

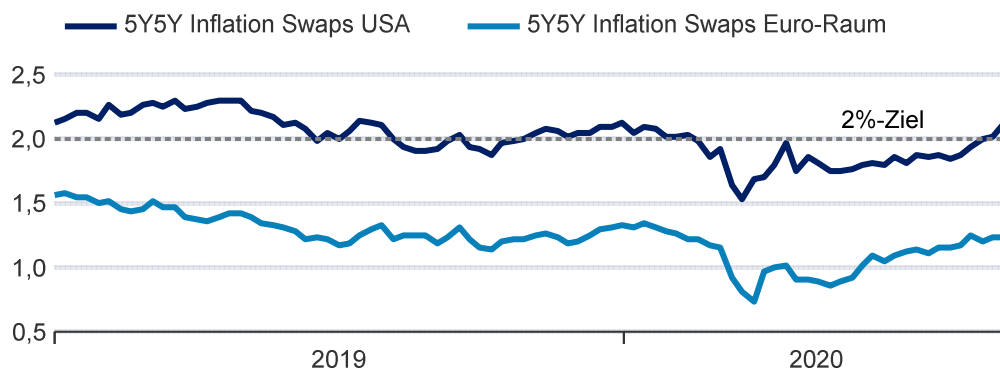
Die Woche vom 7.9. – 11.9.2020

BayernLB Research

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

Der verblasste Glaube an die 2%

Inflationserwartungen im Euro-Raum folgen nicht den US-Vorgaben
 Marktbasierte Inflationserwartungen für 5 Jahre in 5 Jahren, in Prozent



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Nach der Ankündigung der Fed, künftig im Durchschnitt das 2% Inflationsziel zu verfolgen sind die US-Inflationserwartungen (CPI) über 2% gestiegen. Auch für die EZB ist ein durchschnittliches Inflationsziel eine mögliche Option, die im Rahmen der derzeitigen Strategieüberprüfung bewertet werden wird. Zwar hat die EZB bereits in ihrer Kommunikation darauf hingewiesen, dass sie das Inflationsziel von unter, aber nahe 2% symmetrisch interpretiert, ein gewisses Überschießen also möglich ist. Eine explizite Formulierung steht aber aus. Außerdem stellt sich insbesondere im Euro-Raum die Frage, ob sich die Inflation überhaupt in absehbarer Zeit wieder in Richtung 2% bewegt, geschweige denn darüber. Die Inflationserwartungen in der Währungsunion haben sich jedenfalls nicht dem positiven US-Trend seit der Fed-Ankündigung angeschlossen. Wir sind gespannt, wie die EZB auf ihrer Sitzung am nächsten Donnerstag verbal auf die Fed-Ankündigung reagieren wird, wenngleich wir keine Änderung der Geldpolitik erwarten (siehe EZB-Monitor auf Seite 3).

Wachstumsprognosen

BIP, preisbereinigt, zum Vj. in %

Land	2020	2021
USA	-6,0	3,0
ER	-8,7	3,9
DE	-6,3	3,9
UK	-9,0	4,0
JP	-4,5	2,0

Quelle: BayernLB Research

Inflationsprognosen

Verbraucherpreise zum Vj. in %

Land	2020	2021
USA	0,9	1,5
ER	0,2	1,4
DE	0,0	2,2
UK	0,9	1,5
JP	-0,3	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: 5.8.2020

Kapitalmarktprognosen

Wechselkurse: Monatsdurchschnitte
 Renditen und Aktien: Monatsendstände

	3M	12M
EUR-USD	1,18	1,24
EUR-GBP	0,90	0,89
USD-JPY	105	102
10J Bunds	-0,50	-0,20
10J UST	0,70	0,90
DAX	12500	13400

Quelle: BayernLB Research, Stand: 5.8.2020

Der Wochenfahrplan

Datenseitig steht die Produktion in Deutschland und die US-Inflation an, politisch weitere Brexit-Verhandlungen und ein Eurogruppen-Treffen. [Weiter lesen Sie hier...](#)

Kalender

Zeit	Land	Veröffentlichung	Periode	BLB	Konsens	Vorwert
09:00	ES	Verbraucherpreise, % vorj.	Vi Jun	-	-	-0,9
11:00	ER	Verbraucherpreise, Index, sb, endg.	Jun	-	-	-14,7
11:00	ER	Industrieerträge, Index, sb.	Jun	-	-	-17,0
11:00	ER	ESI Index, sb.	Jun	74,8	84,7	67,5
14:00	DE	Verbraucherpreise, % vorj.	Vm Jun	0,0	0,4	-0,1
14:00			Vi Jun	0,3	0,6	0,6
14:00	ER	Rede von EZB-Direktoriumsmitglied Schnabel				
15:30	UK	Rede von BoE-Gouverneur Bailey				
17:00	US	Rede von San Francisco-Präsidentin Daly				
21:00	US	Rede von New Yorker-Fed-Präsident Williams				

([Link](#))

Zentralbank-Monitor

Im EZB-Preview begründen wir, warum wir im September (noch) nicht von einer geldpolitischen Änderung ausgehen. Bei der Fed übten sich zahlreiche Ratsmitglieder darin, die offenen Interpretationsspielräume der Powell-Rede mit eigenen Auslegungen zu füllen.

[Weiter lesen Sie hier...](#)

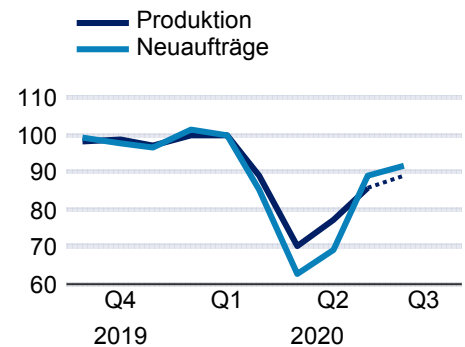
Der Wochenfahrplan

► Montag



Die Produktion in Deutschland wird sich auch im Juli weiter erholt haben. Hierauf weisen die umfragebasierten Frühindikatoren hin und auch die Entwicklung hochfrequenter Daten wie der gefahrenen Mautkilometer bestätigt dies. Allerdings dürfte das Plus zum Vormonat nicht mehr übermäßig hoch ausfallen, womit die Produktionsleistung weiterhin deutlich unter dem Niveau vor der Corona-Pandemie gelegen hat. Auf der politischen Bühne werden diese Woche die **Brexit-Verhandlungen** fortgesetzt. Nach den kritischen Tönen von beiden Seiten in den letzten Wochen erwarten wir auch weiterhin keinen Durchbruch. Die britische Seite sieht die Wahrscheinlichkeit für einen Deal bei unter 50%.

DE: Produktion bleibt unter Vorkrisenniveau
Produktion und Auftragseingang, sb., Feb.20 =100, Prognose
BayernLB Research gestrichelt



Quelle: Destatis, Refinitiv, BayernLB Research

► Dienstag



Die **Exporte Deutschlands** dürften im Juli zwar den dritten Monat in Folge angestiegen sein, jedoch nicht mehr mit einer hohen Rate. Zwar zeigen sich insgesamt zunehmende Bestellungen aus dem Ausland, doch der zuletzt deutlich gestiegene Euro-Außenwert verhindert eine dynamischere Entwicklung. In der dritten Veröffentlichung der **Q2-BIP-Rate im Euro-Raum** erwarten wir keine größeren Überraschungen. Der Fokus liegt mittlerweile eindeutig auf dem dritten Quartal.

► Mittwoch



Die **Bank of Canada** wird ihren Leitzins unverändert bei 0,25% lassen. Bereits auf der letzten Sitzung signalisierte sie, dass dies auch auf absehbare Zeit (mind. 2 Jahre) so sein dürfte. Der Grund ist klar: Unter die Nulllinie möchte man möglichst nicht, aber das Inflationsziel (von 2%) wird derzeit mit 0,1% deutlich verfehlt.

► Donnerstag



Auf der **September-Sitzung der EZB** wird ebenfalls keine geldpolitische Änderung anstehen. Zwar dürften die Inflationsprojektionen aufgrund des stärkeren Euro-Außenwerts nochmal abwärts revidiert werden. Insgesamt ist aber weiterhin zu wenig Evidenz zur wirtschaftlichen Entwicklung in Q3 und zur Wahrscheinlichkeit und den Auswirkungen einer zweiten Infektionswelle vorhanden, um geldpolitische Änderungen zu rechtfertigen. Auch die **Produktionszahlen für Italien und Frankreich** dürften im Juli aufwärtsgerichtet bleiben. In allen Ländern wird das Vorkrisenniveau aber weiterhin unterschritten.

► Freitag



Bei den **US-Verbraucherpreisen** dürfte die Kernrate unverändert bei 1,6% verbleiben (Headline wohl mit leichtem Anstieg). Von den Daten sollte somit kein Aufwärtsdruck auf die marktbasierenden Inflationserwartungen – die derzeit besonders beängstigt werden (siehe Seite 1) ausgehen.



Beim Treffen der **Eurogruppe** bzw. dem anschließenden **Treffen der EU Wirtschafts- und Finanzminister (ECOFIN)** steht die genauere Ausgestaltung des Corona-Hilfsfonds auf der Agenda der EU-Finanzminister, bspw. wann die ersten Gelder fließen, wie die gemeinsamen Schulden zurückgezahlt werden oder wie die geplanten Maßnahmen zur Finanzierung wie Plastiksteuer, Digitalsteuer oder CO2-Grenzsteuer umzusetzen sind.

Zentralbank-Monitor

EZB-Preview: September-Sitzung kommt für Änderungen zu früh

- Nicht ausreichend Evidenz zum Handeln

Die EZB wird am kommenden Donnerstag keine Änderung ihrer Geldpolitik beschließen. Die Kommunikation der letzten Wochen hat eindeutig signalisiert, dass die EZB sich mit den beschlossenen Maßnahmen zunächst wohl fühlt und für ein weiteres Nachsteuern mehr Evidenz darüber benötigt würde, wie die Erholung der Wirtschaft nach dem katastrophalen zweiten Quartal ausfällt. Zwar sind erste Datenpunkte aus dem dritten Quartal bereits vorhanden (hauptsächlich umfragebasierte Frühindikatoren), doch gesicherte Erkenntnisse wird die EZB hieraus wohl kaum ziehen können. Insbesondere vor dem Hintergrund der sich aktuell dynamisch entwickelnden Infektionszahlen und der hohen Unsicherheit über anstehende (lokale) Lockdowns und deren Folgen. Entsprechend werden zwar die neuen Projektionen des EZB-Stabes mit Spannung aufgenommen werden. Die Revisionen dürften allerdings überschaubar ausfallen, nachdem die EZB-Vertreter zuletzt oft signalisiert hatten, dass die derzeitige Entwicklung in etwa dem von der EZB unterstellten Basisszenario entspricht (Wachstumsprojektionen 2020: -8,7%; 2021:+5,2%). Lediglich auf Seiten der Inflationsprojektionen könnte eine weitere Abwärtsrevision anstehen, die sich aber rein technisch mit dem zuletzt stärkeren Euro-Außenwert begründen dürfte. Immerhin kratzte EUR-USD zuletzt gar an der 1,20, während die EZB bei den Juni-Projektionen noch von einem Kurs von 1,08 im Projektionshorizont ausging. Damit könnte sich die Inflationsprojektion für das aktuelle Jahr der Nulllinie annähern (bisher: 0,3%) und auch für 2021 deutlich unter der 1%-Marke liegen (bisher: 0,8%). Unabhängig von den konkreten Inflationszahlen ist offensichtlich, dass sich die EZB ab einem gewissen Niveau unwohl mit einem zu starken Euro fühlt, denn schließlich verringert dies die internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit und dämpft über geringere Importpreise die Inflationsentwicklung. Die Aussagen von Chef-Volkswirt Lane und ein Bericht der Financial Times deuten klar darauf hin, dass dieses Schmerzniveau für die EZB aktuell bei 1,20 Dollar pro Euro erreicht ist.

- Tieringfaktor dürfte zunächst unangestastet bleiben

Mit Blick auf die geldpolitischen Maßnahmen im weiteren Sinne waren bereits vor der letzten Sitzung Spekulationen lauter geworden, die EZB könne die Ausnahmeregelungen vom negativen Einlagesatz generöser ausgestalten, um die Banken (die zur wirtschaftlichen Erholung gebraucht werden) bei steigender Überschussliquidität im System zu entlasten. Wir gehen allerdings davon aus, dass eine Erhöhung des Tieringfaktors auf absehbare Zeit nicht kommen wird. Erstens geht der größte Teil des aktuellen Liquiditätsanstieges auf die hohe Aufnahme in der letzten TLTRO III Tranche zurück. Diese ist bereits mit so günstigen Konditionen ausgestaltet, dass eine „doppelte Bonifizierung“ von der EZB kaum angedacht werden dürfte. Zweitens hätte die EZB diese Entscheidung tatsächlich bereits auf der Juli-Sitzung treffen können bzw. müssen, sofern sie die steigende Liquidität als problematisch ansieht. Da dies nicht geschehen ist, scheint uns die Grundlage für einen Beschluss auf der anstehenden Sitzung nicht gegeben.

- Strategieüberprüfung noch nicht abgeschlossen

Ganz ähnlich wie die Fed überprüft auch die EZB aktuell ihre geldpolitische Strategie. Coronabedingt wurde allerdings der Überprüfungsprozess zwischenzeitlich ausgesetzt und das anvisierte Enddatum von Jahresende 2020 auf Mitte 2021 verschoben. Mit Ankündigungen der EZB bezüglich des Strategieprozesses ist daher auf der anstehenden Sitzung nicht zu rechnen. Neben verschiedenen Veranstaltungen mit der Öffentlichkeit („Das Eurosystem hört zu“ nach dem Vorbild der „Fed Listens“-Veranstaltungen) steht auch noch die Notenbankkonferenz in Sintra aus, die ebenfalls coronabedingt auf Mitte November verlegt wurde. Spannend wird allerdings werden, wie die EZB die neuen Fed-Beschlüsse zum durchschnittlichen Inflationsziel bewertet. Prinzipiell wäre dies auch eine Möglichkeit für die

EZB, um in einer Phase des dauerhaften Nichterreichens des Inflationsziels die Inflationserwartungen der Wirtschaftsakteure anzuheben und damit das Ziel tatsächlich einfacher zu erreichen. Die EZB dürfte daher den Vorstoß der Fed grundsätzlich positiv bewerten und in den kommenden Wochen und Monaten genau beobachten, ob das US-Experiment gelingt. Das wäre dann der Fall, wenn (wie sich derzeit andeutet) die Realrendite auf Staatsanleihen im negativen Bereich verbleibt und nicht spürbar ansteigt, aber die Inflationserwartungen erhöht bleiben, denn damit würde die Erreichung des Inflationsziels verbessert, und die Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft würden günstig bleiben. Die Gefahr hierbei besteht darin, dass sich die Nominalrendite im langen Laufzeitband überproportional anheben könnte, was wiederum die Notenbank unter Druck setzen würde, gerade in der aktuellen konjunkturellen Schwächephase mit zusätzlichen Maßnahmen (QE-Ausweitung, Zinskurvenkontrolle) gegenzusteuern.

Insgesamt erwarten wir daher am Donnerstag zwar keine ereignisarme Sitzung, denn verbal hat die EZB viel einzuordnen (vor allem die Fed-Politikänderungen) und sie dürfte bemüht sein, mit Blick auf die Konjunkturindikatoren und den Euro-Außenwert einen anhaltend dovishen Ton zu treffen. Wir gehen aber nicht von einer Änderung der Geldpolitik aus. Diese dürften allenfalls im weiteren Jahresverlauf folgen (die Dezember-Sitzung bietet sich mit den neuen Projektionen hierfür an) und umfassen wohl zunächst eine abermalige Ausweitung des Notfall-Ankaufprogramms (PEPP). Denn im Dezember können, wie schon von einigen EZB-Vertretern signalisiert, das zweite und dritte Quartal in ihrer Auswirkung als Einheit betrachtet werden und die tatsächliche Situation der Wirtschaft wird deutlicher werden, quasi nachdem sich der Staub des tiefen Einbruchs gelegt hat. Auch eine Abschätzung über eine zweite Infektionswelle und über den Umgang mit einer solchen und die wirtschaftlichen Folgen dürfte bis Dezember deutlich leichter fallen.

Fed – Klarstellungen nach der Powell-Rede

Nach der Powell-Rede übten sich zahlreiche FOMC-Mitglieder darin, die offenen Interpretationsspielräume der Rede mit ihren eigenen Auslegungen zu füllen. Zur Frage „Wann ist ein Überschießen der Inflation noch moderat?“ war (erneut) zu vernehmen, dass hier die kritische Marke wohl bei rund 2,5% liegt. Zur Frage „Wie lange eine höhere Inflation als 2% toleriert werden würde“ waren die Aussagen aber weiter spärlich. Vize-Chair Clarida verdeutlichte noch einmal, wie die Änderung beim Beschäftigungsziel zu verstehen sei. Demnach wird eine niedrige Arbeitslosenquote nur noch dann zu einer Zinserhöhung führen, wenn Inflationsdruck auch wirklich sicht- und nicht nur absehbar ist.

Kalender vom 7.9. – 11.9.2020

	Zeit	Land	Veröffentlichung		Periode	BLB	Konsens	Vorwert
MO	03:00	CN	Devisenreserven, Mrd. USD		Aug	-	3170,5	3154,39
	03:00	CN	Warenausfuhr, %	Vj	Aug	-	7,5	7,2
	03:00	CN	Wareneinfuhr, %	Vj	Aug	-	0,2	-1,4
	08:00	DE	Industrieproduktion, sb., %	Vm	Jul	4,0	4,8	8,9
	08:00			Vj	Jul	-6,9	-6,2	-11,7
	09:00	CH	Devisenreserven, Mrd. CHF	Vm	Aug	-	-	845,8
		UK	Brexit-Verhandlungen in London (bis Fr.)					
DI	01:50	JP	BIP, preisbereinigt, sb., %, endg.	Vq	Q2	-	-8,1	-7,8
	08:00	DE	Wareneinfuhr, sb., %	Vm	Jul	3,2	-	7,0
	08:00	DE	Warenausfuhr, sb., %	Vm	Jul	1,5	5,0	14,9
	11:00	ER	BIP, preisbereinigt, sb., %, 3. Veröff.	Vq	Q2	-12,1	-12,1	-12,1
	11:00			Vj	Q2	-15,0	-15,0	-15,0
MI	03:30	CN	Verbraucherpreise, %	Vj	Aug	-	2,4	2,7
	16:00	CN	BoC Zinsentscheidung und Pressekonferenz					
DO	01:50	JP	Auftr.eingang Maschinenbau, Kernrate, privat, sb., %	Vm	Jul	-	2,0	-7,6
	08:45	FR	Industrieproduktion, sb., %	Vm	Jul	4,5	5,0	12,7
	08:45			Vj	Jul	-8,1	-7,4	-11,7
	10:00	IT	Industrieproduktion, sb., %	Vm	Jul	3,5	4,0	8,2
	10:00			Vj	Jul	-9,0	-9,4	-13,7
	13:45	ER	EZB Zinsentscheidung, %		Sep	0,0	0,0	0,0
	14:30	US	Erzeugerpreise, sb., %	Vm	Aug	-	0,2	0,6
	14:30		- ohne Nahrungsmittel und Energie, sb., %	Vm	Aug	-	0,2	0,5
	14:30	US	Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, sb., Tsd.		Sep	-	-	881
	14:30	ER	Pressekonferenz mit C. Lagarde nach Zinsentscheidung der EZB					
18:30	CN	Rede von BoC-Gouverneur Macklem						
19:00	ER	Rede von EZB-Präsidentin Lagarde						
FR	08:00	DE	Verbraucherpreise, %, endg.	Vm	Aug	-0,1	-0,1	-0,1
	08:00			Vj	Aug	0,0	0,0	0,0
	08:00	UK	BIP, preisbereinigt, sb., %	Vm	Jul	-	5,8	8,7
	08:00	UK	BIP, preisb., sb., gleitender 3-Monatsdurchschnitt, %	Vm	Jul	-	-7,3	-20,4
	09:00	ES	Verbraucherpreise, %, endg.	Vj	Aug	-	-	-0,5
	14:30	US	Verbraucherpreise, sb., %	Vm	Aug	-	0,3	0,6
	14:30			Vj	Aug	-	1,2	1,0
	14:30		- ohne Nahrungsmittel und Energie, sb., %	Vm	Aug	-	0,2	0,6
	14:30			Vj	Aug	-	1,6	1,6
	10:00	ER	Paneldiskussion mit EZB-Ratsmitgliedern Weidmann und Villeroy de Galhau					
	10:50	ER	Rede von EZB-Direktionsmitglied Schnabel					
	14:00	ER	Rede von EZB-Chefvolkswirt Lane					
		ER	Treffen der EU Wirtschafts- und Finanzminister in (bis Sa.)					
	ER	Treffen der Eurogruppe						
	ER	S&P-Rating: Norwegen, Luxemburg, Portugal						

Allgemeiner Hinweis

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 04.09.2020. 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

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

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