



# EZB zu „low for long“ verpflichtet

27. Juli 2021

Dr. Alexander Krüger

+49 211 4952-187

alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

**Mit ihrer neuen Strategie und Forward Guidance hat sich die EZB einen Anstrich gegeben, der für uns vor allem auch aus den Bedürfnissen der Verschuldungs- und Konjunkturlage sowie der Finanzmärkte resultiert. Die Geldpolitik dürfte künftig noch mehr japanische Züge annehmen.**

Um die EZB ist es in den vergangenen Wochen laut geworden. Ursache ist die neue geldpolitische Strategie, die sich die Notenbank Anfang Juli gegeben hat. Danach liegt das Preisziel mit 2,0 % nun etwas höher. Es wird symmetrisch ausgelegt und darf vorübergehend übertroffen werden, ohne eine zinspolitische Straffung auszulösen. Zur neuen Strategie passend hat die EZB jüngst auch ihre Forward Guidance überarbeitet, durch die eine aus unserer Sicht zuvor ohnehin schon in weiter Ferne liegende Leitzinserhöhung zeitlich nochmals gestreckt wurde.<sup>1</sup> Unter dem Strich nehmen wir vor allem mit, dass ein Ende der ultra-expansiven Geldpolitik unabsehbar bleibt.

EZB-Anstrich bleibt ultra-expansiv

Neues Inflationsziel ist Mittel, um auch andere Ziele zu erreichen

Das Vorgehen der EZB, sich eine neue Strategie in gewählter Art zu verordnen, rührt unserer Einschätzung nach primär nicht daher, dass die letzte Überprüfung schon sehr lange zurückliegt. Vielmehr dürften es „übergeordnete“ Rahmenbedingungen sein, die eine Fortsetzung der während der EWU-Staatsschuldenkrise 2010 geborenen extremen Tiefzinspolitik über diese Dekade hinaus erfordern. Sie haben eine strenge Strategievariante gar nicht zugelassen. Die Beachtung dieser Bedingungen kann durch breitere Interpretationsspielräume nun auf einer äußerst flexiblen Basis erfolgen.

Verschuldung, Finanzmärkte und Konjunktur erfordern tiefe (Real-)Zinsen

Die Zwänge, in denen sich die EZB befindet, sind unseres Erachtens rasch ausgemacht. Zentral ist danach die durch die Corona-Pandemie noch stärker aus dem Ruder gelaufene allgemeine Verschuldungslage. Deren Tragfähigkeit ist in dieser Dekade mit hoher Wahrscheinlichkeit nur mit sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und vor allem negativen Realzinsen gewährleistet (Finanzielle Repression). Das betrifft nicht nur Staaten, sondern auch private Haushalte und Unternehmen. Wir blicken hier nicht allein auf die zum nominalen BIP gewachsene Verschuldung dieser Sektoren. Vor allem absolut gesehen nimmt diese einen Umfang an, dessen Beherrschung immer dringlicher wird. Bei der Wahl ihrer Strategie dürfte die EZB daher insbesondere beachtet haben, systemische Risiken nicht zu befördern – monetäre Staatsfinanzierung hin oder her. Zudem wird sie wohl auch daran gedacht haben, die Finanzmarktstabilität nicht zu konterkarieren. Angesichts der zurzeit noch wackeligen EWU-Konjunkturerholung und des niveauseitig hohen BIP-Aufholpotenzials sehen wir mit Blick auf die nächsten Jahre außerdem den Bedarf an einer konjunkturfrendlichen Geldpolitik.

Geldpolitische Grüße aus Japan

Die Kritik am EZB-Vorgehen dürfte kaum abreißen, insbesondere in rechtlicher Perspektive. Wirklich eine Wahl hat die Notenbank aus unserer Sicht jedoch nicht, ist es doch der vergangene und gegenwärtige Verschuldungskurs der EWU-Regierungen, der ihr in vielerlei Hinsicht die Hände bindet. Auch deshalb wird die EZB ihre Wertpapierkäufe wohl 2022 geduldig fortsetzen, in welchem Umfang auch immer. Für uns bleibt klar, dass die japanischen Konturen der Geldpolitik weiter zunehmen werden.

<sup>1</sup> Vgl. hierzu unser Economic Research AKTUELL „EZB – neues Trikot, alte Spielweise“ vom 22.07.2021.

# Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
BIP	Bruttoinlandsprodukt	EZB	Europäische Zentralbank
EWU	Europäische Währungsunion		

Begriff	Erklärung
Bruttoinlandsprodukt	Gesamtwert aller von einer Volkswirtschaft in einem bestimmten Zeitraum erstellten Waren und Dienstleistungen, soweit diese nicht als Vorleistungen für die Produktion anderer Waren und Dienstleistungen verwendet werden
Forward Guidance	Hinweise im Rahmen der Kommunikation einer Notenbank zum künftigen Kurs ihrer Geldpolitik
Geldpolitik	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Notenbank zur Verwirklichung ihrer Ziele ergreifen kann
Leitzinsen	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert. Es beinhaltet den Spitzenrefinanzierungssatz, den Hauptrefinanzierungssatz und den Einlagesatz
Nominal	Berechnet zu laufenden Preisen, nicht preisbereinigt
Notenbank	Eine Notenbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist. Bei unterschiedlichen Unabhängigkeitsgraden gegenüber dem Staat zielt ihr Wirken zumeist auf die Höhe eines bestimmten Beschäftigungsgrades und/oder auf die Wahrung einer festgelegten Preisniveaustabilität ab
Preisziel	Die von einer Notenbank angestrebte Höhe des nationalen Verbraucherpreisanstiegs (Inflationsrate)
Realzins	Differenz zwischen Nominalzins und Inflationsrate

Quelle: Bankhaus Lampe

# Wichtige Hinweise

## Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Bankhaus Lampe KG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Bankhaus Lampe KG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Bankhaus Lampe KG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Bankhaus Lampe KG.

## ICE Benchmark Administration Limited Disclaimer

ICE Benchmark Administration Limited makes no warranty, express or implied, either as to results to be obtained from the use of ICE Libor and / or the figure at which ICE Libor stands at any particular time on any particular day or otherwise. ICE Benchmark Administration Limited makes no express or implied warranties of merchantability or fitness for a particular purpose in respect of any use of ICE Libor.

*Die folgende deutsche Fassung des ICE Benchmark Administration Limited Disclaimers dient nur der Information des Lesers. Im Falle von Abweichungen zwischen der englischen und der deutschen Fassung gilt daher nur die englische Fassung:*

*ICE Benchmark Administration Limited übernimmt weder ausdrücklich noch konkludent eine Garantie für die durch die Nutzung von ICE Libor erzielten Ergebnisse und/oder den Wert, den ICE Libor zu einem speziellen Zeitpunkt, einem speziellen Tag oder anderweitig aufweist. ICE Benchmark Administration Limited übernimmt hinsichtlich der Nutzung von ICE Libor weder ausdrücklich noch konkludent Garantien für die Marktfähigkeit oder Eignung zu einem speziellen Zweck.*

Herausgeber dieser Studie ist die Bankhaus Lampe KG, Alter Markt 3, 33602 Bielefeld, HRA-Nr. 12924, Amtsgericht Bielefeld.

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Dr. Alexander Krüger  
Bankhaus Lampe Economic Research  
Schwannstraße 10  
40476 Düsseldorf  
alexander.krueger@bankhaus-lampe.de  
Telefon +49 211 4952-187  
Telefax +49 211 4952-494

# Standorte

## BANKHAUS LAMPE KG

---

### BERLIN

Carmarstraße 13  
10623 Berlin  
Telefon +49 30 319002-0  
Telefax +49 30 319002-324

### BIELEFELD

Alter Markt 3  
33602 Bielefeld  
Telefon +49 521 582-0  
Telefax +49 521 582-1195

### BONN

Heinrich-Brüning-Straße 16  
53113 Bonn  
Telefon +49 228 850262-0  
Telefax +49 228 850262-99

### DÜSSELDORF

Schwannstraße 10  
40476 Düsseldorf  
Telefon +49 211 4952-0  
Telefax +49 211 4952-111

## LAMPE BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT MBH

---

### DÜSSELDORF

Schwannstraße 10  
40476 Düsseldorf  
Telefon +49 211 4952-197  
Telefax +49 211 4952-188

### FRANKFURT/MAIN

Freiherr-vom-Stein-Straße 65  
60323 Frankfurt/Main  
Telefon +49 69 97119-0  
Telefax +49 69 97119-119

### HAMBURG

Ballindamm 11  
20095 Hamburg  
Telefon +49 40 302904-0  
Telefax +49 40 302904-18

### MÜNCHEN

Briener Straße 29  
80333 München  
Telefon +49 89 29035-600  
Telefax +49 89 29035-799

### MÜNSTER

Domplatz 41  
48143 Münster  
Telefon +49 251 41833-0  
Telefax +49 251 41833-50

## KAPITAL 1852 BERATUNGS GMBH

---

### DÜSSELDORF

Schwannstraße 10  
40476 Düsseldorf  
Telefon +49 211 4952-669

### OSNABRÜCK

Schloßstraße 28/30  
49074 Osnabrück  
Telefon +49 541 580537-0  
Telefax +49 541 580537-99

### STUTTGART

Büchsenstraße 28  
70174 Stuttgart  
Telefon +49 711 933008-0  
Telefax +49 711 933008-99

## LAMPE ASSET MANAGEMENT GMBH

---

### DÜSSELDORF

Schwannstraße 10  
40476 Düsseldorf  
Telefon +49 211 95742-500  
Telefax +49 211 95742-570

### FRANKFURT/MAIN

Bockenheimer Anlage 44  
60322 Frankfurt/Main  
Telefon +49 69 2444878-0  
Telefax +49 69 2444878-99

## DALE INVESTMENT ADVISORS GMBH

---

### WIEN

Mariahilfer Straße 17/6  
1060 Wien  
Österreich  
Telefon +43 1 8903507-0  
Telefax +43 1 8903507-50