

# Die Woche vom 31.8. – 4.9.2020

BayernLB Research

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

## Mehrwertsteuersenkung vs. Schlussverkauf

### 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

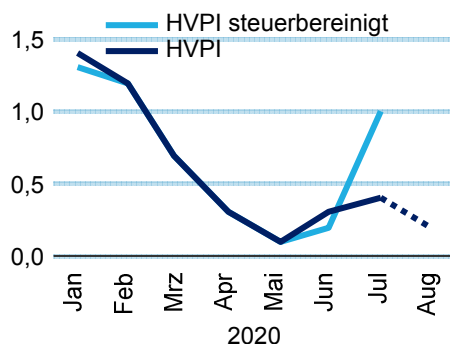
### Kapitalmarktprognosen

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

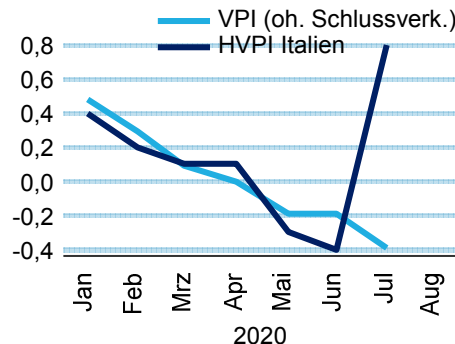
Quelle: BayernLB Research, Stand: 5.8.2020

Euro-Raum Inflation dürfte im August sinken  
 HVPI Euro-Raum und HVPI steuerbereinigt, Vj. in %



Quelle: Eurostat, BayernLB Research

Sondereffekt in Italien  
 Inflationsmaße Italien (HVPI und VPI), Vj. in %



Quelle: Istat, BayernLB Research

Die (zu niedrige) Inflation steht nicht nur im Fokus der Fed, von deren Seite Fed-Chair Powell gestern die Verfolgung eines Durchschnittsziels verkündete (siehe Zentralbank-Monitor), sondern auch der EZB. Dabei unterliegt die Euro-Inflationsrate aktuell starken Sondereffekten. Erstens drückt die temporäre MwSt-Senkung in Deutschland die Inflationsrate im Euro-Raum abwärts (Grafik links). Zweitens führt die Pandemie zu Verschiebungen von saisonalen Preisänderungen. So ist die Euro-Inflation im Juli sogar etwas gestiegen. Grund: In Italien wurde der übliche Juli-Sommerschlussverkauf coronabedingt verschoben. Derartige Sonderverkäufe werden in der europäischen Inflationsdefinition (HVPI) berücksichtigt, weshalb dies die HVPI-Inflation in Italien um 1,2 Pp. (Grafik rechts) und im Euro-Raum rechnerisch um 0,2 Pp. angehoben hat. Das nationale Maß (VPI) in Italien, welches Schlussverkäufe nicht einrechnet, zeigt sich hiervon unbeeindruckt und somit ist auch die Entwicklung der Euro-Inflation im August vorgezeichnet. Der Sondereffekt fällt aus der Berechnung der Jahresrate heraus und schlussendlich bleibt die Inflation bei einer unterausgelasteten Wirtschaft vor allem eines: kraftlos.

## Der Wochenfahrplan

In den USA stehen die ISM-Indizes und der Arbeitsmarkt auf der Agenda. In Deutschland schauen wir auf die Auftragseingänge.  
Weiter lesen Sie hier...

## Kalender

Zeit	Land	Veröffentlichung	Periode	SLB	Konsens	Vorwert	
09:00	ES	Verbrauchspreise, % vorj.	Vj	Jun	-	-0,9	
11:00	ER	Verbrauchertrauen, Index, sb. endg.	Jun	-	-	-14,7	
11:00	ER	Industrievertrauen, Index, sb.	Jun	-	-17,0	-27,5	
12:00	ER	ESI Index, sb.	Jun	76,8	81,7	67,5	
14:00	DE	Verbrauchspreise, % vorj.	Vm	Jun	0,0	0,4	-0,1
14:00	MO		Vi	Jun	0,3	0,6	0,6
15:00	ER	Rede von EZB-Direktoriumsmitglied Schnabel					
17:30	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

Die Fed hat mit dem Übergang zu einem Durchschnittsziel für die Inflation eine historische Entscheidung vorgenommen. Die EZB zeigt zwar auch Sympathien für ein symmetrisches Ziel, hält aber wohl zunächst an ihrer bisherigen Strategie fest. Weiter lesen Sie hier...

## Der Wochenfahrplan

### ► Montag



Die **nationalen Inflationsmaße** für die **Euro-Raum-Länder** dürften insgesamt einen kraftlosen Preisauftrieb zeigen. Hierbei spielen in Spanien unter Druck stehende Übernachtungspreise eine große Rolle. In Deutschland dominiert die temporäre Mehrwertsteuersenkung und lässt die Inflationsrate kaum über die Nulllinie klettern.

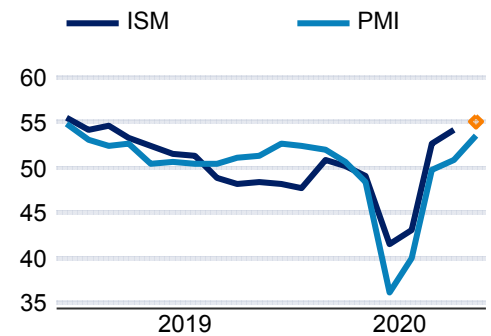
### ► Dienstag



Die regionalen US-Frühindikatoren für August fielen gemischt aus. Aufgrund des merklichen Anstiegs des Markt-PMI (siehe Grafik) rechnen wir aber entgegen des Konsens mit einem weiteren (leichten) Anstieg des **ISM für das Ver. Gewerbe**.

Zwar ist die **Euro-Raum Inflation** nur ein Aggregat aus den nationalen Erhebungen. Die Gewichtung unterscheidet sich aber und so dürfte der Juli-Inflationsanstieg im August wieder verschwunden sein, denn die Verzerrung durch einen verlegten Sommerschlussverkauf (in Italien) war vor allem im europäischen Maß zu beobachten.

Nur noch leichter ISM-Anstieg  
In Punkten



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Die **Arbeitslosenquote in Deutschland** wird im August weiter angestiegen sein. Zwar sinkt die Nutzung des Kurzarbeitergeldes in vielen Branchen bereits wieder. Einige Arbeitsplatzverluste erweisen sich aber als permanent. Wir gehen davon aus, dass die Arbeitslosenquote auch im August noch nicht ihren Höhepunkt erreicht hat.

Auf der Sitzung der **australischen Notenbank (RBA)** sollte es keine Änderungen der Geldpolitik geben. Bereits im August verwies die RBA aber darauf, dass die 3J-Rendite australischer Staatsanleihen leicht über ihrem Ziel (0,25%) liege. Daran hat sich seit dem (trotz Käufe der RBA) wenig geändert, weshalb die RBA weitere Käufe ankündigen dürfte.

### ► Mittwoch



Der **ADP Report** sollte einen Aufbau von Arbeitsplätzen zeigen, entscheidender ist allerdings der Arbeitsmarktbericht am Freitag.

### ► Donnerstag



Anders als im Verarbeitenden Gewerbe dürfte der **Dienstleistungs-ISM** – auch aufgrund seines höheren Niveaus – wieder nach unten tendieren.

### ► Freitag



Der Start in das dritte Quartal sollte für die Industrie in **Deutschland** positiv ausgefallen sein. Der **Auftragseingang der Industrie** dürfte den dritten Monat in Folge zugelegt haben. Die Dynamik hat aber wohl abgenommen (wenig überraschend nach einem Anstieg von 28%! im Juni) und trotz der Anstiege wird das Vorkrisenniveau von Februar weiterhin spürbar unterschritten.

Das Beste kommt bekanntlich zum Schluss, so auch in dieser Woche wieder mit dem **US-Arbeitsmarktbericht** für August. Vor allem da sich die US-Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe in den letzten Wochen nicht unter 1 Mio. halten konnten dürfte der Stellenaufbau mit 1,5 Mio. geringer als im Juli (1,76 Mio.) ausfallen. Dies könnte aber dennoch reichen, um die Arbeitslosenquote wieder unter die Marke von 10% zu drücken – allerdings nur marginal.

# Zentralbank-Monitor

## Fed – Die Anti-Volcker-Rede

Fed: Einiges aufzuholen  
Monatswerte, ggü. Vj. in % und Durchschnitt der letzten 5 Jahre



Quelle: BayernLB Research, Refinitiv

In den 1980ern erhöhte die Fed unter Paul Volcker drastisch die Zinsen, um der damaligen Inflation Einhalt zu gebieten. Gestern verkündete Fed Chair Powell, dass die Fed ihre Zielsetzung ändert und nun ein (moderates) Überschießen des Inflationsziels in Kauf nimmt. So ist die Fed zu einem durchschnittlichen Inflationsziel von 2% übergegangen. Vergangene Episoden mit einem Preisaufrieb unter Ziel (wie es in den letzten Jahren der Fall war, siehe Grafik) implizieren damit eine höhere Inflation in der Zukunft. Die Geldpolitik erhält damit ein „Inflationsgedächtnis“. Dazu, welche Zeiträume zur Durchschnittsberechnung herangezogen werden und was noch als *moderates* Überschießen zu bezeichnen ist, fand sich nichts im Statement. Die Aussagen zweier FOMC-Mitglieder im Nachgang deuten aber darauf hin, dass wohl 2,5% Inflation noch als moderat anzusehen wären. Mit Blick auf ihr Beschäftigungsziel machte die Fed noch einmal explizit klar, dass sie auf eine Unterbeschäftigung aggressiver reagieren werde als auf einen heiß gelaufenen Arbeitsmarkt. Nun kann man diskutieren, ob dies an der bisherigen Praxis der Fed viel ändert. Jedenfalls könnte der monatliche US-Arbeitsmarktbericht marktseitig ein (noch) höheres Gewicht bekommen. Für die Kapitalmärkte entsteht mit der Fed-Entscheidung nun ein Spannungsfeld zwischen längerer Niedrigzinsphase und höheren Inflationserwartungen. Dreh- und Angelpunkt ist dabei der Treasury-Markt. Für Bonds ist die längere Niedrigzinsphase positiv während höhere Inflationserwartungen negativ wirken. Der gestrige Ausverkauf am Treasury-Markt und die zuletzt kontinuierlich gestiegene US-Breakeven-Rate (10J, aktuell etwas über 1,73%) könnten ein Vorgeschmack dafür sein, dass die Fed trotz QE Infinity ein riskantes Spiel betreibt.

## EZB – Abwarten und die Fed beobachten

► Wenig inhaltlich Neues

Von der EZB wurde im Gegensatz zur Fed in Jackson Hole keine Strategieänderung kommuniziert. Vielmehr deckte sich die Kommunikation der EZB in den letzten Tagen stark mit den mantraartig benutzten Sätzen der letzten Monate. Chefvolkswirt Lane bewertete auf der Jackson Hole Konferenz die von der EZB in der Pandemie getroffenen Maßnahmen als erfolgreich und wiederholte zudem die Bereitschaft der EZB, im Fall der Fälle alle zur Verfügung stehenden Instrumente zu nutzen. Isabel Schnabel gab in einer Rede an, dass die Nebenwirkungen der Negativzinsen mit der Zeit steigen werden, dass aber die Gründe für die niedrigen Zinsen zu großen Teilen außerhalb des Einflussbereiches der Notenbanken liegen. Per saldo dominieren ihrer Einschätzung nach aber weiterhin die positiven Effekte der Negativzinsen die Nebenwirkungen. Man befinde sich noch nicht am „Lower Bound“, ab dem weitere Zinssenkungen die Finanzierungsbedingungen verschlechtern, die Kosten/Nutzen Abwägung negativ würde und die Nebenwirkungen dominieren. Der französische Notenbankchef Villeroy bekräftigte in einer Rede (in Paris) mit Blick auf die Fed-Ankündigung in Jackson Hole ebenfalls die Wichtigkeit einer Strategieüberprüfung und die Bedeutung eines glaubwürdigen Inflationsziels. Welche genaue Form dies in Zukunft für die EZB haben werde spekulierte er nicht, aber er gab an, dass es symmetrisch sein werde. Das hat die EZB zwar bereits in ihrer Kommunikation, doch auch hier könnte der Gedanke eines Überschießens der Inflationsrate nach einer Phase des Unterschießens noch etwas an Unterstützung gewinnen. Die Fed ist in diesem Fall ein guter Testballon, ob eine solche Taktik bei den Inflationserwartungen die gewünschten Früchte trägt.

## Kalender vom 31.8. – 4.9.2020

	Zeit	Land	Veröffentlichung		Periode	BLB	Konsens	Vorwert
MO	01:50	JP	Industrieproduktion, sb., %, vorl.	Vm	Jul	-	5,0	1,9
	03:00	CN	PMI Verarbeitendes Gewerbe		Aug	-	51,2	51,1
	09:00	ES	Verbraucherpreise, %, vorl.	Vj	Aug	-	-	-0,6
	10:00	IT	BIP, preisbereinigt, sb., %, endg.	Vq	Q2	-12,4	-	-12,4
	10:00			Vj	Q2	-17,3	-	-17,3
	11:00	IT	Verbraucherpreise, %, vorl.	Vm	Aug	0,3	-	-0,2
	11:00			Vj	Aug	-0,5	-	-0,4
	14:00	DE	Verbraucherpreise, %, vorl.	Vm	Aug	-0,1	0,0	-0,5
	14:00			Vj	Aug	0,0	0,1	-0,1
	15:00	US	Rede von Fed-Vice-Chair Clarida					
16:30	US	Rede von Atlanta Fed-Präsident Bostic						
DI	02:30	JP	PMI Verarbeitendes Gewerbe, endg.		Aug	-	-	46,6
	03:45	CN	PMI (Caixin) Verarb. Gewerbe		Aug	-	52,5	52,8
	09:15	ES	PMI Verarbeitendes Gewerbe		Aug	-	-	53,5
	09:30	CH	PMI Verarbeitendes Gewerbe		Aug	-	52,0	49,2
	09:45	IT	PMI Verarbeitendes Gewerbe		Aug	-	-	51,9
	09:50	FR	PMI Verarbeitendes Gewerbe, endg.		Aug	49,0	-	49,0
	09:55	DE	Arbeitslose, sb., Tsd.	Vm	Aug	-12	-15	-18
	09:55	DE	Arbeitslosenquote, sb., %		Aug	6,5	6,4	6,4
	09:55	DE	PMI Verarbeitendes Gewerbe, endg.		Aug	53,0	53,0	53,0
	10:00	ER	PMI Verarbeitendes Gewerbe, endg.		Aug	51,7	51,7	51,7
	10:30	UK	PMI Verarbeitendes Gewerbe		Aug	-	55,3	55,3
	11:00	ER	Arbeitslosenquote, sb., %		Jul	-	8,0	7,8
	11:00	ER	Verbraucherpreise, %	Vm	Aug	0,0	-	-0,4
	11:00	ER	Verbraucherpreise (HVPI), %, vorl.	Vj	Aug	0,2	0,2	0,4
	11:00		- ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel, %, vorl.	Vj	Aug	0,8	0,8	1,2
	15:45	US	PMI Verarbeitendes Gewerbe, endg.		Aug	-	-	53,6
	16:00	US	ISM-Index Verarbeitendes Gewerbe, sb.		Aug	55,0	54,4	54,2
	06:30	AU	RBA Zinsentscheidung					
	15:30	ER	Rede von EZB-Vizepräsident de Guindos					
18:00	ER	Rede von EZB-Chefvolkswirt Lane						
19:00	US	Rede von Fed-Gouverneurin Brainard						
MI	08:00	DE	Einzelhandelsumsätze, real, sb., %	Vm	Jul	-	0,5	-2,0
	08:00			Vj	Jul	-	4,1	6,0
	14:15	US	Beschäftigungsbericht (ADP), sb., Tsd.	Vm	Aug	-	900	167
	16:00	US	Auftr.eingang langleb. Güter, sb., %, endg.	Vm	Jul	-	-	11,2
	16:00		- ohne Transportsektor, sb., %, endg.	Vm	Jul	-	-	2,4
	14:00	ER	Rede von Brexit EU-Unterhändler Barnier					
	16:00	US	Rede von New Yorker Fed-Präsident Williams					
	18:00	US	Rede von Cleveland Fed-Präsidentin Mester					
	19:00	ER	Rede von Bundesbank-Präsident Weidmann					
	20:00	US	Rede von Minneapolis Fed-Präsident Kashkari					
20:00	US	Fed veröffentlicht Beige Book						

## Kalender vom 31.8. – 4.9.2020

	Zeit	Land	Veröffentlichung		Periode	BLB	Konsens	Vorwert
DO	03:45	CN	PMI (Caixin) Dienstl.		Aug	-	54,0	54,1
	08:30	CH	Verbraucherpreise, %	Vj	Aug	-	-0,8	-0,9
	09:45	IT	PMI Dienstleistung		Aug	-	-	51,6
	09:50	FR	PMI Dienstleistung, endg.		Aug	<b>51,9</b>	-	51,9
	09:55	DE	PMI Dienstleistung, endg.		Aug	<b>50,8</b>	50,8	50,8
	10:00	ER	PMI Dienstleistung, endg.		Aug	<b>50,1</b>	50,1	50,1
	10:00	ER	PMI Composite, endg.		Aug	-	51,6	51,6
	10:30	UK	PMI Dienstleistung		Aug	-	60,1	60,1
	11:00	ER	Einzelhandelsumsätze, sb., %	Vm	Jul	-	1,7	5,7
	11:00			Vj	Jul	-	3,7	1,3
	14:30	US	Handelsbilanz, sb., Mrd. USD		Jul	-	-51,7	-50,7
	14:30	US	Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, sb., Tsd.		Aug	-	-	1006
	15:45	US	PMI Dienstleistung, endg.		Aug	-	-	54,8
	16:00	US	ISM-Index Dienstleistung, sb.		Aug	-	57,2	58,1
	13:30	ER	Rede von Riksbank-Präsident Ingves					
	16:00	ER	Rede von BoE-Gouverneur Bailey					
17:00	ER	Rede von EZB-Direktionsmitglied Schnabel						
18:30	US	Rede von Chicago Fed-Präsident Evans						
FR	08:00	DE	Auftragseingang Industrie, real, sb., %	Vm	Jul	<b>5,4</b>	6,0	27,9
	08:00			Vj	Jul	<b>-5,3</b>	-4,9	-11,3
	14:30	US	Beschäftigungsaufbau auß. Landwirtschaft, sb., Tsd.	Vm	Aug	<b>1500</b>	1518	1763
	14:30	US	Arbeitslosenquote, sb., %		Aug	-	9,9	10,2
	14:30	US	Durchschn. Stundenlöhne, Privatwirt., sb., %	Vm	Aug	-	0,0	0,2
	17:00	ER	Rede von EZB-Chefvolkswirt Lane					
		ER	S&P-Rating: Finnland					
		ER	Fitch-Rating: Dänemark, Luxemburg					
	ER	DBRS-Rating: Spanien						

## Allgemeiner Hinweis

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 28.08.2020. 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