

# Die Woche vom 7.12. – 11.12.2020

BayernLB Research

Beachten Sie bitte den/die Hinweis/e auf der/den letzten Seite/n  
 ▶ clientnext.bayernlb.de, Bloomberg: RESP BAYR

## Die EZB muss den Worten Taten folgen lassen

### Wachstumsprognosen

BIP, preisbereinigt, zum Vj. in %

Land	2020	2021
USA	-3,6	3,5
ER	-7,1	3,9
DE	-5,4	3,1
UK	-11,0	3,0
JP	-5,2	2,3

Quelle: BayernLB Research

### Inflationsprognosen

Verbraucherpreise zum Vj. in %

Land	2020	2021
USA	1,2	1,7
ER	0,3	1,2
DE	0,4	2,0
UK	0,9	1,5
JP	0,1	0,3

Quelle: BayernLB Research

### Leitzinsprognosen

Monatsendstände, in % p.a.

ZB	3M	12M
Fed	0,00 - 0,25	0,00 - 0,25
EZB	-0,50	-0,50
BoE	0,10	0,10
BoJ	-0,1 - 0,1	-0,1 - 0,1

Quelle: BayernLB Research,  
Stand: 26.11.2020

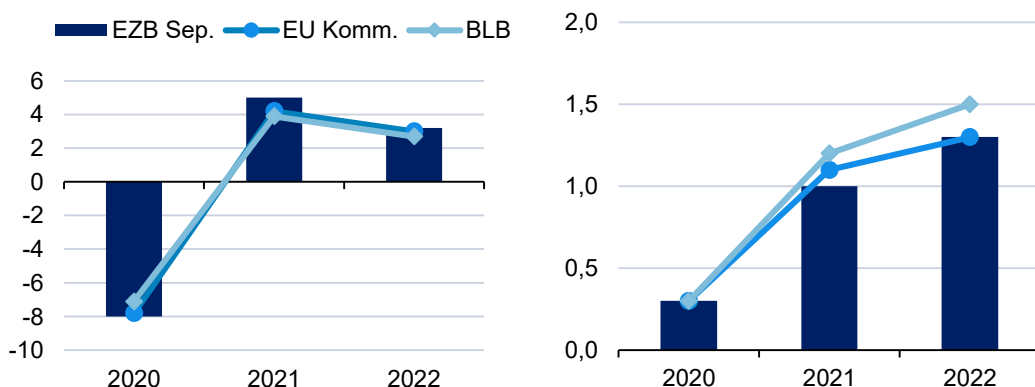
### Kapitalmarktprognosen

Wechselkurse: Monatsdurchschnitte  
Renditen und Aktien: Monatsendstände

	3M	12M
EUR-USD	1,19	1,25
EUR-GBP	0,90	0,89
USD-JPY	105	102
10J Bunds	-0,50	-0,30
10J UST	0,90	1,10
DAX	13300	14000

Quelle: BayernLB Research,  
Stand: 26.11.2020

Wachstums- und Inflationsausblick im Belastungstest der zweiten Covid-Welle  
 EZB Septemberprojektionen, EU Kommission Herbstprognosen und BayernLB Research Prognose zu BIP (links) und Inflation (rechts) im Euro-Raum, in % zum Vorjahr



Quelle: EZB, EU Kommission, BayernLB Research

Dass die EZB auf der Sitzung am kommenden Donnerstag die bisherigen Instrumente auf den Prüfstand stellen und angesichts der anstehenden neuen Projektionen auch spürbar ausweiten wird, ist klar. Revisionsbedarf besteht bei den bisherigen EZB-Projektionen wohl vor allem für das Wachstum 2021 (bisher: 5,0%) in Richtung 4%. Als eine Folge könnte auch die Inflationsprojektion am Ende des Horizonts (2022) noch etwas abgesenkt werden, obwohl diese bereits sehr niedrig ausfiel (bisher: 1,3%). Gründe, geldpolitisch zu handeln, lassen sich allein aufgrund der Diskrepanz zwischen Inflationsprojektion und Inflationsziel ableiten. Die Frage ist, wie stark die Ausweitung des geldpolitischen Impulses ausfallen wird und welche Instrumente hierzu benutzt werden. Hierauf schauen wir genauer im Zentralbank-Monitor ab Seite 3. Angesichts der hohen (selbst geschürten) Erwartungen scheint das Enttäuschungspotenzial größer als das positive Überraschungspotenzial, denn mit einer überbordenden Lockerung würde die EZB auch den von ihr immer geforderten EU-Hilfsmechanismen den Wind aus den Segeln nehmen.

## Der Wochenfahrplan

In Europa stehen EU Gipfel und Produktionsdaten an. In den USA fokussieren wir auf Inflation und Konsumentenstimmung. [Weiter lesen Sie hier...](#)

## Kalender

zeit	land	veröffentlichung	periode	blb	konsens	vorwert
09:00	ES	Verbraucherpreise, % vorj.	VI	Jun	-	-0,9
11:00	ER	Verbrauchertrauen, Index, sb. endg.		Jun	-	-14,7
11:00	ER	Industrievertrauen, Index, sb.		Jun	-	-27,5
11:00	ER	ESI Index, sb.		Jun	9,9	81,7
14:00	DE	Verbraucherpreise, % vorj.	Vm	Jun	0,0	0,4
14:00			VI	Jun	0,3	0,6
14:00	ER	Rede von EZB-Direktoriumsmitglied Schnabel				
11:30	UK	Rede von BoE-Gouverneur Bailey				
17:00	US	Rede von San Francisco-Präsidentin Daly				
13:00	US	Rede von New Yorker Fed-Präsident Williams				

([Link](#))

## Zentralbank-Monitor

EZB-Preview: TLTRO, PEPP, APP - Welche Instrumente werden im Dezember angepasst? [Weiter lesen Sie hier...](#)

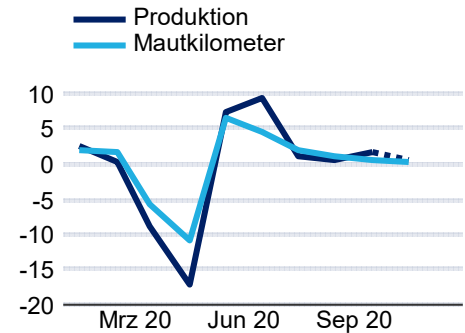
## Der Wochenfahrplan

### ► Montag



Die **Produktion in Deutschland** sollte im Oktober den sechsten Monat in Folge angestiegen sein. Die Erholung nach der tiefen Krise setzt sich damit fort. Die Unternehmen konnten ihre Produktionsstätten, im Vergleich zu anderen Sektoren, vergleichsweise gut auf die hohen Infektionsschutzmaßnahmen einstellen. Dies in Verbindung mit der sich erholenden Konjunktur in wichtigen Auslandsmärkten (insb. China) spricht für eine weiter steigende Produktionsleistung. Dies wird von den positiven Daten zum Auftragseingang sowie der Entwicklung der gefahrenen Mautkilometer als Maß für die Industrieaktivität bestätigt.

DE: Industrie hält sich solide  
Produktion und Mautkilometer, sb. zum Vormonat in %.



Quelle: destatis, BayernLB Research

### ► Dienstag



Die **ZEW Konjunkturerwartungen** stehen wie so oft in letzter Zeit im Spannungsfeld zwischen positiver Finanzmarktentwicklung und wieder größer werdenden Bremsspuren der (verlängerten) Corona-Lockdowns in der Realwirtschaft. Angesichts der (außerhalb von Deutschland) merklich sinkenden Neuinfektionszahlen in Europa könnte aber ein Stimmungsrückgang im Dezember vermieden werden können. Die dritte Veröffentlichung des **Euro-BIP** dürfte hingegen kaum Neuigkeiten bringen und somit auch nicht für Marktbewegungen sorgen.

### ► Mittwoch

Die positive Entwicklung der letzten Monate der **Exporte Deutschlands** dürfte sich auch im Oktober noch weiter fortsetzen, wenngleich mit etwas weniger Dynamik. Für den weiteren Ausblick im November stehen die Vorzeichen allerdings durch die zweite Coronawelle in Europa noch etwas schlechter.

### ► Donnerstag



Der Fokus liegt heute auf der **EZB-Sitzung**. Ein Beschluss weiterer Maßnahmen ist angekündigt. Spannend wird, wie groß dieser Beschluss letztendlich ausfallen wird (siehe Notenbank-Monitor auf den nächsten Seiten).

Daneben startet die Sitzung des **Europäischen Rates**, die bis zum morgigen Freitag dauern wird. Auf der vollgepackten Agenda stehen die Einigung auf ein aktualisiertes Klimaziel 2030, die Covid-Pandemie (Impfstrategie), die Außenbeziehungen zur Türkei (leichte Sanktionen wahrscheinlich), die Bankenunion und die Abwehr von Terrorismus/Extremismus. Darüber hinaus ist wahrscheinlich, dass über den Haushalt (Veto von Polen/Ungarn) und den Brexit debattiert wird.

Die Inflationserwartungen in den USA sind zuletzt stark gestiegen, während der Dollar deutlich nachgegeben hat. Beides wird aber erst mittelfristig die aktuelle Inflation anheizen (sofern beide Trends Bestand haben). Somit dürfte die **US-CPI-Kernrate** auch im November bei rund 1,5% liegen.

### ► Freitag



Die **US-Konsumentenstimmung** gemessen am Uni-Michigan-Index tendierte im November wieder nach unten. Zwar dürfte die Stimmung sich nicht sonderlich verschlechtert haben, wirklich nach oben wird es aber auch nicht gehen.

# Zentralbank-Monitor

## EZB-Preview: Welche Maßnahmen kommen im Dezember?

- ▶ PEPP und TLTRO sind die Mittel der Wahl

Der Kommunikation der EZB-Ratsmitglieder der letzten Wochen war zu entnehmen, dass die bisherigen Programme zur Bekämpfung der Corona-Auswirkungen (PEPP, TLTRO) als erfolgreich eingeschätzt werden und weiterhin die Hauptinstrumente bleiben sollen. Eine Zinssenkung wurde weitestgehend aus der Diskussion herausgelassen und wäre wohl auch weniger gut als Reaktion auf die zweite Welle der Pandemie geeignet. Zwar scheint ein Zinsschritt weiterhin möglich (auch wenn sich hier einige Ratsmitglieder widersprechen), allerdings wohl eher als Maßnahme der klassischen Geldpolitik im Nachgang der Corona-Krise, um einer sich verstetigenden Erholung der Wirtschaft den roten Teppich auszurollen. Daher schauen wir nun die Kandidaten PEPP und TLTRO etwas genauer an.

- ▶ Moderate PEPP-Ausweitung würde Kaufsumme 2021 konstant halten

Eine Ausweitung des PEPP scheint eine ausgemachte Sache zu sein. Immerhin läuft das zeitlich befristete Programm nur noch bis Jahresmitte 2021. Als die Restlaufzeit das letzte Mal unter sechs Monate zu sinken drohte folgte ebenfalls eine Ausweitung. Wir gehen auch dieses Mal von einer Verlängerung um sechs Monate bis Jahresende 2021 aus, obwohl auch bereits eine Verlängerung um 12 Monate diskutiert wird. Auch das Volumen dürfte nochmals erhöht werden. Noch ist allerdings vom bisher beschlossenen Volumen einiges übrig. Je nach Kauftempo am Jahresende dürfte die EZB im PEPP selbst ohne Ausweitung vom bisher bewilligten Volumen von 1350 Mrd noch etwa 600 Mrd. an Munition für 2021 übrig haben. Um das Kaufvolumen für 2021 in etwa auf dem Niveau des Vorjahres zu halten wäre somit eine Ausweitung um 250 Mrd. ausreichend, würde die Markterwartungen aber wohl enttäuschen.

- ▶ Zu günstige Konditionen stehen EU-Programmen entgegen

Die teilweise konkurrierende Position des PEPP mit den EU-Hilfprogrammen in der Corona-Krise macht die Entscheidung komplizierter. Vergünstigen sich durch die EZB-Programme die Finanzierungsbedingungen für die Euro-Länder zu stark, werden die EU-Hilfsprogramme vergleichsweise weniger attraktiv. Das gilt insbesondere für eine Ausweitung des PEPP, da hier der Kapitalschlüssel deutlich flexibler ausgelegt werden kann und somit die Länder mit den größten Problemen am meisten von den gesicherten Finanzierungsbedingungen profitieren (und folglich nicht die EU Mittel nutzen werden). Vor dem Hintergrund dieser Problematik ist wohl auch die Kommunikation von Isabel Schnabel und Philip Lane zu verstehen, die vor allem darauf hinwiesen, dass eine Absicherung der derzeit bereits günstigen Finanzierungsbedingungen wichtig wäre, aber nicht von einer weiteren Absenkung der Finanzierungskosten sprachen.

- ▶ Zusätzlich zu PEPP noch mehr APP

Um diese Problematik zu entschärfen, können wir uns daher gut vorstellen, dass sich die Ausweitung der Käufe nicht nur auf das PEPP fokussiert, Wir erwarten, dass zusätzlich zu den 250 Mrd für das PEPP das „reguläre“ Kaufprogramms APP 2021 um 120 Mrd. angehoben wird. Dies entspräche einer zeitlich befristeten Anhebung des Volumens um 50%. Da beim APP der Kapitalschlüssel etwas strikter angewendet werden muss, dürfte eine solche Ausweitung eher von den geldpolitischen Falken im Rat mitgetragen werden. Gleichzeitig würde die konkurrierende Wirkung zu den EU-Programmen etwas reduziert.

- ▶ TLTRO belibt Schlüssel zur Transmission in Realwirtschaft

Zusätzlich wurde aus der EZB-Kommunikation der letzten Wochen deutlich, dass die Sorgen vor sich verschlechternden Kreditkonditionen in der Währungsunion zunehmen. So hat der letzte Bank Lending Survey eindeutig eine Verschärfung der Kreditstandards gezeigt (die wenig überraschend auf die schlechteren wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zurückging). Um dem zu begegnen, setzt das TLTRO bereits hohe Anreize für die Banken, eine hohe Kreditvergabe aufrecht zu erhalten. Da im TLTRO die

letzte Tranche in Q1 2021 ansteht, dürfte das Programm um weitere Tranchen (zumindest bis Jahresende 2021) verlängert werden. Eine Verbesserung der Konditionen ist ebenfalls möglich, wenngleich diese mit einem Zinssatz von bestenfalls -1,0% bereits sehr generös ausfallen. Eine zusätzliche Nachfrage nach Liquidität würde wohl auslösen, wenn die Laufzeit der Tender von bisher 3 Jahren noch verlängert werden würde.

► From Christine with love

Auch weitere Feinsteuerungsmaßnahmen wie (zeitlich befristete) geringere Haircuts bei der Anrechnung von Sicherheiten sind denkbar. Dieses würde bei den Banken mehr Spielraum für die Aufnahme von TLTRO-Mitteln schaffen. Verpackt werden dürften die neu ausgestalteten Maßnahmen in jedem Fall in eine sehr dovische Kommunikation, bei der klar werden sollte, dass die EZB im Falle einer Eintrübung des Ausblicks erneut aktiv werden wird. Zumindest die Finanzmärkte bekommen so ein vorgezogenes Weihnachtsgeschenk und dürften damit zunächst trotz unverändert vielfältiger Herausforderungen (COVID, Brexit) noch etwas sorgenfreier ins neue Jahr segeln.

## Kalender vom 7.12. – 11.12.2020

	Zeit	Land	Veröffentlichung		Periode	BLB	Konsens	Vorwert
MO	03:00	CN	Devisenreserven, Mrd. USD		Nov	-	3150,0	3128,0
	03:00	CN	Warenausfuhr, %	Vj	Nov	-	12,0	11,4
	03:00	CN	Wareneinfuhr, %	Vj	Nov	-	7,0	4,7
	08:00	DE	Industrieproduktion, sb., %	Vm	Okt	0,7	0,7	1,6
	08:00			Vj	Okt	-5,6	-4,8	-7,3
	09:00	CH	Devisenreserven, Mrd. CHF	Vm	Nov	-	-	871,5
DI	00:50	JP	BIP, preisbereinigt, sb., %, endg.	Vq	Q3	-	5,0	5,0
	11:00	ER	BIP, preisbereinigt, sb., %, 3. Veröff.	Vq	Q3	12,6	12,6	12,6
	11:00			Vj	Q3	-4,4	-4,3	-4,4
	11:00	DE	ZEW Konjunkturerwartungen, Saldo		Dez	39,5	35,0	39,0
	11:00	DE	ZEW Aktuelle Lage, Saldo		Dez	-67,0	-69,0	-64,3
	11:00	ER	ZEW Konjunkturerwartungen, Saldo		Dez	33,5	-	32,8
MI	00:50	JP	Auftragseingang Maschinenbau, Kernrate, privat, sb., %	Vm	Okt	-	2,7	-4,4
	02:30	CN	Verbraucherpreise, %	Vj	Nov	-	0,0	0,5
	08:00	DE	Wareneinfuhr, sb., %	Vm	Okt	-	-	0,2
	08:00	DE	Warenausfuhr, sb., %	Vm	Okt	1,4	-	2,3
	16:00	CA	BoC Sitzung					
DO	08:00	UK	BIP, preisbereinigt, sb., %	Vm	Okt	-	0,4	1,1
	08:00	UK	BIP, preisb., sb., gleitender 3-Monatsdurchschnitt, %	Vm	Okt	-	10,1	15,5
	08:45	FR	Industrieproduktion, sb., %	Vm	Okt	-	-	1,4
	08:45			Vj	Okt	-	-	-6,0
	13:45	ER	EZB Zinsentscheidung, %		Dez	0,0	0,0	0,0
	14:30	US	Verbraucherpreise, sb., %	Vm	Nov	-	0,1	0,0
	14:30			Vj	Nov	-	1,1	1,2
	14:30		- ohne Nahrungsmittel und Energie, sb., %	Vm	Nov	-	0,2	0,0
	14:30			Vj	Nov	-	1,5	1,6
	14:30	US	Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, sb., Tsd.		Dez	-	-	712
			Europäischer Rat tagt bis 11.12.					
	13:45	EZB-Sitzung mit Zinsentscheid						
	14:30	Pressekonferenz mit C. Lagarde nach Zinsentscheidung der EZB						
FR	09:00	ES	Verbraucherpreise, %, endg.	Vj	Nov	-	-	-0,8
	10:00	IT	Industrieproduktion, sb., %	Vm	Okt	-	-	-5,6
	10:00			Vj	Okt	-	-	-5,1
	14:30	US	Erzeugerpreise, sb., %	Vm	Nov	-	0,1	0,3
	14:30		- ohne Nahrungsmittel und Energie, sb., %	Vm	Nov	-	0,2	0,1
	16:00	US	Verbraucher Vertrauen (Uni. of Mich.), Index, vorl.		Dez	-	76,3	76,9
			Fitch-Rating: Spanien und Schweiz					
			DBRS-Rating: UK					
			Euro Gipfel					
		18:40	US	Rede von Fed-Vice-Chair Quarles				

## Allgemeiner Hinweis

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 04.12.2020. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. **Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen.** Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**



**Dr. Stefan Kipar**  
Sen. Economist  
Telefon: +49 89 2171-27346  
stefan.kipar@bayernlb.de



**Manuel Andersch**  
Sen. Economist  
Telefon: +49 89 2171-27448  
Manuel.andersch@bayernlb.de



**Gebhard A. Stadler, CFA**  
Sen. Economist  
Telefon: +49 89 2171-28891  
gebhard-armin.stadler@bayernlb.de

**Redaktion:**  
Bayerische Landesbank  
Unternehmensbereich 5700  
80277 München (=Briefadresse)  
research@bayernlb.de

**Geschäftsgebäude:**  
Bayerische Landesbank  
Brienner Straße 18  
80333 München (=Paketadresse)  
www.bayernlb.de