

# IKB-Kapitalmarkt-News – DAX-Ausblick: Auftrieb ungebrochen

8. Dezember 2021



Autor: Dr. Klaus Bauknecht  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

Editor: Patrick von der Ehe  
[patrick.ehe@ikb.de](mailto:patrick.ehe@ikb.de)

**Fazit:** Sinkende risikofreie Renditen, deutliche Bilanzausweitungen der Notenbanken, Aufholeffekte, fiskalische Stimulierung und eine konjunkturelle V-Erholung: 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 Omicron-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 Omicron-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 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 vertragen kann.

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

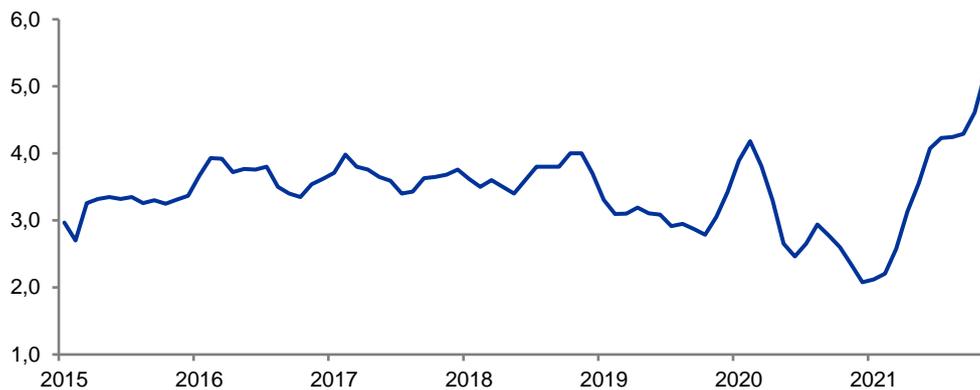
Die Inflation hat 2021 nach oben überrascht, und Sorgen vor einer mittelfristig höheren Teuerung finden zunehmend Gehör – auch bei den Notenbanken. Deshalb hat die Fed bereits mit einem ersten Tapering reagiert. Auch die EZB wird ihr PEPP-Programm neu kalibrieren. Dies gilt auch dann, wenn sich der Konjunkturausblick in Folge 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 zu einer neutraleren geldpolitischen Ausrichtung 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.**

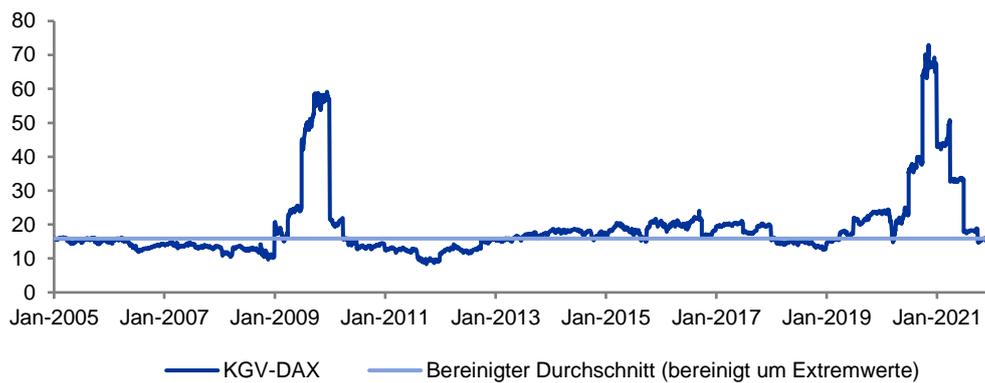
Sorgen, die Geldpolitik könne die Konjunkturerholung ausbremsen, sind unangebracht. Die Konjunkturrisiken dürften aber zumindest kurzfristig dominieren, was den Dax unter Druck setzen und grundsätzlich in den kommenden Wochen und selbst Monaten zu erhöhter Volatilität führen sollte. Die Inflationsrisiken 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 Jahr 2022 und 2023 behaupten.

### Bewertung des DAX gibt Unterstützung

Während der Goldpreis bei rund US-\$ 1.800 pro Feinunze eine eher schwache Konjunktur und damit erneut sinkende Zinsen signalisiert (siehe [IKB-Kapitalmarkt-News 29. November 2021](#)), 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 in Folge des Anstiegs in 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



Quelle: 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.

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 auszugswise, 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

Dr. Klaus Bauknecht  
Volkswirtschaft  
Telefon +49 211 8221-4118

8. 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