

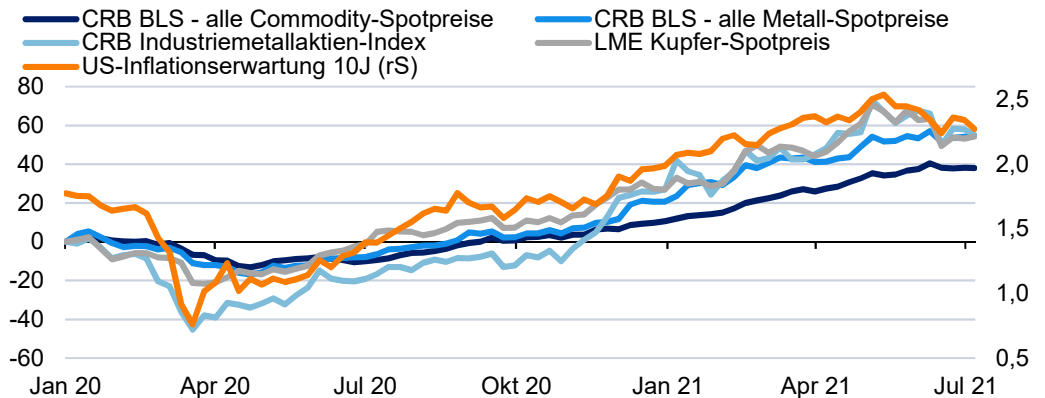
Die Woche vom 12.7. – 16.7.2021

Roland Gnan, Dieter Münchow, Gebhard A. Stadler

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

Sorgen um Commodity-Preise und Inflation

Metallpreise (insbesondere Kupfer) /-Aktien korrelieren stark mit Inflationserwartungen
 Commodity-Preise und Indizes, Wertentwicklung indexiert seit 01.01.2020 in %; US-Inflationserwartung 10 Jahre in %



Quellen: CRB, Bloomberg, BayernLB Research

Die Preisentwicklung von Hard-Commodities, insbesondere von Metallen (Ölpreise werden häufig von der OPEC dominant beeinflusst), gilt als Frühindikator für Wirtschaftswachstum sowie als Inflationsindikator. Neuen Zündstoff lieferten die staatlichen Interventionen Chinas in den Rohstoffmärkten im Juni, über die bereits seit Mai spekuliert wurde. Die chinesische Regierung hatte angekündigt, strategische Reserven mancher Rohstoffe verkaufen zu wollen, sowie Firmen aufgefordert, Long-Wetten auf Commodities zurückzufahren. Wie die OPEC für das Öl-Angebot, ist China für die Nachfrage bei vielen Rohstoffen der entscheidende Treiber. Damit konnte die im Mai auf 9% gesprungene Erzeugerpreis-inflation im Juni immerhin leicht auf 8,8% gedämpft werden. Im Umfeld umfassender weltweiter Infrastrukturinvestitionen, der beschleunigten Digitalisierung und Elektrifizierung stellt sich am Ende aber die Frage, wie nachhaltig China die Metallpreise, bei denen häufig die Aussicht auf strukturelle Nachfrageüberhänge unter anderem aufgrund schwacher Investitionen in Abbaukapazitäten in den Vorjahren besteht, bremsen kann. Hinzu kommt: Im Zuge eines spätzyklischeren Wirtschaftswachstums werden dann auch andere Faktoren dominanter für die Kerninflation, z.B. der Arbeits-, Häusermarkt. Wir rechnen weiterhin lediglich mit einem temporär überdurchschnittlichen Preisdruck.

Wachstumsprognosen

BIP, preisbereinigt, zum Vj. in %

Land	2021	2022
USA	6,5	4,5
ER	4,2	4,2
DE	3,1	4,0
UK	6,5	4,0
JP	2,3	1,7

Quelle: BayernLB Research

Inflationsprognosen

Verbraucherpreise zum Vj. in %

Land	2021	2022
USA	4,4	3,4
ER	2,2	1,7
DE	2,9	2,2
UK	1,8	2,2
JP	0,3	0,7

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: 30.6.2021

Der Wochenfahrplan

Während in den USA eine Bandbreite harter Indikatoren (u.a. Inflation) veröffentlicht wird, steht in China das Q2-BIP im Kalender. [Weiter lesen Sie hier...](#)

Kalender

Zeit	Land	Veröffentlichung	Periode	BLB	Konzens	Vorwert
09:00	ES	Verbraucherpreise, % vorl.	VI	Jun	-	-0,9
11:00	ER	Verbraucherpreise, Index, sb, endg.	Jun	-	-	-14,7
11:00	ER	Industrievertrauen, Index, sb, endg.	Jun	-	-17,0	-27,5
11:00	ER	ESI Index, sb.	Jun	94,8	81,7	67,5
14:00	DE	Verbraucherpreise, % vorl.	Vm	Jun	0,0	0,4
14:00	VI	Jun	0,3	0,6	0,6	
Sa	ER	Rede von EZB-Direktoriumsmitglied Schnabel				
11:30	UK	Rede von Baf-Gouverneur Bailey				
17:00	US	Rede von San Francisco-Präsidentin Daly				
21:00	US	Rede von New Yorker Fed-Präsident Williams				

(Link)

Zentralbank-Monitor

Die EZB hat in Frankfurt diese Woche ihre neue Strategie erläutert, die Fed in den Minutes der letzten Sitzung große Meinungsvielfalt demonstriert. [Weiter lesen Sie hier...](#)

Der Wochenfahrplan

► Dienstag, 13.7.

Die **US-CPI-Zahlen** werden kommende Woche angesichts der anstehenden Tapering-Debatte das Marktsentiment dominieren. Die seit April stark überdurchschnittliche Teuerungsrate dürfte im Juni erneut hoch ausfallen. Die Headline-Rate erhält insbesondere durch den höheren Ölpreis deutlichen Aufwind. Auch bei der Kernrate ist noch kein maßgebliches Abklingen der inflationären Effekte zu erwarten. Frachtkosten im Handel mit China und die Preisindizes von PMI und ISM notieren auf Rekordniveaus, der Preisboom bei den Rohstoffen (siehe Thema der Woche) schlägt zunehmend auf die Endprodukte durch. Insgesamt erwarten wir erneut eine kräftige Teuerung (Headline: +0,7%, Kernrate +0,6%, jeweils zum Vormonat, saisonbereinigt) und liegen damit klar über dem Prognosekonsens (Headline: +0,5%, Kernrate +0,4%). Damit wird die Kerninflation in der Jahresrate erstmals seit 1992 die 4%-Marke übersteigen.

► Donnerstag, 15.7.

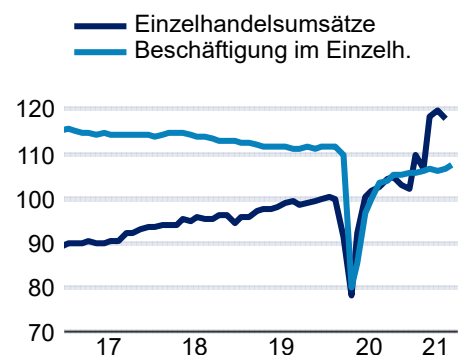
Für das **chinesische BIP** im zweiten Quartal sind keine Rekordwerte wie im Vorquartal (+18,3% gegenüber Vorjahr, wegen Basiseffekten) zu erwarten. Dennoch wird sich der konjunkturelle Aufschwung fortsetzen. Exporte florieren trotz der anhaltenden Stärke des Renminbi und Anlageinvestitionen nehmen zu. Etwas enttäuschend hingegen bleibt wohl auch im zweiten Quartal die Performance der Industrieproduktion und des inländischen Konsums. Deshalb rechnen wir mit einer Wachstumsrate von lediglich 6% für das zweite Quartal gegenüber dem Vorjahreszeitraum und einem realen BIP-Zuwachs von 7,8% für das Gesamtjahr. Während die Abwärtsrisiken für die Prognose (großflächiger Corona-Ausbruch in China; globale Lieferkettenprobleme v.a. bei Halbleitern) aber überschaubar sind, könnte kurzfristig Bedarf für eine Aufwärtsrevision entstehen, wenn die beschleunigten Impfungen der Inlandsnachfrage den erhofften Auftrieb verleihen.

Die **US-Industrieproduktion** wird im Juni weiter deutlich expandieren, wodurch das Vorkrisenniveau in greifbare Nähe rückt. Die boomende Nachfrage beschert der Industrie einen hohen Auslastungsgrad. Die Produktion ist jedoch weiterhin erheblich beeinträchtigt. Lieferketten sind stark verzögert, Rohmaterialien sowie Halbleiter nach wie vor knapp und dementsprechend Auftragsrückstände hoch. Auch beim Arbeitskräftemangel gibt es noch keine Entwarnung. Die Jobkomponente des ISM-Index fiel im Juni sogar auf 49,9, was einen Rückgang der Beschäftigung reflektiert. Die aufgestaute Nachfrage dürfte die Produktion im weiteren Jahresverlauf aber über das Vorkrisenniveau befördern.

► Freitag, 16.7.

Die **US-Einzelhandelsumsätze** dürften im Juni erneut ein Minus verzeichnen, nachdem sie in den letzten Monaten ein enormes Niveau erreichten, angetrieben durch die Direktzahlungen des Staats an die Haushalte. Im Mai lag das saisonbereinigte Volumen knapp 20% höher als zu Beginn der Pandemie im Februar 2020. Noch wirken jedoch die Stimulus-Effekte und die Nachfrage boomt. Ähnlich wie in der Industrie haben auch Einzelhändler mit starken Verzögerungen bei den Lieferketten zu kämpfen. Mehr offene Stellen konnten besetzt werden; der Sektor konnte im Juni nahezu doppelt so viele Jobs aufbauen als noch im Mai.

Einzelhandel hat Gipfel überschritten
US-Einzelhandelsumsätze und Beschäftigung im Einzelhandel, jeweils indexiert auf Februar 2020 = 100



Quellen: Refinitiv, BayernLB Research

Zentralbank-Monitor

EZB: Strategy Review – mehr Rückschau als Ausblick

- Großprojekt zum Abschluss gebracht

Die nackten Zahlen klingen beeindruckend: Nach 18 Jahren überprüft die EZB zum ersten Mal ihre Strategie. Dafür hat sich das Eurosystem 1,5 Jahre Zeit genommen, in 13 Arbeitssträngen alle Aspekte der Geldpolitik durchleuchtet. Das Ergebnis war für das zweite Halbjahr 2021 angekündigt worden. Überraschend – mutmaßlich getrieben durch erste Leaks in den letzten Wochen – wurde die neue Strategie nun schon gestern in einer kurzfristig anberaumten Pressekonferenz bekannt gegeben. Geht man die zwölf kurzen Punkte durch, die nun auf der EZB-Homepage ([Link](#)) einsehbar sind, findet man ein Potpourri aus vielem Bekannten und vielem Erwarteten. Die Kernpunkte:

1. Die EZB gibt sich ein neues, simplifiziertes Inflationsziel, indem drei Wörter gestrichen werden. Statt „unter, nahe bei 2%“ ist die Zielinflation nun „2%“. Damit ist das zuvor schon kommunizierte symmetrische Ziel in der Strategie verankert. Auch die Kommunikation soll vereinfacht und anschaulicher werden, die Entscheidungen besser auf den Punkt bringen.
2. Bei der Umsetzung der Geldpolitik räumt man sich mehr Flexibilität ein. Das beginnt mit der Zwei-Säulen-Strategie, die im Vergleich zu den Anfangsjahren der EZB die Interdependenzen zwischen monetärer (bzw. finanzieller) und wirtschaftlicher Analyse stärker berücksichtigt und deutlich fokussierter auf den Transmissionskanal Bankensystem statt nur auf die Geldmengenentwicklung einget. Damit wird man flexibler bei der Interpretation. Die Flexibilität kommt aber vor allem zum Vorschein, wenn ein Erreichen der effektiven Zinsuntergrenze droht. Dann sollen „besonders kraftvolle und oder lang anhaltende geldpolitische Maßnahmen“ ergriffen werden. Das betrifft neben den Leitzinsen als Hauptinstrument der Geldpolitik verstärkt auch den Einsatz der anderen offiziellen Instrumente: Forward Guidance, QE-Programme, Langfristtender. Um gegen zu niedrige Inflationserwartungen einzuschreiten, ist auch ein moderates, kurzfristiges Überschießen des Inflationsziels tolerierbar. Faktisch setzt die EZB diese Instrumente in wechselnden Kombinationen aber schon seit Jahren ein, und auch ein Überschießen der Inflation über das Ziel hinaus wurde – wie auch in den nächsten Monaten kommuniziert – immer wieder in Kauf genommen.
3. Der HVPI bleibt das geeignete Inflationsmaß, soll aber aufgeböhrt und auf Wunsch der Bevölkerung um die Kosten selbstgenutzten Wohneigentums erweitert werden – wohlgermerkt nur um die Nutzungs-, nicht um die Investitionskosten. Die Änderungen an der Inflationsrate werden aber marginal sein und sich – je nach Ausgestaltung – wohl bei maximal 0,1 Pp. bewegen.
4. Die wichtigste und vielleicht einzige tatsächliche Innovation betrifft den Aktionsplan zum Klimawandel. Hier wird die Entschlossenheit der EZB deutlich, bei einem ambitionierten Zeitplan maßgeblich Senkung der CO₂-Emissionen beizutragen. Dies soll sowohl über das Kaufprogramm als auch die Liquiditätsversorgung der Banken erreicht werden. Auch wenn viele Details noch nicht verfügbar sind, dürften die Implikationen für Unternehmen und Finanzinstitute weitreichend sein.

- Keine Implikationen für Prognosen

Die Auswirkungen des Strategy Review auf die tatsächliche Ausgestaltung der Geldpolitik sind insgesamt gering. Viele der Maßnahmen und Vorgehensweisen hatten sich über die letzten Jahre bereits etabliert. Unsere Prognosen bleiben daher unverändert. Die unmittelbaren Marktreaktionen auf die EZB-Pressekonferenz waren verhalten und an einem Tag, der von allgemeiner Risk-Off-Stimmung geprägt, letztlich vernachlässigbar.

Fed: Bond-Rally überschattet Minutes

► Dissonanz im FOMC

Das am Mittwoch veröffentlichte Protokoll der Juni-Sitzung (Minutes) bot Einblick in die zunehmenden Meinungsverschiedenheiten innerhalb des FOMC. Bei den Inflationsprognosen notierten einige Fed-Mitglieder Aufwärtsrisiken durch länger anhaltende Angebotsengpässe und Arbeitskräftemangel. Gegenteilig argumentierten andere, dass die temporären Preiseffekte schnell abklingen und die deflationären Effekte der letzten Jahre wieder zutage kommen könnten. Auch beim Tapering trafen Stimmen zur Vorsicht auf die Haltung, die Voraussetzungen zur Verringerung der Anleihekäufe seien womöglich schon früher erfüllt als bisher erwartet. Insgesamt gaben die Minutes keine maßgeblichen Impulse an den Finanzmärkten, die aktuell von einer Treasury-Rally dominiert werden. Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen fielen im Lauf der Woche auf etwa 1,3%. Der Renditeverfall der letzten Wochen steht im Kontrast zu einer tendenziell früheren geldpolitischen Straffung und kann zumindest teilweise auf technische Faktoren (Auflösung von Short-Positionen) und durch die Delta-Variante erhöhte Covid-19-Risiken zurückgeführt werden.

Kalender vom 12.07. – 16.07.2021

	Zeit	Land	Veröffentlichung		Periode	BLB	Konsens	Vorwert
MO	Keine Veröffentlichung relevanter Indikatoren							
	11:00		Rede von EZB-Vizepräsident de Guindos					
	14:00		Treffen der Eurogruppe					
	15:00		Treffen der Finanzminister der Eurozone					
	15:30		Rede von New Yorker Fed-Präsident Williams					
	18:00		Rede von Minneapolis Fed-Präsident Kashkari					
DI	03:00	CN	Warenausfuhr, %	Vj	Jun	-	23,1	27,9
	03:00	CN	Wareneinfuhr, %	Vj	Jun	-	29,8	51,1
	08:00	DE	Verbraucherpreise, %, endg.	Vm	Jun	0,4	-	0,4
	08:00			Vj	Jun	2,3	2,3	2,3
	14:30	US	Verbraucherpreise, sb., %	Vm	Jun	0,7	0,5	0,6
	14:30			Vj	Jun	5,1	4,9	5,0
	14:30		- ohne Nahrungsmittel und Energie, sb., %	Vm	Jun	0,6	0,4	0,7
	14:30			Vj	Jun	4,2	4,0	3,8
18:45		Rede von Minneapolis Fed-Präsident Kashkari						
MI	Keine Veröffentlichung relevanter Indikatoren							
	14:45		Rede von EZB-Direktionsmitglied Schnabel					
	15:30		Anhörung von Powell vor dem Repräsentantenhaus					
	16:00		BoC Sitzung					
	19:30		Rede von Minneapolis Fed-Präsident Kashkari					
	20:00		Fed veröffentlicht Beige Book					
	Mi		CBRT Sitzung					
Mi		RBNZ Sitzung						
DO	04:00	CN	Industrieproduktion, %	Vj	Jun	-	8,0	8,8
	04:00	CN	BIP, preisbereinigt, sb., %	Vq	Q2	-	1,0	0,6
	04:00			Vj	Q2	6,0	8,0	18,3
	14:30	US	NY Fed Empire State-Index, sb.		Jul	-	18,7	17,4
	14:30	US	Philadelphia Fed-Index, sb.		Jul	-	28,0	30,7
	14:30	US	Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, sb., Tsd.		Jul	-	-	373
	15:15	US	Industrieproduktion, sb., %	Vm	Jun	0,8	0,6	0,85
	15:30		Anhörung von Powell vor dem Senatsausschuss					
Do-Fr		BoJ Sitzung						
FR	11:00	ER	Verbraucherpreise (HVPI), %, endg.	Vm	Jun	0,3	0,3	0,3
	11:00			Vj	Jun	1,9	1,9	1,9
	11:00		- ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel, %, endg.	Vj	Jun	0,9	0,9	0,9
	14:30	US	Einzelhandelsumsätze, sb., %	Vm	Jun	-1,0	-0,5	-1,3
	14:30		- ohne Pkws, sb., %	Vm	Jun	-	0,4	-0,7
	16:00	US	Verbraucher Vertrauen (Uni. of Mich.), Index, vorl.		Jul	-	86,5	85,5
15:00		Rede von New Yorker Fed-Präsident Williams						

Allgemeiner Hinweis

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 09.07.2021. 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.**



Roland Gnan
Jun. Economist
Telefon: +49 89 2171-26658
roland.gnan@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