

# Barometer-Ausblick 2022

## Konjunktur- und Finanzmärkte

### 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 2022: Konjunktur, Inflation und geldpolitische Wende 2

Kurzfristiger BIP-Rückgang in Deutschland immer wahrscheinlicher • Erholung dann im Verlauf 2022 • Inflationsdruck bleibt vorerst bestehen • Globale geldpolitische Wende eingeleitet • Deutsche Renditen werden steigen • Erhöhte Volatilität am Devisenmarkt

### DAX: Auftrieb grundsätzlich ungebrochen 8

Steigende Renditen kein Risiko für den DAX • Aktuelle Bewertung nicht ambitioniert • DAX-Prognose Ende 2022: über 16.500 Punkte • DAX über 17.000 Punkte ist dagegen herausfordernd

### Goldpreis: Die Luft wird dünner 11

Höhere US-Inflation aber vor allem steigende US-Renditen bestimmen Goldpreis in US-Dollar • Geldpolitische Wende belastet Auftriebspotenzial • Goldpreis-Prognose Ende 2022: 1.700 US-Dollar pro Unze

### Wohin steuern Konjunktur und Finanzmärkte 2022?



## Ausblick 2022: Konjunktur, Inflation und geldpolitische Wende

### Realwirtschaft und Industriebranchen

#### ⇒ **Belebung der deutschen Wirtschaft ab dem zweiten Quartal 2022**

Ohne Zweifel wird sich die vierte Corona-Welle negativ auf die deutsche Konjunktur auswirken – zumindest was das Schlussquartal 2021 und vor allem das erste Quartal 2022 angeht. Doch für den weiteren Konjunkturverlauf der Jahre 2022 und 2023 könnten sich die vierte Welle und die Omikron-Variante sogar positiv auswirken. Denn die zum Teil drastischen Lockdown-Maßnahmen einiger Länder haben gezeigt, dass die Abschottung eines Landes keine Lösung für eine nachhaltige Bekämpfung des Virus darstellt. Hierfür sind Australien oder Neuseeland markante Beispiele. Die Lösung liegt vielmehr in einer andauernden und effektiven Immunisierung bzw. einer verbesserten Widerstandsfähigkeit gegenüber schweren Krankheitsverläufen. Durch die vierte Welle hat sich die politische Hemmschwelle gesenkt, Maßnahmen für eine steigende Impfquote zu forcieren. Dies hellt den mittelfristigen Konjunkturausblick auf.

Mit einer Ausbreitung der hochansteckenden Omikron-Variante dürften die Stimmung und der ifo Index auch in den kommenden Monaten unter Druck bleiben, ein BIP-Rückgang in Deutschland im ersten Quartal des nächsten Jahres wird immer wahrscheinlicher. Allerdings haben die Volkswirtschaften gelernt, mit dem Virus umzugehen. So sollten Lockdown-Maßnahmen viel selektiver eingesetzt werden, als dies noch 2020 der Fall war – nicht zuletzt dank steigender Impfquoten. Im weiteren Verlauf von 2022 sollte sich die Stimmung deshalb deutlich aufhellen. Allerdings könnte sich die Notenbankpolitik zu einer neuen Gefahr entwickeln. Denn lassen die Lieferengpässe und der damit verbundene Preisdruck nicht spürbar im Verlauf des nächsten Jahres nach, wären Notenbanken weltweit genötigt, die Konjunkturerholung durch deutliche Zinsanhebungen abzubremesen.

*Ausblick: Die IKB erwartet im Jahr 2022 ein deutsches BIP-Wachstum von rd. 4 %, getrieben von vor allem einer deutlichen konjunkturellen Belebung ab dem zweiten Quartal 2022. Der absehbare BIP-Rückgang im ersten Quartal 2022 sollte nicht überbewertet werden.*

#### ⇒ **Privater Konsum wichtiger Bestandteil der konjunkturellen Erholung im Jahr 2022**

Der Ausblick für den privaten Konsum bleibt für den deutschen BIP-Verlauf im Jahr 2022 entscheidend. Es ist weiterhin mit einer gewissen Verzerrung bei der Konsumnachfrage zu rechnen, da sich die Auswirkungen der vierten Corona-Welle auf Dienstleistungsbranchen vor allem im ersten Quartal 2022 zeigen sollten. Nach wie vor besteht infolge des aufgestauten Sparvolumens aufgrund der beiden Corona-Jahre ein immenses Wachstumspotenzial – auch wenn die hohe Inflationsrate die reale Kaufkraft in diesem und im kommenden Jahr belasten sollte.

*Ausblick: Die IKB erwartet im Jahr 2022 ein Wachstum des Privaten Konsums von deutlich über 7 %; allein der statistische Überhang für das nächste Jahr dürfte dabei bei über 4 % liegen. Für 2021 liegt die Schätzung bei einem Plus von 0,9 %.*

#### ⇒ **Globale Lieferengpässe lösen sich allmählich auf und stützen den deutschen Export**

Das Jahr 2021 war gekennzeichnet von angebotsseitigen Problemen der globalen Industrie. Lieferengpässe, fehlende Frachtkapazitäten und steigende Rohstoffpreise haben auch dem deutschen Wachstumspotenzial und der Exportwirtschaft zugesetzt. Während die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes 2021 um rund 3 % wachsen konnte – sie lag im November 2021 dennoch immer noch 5,5 % unter dem Niveau von 2019 –, haben die Exporte im Jahr 2021 um schätzungsweise fast 8 % zugelegt. Doch auch sie liegen noch immer rund 4 % unter ihrem Vorkrisenniveau im Jahr 2019.

Auch wenn die angebotsseitigen Probleme im Jahr 2022 weiter bestehen bleiben sollten, ist dennoch in Anbetracht globaler Angebotsreaktionen von einer graduellen Auflösung dieser Wachstumsbremsen auszugehen. Vor allem die Investitionsgüterbranchen sollten von Kapazitätsausweitungen profitieren – zumindest in der zweiten Hälfte 2022. Dies sollte die Industrieproduktion stützen und damit die Exporte. Gleichzeitig bleibt die globale Fiskal- und Geldpolitik unterstützend, was die weltweite Nachfrageerholung im Jahr 2022 stärken sollte, aber auch einer deutlichen Entspannung bei den Rohstoffpreisen entgegenwirken könnte.

Ausblick: Die Exporte werden im Jahr 2021 um geschätzte 7,9 % zulegen und nach einem Rückgang im dritten Quartal 2021 sollten sie im kommenden Jahr um 4,1 % steigen

**Tab. 1: Reales BIP-Wachstum in % zum Vorjahr**

	Ø 15-19	2020	2021P	2022P
Deutschland	1,7	-4,9	2,9	4,0
Euro-Zone	2,0	-6,5	5,5	4,4
UK	2,1	-9,7	7,5	4,7
USA	2,4	-3,4	5,5	3,9
China	6,6	2,3	8,2	5,4
Japan	0,9	-4,6	1,7	2,1
Russland	1,0	-2,9	3,9	3,0
Indien	6,7	-7,4	4,1	7,3
Brasilien	-0,5	-4,1	5,2	2,2

Quellen: EIU; P = IKB-Prognose

⇒ **Immer noch zurückhaltendes Investitionsverhalten braucht konjunkturelle Impulse**

Das Baugewerbe hat auch in den Corona-Jahren 2020 und 2021 einen positiven Wachstumsbeitrag geleistet. Im laufenden Jahr konnte jedoch aufgrund der zunehmend fehlenden Kapazitäten und mangelnder Rohstoffe die anhaltend robuste Nachfrage nicht vollständig bedient werden; Preiserhöhungen und geringere Volumenzuwächse waren die Folge. Auch im Jahr 2022 sollte das Baugewerbe insgesamt positive Beiträge zum deutschen BIP leisten – wenn auch überschaubarer als in den Vorjahren.

**Abb. 1: Deutsche reale Ausrüstungsinvestitionen in Mrd. €, vierteljährlich**



Quelle: FERI (Statistisches Bundesamt)

Die Ausrüstungsinvestitionen wurden im dritten Quartal 2021 erneut deutlich zurückgefahren. Anhaltende Konjunkturrisiken sowie durch globale Lieferengpässe forcierte lokale Überkapazitäten belasteten Investitionsentscheidungen. Deshalb liegt das Investitionsniveau noch immer klar unter dem von 2019. Kurzfristig ist infolge der vierten Corona-Welle und anhaltender Lieferengpässe bzw. Stimmungseintrübungen von keiner bedeutenden Erholung auszugehen. Im Verlauf des Jahres 2022 sollte die Konjunktorentwicklung aber für eine spürbare Belebung der Investitionen sorgen, zumal in den kommenden Jahren auch strukturelle Treiber wie der angestrebte Transformationsprozess hin zu einer klimaneutralen Industrie zu einer deutlich höheren Investitionsquote führen sollten.

Ausblick: Wir erwarten für 2022 einen Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen um rd. 6 %

⇒ **Solider Ausblick für die Industriebranchen infolge der weltweiten Wirtschaftsbelebung**

Das deutsche Verarbeitende Gewerbe wird das laufende Jahr mit einem Produktionsplus von rd. 3 % abschließen. Damit ist der starke Einbruch aus dem ersten Corona-Jahr 2020 aber noch längst nicht aufgeholt. Zudem

hat sich die Produktion aller Branchen aufgrund der weltweiten Lieferprobleme deutlich abgeschwächt; der Verlauf war ab dem Frühjahr 2021 abwärtsgerichtet. Mit der allmählichen Auflösung der weltweiten Lieferengpässe sollte sich die deutsche Industrie aber im Verlauf von 2022 wieder beleben. Viele Branchen dürften dann fast wieder an ihr Vorkrisenniveau anknüpfen. Das kräftige Plus der Automobilindustrie im Jahr 2022 ergibt sich nach wie vor aus Aufholeffekten. Das Vorkrisenniveau von 2019 wird dennoch um fast 20 % deutlich verfehlt.

Zudem steht die deutsche Industrie weiterhin vor erheblichen Herausforderungen, denn bereits seit 2018 kann der Industriestandort Deutschland mit dem Tempo der weltweiten Industrieproduktion nicht mehr mithalten. Hier spielte die Automobilindustrie sicherlich eine entscheidende Rolle. So kann die seit Anfang 2018 stagnierende globale Pkw-Produktion der deutschen Hersteller die negativen lokalen Effekte aus Produktionsverlagerungen, globaler Kapazitätsausweitung und anhaltender Spezialisierung am Standort Deutschland nicht mehr auffangen.

Für eine Erholung der gesamten deutschen Industrie ist deshalb nicht nur eine Belebung der Weltwirtschaft notwendig, sondern auch eine stärkere Investitionsbereitschaft am Standort Deutschland. Es geht darum, globale Wachstumsimpulse besser für den lokalen Standort zu nutzen. Somit liegt die langfristige Lösung in Deutschland selbst – und weniger in fehlenden Halbleitern aus Asien.

**Tab. 2: Deutschland Branchenausblick – Produktion, Veränderung in % zum Vorjahr**

	2019	2020	2021S	2022P
<b>Verarbeitendes Gewerbe</b>	<b>-4,1</b>	<b>-10,4</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>
Nahrungsmittel	0,6	-3,1	1,2	1,3
Textil- u. Bekleidung	-2,0	-13,0	4,7	4,3
Holz	-1,5	5,1	-0,9	1,4
Papier	-2,0	-4,3	4,8	2,1
Chemie, Pharma	-7,3	-0,1	4,8	1,6
Gummi und Kunststoff	-2,4	-8,8	4,5	3,5
Glas und Keramik	-1,4	-2,5	2,9	0,8
Metallbearbeitung	-6,2	-13,2	7,2	3,8
Metallerzeugnisse	-3,6	-11,3	7,8	1,8
DV u. elektr. Ausrüstungen	-2,3	-7,4	9,6	2,9
Maschinenbau	-2,8	-13,5	7,5	1,8
Automotive	-11,2	-24,2	-8,6	13,0
Möbel	-1,1	-7,1	0,7	1,0

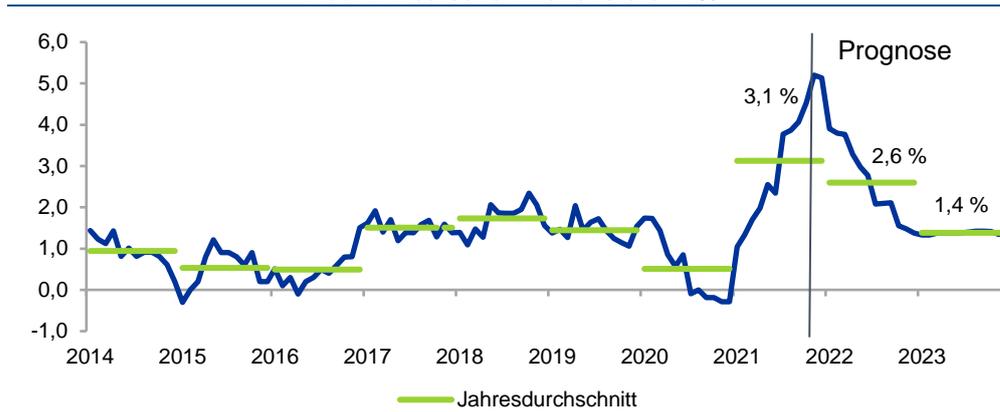
Quellen: Statistisches Bundesamt; P = IKB-Prognose

## Inflation, Geldpolitik und Zinsen

### ⇒ Deutsche Inflationsrate bleibt 2022 über und 2023 unter dem EZB-Inflationsziel

Steigende Rohstoffpreise, der Corona-bedingte Nachfrageüberhang nach Gütern und die Angebotsprobleme führten zu einem weltweiten Anstieg der Verbraucherpreise. Der anhaltende Kostendruck bei den Erzeugerpreisen – unabhängig von der kurzfristigen Rohstoffpreisentwicklung – signalisiert weiteren kurzfristigen Inflationsdruck. Zwar ist bereits eine moderatere Preisentwicklung bei industrienahen Rohstoffen infolge des weltweiten Rückgangs der Industrieproduktion zu erkennen. Diese sollte sich allerdings erst im Jahresverlauf von 2022 bei den Verbrauchern bemerkbar machen. Noch bleibt der Preisdruck also in den kommenden Monaten aufgrund hoher Energiepreise und Lieferengpässe bestehen. Allerdings wird die deutsche Inflationsrate nach ihren Höchstständen im November und Dezember Anfang 2022 aufgrund fehlender Basiseffekte – Stichwort Mehrwertsteuer-Effekt – wieder sinken.

**Abb. 2: Deutsche Inflationsrate in %**



Quellen: FERI (Statistisches Bundesamt); IKB-Prognose

Grundsätzlich wird sich die Inflationsdynamik im Verlauf des kommenden Jahres ändern. Waren es im Jahr 2021 insbesondere Preisanstiege von Rohstoffen und speziell Energie, die die Inflationsrate nach oben getrieben haben, sollte der Kosten- und Preisdruck im kommenden Jahr deutlich breiter ausfallen und zunehmend von Zweitrundeneffekten bestimmt werden. Zwar wird die Inflationsrate aus technischen Gründen infolge von Basis- bzw. Mehrwertsteuereffekten ab Januar 2022 zurückgehen; die unterliegende Inflationsdynamik wird aber anziehen. Sie könnte durch weitere Lockdown-Maßnahmen und eine fehlende Angebotsausweitung sowie eine robuste Nachfrage hoch bleiben. Da jedoch Rohstoffpreise die Tendenz zur Übertreibung haben, ist durchaus mit absoluten Rückgängen zu rechnen, wenn sich Angebot und Nachfrage im weiteren Verlauf des Jahres 2022 angleichen. Auch 2023 ist von einer zunehmenden Angebotsreaktion auszugehen und damit von einem zunehmenden Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage, was die Möglichkeit einer Inflationsrate unter 2 % im Jahr 2023 festigt.

Hohe Impfquoten und die mittlerweile vorhandene Infrastruktur für Infizierte, Impfungen und Tests verringern die Notwendigkeit eines generellen Lockdowns bei steigenden Infektionsraten. Die Pandemie könnte hingegen ihre Spuren vor allem bei der Inflationsrate hinterlassen. Denn das Angebot von Dienstleistungen ist weiterhin eingeschränkt, während die Nachfrage nach Gütern deutlich über dem Vor-Corona-Niveau liegt. Beides führt zu Preisdruck. Zudem deuten Erzeugerpreise auf beiden Seiten des Atlantiks weiterhin auf Inflationsdruck bei den Verbraucherpreisen hin, was noch ein paar Monate andauern dürfte. Die Risiken sind somit weiterhin und trotz der bereits hohen Inflation kurzfristig nach oben gerichtet.

**Tab. 3: Verbraucherpreise, Veränderung in % zum Vorjahr**

	2019	2020	2021S	2022P
Deutschland	1,4	0,5	3,1	2,6
Euro-Zone	1,2	0,3	2,6	3,1
UK	1,8	0,9	2,6	4,1
USA	1,8	1,3	4,7	4,4
Japan	0,5	0,0	-0,2	0,5
China	2,9	2,5	1,0	2,3

Quellen: Statistische Ämter; S = IKB-Schätzung; P = IKB-Prognose

⇒ **Geldpolitik weltweit und vor allem in den USA im Umbruch**

Weltweit vollziehen Notenbanken aktuell eine geldpolitische Wende. Allein in den ersten drei Dezember-Wochen des laufenden Jahres haben 17 Notenbanken von vor allem Schwellenländern ihre Zinsen angehoben. Zinssenkungen ergaben sich nur in China (von 3,85 % auf 3,8 %) und der Türkei (von 15 % auf 14 %) – siehe [Central Bank Rates | Worldwide Interest Rates \(cbrates.com\)](#), eine aktuelle Auflistung aller Notenbanken und ihrer Leitzinsen.

Doch nicht nur Notenbanken von Schwellenländern vollziehen eine geldpolitische Wende. Die Fed hat in ihrer jüngsten Sitzung ebenfalls beschlossen, die Rückführung ihrer Anleiheaufkäufe zu beschleunigen. Sie dürfte deshalb im März 2022 ihre Anleihekäufe vollständig beenden, was den Weg frei machen würde für mehrere, wenn auch kleine Zinsschritte im Jahr 2022. Auch die Bank of England hat ihre Zinsen um 15 bp auf 0,25 % angehoben, ein Schritt der eigentlich erst für Anfang 2022 erwartet worden war. **So versuchen die meisten Notenbanken aus der ultralockeren Geldpolitik zügig auszusteigen, trotz der generellen Einschätzung, der Inflationsanstieg sei nur temporär. Die Sorge, bei der aktuellen geldpolitischen Ausrichtung bestehe eine zunehmende Gefahr „hinter die Kurve zu fallen“ bzw. der Inflationsentwicklung hinterherzulaufen, ist sicherlich ein Grund für den derzeitigen Aktionismus.**

Tab. 4: US-Zinsen in %

	20. Dez 2021	Mitte 2022	Ende 2022
3M-USD-Libor	0,21	0,24	0,35
10-Jahre U.S. Treasury	1,38	1,60	1,80

Quellen: Bloomberg; IKB-Prognose

#### ⇒ Auch die EZB wird 2022 handeln und den deutschen Renditen Auftrieb geben

Die Argumente gelten auch für die EZB, die im aktuellen Zyklus der globalen geldpolitischen Wende ein klarer Nachzügler ist. Denn die Inflationsrate in der Euro-Zone hat ebenso überrascht wie in den USA; und auch in der Euro-Zone herrscht noch Preisdruck. Doch sollte die aktuelle Inflationsrate die Geldpolitik zum Handeln nötigen? Schließlich können Notenbanken Rohstoffpreis- oder Lohnerhöhungen nur begrenzt beeinflussen. Doch darum geht es nicht. Vielmehr ist entscheidend, die Zweitrundeneffekte und damit einen anhaltenden Anstieg der Inflationsrate zu verhindern. Und dies kann die EZB durch eine Straffung erreichen, die das Geldmengenwachstum reduziert bzw. die Nachfrage in der Wirtschaft abkühlt. Denn ohne eine robuste Nachfrage sind Inflationsspiralen nicht möglich. **Der aktuelle Konjunkturausblick sowie die Fiskalpolitik in der Euro-Zone deuten auch im kommenden Jahr – in dem die EU-Fiskalregeln weiterhin ausgesetzt sind – auf ein anhaltend robustes Nachfragewachstum, was Zweitrundeneffekte wahrscheinlicher macht.**

Doch die hohen Schuldenquoten haben den Hebel der EZB-Geldpolitik vergrößert. Anders ausgedrückt: Zinsen werden niedrig bleiben müssen, und dies erfordert nicht unbedingt eine expansive Geldpolitik. Bereits eine moderate Zinsanhebung wird die Fiskalpolitik nötigen, auf Konsolidierungskurs einzuschwenken. So sollte die Sorge, die EZB laufe der Inflationsentwicklung hinterher, überschaubar bleiben. Denn zum einen bedarf es nur moderater Zinsanhebungen, um die Nachfrage zu beeinflussen; und zum anderen hat sich der geldpolitische Transmissionsmechanismus reduziert. Das Argument, ein langer und ineffizienter Transmissionsmechanismus erfordere ein frühes Agieren der Notenbank, ist angesichts des aktuellen Zusammenspiels von Geld- und Fiskalpolitik zu vernachlässigen.

So wirkt der aktuelle Transmissionsmechanismus nicht nur relativ kurzfristig, sondern auch besonders effizient, da steigende Zinsen die Staaten der Euro-Zone schnell auf Konsolidierungskurs bringen sollten. **Die eigentliche Frage in der Euro-Zone ist allerdings, ob die Fiskalpolitik auf eine straffere Geldpolitik tatsächlich entsprechend reagieren wird. Würde sie dies nicht tun, weil sie erwartet, dass die EZB die Finanzierung der Staaten sicherstellt, könnte die Euro-Zone ein Inflationsproblem bekommen, vor allem, wenn der fiskalische Spielraum durch Änderungen der EU-Haushaltsregeln erhöht wird.** Dieses Risiko ist jedoch zu relativieren. Schließlich ist eine expansive Geldpolitik vor allem dann nötig, wenn die Nachfrage nicht ausreicht, was wiederum für eine niedrige Inflation spricht. Allerdings mag das Jahr 2022 eine Ausnahme sein, weil viele Staaten weiterhin versuchen werden, eine Fiskalpolitik zu betreiben, die sich am Krisenmodus orientiert. Auch das ist ein Grund, warum die Inflationsrate im Jahr 2022 weiter nach oben überraschen könnte.

Einschätzung: Angesichts der hohen staatlichen Schuldenquoten kann die EZB selbst bei einer moderaten geldpolitischen Wende einen spürbaren Einfluss auf die Realwirtschaft ausüben. Deshalb ist Vorsicht geboten – im Timing wie beim Ausmaß. Voraussetzung für eine geldpolitischen Wende sollte allerdings sein, dass die Staaten mit Konsolidierung auf Zinsanstiege reagieren. Dies wird im Jahr 2022 weniger der Fall sein. **Deshalb ist die EZB gut beraten, eine Beendigung der außerordentlich unterstützenden Maßnahmen in Aussicht zu stellen. Eine vollständige Beendigung der Ankäufe bereits Anfang nächsten Jahres – wie es die Fed**

**anvisiert – ist in Europa jedoch noch nicht notwendig. Denn bereits eine spürbare Reduzierung würde dem langen Ende der Zinskurve ausreichend Auftrieb geben.**

**Tab. 5: Europäische und deutsche Zinsen in %**

	20. Dez 2021	Mitte 2022	Ende 2022
3M-Euribor	-0,59	-0,47	-0,45
10-Jahre-Bund in %	-0,38	0,10	0,30

Quellen: Bloomberg; IKB-Prognose

⇒ **Geldpolitische Wende erhöht Risiken auf Devisenmärkten**

Aktuell schreiten vor allem die Schwellenländer bei der geldpolitischen Straffung voran, während 2022 und 2023 zunehmend Industriestaaten folgen sollten. Da Notenbanken weltweit die Zinsen nicht synchron anheben, hat die globale geldpolitische Wende das Potenzial für erhöhte Volatilität auf den Devisenmärkten. Steigende Zinsen in den USA sollten grundsätzlich Devisenkurse von Schwellenländern unter Druck setzen. Dies gilt insbesondere für Länder mit strukturellen Problemen, wie ein nicht ausreichendes Potenzialwachstum, hohe Fremdwährungsverschuldung oder ein anhaltendes Leistungsbilanzdefizit. Hierzu zählen sicherlich Südafrika und aktuell vor allem die Türkei. Eine perspektivische Normalisierung der europäischen Zinsen sowie eine grundsätzliche Festigung des Glaubens an den Euro sollten hingegen die Gemeinschaftswährung gegenüber dem Schweizer Franken stärken, der jahrelang und trotz negativer Zinsen als „safe-haven-Währung“ angesehen wurde. Sinkende Rohstoffpreise könnten die Volatilität von Devisenkursen einiger Schwellenländer weiter erhöhen.

**Tab. 6: Fundamental-FX-Prognosen ausgewählter Währungen**

	20. Dez	Mitte 2022	Ende 2022
EUR/USD	1,13	1,12	1,14
EUR/GBP	0,85	0,86	0,87
EUR/JPY	128	132	127
EUR/CHF	1,04	1,05	1,07
EUR/HUF	367	362	365
EUR/CZK	25,2	25,2	25,4
EUR/TRY	20,0	18,0	21,0
EUR/PLN	4,64	4,60	4,55
EUR/RUB	83,5	84,8	88,0
EUR/MXN	23,5	23,4	23,8
EUR/ZAR	17,9	18,5	19,5
EUR/CNY	7,19	7,22	7,26
EUR/CAD	1,46	1,44	1,45
EUR/AUD	1,59	1,56	1,55

Quellen: Bloomberg; IKB-Prognose

Während Notenbanken weltweit an der Zinsschraube drehen oder ihre Ankaufvolumen deutlich zurückfahren, fällt es der EZB schwer, aus ihrer ultra-lockeren Geldpolitik auszusteigen. Sie wird zwar ihre Netto-Ankäufe im Verlauf des Jahres 2022 reduzieren, ihre Bilanz wird sie aber dennoch weiter ausweiten. Zinsanhebungen, welche die BoE bereits umgesetzt und die Fed in Aussicht stellt hat, scheint die EZB frühestens 2023 vornehmen zu wollen. Zwar sollten Bundrenditen infolge der graduellen Wende dennoch ansteigen, das Zinsdifferenzial zu den US-Zinsen könnte sich allerdings kurzfristig weiter ausweiten, was für einen stärkeren US-Dollar sprechen würde. Allerdings hat die fiskalische sowie geldpolitische Reaktion Europas auf die Corona-Pandemie die Gemeinschaftswährung grundsätzlich gestärkt. Die EZB ist zur Notenbank aller Euro-Staaten geworden; und Zweifel, dass Prinzipien, Regulatorik oder Verträge zu einem Ausfall eines Euro-Landes führen, sind

in den Hintergrund geraten. Die Corona-Krise ist deshalb als ein positiver Katalysator für die weitere Integration der Euro-Staaten zu sehen, was den Euro perspektivisch stärken wird. Dies wird durch die Einführung einer EU-Anleihe zur Finanzierung des EU-Wiederaufbaufonds bekräftigt. Da sich das Zinsdifferenzial zu den US-Zinsen nur moderat ausweiten sollte – schließlich steigen Bundrenditen auch an –, ist deshalb perspektivisch eher von einem stärkeren Euro auszugehen. Eine deutliche Aufwertung ist angesichts der geldpolitischen und konjunkturellen Implikationen nicht zu erwarten.

## Ausblick DAX: Auftrieb grundsätzlich ungebrochen

**Fazit:** Negative risikofreie Renditen, deutliche Bilanzausweitungen der Notenbanken, Aufholeffekte, fiskalische Stimulierung und die Hoffnung auf einen effektiven Impfstoff: Das Jahr 2021 brachte die beste aller Welten für den DAX – zumindest fundamental und rückblickend.

Für das kommende Jahr ist der Ausblick ebenfalls positiv, auch wenn die kurzfristige Konjunktur mit höheren Risiken behaftet ist und die geldpolitische Wende weltweit eingeleitet zu sein scheint. Steigende Renditen sind jedoch kein Risiko, solange diese nicht zur Inflationseindämmung benötigt werden, sondern eher das Wachstumspotenzial spiegeln.

Das Risiko einer geldpolitischen Straffung ist zwar nicht auszuschließen, angesichts der erwarteten Inflation und der Wachstumsdynamik in der Euro-Zone ist es jedoch eher überschaubar. Eine Erwartung für den DAX von über 16.500 Punkten Ende 2022 scheint in diesem Umfeld realistisch.

### Ausblick mit höherem Risiko als Ende 2020, ...

Ende 2020 war der Ausblick für den DAX recht eindeutig: Der Konjunkturausblick war robust, die Fiskalpolitik stützte die Wirtschaft, Impfstoffe kamen auf den Markt, und die EZB hatte noch im November ihr Krisenprogramm ausgeweitet. Aufholeffekte, Fiskalstimulierung, EU-Wiederaufbaufonds, der DAX bei rund 13.000 Punkten und eine EZB im Modus „whatever it takes – and more“ hatten eine klare Entwicklung für den DAX in Richtung 16.000 Punkte im Jahr 2021 vorgegeben. Dieser Ausblick ist nun zum Jahresende 2021 nicht mehr so klar wie vor einem Jahr. Hierfür sind jedoch weniger die Omikron-Variante bzw. die vierte Infektionswelle verantwortlich.

Denn zum einen erweisen sich Impfstoffe als effektiv, um den Verlauf abzumildern. Zum anderen wird neuer Impfstoff in Aussicht gestellt. Die vierte Infektionswelle und die Omikron-Variante könnten sich sogar positiv auf die Konjunktur im Jahr 2022 auswirken. Die letzten Quartale haben gezeigt, dass Abschottung eines Landes keine Lösung für die Bekämpfung des Virus darstellt. Hierfür sind Australien und Neuseeland beste Beispiele. Die Lösung liegt vielmehr in einer andauernden und effektiven Immunisierung. Durch die vierte Welle wurde die politische Hemmschwelle gesenkt, entschlosseneren Maßnahmen für eine ansteigende Impfquote zu ergreifen. Dies hellt den mittelfristigen Konjunkturausblick auf.

Es sind eher gegenläufige Effekte, die den Ausblick für den DAX eintrüben. So gibt es im Gegensatz zur Lage vor einem Jahr kein klares Indiz dafür, dass die beiden Treiber des DAX – Konjunktur und Geldpolitik – auf Grün stehen. Denn auch wenn der Konjunkturausblick relativ robust erscheint, so ist gerade deshalb zunehmend eine Normalisierung der Geldpolitik zu erwarten – und dies nicht nur in den USA, wo erste Zinsanhebungen bereits im Jahr 2022 umgesetzt werden könnten, sondern auch in der Euro-Zone. Und dennoch ist der fundamentale Ausblick weiter freundlich. Schließlich werden die Zinsen durch die Notenbank nur dann angehoben, wenn die Konjunktur es tragen kann.

### ... vor allem wenn Notenbanken Anpassungen forcieren müssen

Die Inflation hat 2021 nach oben überrascht, und Sorgen vor einer mittelfristig höheren Teuerung finden zunehmend Gehör – auch bei den Notenbanken. Deshalb hat die Fed bereits klare Worte für eine geldpolitische Wende in ihrem jüngsten Treffen gefunden. Auch die EZB wird ihre Ankaufprogramme Anfang 2022 neu kalibrieren. Dies gilt auch dann, wenn sich der Konjunkturausblick infolge der vierten Infektionswelle kurzfristig eintrüben sollte. Denn die Folgen der aktuellen Welle könnten nicht nur die Konjunktur belasten, sondern auch die Inflation nach oben treiben – gerade, weil die Wirtschaft durch fiskalische Maßnahmen weiterhin unterstützt wird. So wird die EZB zunehmend genötigt sein, nicht unbedingt eine geldpolitische Straffung umzusetzen, aber zumindest in einen etwas neutraleren Modus umzuschalten. Dies wird den negativen Bundrenditen und damit den risikofreien Renditen Auftrieb geben.

Eine höhere Inflation bei schwacher Konjunktur könnte zu einem ernsthaften Risiko für den DAX werden. Im Jahr 2021 konnten Unternehmen ihre Margen dank einer robusten Nachfrage behaupten und bewirkten aufgrund von Lieferengpässen und hohen Rohstoffpreisen einen deutlichen Anstieg der Verbraucherpreisinflation. Deshalb waren bis dato die Gewinne der Unternehmen trotz der Produktionsprobleme robust. Sehen Notenbanken weltweit eine ernsthafte Inflationsgefahr, muss der Druck auf die Wirtschaft erhöht werden, um

durch sinkende Nachfrage und Margendruck die Inflation wieder einzufangen. Hierfür wäre auch eine weniger unterstützende Fiskalpolitik notwendig.

Zinsanhebungen trotz schwacher Konjunktur sind hingegen kein plausibles Szenario für 2022. Denn bei einer schwachen Konjunktur würden sich Gewinnmargen und Arbeitsmarkt anpassen und somit die Inflationsdynamik abschwächen. Ob und in welchem Umfang die Unternehmensgewinne davon betroffen sind, ist dann eine Frage der Anpassungsgeschwindigkeit von vor allem Rohstoff- und Arbeitsmärkten. Bei Letzteren sind Produktivitätssteigerung und Lohnentwicklung entscheidend. Es besteht die Gefahr, dass eine auch im Jahr 2022 robuste Nachfrage noch länger für Inflationsdruck sorgt und so die Notenbanken zum Handeln nötigt.

Abb. 1: Weltweite Verbraucherpreisinflation in %



Quelle: Bloomberg

Die geldpolitische Unterstützung wird im Jahr 2022 nachlassen; und die Gefahr einer geldpolitischen Straffung zur Eindämmung des Inflationsrisikos ist gestiegen. Dennoch erwartet die IKB mittelfristig ein Nachlassen der Inflationsdynamik, sodass eine spürbare geldpolitische Straffung nicht notwendig ist. Dies beruht auf der Einschätzung, dass ein kräftiges Nachfragewachstum bei den aktuellen privaten sowie staatlichen Schuldenquoten nicht zu erwarten ist – vor allem weil die Geldpolitik kaum noch Spielraum hat, die private Schuldenlast durch Zinssenkung zu reduzieren. Andererseits hat sich die EZB durch die Anpassung des Inflationsziels und die Betonung eines nachhaltigen Inflationsanstiegs viel Raum geschaffen, selbst bei einer länger anhaltenden hohen Inflation nur graduell zu reagieren. **Steigende Zinsen im Jahr 2022 sollten deshalb eher ein Indiz einer robusten Wirtschaft sein und keine Folge von Maßnahmen gegen den Inflationsdruck. So sollten risikofreie Renditen im Jahr 2022 zwar steigen, das Gewinnpotenzial der Unternehmen aber auch.**

Sorgen, die Geldpolitik könne die Konjunkturerholung ausbremsen, sind unangebracht. Die Konjunkturrisiken dürften aber zumindest kurzfristig dominieren, was den DAX unter Druck setzen und grundsätzlich in den kommenden Wochen und selbst Monaten zu erhöhter Volatilität führen sollte. Die Inflationsrisiken sollten aber in der zweiten Jahreshälfte von 2022 deutlich nachlassen, der Konjunkturausblick sollte sich aufhellen und eine grundsätzlich abwartende EZB dürfte DAX-Anstiege nicht stoppen. Mit nachlassenden Lieferengpässen und Rohstoffpreisen sollten sich zudem die Gewinn-Margen der Unternehmen trotz sinkender Inflation in den Jahren 2022 und 2023 behaupten.

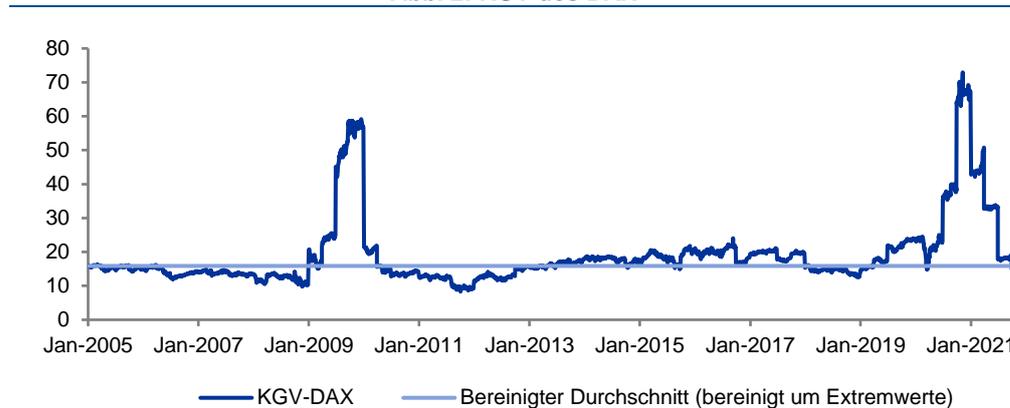
### Bewertung des DAX gibt Unterstützung

Während der Goldpreis bei rund 1.800 US-\$ pro Feinunze eine eher schwache Konjunktur und damit erneut sinkende Zinsen signalisiert, scheint beim DAX keine besonders positive Gewinnerwartung eingepreist zu sein. Im Gegenteil: Das aktuelle KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) liegt unter dem Durchschnittswert, selbst wenn die hohen KGV der Finanz- und Coronakrise nicht berücksichtigt werden. Ende 2020 deutete das hohe KGV hingegen auf eine klare und deutliche konjunkturelle Verbesserung hin. Dies hat sich im Jahr 2021 bestätigt und die Bewertungen wieder sinken lassen. Aktuell sind die Gewinnerwartungen – auch infolge des Anstiegs 2021 – im Kontext der Konjunkturerwartung eher verhalten.

Die Bewertung des DAX scheint angesichts der Wachstumserwartungen nicht angespannt zu sein. Das KGV spiegelt keine ambitionierten Erwartungen bei den Gewinnsteigerungen, sondern liegt eher am unteren Rand des langjährigen Durchschnitts. Das heißt: Die Unternehmensgewinne müssen nicht deutlich ansteigen, um

das aktuelle Preisniveau des DAX zu rechtfertigen. Im Gegenteil, die Erwartung eines robusten Gewinnausblicks infolge eines hohen nominalen BIP-Wachstums im Jahr 2022 – entweder durch reales Wachstum oder durch Inflation – sorgt für ein weiter sinkendes KGV und damit Auftrieb für den DAX.

**Abb. 2: KGV des DAX**



Quellen: Bloomberg; IKB-Berechnung

### **Klartext: Kurzfristig hohe Volatilität, dennoch positiver Ausblick**

Auch wenn die fundamentale Nachfrage es durchaus andeuten würde, es braucht keinen besonders positiven Gewinnausblick, um im Jahr 2022 einen spürbar ansteigenden DAX zu erwarten. Die aktuellen Bewertungen (15.300 Punkte) sind weder ambitioniert noch spiegeln sie besonders hohe Gewinnerwartungen. Dies gilt selbst für einen DAX-Wert von rund 16.500 Punkten. Darüber hinaus müssen sich allerdings positive Überraschungen beim Gewinnausblick für 2022 realisieren, was nicht ausgeschlossen, aber durchaus mit Risiken behaftet ist. So sehen wir einen DAX-Wert von über 16.500 Punkten für Ende 2022 als eine robuste Prognose mit ausgeglichenem oder leicht nach oben tendierendem Risikoprofil. Ein Anstieg von über 10 % – der DAX läge dann bei über 17.000 Punkte – bedarf hingegen einer besonders guten Konjunktur, vor allem, wenn risikofreie Renditen – also Bundrenditen – ansteigen sollten, wovon wir ausgehen. Deshalb wäre auch ein DAX von 17.000 Punkten Ende 2022 laut IKB-Konjunkturprognosen eine immer noch vertretbare Einschätzung. Dies gilt vor allem, wenn die Lieferengpässe beseitigt werden, die Rohstoffpreise nachgeben sollten und die EZB weiterhin das kurze Ende der Zinskurve unverändert lässt.

## Goldpreis: Die Luft wird dünner

**Fazit:** Goldpreiserhöhungen beruhen auf der Erwartung von erneut sinkenden US-Renditen. Ein weiterer Anstieg des Goldpreises setzt also ein Szenario voraus, bei dem die Fed angesichts einer unsicheren Konjunktorentwicklung noch länger stillhält bzw. US-Renditen wieder deutlich sinken lässt, während die Inflation auch aufgrund von fiskalischer Stimulierung weiter ansteigt.

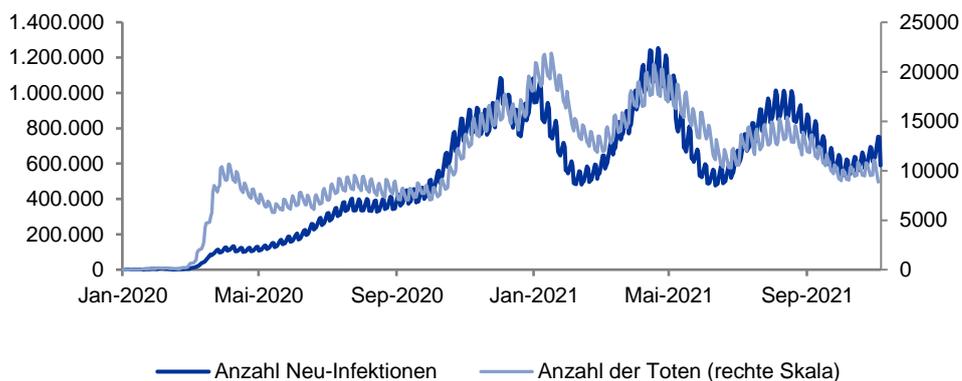
Dieses Szenario ist jedoch nur bei einem weitreichenden US-Lockdown vorstellbar. Auch wenn das nicht völlig ausgeschlossen werden kann, sehen wir insgesamt eher Abwärts- als Aufwärtsrisiken für den Goldpreis. Das Fair Value liegt laut IKB-Modell bei um die 1.700 USD Ende 2022.

### Steigende Unsicherheit lässt Goldpreis ansteigen, ...

Der Inflationsdruck nimmt weltweit weiter zu, und die Prognosen für 2022 werden fast monatlich angepasst. Zwar erwarten die meisten Experten nach wie vor, der Preisanstieg sei vorübergehend bzw. nicht nachhaltig, da die Rohstoffpreiserhöhungen und Lieferengpässe temporär seien und keine anhaltenden Preisschübe mit sich bringen würden. Die Sorge vor Zweitrundeneffekte steigt jedoch angesichts einer weiterhin grundsätzlich expansiven Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks.

In Anbetracht steigender Infektionszahlen kommen weitere Sorgen hinzu. Wird die sich abzeichnende aktuelle Corona-Welle zu zusätzlichen Preisschüben führen? Denn die Fiskalpolitik in den USA und der Euro-Zone sollte auch im Jahr 2022 eher expansiv ausgerichtet bleiben, die Wachstumsdynamik dürfte weiterhin unter anhaltender Unsicherheit und Lieferproblemen leiden. Reduziert sich das Potenzialwachstum infolge der Pandemie, was bei gleicher Nachfrage für ein voraussichtlich höheres neutrales Zinsniveau sorgen würde? Und was werden all die Euro bewirken, die die EZB über ihre Geldmenge M3 in Umlauf brachte?

**Abb. 1: Welt: tägliche Corona-Neu-Infektionen und Anzahl der Corona-Toten\***



Quelle: Bloomberg; \*gleitender 7-Tagedurchschnitt

Selten war der Inflationsausblick bzw. die zu erwartende Geldpolitik so unsicher wie aktuell – trotz definierter, wenn auch oftmals angepasster Inflationsziele aller bedeutenden Notenbanken. Ist dies Grund für eine spürbare Korrektur des Goldpreis?

Die Antwort liefert der zu erwartende Verlauf von US-Inflation, US-Dollar-Wechselkurs und vor allem der 10-jährigen US-Renditen. Inflationserwartungen zeigen eine hohe Korrelation mit der tatsächlichen Inflation. Eine steigende Inflation sorgt deshalb für zunehmende Inflations Sorgen und damit für Auftrieb beim Goldpreis. Erhöhen sich jedoch infolge des Inflationsanstiegs bzw. einer reagierenden Fed auch die US-Renditen, wirkt sich dies negativ auf den Goldpreis aus. Der Anstieg der US-Renditen seit ihrem Tiefpunkt Mitte 2020 hat somit die Verteuerung von Gold ebenso gedämpft wie der aufwertende US-Dollar-Wechselkurs. Die IKB nutzt ein Modell für den monatlichen US-Dollar-Goldpreis, das auf den beschriebenen Treibern basiert. Abb. 2 zeigt den Goldpreis sowie die Modellschätzung bis November 2021.

**Abb. 2: Goldpreis in US-Dollar je Unze, tatsächlicher und geschätzter**



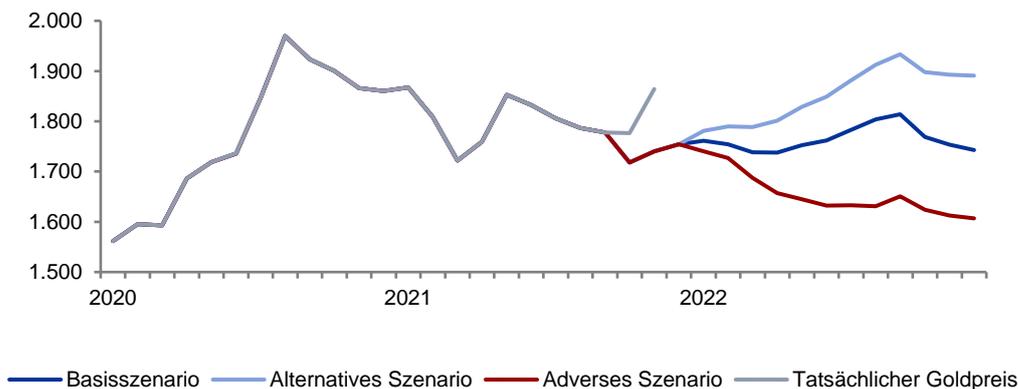
Quellen: Bloomberg; IKB-Modellschätzung

**... doch wie plausibel sind die aktuellen Erwartungen des Goldmarkts?**

Was erwartet der Goldmarkt, und wieviel weiteren Raum gibt es nach oben? Wird der Fair Value bei einer zögerlichen US-Notenbank weiter ansteigen, oder ist es eher der Goldpreis, der korrigieren wird? Hierzu hat die IKB mehrere Szenarien simuliert.

Im **Basisszenario** sinkt die US-Inflation im Verlauf von 2022, was allgemein erwartet wird. Zum Jahresende 2022 läge sie im Basisszenario bei ca. 2 %. Die US-Renditen steigen in diesem Szenario Ende kommenden Jahres auf 1,8 % an, auch weil die Fed die Zinsen 2022 anheben wird bzw. eine Normalisierung der Geldpolitik einleitet. Bedeutende Zinsanstiege werden aufgrund der Konjunkturrisiken jedoch nicht erwartet, sodass der Renditeanstieg überschaubar ist. In diesem Szenario erhält der Goldpreis kaum Auftrieb. Selbst eine nur moderate Anhebung der US-Renditen und ein sich stabilisierendes Konjunkturbild würden demnach ausreichen, den Goldpreis unter Druck zu setzen. Dies gilt selbst dann, wenn die Inflationsrate nach oben überrascht, vorausgesetzt, die Renditen reagieren darauf.

**Abb. 3: Szenarien: Goldpreis in US-Dollar je Unze**



Quellen: Bloomberg; IKB-Szenarien

**Alternatives Szenario:** In diesem Szenario steigen die Konjunkturrisiken erneut an. Eskalierende Infektionsraten und Gegenmaßnahmen belasten die Stimmung und verhindern eine sich grundsätzlich aufhellende Stimmung – auch wenn die reale Wirtschaft bei Weitem nicht so in Mitleidenschaft gezogen wird wie im Jahr 2020. In diesem Fall sinken die US-Renditen erneut auf 1,3 % am Ende des Jahres 2022. Die geldpolitische Wende zieht sich somit hinaus. Die Inflationsrate verläuft kurzfristig höher und weitere Überraschungen sind nicht auszuschließen. Der grundsätzliche Inflationsverlauf ist jedoch ähnlich wie beim Basisszenario. In einem Szenario erneut sinkender Renditen steigt der Fair Value des Goldpreises auf rund 1.900 USD pro Feinunze bis Ende 2022 an. Wird die USA infolge von Konjunkturrisiken zunehmend als „safe-haven“ gesehen und der US-

Dollar-Devisenkurs wertet auf, würde dies jedoch den Goldpreis unter Abwärtsdruck setzen – zumindest den US-Dollar-Goldpreis.

Was ist, wenn die Inflationsrate nach oben überrascht und US-Renditen deutlicher reagieren? Steigt die Inflationsrate Ende des Jahre 2022 über 2,5 % und damit auf durchschnittlich über 4 % im Jahr 2022, wird sich der Druck auf die US-Renditen bzw. auf die Fed deutlich erhöhen. Der höhere Inflationsdruck im Jahr 2022 wäre dann zunehmend die Folge von Sekundäreffekten – etwa einer Lohn-Preis-Spirale –, die eine kräftige Fed-Reaktion erwarten lassen würden. 10-jährige US-Renditen legen in diesem Szenario auf rund 2,5 % bis Ende 2022 zu. In diesem Szenario würde der Fair Value des Goldpreises infolge klarer Schritte der Notenbank sowie steigender Renditen im Jahr 2022 deutlich sinken, siehe Adverses Szenario in Abbildung 3.

### **Einschätzung der Goldpreisentwicklung**

Ist die Fed-Politik weiterhin glaubwürdig, dann deutet der aktuelle Goldpreis auf eine Übertreibung hin. Nur eine anhaltend hohe Inflationsrate bzw. negative Konjunkturüberraschungen und damit ein Abwärtsdruck auf US-Renditen würden dem Goldpreis weiterhin Auftrieb geben. Es braucht also ein Stagflationsszenario, bei dem die Notenbank jeglichen Zinsanstieg auch am langen Ende verhindert, um die Konjunktur zu stützen, gleichzeitig aber die höhere Inflation selbst mittelfristig toleriert. Angesichts des Fokus der Fed auf die durchschnittliche Inflation ist eine solche Entwicklung nicht völlig von der Hand zu weisen. Ein nachhaltiges Stagflationsszenario benötigt allerdings anhaltendes Nachfragewachstum, was bei einer konventionellen Geldpolitik zu Zinsanhebungen führen sollte. So gehen wir davon aus, dass die Fed 2022 und 2023 an der Zinsschraube drehen wird – unabhängig von der Entwicklung auf der Angebotsseite. Angesichts des niedrigeren Niveaus der US-Renditen ist in diesem Falle mit weiter steigenden US-Renditen zu rechnen – und somit mit Druck auf den Goldpreis. Es ist vor allem die Entwicklung der US-Renditen und weniger die Inflation, die für die Goldpreisentwicklung entscheidend ist.

Auch wenn kurzfristig der Goldpreis infolge von Inflationsschüben und einer noch zögerlichen Fed Auftrieb erfahren könnte, so sehen wir im Verlauf des Jahres 2022 kaum bedeutendes Anstiegspotenzial, sondern vor allem Abwärtsrisiken. Die Erwartung erneut deutlich sinkender US-Renditen ist erforderlich, um beim aktuellen Goldpreis noch signifikantes Anstiegspotenzial zu sehen. Wir sehen hierfür eine geringe Eintrittswahrscheinlichkeit – auch wenn die aktuelle Corona-Welle den US-Konjunkturausblick etwas dämpfen könnte. Die erwartete fiskalische Stimulierung im Jahr 2022 unterstützt diese Einschätzung.

**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 gehaftet.

**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-Bötzkes-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4492

Dezember 2021  
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG  
Rechtsform: Aktiengesellschaft  
Sitz: Düsseldorf  
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130  
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick  
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann  
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Ralph Müller, Dr. Patrick Trutwein