: University of Michigan, 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 2022 sank der Verbraucherpreisindex saisonbereinigt gegenüber dem Vormonat um 0,1 Prozent, im Vergleich zum Dezember des Vorjahres kletterten die Verbraucherpreise um 6,5 Prozent.

Quelle: Bureau of Labor Statistics, weitere Informationen hier

Donnerstag, 14. Februar 2023



## BIP Eurozone

Die Statistikbehörde Eurostat veröffentlicht das Update der Daten zum Wachstum des Bruttoinlandsprodukts im vierten Quartal 2022 in der Eurozone. – Laut der Schätzung vom 7. Dezember 2022 stieg das BIP im Euroraum (EU19) im dritten Quartal 2022 laut Eurostat um 0,3 Prozent gegenüber dem Vorquartal, in der EU27 stieg es um 0,4 Prozent. Im zweiten Quartal 2022 war das BIP im Euroraum um 0,8 Prozent und in der EU27 um 0,7 Prozent gestiegen.

Quelle: Eurostat, weitere Informationen hier



## OPEC-Monatsbericht

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

Quelle: OPEC, weitere Informationen hier

Stand: 16. Januar 2023

Alle Covid-19 Interview Rohstoffe Märkte Kalender

24 17 9 Freitag 23

Daran sollten Sie denken!

**Wirtschafts- und Unternehmenskalender – KW 5**

Zinsentscheidungen, BIP-Prognosen, Einkaufsmanagerindizes, Unternehmensergebnisse und mehr ...

**aktuelle Termine in unserem Website-Feed**



# 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<sup>®</sup>/X-DAX<sup>®</sup> 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.



## 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: Jamrooferpix | S. 2: Funtap | S. 5: peterschreiber.media  
S. 10: denisismagilov | S. 11: Vieriu | S. 13: Scottiebumich | S. 17: Skórzewiak  
S. 21: alphaspirt | S. 22: Creativa Images | S. 25 + S. 26: Grispb  
S. 27 oben: Gina Sanders | S. 27 unten: zapp2photo | S. 28: luzitanija  
S. 29: Ded Pixto | S. 35: Stockwerk-Fotodesign

## 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)