

# Barometer-Ausblick 2021

## Konjunktur- und Zinsperspektiven 2021

### Volkswirtschaft und Research IKB Deutsche Industriebank AG

Dr. Klaus Bauknecht  
Chefvolkswirt  
+49 211 8221 4118  
[Klausdieter.Bauknecht@ikb.de](mailto:Klausdieter.Bauknecht@ikb.de)

Dr. Carolin Vogt  
+49 211 8221 4492  
[Carolin.Vogt@ikb.de](mailto:Carolin.Vogt@ikb.de)

Eugenia Wiebe  
+49 211 8221 3174  
[Eugenia.Wiebe@ikb.de](mailto:Eugenia.Wiebe@ikb.de)

Editor:  
Patrick von der Ehe  
+49 211 8221 4776  
[Patrick.Ehe@ikb.de](mailto:Patrick.Ehe@ikb.de)

### Ausblick 2021: Kurz gefragt – kurz geantwortet **2**

Wird die Konjunktur erneut enttäuschen? • Nein, Chancen stehen gut für positive Überraschungen

Kommt 2021 auf Deutschland eine Pleitewelle zu? • Anstieg ja, hohe Welle nein

Wird die Inflation steigen? • Ja, aber keine Eskalation

Wie ist der Ausblick für die deutsche Industrie? 2021 gut, 2022 sehr gut

Kommt von der EZB noch mehr? • Angesichts der Konjunkturperspektiven eher nicht

Wohin geht der DAX? • Nach oben

Wohin gehen langfristige Bundrenditen? • Nirgendwohin

Wohin gehen US-Renditen? • Leicht nach oben

Wohin geht der EUR-USD-Kurs? • Dahin, wo die EZB ihn nicht haben will

### Inflation: Ausblick und die Rolle Chinas **6**

2021 Inflation zieht an, bleibt aber klar unter 2 %-Marke • Mittelfristig ist stärker Anstieg möglich • China als „Billig-Anbieter“ und Treiber der weltweiten schwachen Inflation verändert sich • Weniger expansive Geldpolitik und veränderte Rolle Chinas können mittelfristig mehr Inflationsdruck bringen

### Goldpreis: Sind die fetten Jahre vorbei? **7**

Nur leichte Aufwärtsbewegung 2021 • Abwärtsrisiko ist begrenzt bei negativen realen Renditen • Und solange Renditen weniger zulegen als Teuerung, gerat Goldpreis nicht unter Abwärtsdruck•

## Ausblick 2021: Kurz gefragt – kurz geantwortet

### Realwirtschaft, Inflation und Branchen

#### ***Wird die Konjunktur erneut enttäuschen? • Nein, Chancen stehen gut für positive Überraschungen***

In den kommenden Wochen oder sogar Monaten sollte sich die aktuelle Lage infolge des zweiten Lockdowns weiter verschlechtern. Dies gilt vor allem für die bereits geschwächten Branchen der konsumnahen Dienstleistungen. Doch auch die Industriebranchen wird es angesichts einer schwachen Binnennachfrage und einer allgemeinen Stimmungseintrübung treffen. Auf der anderen Seite sollten sich die Erwartungen perspektivisch aufhellen. Der Lockdown hat die Notwendigkeit der zügigen Umsetzung einer Impfstrategie vorangetrieben. Allerdings ist mit einer deutlichen Aufhellung der Erwartungen und steigendem Unternehmervertrauen erst in Folge einer klaren Reduzierung der Infektionszahlen bzw. erster erkennbarer Erfolge der Impfmaßnahmen zu rechnen, da nur dann das langfristige Risiko von weiteren Lockdown-Maßnahmen eliminiert werden kann. Dies mag sich erst zum Ende des ersten Quartals bzw. im zweiten Quartal des kommenden Jahres abzeichnen.

Der aktuelle Lockdown könnte nicht nur das vierte Quartal treffen, für das bereits ein Rückgang der Wirtschaftsleistung erwartet wird, sondern auch das erste Quartal 2021 – vor allem, wenn sich herausstellt, dass die Eindämmungsmaßnahmen verlängert werden müssen und auch danach strenge Auflagen für die Wirtschaft bestehen bleiben. Von einer deutlichen konjunkturellen Erholung ist somit frühestens im zweiten, aber vor allem ab dem dritten Quartal 2021 auszugehen. Die IKB erwartet also nach wie vor eine deutliche globale Wachstumsbeschleunigung in der zweiten Jahreshälfte 2021, angetrieben von einer synchronen Erholung und weltweiten Stimmungsaufhellung infolge der abklingenden Corona-Pandemie. Für die deutsche Wirtschaft geht die IKB von einem BIP-Wachstum von 4,5 % im Jahr 2021 und einer Rückkehr zum Vorkrisen-BIP-Niveau Ende 2021 aus.

#### ***Kommt im Jahr 2021 eine Pleitewelle auf Deutschland zu? • Anstieg ja, hohe Welle nein***

Es ist nicht nur die Tiefe, sondern vor allem die Dauer einer Rezession, die die Ausfallraten ansteigen lässt. Je länger die schwache Konjunkturentwicklung anhält, desto mehr treten strukturelle Probleme zu Tage, denen die Fiskalpolitik nur begrenzt begegnen kann bzw. sollte. Wird 2021 von weiteren Lockdowns geprägt sein, ist mit einer Welle von Insolvenzen zu rechnen. Wirkt der Impfstoff früh genug, um eine stabile wenn auch moderate Erholung im Jahr 2021 sicherzustellen, bleibt die große Welle aus. Dennoch werden die Ausfallraten 2021 und möglicherweise auch 2022 steigen. Ein Tsunami ist nicht zu erwarten, auch wenn sich die Bonitäten im Zuge der schwächeren wirtschaftlichen Kennziffern und insbesondere der höheren Verschuldung verschlechtern. Stützungsmaßnahmen der Regierung wirken dämpfend. Außerdem wird das Verarbeitende Gewerbe von der globalen Wirtschaft und insbesondere der asiatischen Konjunktur gestützt.

#### ***Wird die Inflation steigen? • Ja, aber keine Eskalation zu erwarten***

Die Inflationsrate wird im Jahr 2021 steigen. Rohstoffpreise haben sich von ihren Tiefs in 2020 erholt, und die globale Konjunktur sollte im Verlauf von 2021 deutlich an Fahrt gewinnen. Die IKB erwartet einen Anstieg der jährlichen Inflationsrate von -0,2 % im Oktober 2020 auf über 1,5 % in der zweiten Jahreshälfte 2021. Ein anhaltender bzw. eskalierender Inflationsanstieg ist nicht zu erwarten. Globale Überkapazitäten werden auch das Jahr 2021 prägen, und in vielen Ländern der Euro-Zone wird das Produktionsvorkrisenniveau im kommenden Jahr nicht erreicht werden. Sorgen vor einer eskalierenden Inflationsdynamik im Jahr 2021/22 sind deshalb unangebracht. Mittel- bis langfristig gibt es allerdings durchaus Argumente für eine zunehmende Inflationsdynamik (siehe Beitrag „Inflationausblick und die Rolle Chinas“).

#### ***Wie ist der Ausblick für die Branchen des Verarbeitenden Gewerbes? • Gut 2021, sehr gut 2022***

Die erwartete Belebung der Weltwirtschaft sollte dem deutschen Export im Jahr 2021 zunehmend Auftrieb geben. Dies stützt den Ausblick für die konjunktursensitiven Branchen des Verarbeitenden Gewerbes. Die meisten Branchen sollten trotz des erneuten Lockdowns in der zweiten Hälfte 2021 ihr Vorkrisenproduktionsniveau erreichen bzw. zu Jahresende 2021 eine höhere Produktion als vor der Corona-Pandemie aufweisen. Auch erwartet die IKB keine Deglobalisierung und Abschottung einzelner Volkswirtschaften infolge der Corona-Pandemie. Im Gegenteil: Die schnelle Konjunkturerholung nach dem Einbruch sowie die positiven Handelszahlen insbesondere aus China bestätigen, dass die grundsätzliche Vernetzung der Weltwirtschaft

nicht durch die Coronakrise gelitten hat. Auch könnte die durch die Pandemie begünstigte Digitalisierung die globale Vernetzung eher weiter vorantreiben, als sie zu reduzieren.

**Tab. 1: Branchenausblick – Produktion, Veränderung in % zum Vorjahr**

	2018	2019	2020P	2021P
<b>Verarbeitendes Gewerbe</b>	<b>1,2</b>	<b>-4,1</b>	<b>-10,6</b>	<b>11,2</b>
Nahrungsmittel	-0,2	0,6	0,0	1,1
Textil- u. Bekleidung	-3,3	-2,0	-14,3	6,0
Holz	2,0	-1,5	1,0	2,8
Papier	-0,5	-2,0	-4,3	3,9
Chemie, Pharma	3,6	-7,4	-1,8	4,2
Gummi und Kunststoff	0,2	-2,4	-9,8	8,3
Glas und Keramik	0,5	-1,4	-3,3	4,6
Metallbearbeitung	-0,1	-6,0	-13,9	7,9
Metallerzeugnisse	1,4	-3,5	-11,4	8,8
DV u. elektr. Ausrüstungen	1,8	-2,3	-7,9	8,7
Maschinenbau	2,4	-2,8	-13,9	6,5
Automotive	-1,9	-11,2	-23,7	34,1
Möbel	-1,3	-1,1	-8,0	6,5

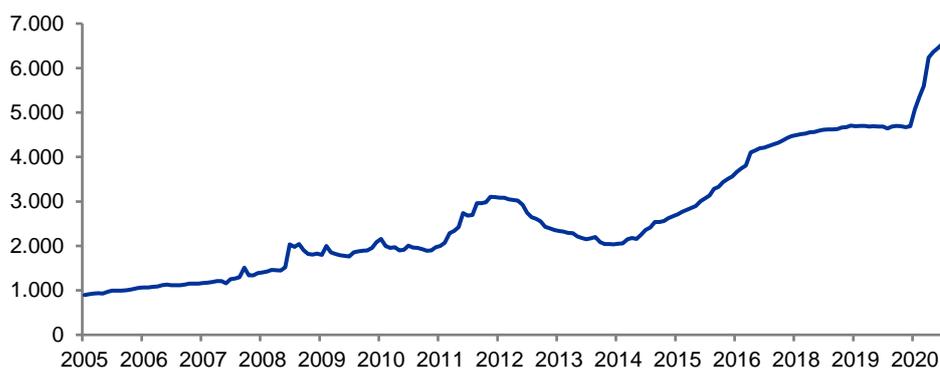
Quellen: Statistisches Bundesamt; P = IKB-Prognose

**Zinsen und Finanzmärkte**

**Kommt noch mehr von der EZB im Jahr 2021? • Angesichts der Konjunkturperspektiven eher nicht**

Es ist unter der Annahme einer zügigen Verteilung der Impfstoffe von keiner weiteren geldpolitischen Ausweitung und damit auch Lockerung bis Juni 2021 zu rechnen.

**Abb. 1: EZB-Bilanzsumme in Mrd. €**



Quelle: Bloomberg

Die EZB steht im Jahr 2021 allerdings vor der Herausforderung, risikofreie langläufige Renditen trotz eines erwarteten Anstiegs der Inflationsrate relativ niedrig zu halten, was zu weiter sinkenden negativen realen Renditen führen sollte. Angesichts des erwarteten Inflationsanstiegs und der aktuellen Bundniveaus kann sie diese Herausforderung nur durch ein ausreichend großes Ankaufprogramm sicherstellen. Und je mehr die Inflationserwartungen ansteigen und die Konjunkturrisiken sich legen, desto mehr steigt das Korrekturpotenzial am langen Ende der Zinskurve. Das PEPP-Programm und die im Dezember 2020 angekündigten Erweiterungen sollten der EZB allerdings ausreichend Raum geben.

Angesichts hoher Schuldenquoten, massiver Defizitauseitung und schwacher Nachfrage bleibt die aktuelle Zinspolitik der EZB absolut entscheidend für die Sicherstellung der Schuldentragfähigkeit vieler Euro-Länder. Dies wird sich noch auf Jahre nicht ändern.

**Wohin geht der DAX? • Nach oben**

In Kombination mit einer Notenbankpolitik, die auch im Jahr 2021 im Ausnahmezustand und Krisenmodus verharren wird, sollte die dargestellte Konjunkturentwicklung dem DAX im kommenden Jahr viel Auftrieb geben. Kurzfristig könnten negative Konjunkturindikatoren zwar die Stimmung belasten, was zu einer gewissen Volatilität führen könnte. Der DAX scheint allerdings durch die kurzfristige und durch den Lockdown induzierte Eintrübung zunehmend hindurchzuschauen. Der reale Ausblick für die zweite Hälfte 2021 ist positiv, gestützt von globalen Entwicklungen. Auch bleiben risikofreie Renditen deutlich im negativen Bereich – nominal wie preisbereinigt. Außerdem könnten sich infolge des US-Präsidentenwechsels die geopolitischen Risiken reduzieren. Insgesamt sollte die Bedeutung der weltweiten Stimmungsaufhellung von Konsumenten, Unternehmen und risikoaversen Investoren nicht unterschätzt werden. Diese sollte für Realwirtschaft und Aktienmärkte einen deutlichen Schub bedeuten. Auch wenn viele positive Erwartungen bereits im aktuellen DAX Niveau eingepreist ist, erwartet die IKB dennoch weiteres und bedeutendes Aufwärtspotenzial für den deutschen Aktienindex. 2021 könnte das Jahr der globalen Aufbruchstimmung werden. Und auch wenn es weniger positive Überraschungen geben sollte, auf eines ist Verlass: Die EZB steht Gewähr bei Fuß.

	21. Dez 2020	Mitte 2021	Ende 2021
DAX in Punkten	13.323	14.300	über 15.000

**Wohin gehen langfristige Bundrenditen? • Nirgendwohin**

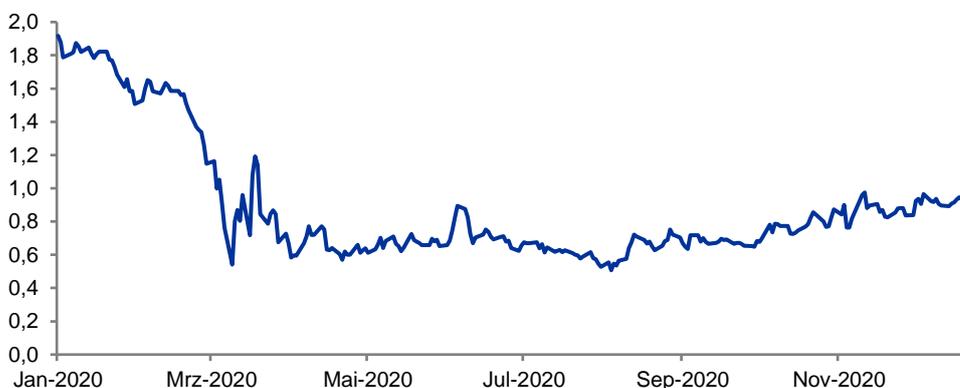
Die EZB kontrolliert die gesamte Zinskurve durch die Zinspolitik und ihre Ankaufprogramme. Erst mit zunehmenden Inflationserwartungen sowie auslaufenden Ankaufprogrammen wäre mit einer spürbar steileren Kurve zu rechnen. Davon ist im Jahr 2021 nicht auszugehen. Dennoch ist angesichts der aktuellen Niveaus sowie einer erwarteten Aufhellung der Konjunktur eher mit steigenden als sinkenden Renditen am langen Ende zu rechnen. Durch das hohe Volumen des EZB Ankaufprogramms wird jedoch jeglicher Anstieg eher überschaubar bleiben. Die Bundrenditen sollten noch auf Sicht negativ bleiben.

	21. Dez 2020	Mitte 2021	Ende 2021
10-Jahre-Bund in %	-0,61	-0,47	-0,30

**Wohin gehen US-Renditen? • Leicht nach oben**

Auch die Fed versucht mithilfe von Zinspolitik, Ankaufprogrammen sowie Kommunikation die gesamte Zinskurve zu beeinflussen, bzw. sie trotz niedriger Renditeniveaus flach zu halten. Dies sollte ihr auch im Jahr 2021 grundsätzlich gelingen.

Abb. 2: Reale US-Renditen in %



Quelle: Bloomberg

Aufgrund des niedrigen Niveaus und einer sich aufhellenden US-Konjunktorentwicklung wird sich allerdings auch in den USA Druck am langen Ende der US-Zinskurve aufbauen. Reale Renditen sollten aber in Folge des erwarteten Inflationsanstiegs erneut fallen. Dennoch ist von einem leichten Anstieg der nominalen US-Renditen im Jahr 2021 auszugehen. Dies sollte die positive Stimmung auf den US-Aktienmärkten nur marginal beeinflussen. Da noch auf Jahre mit keiner Veränderung der Fed-Zinspolitik zu rechnen ist, bleibt das kurze Ende der US-Zinskurve (Kurzfristzinsen) unverändert.

	21. Dez 2020	Mitte 2021	Ende 2021
10-Jahre-US-Treasury in %	0,91	1,05	1,20

**Wohin geht der EUR-USD-Kurs? • Dahin, wo die EZB ihn nicht haben will**

Die sich aufhellende Stimmung und eine damit einhergehende höhere Risikobereitschaft der Märkte sprechen eher für eine US-\$-Schwäche, da die Notwendigkeit eines „safe haven“ nachlässt. Gleichzeitig sollten aber stabilere politische Entwicklungen in den USA und die US-Konjunkturerholung dem US-\$ Auftrieb geben. Zwar dürfte sich auch in Europa eine zunehmend robuste Konjunkturerholung zeigen. Fehlende nachhaltige Lösungen für die Schuldenprobleme vieler Euro-Länder grenzen den Handlungsspielraum der EZB jedoch ein bzw. lassen Zweifel aufkommen, wie stabil die Währungsunion tatsächlich ist. Mittelfristig sollte zunehmend wieder Konsolidierungspolitik im Vordergrund stehen und für Konfliktpotenzial sorgen. Nächstes Jahr allerdings sollte die Euro-Zone noch Stabilität und Einigkeit zeigen – schließlich sind alle Staaten im „spending modus“. Der Aufrieb des Euro-Wechselkurses könnte also anhalten, wenn auch nur kurz- bis mittelfristig. Eine deutliche Aufwertung des Euro ist nicht zu erwarten. Das würde in offenen Volkswirtschaften wie denen der EuroZone einer geldpolitischen Straffung gleichkommen, und hier würde die EZB früher oder später eingreifen und gegensteuern.

	21. Dez 2020	Mitte 2021	Ende 2021
EUR-USD-Kurs (1 Euro = ... US-Dollar)	1,22	1,25	1,20

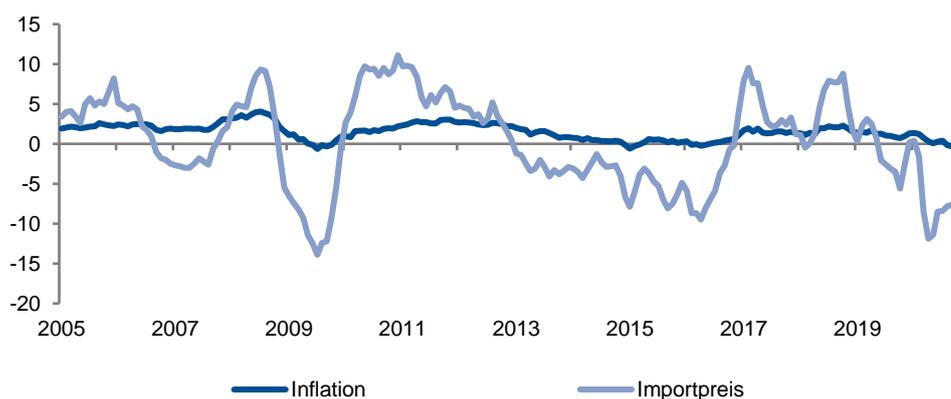
## Inflationsausblick und die Rolle Chinas

Bis der Impfstoff die Infektionsrate entscheidend reduziert und das Risiko von Lockdown-Maßnahmen eliminiert, werden noch Monate vergehen. Bis dahin wird der Dienstleistungssektor das deutsche sowie europäische Wirtschaftswachstum bremsen. Das Produzierende Gewerbe hingegen zeigt weiterhin Aufholendenzenzen, nicht zuletzt getrieben von den Weltmärkten und insbesondere von China. Die Konjunktorentwicklung wird die Inflationsrate im Jahr 2021 ansteigen lassen, unterstützt von der sich bereits abzeichnenden Erholung der Rohstoffpreise. So erwartet die IKB einen Anstieg der deutschen Inflationsrate von 0,6 % im Jahr 2020 auf 1,3 % im Jahr 2021. Für die Euro-Zone gehen wir von einer Inflation um die 1 % für das kommende Jahr aus.

Die Wahrscheinlichkeit eines mittelfristigen Inflationsanstiegs steigt. So könnte die Furcht vor der Deglobalisierung zu weniger Spezialisierung und somit höheren Stückkosten führen. Auch mag die starke Nachfrage aus Asien zunehmend globale Kapazitäten binden. So reduziert sich bereits seit Jahren der Handelsüberschuss Chinas. Dies sollte nicht überraschend. Mit der zunehmenden Größe der chinesischen Wirtschaft nimmt der Außenhandel eine immer kleinere Rolle ein, da China zunehmend „mit sich selbst“ handelt. Zu einer Deglobalisierung wird es jedoch nicht kommen. Der Welthandel hat sich im Verlauf der Coronakrise als robust erwiesen und hat bereits das Vorkrisenniveau überschritten. Auch hat sich mit der starken Erholung im dritten Quartal gezeigt, dass die globalen Wertschöpfungsketten intakt sind.

Die demografische Entwicklung in China deutet allerdings darauf hin, dass die Phase billiger Arbeitskräfte endet, die der Weltindustrieproduktion aufgrund niedriger bzw. sinkender Kosten Auftrieb gaben. Über Jahre, wenn nicht Jahrzehnte haben die Industrialisierung Chinas und sein Überschuss an billigen Arbeitskräften deflationäre Impulse in die Weltwirtschaft gesendet. So haben weltweit geringe Importpreise die allgemeine Inflationsrate gesenkt und lokal für zunehmenden Wettbewerbsdruck gesorgt, was wiederum lokale Lohnkosten gedämpft und die Verhandlungsposition von Arbeitnehmern geschwächt hat. Auch wenn Indien oftmals als nächstes Land der „billigen Löhne“ und überschüssigen Arbeitskräfte gesehen wird, so scheint der dortige Industrialisierungsprozess nur schleppend in Gang zu kommen. Das nächste „China“ dürfte also auf sich warten lassen. In Zukunft werden die Lohnkosten steigen, und die Anzahl überschüssiger Arbeitskräfte wird nachlassen. Die deflationären Kräfte, die mit der Industrialisierung und Globalisierung Chinas freigesetzt wurden, sollten sich also kurz- bis mittelfristig nicht fortsetzen bzw. wiederholen. Der Inflationsdruck in offenen Volkswirtschaften wie der deutschen könnte also mittelfristig nicht nur aufgrund der Geldpolitik der EZB zunehmen, sondern auch infolge der Entwicklungen im Reich der Mitte – und das trotz anhaltender Globalisierung.

**Abb. 1: Importpreis und Inflation in der Euro-Zone, Veränderung in % zum Vorjahr**



Quelle: Eurostat

## Goldpreis: Sind die fetten Jahre vorbei?

**Fazit:** Der Goldpreis wird kurzfristig und auch im Jahr 2021 von der US-Geldpolitik und der anziehenden Inflation gestützt. Solange die langläufigen US-Renditen einen wahrscheinlichen Inflationsanstieg mit Unterstützung der Fed-Politik nur begrenzt spiegeln, ist das Abwärtsrisiko für den Goldpreis auch bei einer konjunkturellen Aufhellung in den kommenden beiden Jahren eher überschaubar. Voraussetzung hierfür sind allerdings weiterhin negative reale Renditen.

Wie lange die Fed eine Korrektur am langen Ende der Zinskurve verhindern kann, bleibt abzuwarten und hängt entscheidend von den Inflationserwartungen ab. Langfristig werden diese allerdings der tatsächlichen Inflationsrate folgen. Dann bietet eine zunehmende Inflation keinen Schutz mehr für den Goldpreis, da die realen Renditen dann korrigieren werden. Ob das bereits im nächsten Jahr geschieht, ist unwahrscheinlich. Noch hält die Fed den „Deckel“ auf die langläufigen US-Renditen, und die Erwartungen über den zukünftigen Inflationsverlauf und die Konjunktorentwicklung sind eher verhalten.

Bedeutendes Aufwertungspotenzial ergibt sich für den Goldpreis im Jahr 2021 damit allerdings auch nicht. Dies wäre erst der Fall, wenn er auf unter 1.700 US-\$ pro Feinunze fallen würde.

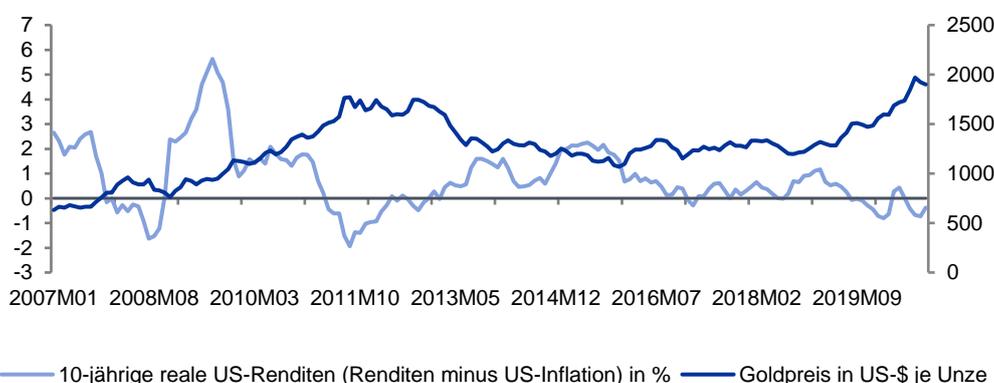
### Konjunkturerholung hellt zunehmend die Erwartungen auf, ...

Der globale Konjunkturausblick für 2021 scheint sich zunehmend aufzuhellen. Zwar trüben aktuelle Lockdown-Maßnahmen und Stimmungsindikatoren die kurzfristigen Perspektiven zum Teil deutlich, und für Deutschland wird ein BIP-Rückgang im vierten Quartal 2020 immer wahrscheinlicher. Doch diese temporäre Eintrübung ist kein Indiz für eine schwache bzw. unsichere Entwicklung im nächsten Jahr. Auch die Sorge, Aufholeffekte ließen als Wachstumstreiber nach, ist nur teilweise begründet. Zwar werden Aufholeffekte aus dem Jahr 2020 im Verlauf von 2021 immer weniger Wachstumsimpulse liefern – vor allem für die deutsche Industrie, die sich im dritten Quartal 2020 überraschend stark zurückgemeldet. Die globale Wirtschaft wird im nächsten Jahr aber dennoch durch die synchrone Erholung vieler Länder starke Wachstumsimpulse erhalten. Diese kommen vor allem aus China und ab der zweiten Jahreshälfte auch aus anderen Wachstumsregionen, die sich infolge der Verbreitung von Impfstoffen zunehmend stabilisieren bzw. beleben werden. Auch hat die V-förmige Erholung in den Industrieländern im dritten Quartal 2020 gezeigt, dass die globalen Wertschöpfungsketten intakt geblieben sind. Die Angebotsseite der globalen Wirtschaft wird demnach keine Wachstumsbremse darstellen.

### ... und der Goldpreis ist seit August unter Druck, ...

Der Goldpreis hat sich mit der im Sommer einsetzenden Konjunkturbelebung von seinem Höchststand Anfang August 2020 verabschiedet. Jüngst hat die Aussicht auf baldige Corona-Impfungen den Abwertungsdruck auf den Goldpreis noch beschleunigt. Generell scheint bei Anlegern das Bedürfnis nach „safe haven“ nachzulassen. Doch führen eine geringere Risikoaversion und eine sich aufhellende Konjunktur zwangsläufig zu einer Schwäche des Goldpreises? Nach der Finanz und Euro-Schuldenkrise war dies in der Tat der Fall. Der Goldpreis fiel von seinem Hoch im Jahr 2011 von fast 1.900 US-\$ auf nahezu 1.000 US-\$ Ende 2015.

Abb. 1: Reale US-Renditen in % und Goldpreis in US-\$ je Feinunze



Quelle: Bloomberg

Für den Goldpreis ist letztendlich aber weniger die Konjunktur entscheidend, vielmehr sind es alternative, sichere Investitionsmöglichkeiten – und das sind in der Regel vor allem US-Staatsanleihen. Relevant sind dabei weniger die kurzfristigen Renditen, sondern vor allem das lange Ende der US-Zinskurve. So sollten steigende Langfrist-US-Renditen im Jahr 2021 für Gegenwind beim Goldpreis sorgen. Der Renditenanstieg im Herbst 2020 deutet diese Entwicklung bereits an. Auch nach der Finanz- und Euro-Schuldenkrise fiel der Goldpreis vor allem in einer Phase, in der die realen US-Renditen wieder stiegen bzw. positiv ausfielen. Schließlich ist es die Sorge um den Werterhalt ihrer Geldanlage, die Investoren zu Gold treibt. Und auch während der Coronakrise ist der Goldpreis vor allem in der Phase negativer realer US-Renditen gestiegen. Aber trotz der Erwartung steigender Renditen ist nicht unbedingt mit einem fallenden Goldpreis zu rechnen. Denn es stellt sich die Frage, wie stark die Renditen im Vergleich zur Inflation anziehen werden. Dabei spielt die Geldpolitik der Fed eine entscheidende Rolle.

### **... doch die Geldpolitik ist eine bedeutende Stütze**

Nach dem Rückgang in diesem Jahr sollte die Inflationsrate 2021 auf beiden Seiten des Atlantiks wieder ansteigen, angetrieben von der sich normalisierenden Konjunktur. Doch die Schuldenquoten von Staaten und Unternehmen werden sich deutlich ausweiten. Dies wird unweigerlich das mittelfristige Wirtschaftswachstum belasten. Zudem wird die Geldpolitik noch auf lange Sicht eine außerordentlich unterstützende Rolle einnehmen müssen, um die effektive Nachfrage der Industrieländer zu stützen und die Schuldentragfähigkeit der Staaten sicher zu stellen. Solange die schwache Nachfrage und die anhaltende Globalisierung den Inflationsdruck in Grenzen halten, ergibt sich kein Handlungskonflikt. Und selbst wenn die Inflationsrate in den nächsten Jahren überraschend deutlich über das gewünschte Niveau steigen sollte, ist dennoch mit keinem Anstieg des US-Leitzinses zu rechnen. Denn die Fed hat bereits signalisiert, den Fokus auf den langfristigen Inflationsdurchschnitt zu legen. Nach der unterdurchschnittlichen Inflationsrate der letzten Jahre ist somit selbst bei höherer Inflation mittelfristig nicht mit einer geldpolitischen Wende zu rechnen. Dies ist sicherlich auch ein Grund dafür, warum die US-Renditen trotz des jüngsten Anstiegs im historischen Vergleich weiterhin auf niedrigen Niveaus verweilen. Doch Renditen werden nicht nur von Kurzfristzinsen, sondern vor allem von Inflationserwartungen getrieben. Die IKB rechnet mit einem Anstieg der US-Inflation von 1,2 % in diesem Jahr auf 1,8 % 2021 bzw. um die 2 % im Jahr 2022. Grundsätzlich ist damit von tendenziell steigenden nominalen US-Renditen auszugehen – der Anstieg sollte allerdings aufgrund der Zinspolitik unter dem der Inflation bleiben.

Die geldpolitische Ausrichtung der kommenden Jahre sollte sich von der nach der Finanzkrise deutlich unterscheiden, was sich bei den realen Renditen niederschlagen wird. So sollten reale Renditen im Jahr 2021 eher sinken als anziehen. Dies gilt zweifellos für das kürzere aber auch zu einem gewissen Grad für das lange Ende der Zinskurve, da Notenbanken wie die Fed oder die EZB durch Aufkaufprogramm die gesamte Zinskurve beeinflussen. Wie lange allerdings bei einer nachhaltig steigenden Inflationsrate das lange Ende der Zinskurve gedämpft reagiert und so für weiter sinkende bzw. anhaltend niedrige reale Renditen sorgen wird, bleibt abzuwarten. Mit zunehmenden Inflationserwartungen wird das lange Ende mehr und mehr reagieren und zu einer steileren Zinskurve bzw. erhöhten Druck auf dem Goldpreis sorgen.

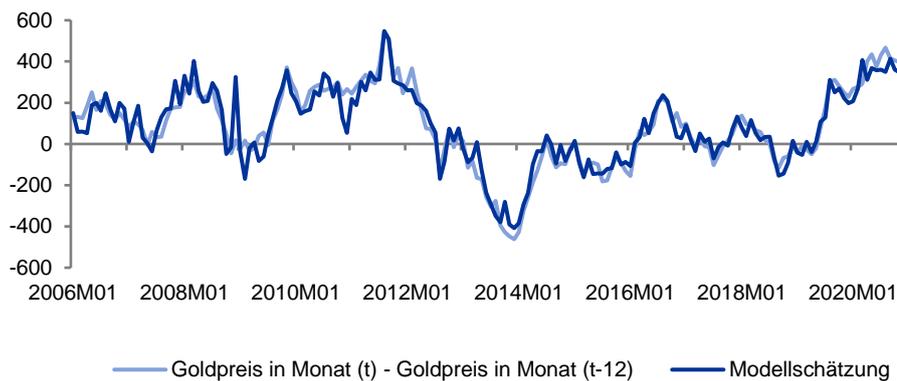
### **Der Goldpreis in den nächsten beiden Jahren: Wo liegt das Risiko?**

Die Inflationsrate wird 2021 und 2022 steigen und könnte durchaus nach oben überraschen – auch weil kurzfristig keine geldpolitischen Gegenmaßnahmen zu erwarten sind. So bauen sich zwei gegenläufige Kräfte auf, die sich auf den Goldpreis auswirken. Auf der einen Seite eine sich aufhellende Konjunktur in den Jahren 2021 und 2022, die die Risikobereitschaft stärkt und attraktive Renditemöglichkeiten in der Realwirtschaft generiert und somit die Nachfrage nach Gold dämpft. Auf der anderen Seite ergibt sich allerdings eine höhere Inflationsrate, was den Goldpreis stützen sollte, vor allem wenn die langläufigen US-Renditen auf den Inflationsanstieg nur verhalten reagieren, da die langfristigen Inflationserwartungen stabil sind bzw. die Fed erfolgreich darin ist, Anstiegen kurzfristig gegenzusteuern.

Ein schwacher Goldpreis würde sich dann ergeben, wenn die US-Renditen deutlich stärker anstiegen als die Inflationsrate. Hierfür müssten die Inflationserwartungen deutlich zulegen und sich zudem in höheren Renditen niederschlagen. Gegen diese Erwartung wirken die aktuelle Fed-Politik und hohe Schuldenquoten, die langfristig das Wachstum dämpfen sollten. Unterstützung erfährt der Goldpreis von der anziehenden Inflation sowie einer volatilen Entwicklung der Weltwirtschaft im Jahr 2021. Der Euro-Goldpreis würde zudem von einer US-\$-Abwertung profitieren. Um diese Abwärtsrisiken für den Goldpreis zu illustrieren, haben wir mehrere

Szenarien für den US-\$-Goldpreis simuliert. Sie unterscheiden sich im Anstieg der realen Renditen: Im Szenario 1 steigen 10-jährige US-Renditen auf 1,2 %; in Szenario 2 auf 1,5 %. Diese Erhöhung der realen und nominalen Renditen um 30 bp mag gering erscheinen. Sie würde allerdings den Fundamentalwert des Goldpreises je Feinunze laut Schätzungen um rund 100 US-\$ senken. Würden allerdings die realen 10-jährigen US-Renditen auf 0 % ansteigen und vollständig dem erwarteten Inflationsanstieg folgen, läge das Abwärtsrisiko für den Goldpreis bei bis zu 250 US-\$. Bei einem Anstieg realer Renditen auf +1 %, was im historischen Kontext immer noch nicht als besonders hoch einzuschätzen ist, würde das Abwärtsrisiko für den aktuellen Goldpreis rund 400 US-\$ betragen. Hierfür müssten die US-Renditen allerdings angesichts des erwarteten Inflationsanstiegs im Jahr 2021 auf fast 3 % ansteigen, was aufgrund der aktuellen Geldpolitik und der wirtschaftlichen Lage nicht zu erwarten ist.

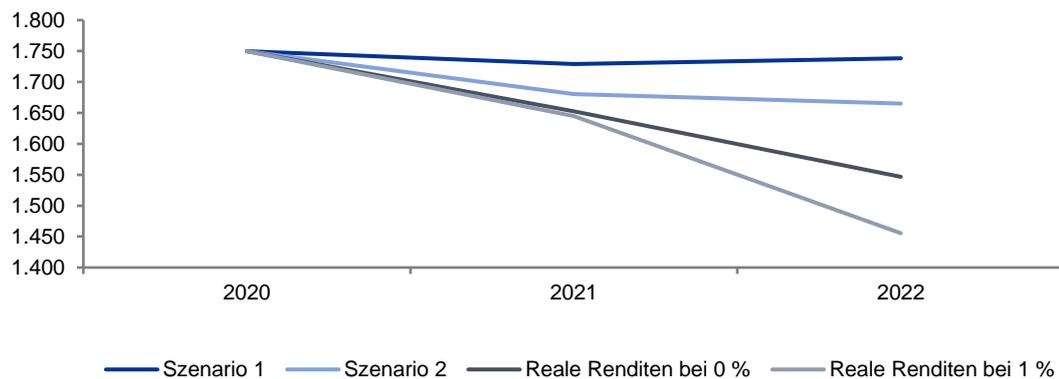
**Abb. 2: Veränderung des Goldpreises: tatsächliche und Modellschätzung in US-\$ je Feinunze**



Quelle: Bloomberg; IKB-Berechnung und -Modellschätzung

Szenario 1 deutet auf einen Goldpreis von ca. 1.750 US-\$ hin. **Bei einem aktuellen Goldpreis von knapp über 1.800 US-\$ besteht somit bei einem weiteren moderaten Anstieg der nominalen US-Renditen (aktuelles Niveau liegt bei 0,9 %) ein überschaubares Abwärtsrisiko für den Goldpreis. Das kann auf die steigende Inflationsrate zurückgeführt werden.** Auch ergibt sich das Risiko weniger aus den Renditeanstiegen als eher aus dem möglicherweise übertriebenen Goldpreisanstieg in den diesjährigen Monaten Juli und August.

**Abb. 3: Modellschätzung für den Goldpreis in US-\$ je Feinunze**



Quelle: IKB-Schätzung

## Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

**Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr**

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Deutschland	2,9%	1,3%	0,6%	-5,5%	4,5%
Euro-Zone	2,7%	1,9%	1,3%	-7,1%	4,7%
UK	1,7%	1,3%	1,3%	-11,4%	5,5%
USA	2,3%	3,0%	2,2%	-3,4%	5,7%
Japan	2,2%	0,3%	0,8%	-5,0%	4,2%
China	6,9%	6,7%	6,2%	1,7%	8,4%

**Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr**

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Deutschland	1,5%	1,7%	1,4%	0,6%	1,3%
Euro-Zone	1,5%	1,8%	1,2%	0,3%	0,8%
UK	2,7%	2,5%	1,8%	0,9%	1,6%
USA	2,1%	2,4%	1,8%	1,2%	1,8%
Japan	0,5%	1,0%	0,6%	1,0%	0,8%
China	1,6%	2,1%	2,9%	2,8%	2,2%

**Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %**

	21. Dez.	Ende 2020	in 9M	Ende 2021
3M-Euribor	-0,54	-0,50	-0,48	-0,47
3M-USD-Libor	0,24	0,24	0,24	0,24
10-Jahre Bund	-0,61	-0,55	-0,45	-0,30
10-Jahre U.S. Treasury	0,91	0,95	1,10	1,20

**Tabelle 4: Ausgewählte Währungen**

	21. Dez.	Ende 2020	in 9M	Ende 2021
EUR/USD	1,22	1,20	1,17	1,16
EUR/GBP	0,92	0,91	0,93	0,93
EUR/JPY	126	124	125	123
EUR/CHF	1,08	1,08	1,08	1,08
EUR/HUF	361	358	352	346
EUR/CZK	26,3	26,6	26,7	26,5
EUR/TRY	9,33	9,50	9,60	9,80
EUR/PLN	4,52	4,47	4,35	4,28
EUR/RUB	91,3	91,0	88,0	88,9
EUR/MXN	24,8	24,3	24,5	24,6
EUR/ZAR	18,1	18	18,8	19,2
EUR/CNY	7,98	7,88	7,70	7,67
EUR/CAD	1,57	1,56	1,50	1,49
EUR/AUD	1,62	1,63	1,56	1,55

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3) EZB; FRED Bloomberg und IKB-Prognosen (in 3M; 9M; Ende 2021); 4) Statistisches Bundesamt, S = IKB-Schätzung; P = IKB-Prognose

**Disclaimer:**

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht haftet.

**Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.**

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG  
40474 Düsseldorf  
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4492

Dezember 2020  
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG  
Rechtsform: Aktiengesellschaft  
Sitz: Düsseldorf  
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130  
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick  
Vorstand: Dr. Michael H. Wiedmann (Vorsitzender), Claus Momburg