

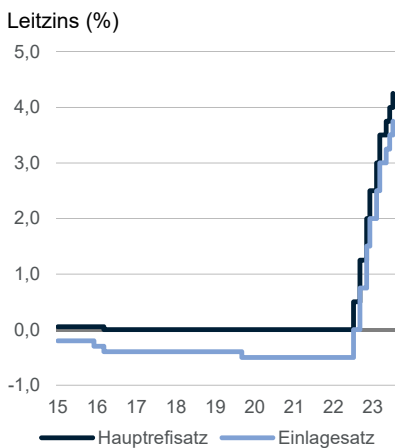


# EZB lässt Zinsausblick offen

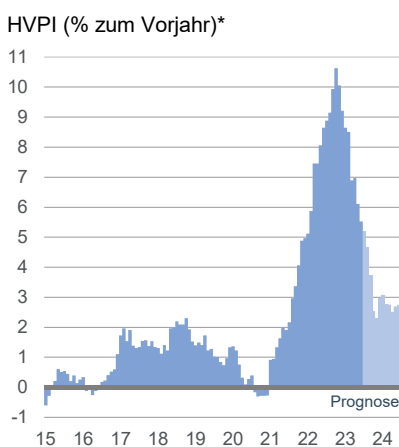
27. Juli 2023

Dr. Alexander Krüger  
+49 211 4952-187  
alexander.krueger@hal-privatbank.com

## Nahe am Leitzinsgipfel



## Abnehmender Inflationsdruck



**Die EZB hat die Leitzinsen heute angehoben, den Leitzinsausblick aber völlig offengelassen. Wie es weitergeht, hängt nun allein an den Daten. Unseres Erachtens wird der Leitzinsgipfel erst im September erreicht. Einer entschlossenen Inflationsbekämpfung entspräche er nicht.**

Der EZB-Rat hat die Leitzinsen heute um 25 Basispunkte erhöht. Damit liegt der Einlagesatz bei 3,75 %. Die Anhebung ist aus unserer Sicht schnell abzuhaken, war sie doch bereits auf der Ratssitzung im Juni implizit angekündigt worden. Entsprechend hat der Rat heute „nur“ geliefert. Er hielt zudem daran fest, Tilgungsbeträge aus dem APP-Programm nicht wieder anzulegen. Fälligkeiten aus dem PEPP-Programm sollen bis Ende 2024 aber weiter und flexibel in neue Anlagen fließen.

Ihre Kommunikation hat die EZB heute entscheidend verändert. Sie geht zwar weiter davon aus, dass die Inflation „zu lange zu hoch“ bleiben wird. Hatte sie im Juni aber noch erklärt, die Leitzinsen auf ein „ausreichend restriktives Niveau“ zu bringen, sollen diese zur Erreichung des 2%-Ziels nun „so lange wie erforderlich auf ein ausreichend restriktives Niveau festgelegt werden“. Wo dieses genau liegt, sagte die EZB nicht. Dies hänge aus ihrer Sicht von der Datenlage ab. Unseres Erachtens nebelt das den Leitzinsausblick weitgehend ein: Abgesehen davon, dass Daten durchaus unterschiedlich ausgelegt werden können, ist nun für jeden etwas dabei. Dass der Leitzinsgipfel heute erreicht wurde, kann ebenso wie eine Zinsanhebung im September argumentiert werden. Der Hinweis von EZB-Präsidentin Christine Lagarde, dass eine Wegstrecke wohl nicht mehr zu gehen sei, ändert daran nichts.

Bei der Wahl zwischen 3,75 und 4,00 % für September tendieren wir etwas mehr zu Letzterem. Wegen zuletzt trübe ausgefallener Konjunkturdaten dürfte die EZB ihre BIP-Projektion für 2023/24 dann zwar deutlich senken. Dabei geht es aber wohl lediglich in stagnative Gefilde, die bei einer entschlossenen Inflationsbekämpfung von einer Notenbank in Kauf zu nehmen sind. Für einen klassischen Konjunkturabsturz gibt es derzeit jedenfalls keine Anzeichen. Daneben dürfte sich eine nennenswerte Inflationsentspannung bis September kaum einstellen. Vor allem bei der Kernrate sieht es nur nach einem trägen Rückgang aus, bei dem auch im August noch die Fünf vor dem Komma stehen wird. Da die EZB im Vergleich zu anderen Notenbanken bei ähnlichem Inflationsanstieg deutlich weniger an der Zinsschraube gedreht hat, besteht aus unserer Sicht also noch Nachholbedarf. Bei einem Einlagesatz von 4,00 % dürfte der Leitzinsgipfel dann aber erreicht sein. Eine Zinspause im September und eine spätere Wiederaufnahme der Leitzinserhöhungen à la Fed machen mit Blick auf die voraussichtliche Datenlage unserer Einschätzung nach wenig Sinn.

Für eine entschlossene Inflationsbekämpfung müsste der Einlagesatz unseres Erachtens auf 4,50 % steigen. Dem stehen die Sorgen einiger Ratsmitglieder vor einer geldpolitischen Übersteuerung mittlerweile noch klarer entgegen. Vor allem bei den Vertretern hochverschuldeter Länder dürfte es hierfür an Unterstützung mangeln. Diese werden wohl zunehmend darauf verweisen, dass restriktive Effekte auch von der fortschreitenden Bilanzverkürzung ausgehen. Nach einer entschlossenen Inflationsbekämpfung sieht es nach der heutigen Ratssitzung jedenfalls nicht mehr aus.

Prognosen	27.07.2023	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
Hauptrefinanzierungssatz (%)	4,25	4,50	4,50	4,00
Einlagesatz (%)	3,75	4,00	4,00	3,50

Quelle: Refinitiv Datastream  
\* 07/2023–06/2024:

Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

## EZB-Projektionen zum Euroraum

### Bruttoinlandsprodukt (% zum Vorjahr)

	2023	2024	2025
<b>EZB</b>			
Juni 2023	0,9	1,5	1,6
März 2023	1,0	1,6	1,6
Hauck Aufhäuser Lampe	0,5	1,0	1,2

### Verbraucherpreise (HVPI, % zum Vorjahr)

	2023	2024	2025
<b>EZB</b>			
Juni 2023	5,4	3,0	2,2
März 2023	5,3	2,9	2,1
Hauck Aufhäuser Lampe	5,3	2,6	2,5

Quelle für beide Tabellen: EZB, Hauck Aufhäuser Lampe

Stand: EZB 16.03.2023 bzw. 15.06.2023,

Hauck Aufhäuser Lampe 19.07.2023 (Prognose)

## Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
APP	Asset Purchase Programme (Wertpapierkaufprogramme)	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
BIP	Bruttoinlandsprodukt	Hauptrefisatz	Hauptrefinanzierungssatz
EZB	Europäische Zentralbank	PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme (Pandemie-Notkaufprogramm)

Begriff	Erklärung
Basispunkt	Ein Hundertstel eines Prozentpunktes
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
Einlagesatz	Geldpolitisches Instrument. Er bezieht sich auf die von einer Notenbank gezahlte Verzinsung für Guthaben, die von Geschäftsbanken bei ihr angelegt werden
EZB-Rat	Oberstes Beschlussorgan der EZB, umfasst sechs Direktoriumsmitglieder und die Präsidenten der nationalen Notenbanken der 19 Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion
Geldpolitik	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Notenbank zur Verwirklichung ihrer Ziele ergreifen kann
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	Einheitlicher Maßstab zur Messung der Inflation in den EWU-Mitgliedstaaten
Hauptrefinanzierungssatz	Zinssatz, den Geschäftsbanken zahlen, wenn sie sich Geld von der Europäischen Zentralbank leihen. Der Hauptrefinanzierungssatz ist der wichtigste Zinssatz zur Steuerung des geldpolitischen Kurses
Inflation	Allgemeine und anhaltende Steigerung des Preisniveaus bei Gütern und Dienstleistungen
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert
Notenbank	Eine Notenbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist
Rezession	Eine der vier Phasen im Konjunkturzyklus einer Volkswirtschaft, in der wichtige Konjunkturindikatoren sich stark zurückbilden und die gesamtwirtschaftliche Wirtschaftsleistung schrumpft
Verbraucherpreisindex	Messung der durchschnittlichen Preisentwicklung von Waren und Dienstleistungen

Quelle: Hauck Aufhäuser 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 Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG 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. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Studie und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. 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 Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG 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 Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG ist nicht dazu verpflichtet, diese Studie zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in dieser Studie genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

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 weder als Rat oder Empfehlung noch 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 Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG.

Herausgeber dieser Studie ist die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Kaiserstraße 24, 60311 Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister bei dem Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 108617. Die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG verfügt über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen und unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Straße 24–28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland.

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Dr. Alexander Krüger  
 Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG  
 Economic Research  
 Schwannstraße 10  
 40476 Düsseldorf  
[alexander.krueger@hal-privatbank.com](mailto:alexander.krueger@hal-privatbank.com)  
 Telefon +49 211 4952-187  
 Telefax +49 211 4952-494

Der schnellste Weg zu uns?  
 Nutzen Sie diesen QR-Code!

