



16. Juli 2021

## DIE NEUE EZB-STRATEGIE

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat die Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie in der letzten Woche abgeschlossen und die Ergebnisse der Öffentlichkeit vorgestellt. Als eine der ersten Zentralbanken wird die EZB Klimaziele in ihrer Arbeit berücksichtigen. Unmittelbar bedeutsam werden könnte insbesondere die Verpflichtung zur Offenlegung von Informationen zur umweltpolitischen Nachhaltigkeit von Unternehmen als Voraussetzung für die Eignung von privaten Wertpapieren für Anleihekäufe oder als Sicherheit. Wir wollen uns im Weiteren jedoch auf die Veränderungen der geldpolitischen Strategie im engeren Sinne konzentrieren. Die Überarbeitungen dort bringen keine radikalen Umbrüche, zumal das Ziel der Sicherung der Preisstabilität vorgegeben ist. Sie umfasst allerdings einige interessante Veränderungen, die sich auch in der Ausrichtung der aktuellen Geldpolitik niederschlagen könnten. EZB-Präsidentin Lagarde hat in Aussicht gestellt, dass die bevorstehende Sitzung des EZB-Rates im Juli ein „wichtiges Treffen“ sein werde.

Wir sehen vor allem vier wichtige strategische Änderungen:

- (1) Die bisherige Quantifizierung des Inflationsziels mit „unter, aber nahe bei 2 Prozent“ (was landläufig mit 1,7 bis 1,9 Prozent übersetzt wurde) wird durch ein Ziel von „2 Prozent“ ersetzt. Das ist etwas einfacher, aber auch etwas höher. Die EZB vermeidet außerdem den durch die alte Formulierung provozierten Eindruck der Asymmetrie des Ziels.
- (2) Als Inflationsindikator verwendet die EZB weiterhin den harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), plant allerdings eine wichtige Ergänzung: In seiner bisherigen Fassung berücksichtigt der HVPI bei den Wohnkosten zwar Mieten, nicht aber die Nutzung von Wohnraum durch den Eigentümer. Dieses Element soll in den HVPI integriert werden; provisorisch will die EZB entsprechende Wohnkosten-Indikatoren stärker in ihre Entscheidungen einfließen lassen.
- (3) Die EZB will vorübergehende, moderate Überschreitungen des Inflationsziels in Kauf nehmen, wenn die Leitzinssätze nahe der Zinsuntergrenze sind und massive Störungen des Wirtschaftsgeschehens einen besonders energischen und dauerhaften Einsatz der geldpolitischen Instrumente notwendig machen. Die EZB will allerdings keine Durchschnittsbetrachtung im Stil der US-Notenbank, aus der eine Verpflichtung zum Ausgleich von Zielunterschreitungen durch entsprechende Überschreitungen abgeleitet werden könnte.

(4) Im Verlauf der Finanzkrise wurden „unkonventionelle“ Instrumente eingeführt, darunter vor allem die längerfristige Festlegung der geldpolitischen Ausrichtung („Forward Guidance“), Käufe von Anleihen oder anderen Aktiva und langfristige Refinanzierungsgeschäfte. Unter den Bedingungen des Niedrigzinsumfelds sollen diese Instrumente zum Standardrepertoire der Notenbank gehören. Vermutlich in Reaktion auf die Kritik des Bundesverfassungsgerichts betont die EZB, dass Prüfungen der Angemessenheit aller Instrumente (unter Berücksichtigung von „Nebenwirkungen“) ein wesentlicher Teil der Entscheidungsfindung sind und veröffentlicht werden sollen.

Das neue 2-Prozent-Ziel wurde in den Medien vielfach als Signal für eine freigebigere Geldpolitik interpretiert. Das geht aus unserer Sicht zu weit. Zum einen, weil die wenigen Zehntel im Ziel keinen wesentlichen Unterschied in der Geldpolitik ausmachen. Nimmt man beispielsweise die bekannte Taylor-Regel (die den empirischen Zusammenhang zwischen einerseits dem Notenbanksatz und andererseits der Output-Lücke sowie der Abweichung der Inflationsrate von ihrem Ziel beschreibt), so macht eine Verschiebung des Ziels um 0,2 Prozentpunkte gerade ein Zehntel Unterschied im Taylor-gerechten Notenbankzins aus. Geldpolitische Handlungsanweisungen lassen sich daraus nicht ableiten.

Zum anderen: Mit der (geplanten) Einbeziehung der Kosten selbstgenutzten Wohnraums dürfte sich die tatsächliche Inflationsrate tendenziell nach oben verschieben. Legt man die von Eurostat ermittelten nationalen Daten zugrunde, liegt der Anstieg seit 2014 kontinuierlich und teils deutlich über der Inflationsrate im Euroraum. Verschiedene Schätzungen geben den Effekt der Einbeziehung der Kosten für selbstgenutzten Wohnraum in den HVPI mit plus 2 bis 3 Zehnteln an. Insofern kann man der EZB hier nicht vorwerfen, sich Spielräume für eine expansivere Politik geschaffen zu haben.

Allerdings ist zu erkennen, dass die EZB einen eleganten Übergang aus dem Krisenmodus hin zu einer neuen Normalität der Geldpolitik sucht. Insbesondere die Anleihekäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallprogramms (PEPP) sind als Kriseninstrument geplant und können eigentlich nicht ohne triftigen Grund verlängert werden. Bleibt die Corona-Situation dank des Impffortschritts unter Kontrolle und setzt sich die konjunkturelle Erholung dynamisch fort, wird eine Fortsetzung bzw. Aufstockung des PEPP über den avisierten Zeitrahmen hinaus (derzeit bis Ende März 2022) zunehmend schwieriger begründbar, gerade auch wenn die Fed – wie vielfach vermutet – im Herbst die Reduzierung ihrer Anleihekäufe einleiten sollte. Bundesbank-Präsident Weidmann beispielsweise drängt verstärkt darauf, die PEPP-Käufe auslaufen zu lassen.

Andererseits will die EZB die günstigen Finanzierungsbedingungen aufrechterhalten und den Kapitalmarkt nicht mit einem abrupten Ende der Käufe konfrontieren. Christine Lagarde hat vor einigen Tagen angekündigt, man wolle bei der Verpflichtung auf das Inflationsziel „Ausdauer“ („persistence“) demonstrieren. In einem Interview mit Bloomberg TV erklärte sie, dass die bevorstehende Sitzung des EZB-Rates am 22. Juli wichtig sei und dass sich die modifizierte Strategie in der „Forward Guidance“, den Aussagen der Notenbank zu ihrer künftigen Politik, niederschlagen werde. Einige Beobachter denken in die Richtung, dass die EZB ein moderates Überschießen der Preisentwicklung anstreben könnte. Wir können uns vorstellen, dass die EZB Hinweise auf die anstehende Entscheidung über die Verlängerung bzw. Erhöhung des Ankaufrahmens des PEPP-Programms geben wird; möglicherweise gibt es sogar Pläne, eine modifizierte Version des PEPP als dauerhafte, flexible Fazilität zu installieren.

**Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF AG wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.**

MARKTÜBERSICHT  
16.07.2021

Aktienindizes	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Euro Stoxx 50	4067,9	0,0	0,1	14,5
DAX 30	15664,2	-0,2	0,9	14,2
CAC 40	6519,3	-0,2	0,2	17,4
FTSE 100	7045,4	-1,1	0,1	9,1
SMI	12040,2	0,4	0,8	12,5
S&P 500	4360,0	-0,2	1,5	16,1
Nasdaq Comp.	14543,1	-1,1	0,3	12,8
Nikkei 225	28003,1	0,2	-2,7	2,0
CSI 300	5094,8	0,5	-2,5	-2,2
Hang Seng	28069,7	2,7	-2,6	3,1

Notenbanksätze	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
EZB Einlagenfazilität	-0,5	0	0	0
US Federal Funds *)	0,125	0	0	0
SNB Sichteinlagen	-0,75	0	0	0

Renditen (% p.a.)	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
Bund 10 Jahre	-0,34	-0,05	-0,13	0,23
US T-Note 10 J.	1,32	-0,04	-0,15	0,40
Schweiz 10 J.	-0,31	-0,02	-0,09	0,24

Währungen	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
EUR in USD	1,1799	-0,6	-0,5	-3,4
EUR in GBP	0,8552	-0,1	0,2	4,5
EUR in CHF	1,0849	0,1	1,1	-0,3
US-Dollar Index **)	92,625	0,5	0,2	3,0

Rohstoffe	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Gold (US\$/oz.)	1822,2	0,8	2,9	-4,0
Rohöl/Brent (US\$/b.) ***)	73,25	-3,0	-2,5	41,4

Letzte Aktualisierung: 16.07.2021 09:36

Quelle: Bloomberg, Aktienindizes in lokaler Währung; Veränderungen in % (%) bzw. in Prozentpunkten (Pp); \*) Angabe für Federal Funds Rate: Mitte des Zielbandes ( $\pm 0,125$  Pp); \*\*) Definition gemäß ICE US; \*\*\*) Brent, aktiver Terminkontrakt ICE

## WICHTIGE INFORMATION

Die vorliegende Publikation (nachfolgend: „Publikation“) darf weder insgesamt, noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Die Publikation ist nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf insbesondere nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Die Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF Aktiengesellschaft (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Die Publikation wurde durch die ODDO BHF erstellt und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Die Publikation wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in der Publikation enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Weder die Publikation noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten dar. Insbesondere berücksichtigt die Publikation nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in der Publikation Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Die Publikation enthält Informationen, welche die ODDO BHF für verlässlich hält, für deren Verlässlichkeit die ODDO BHF jedoch keine Gewähr übernehmen kann. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in der Publikation genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in der Publikation nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in der Publikation angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner oder [info.frankfurt@oddo-bhf.com](mailto:info.frankfurt@oddo-bhf.com).

Alle innerhalb der Publikation genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen der Publikation sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein. Die ODDO BHF untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main. Die ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.