



# Finale Inflationsgrätsche der EZB

14. September 2023

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

**Die EZB hat die Leitzinsen heute weiter erhöht. Aus ihrer Rhetorik geht für uns hervor, dass der Leitzinsgipfel erreicht ist. Damit ist die Minimumanforderung an eine ambitionierte Inflationsbekämpfung gerade so erfüllt. Die EZB dürfte leitzinsseitig nun bis Mitte 2024 stillhalten.**

Die EZB hat ihren Leitzinserhöhungskurs heute beibehalten und die Leitzinsen um je 25 Basispunkte erhöht. Durch den zehnten Anstieg in Folge liegt der Einlagesatz nun wie von uns seit Langem erwartet bei 4,00 %. Der EZB-Rat hielt überdies daran fest, alle Tilgungsbeträge aus dem APP-Programm nicht wieder anzulegen. Wertpapierfälligkeiten aus dem PEPP sollen bis Ende 2024 weiter in neue Anlagen fließen.

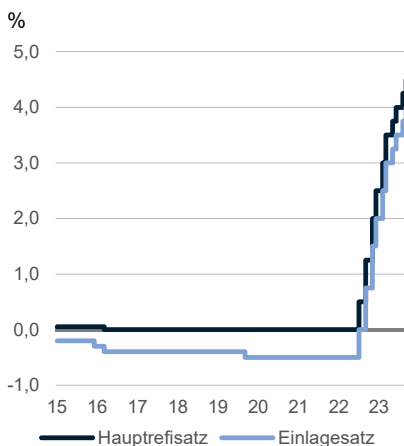
Der Zinsentscheid überzeugt uns. Die EZB hat ihre BIP-Projektion für 2023 zwar von 0,9 auf 0,7 % und für 2024 von 1,5 auf 1,0 % gesenkt. Die schwache Konjunktur ist der Preis der Inflationsbekämpfung. Von einer schweren Rezession oder einem Konjunkturabsturz geht die Notenbank aber nicht aus. Die etwas höheren Inflationsprojektionen (s. S. 2) für 2023/24 unterstreichen zudem, dass sich die EZB bei der Inflationsbekämpfung noch nicht zurücklehnen konnte. Vor allem die Kerninflation ist mit 5,3 % noch viel zu hoch und die Preisinflation bei Dienstleistungen ungebrochen. Überdies übertreffen langfristige Inflationserwartungen das 2-%-Preisziel deutlich.

Aus der Erklärung zur Geldpolitik geht für uns hervor, dass die EZB leitzinsseitig nun stillhalten wird. Wir leiten dies aus der Formulierung ab, dass die Leitzinsen „ein Niveau erreicht haben, das – wenn es lange genug aufrechterhalten wird – einen erheblichen Beitrag zu einer zeitnahen Rückkehr der Inflation auf den Zielwert leisten wird“. Folglich dürften Leitzinsen länger unverändert bleiben, wohl bis Mitte 2024. Auf dem Weg dorthin wird die Tür für eine weitere Zinsanhebung aus unserer Sicht einen Spalt offenstehen, da die EZB einen „datengestützten Ansatz“ verfolgt. Bei unliebsamen Inflationsüberraschungen könnte sie neuen Handlungsbedarf sehen.

Mit dem aus unserer Sicht bestehenden Signal für das Erreichen des Zinsgipfels ist für uns von der EZB allenfalls die Minimumanforderung einer ambitionierten Inflationsbekämpfung erfüllt worden. Verglichen mit der Fed hat sie bei einem markanteren Inflationsanstieg zinsseitig weniger getan. Auch dürften EWU-Realzinsen perspektivisch weiter im negativen Terrain liegen, was wir nicht als einen normalen Zustand ansehen. Und zu guter Letzt rechnet die EZB selbst damit, dass die Inflationsrate noch länger eher bei 3,0 % statt 2,0 % liegen wird. Vor diesem Hintergrund sind die Leitzinsen aus unserer Sicht noch nicht hoch genug. Der heutige Zinsbeschluss wurde jedoch nicht einstimmig getroffen: Wir halten es für wahrscheinlich, dass Ratsmitglieder aus Ländern mit hoher Staatsverschuldung beim bisher erreichten Leitzinsniveau kalte Füße bezüglich der Schuldentragfähigkeit bekommen haben.

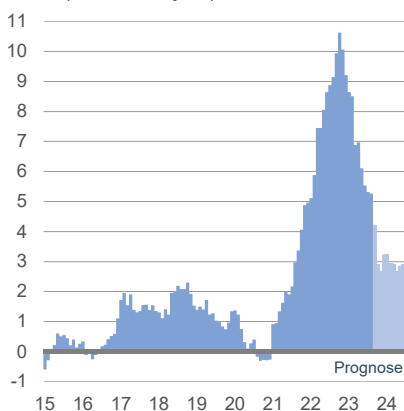
Werfen wir einen weiten Blick nach vorn: Für Mitte 2024 bleiben wir auf Leitzinssenkungen eingestellt: Die Lage an der Inflationsfront dürfte sich bis dahin weiter entspannen. Hält sich die Wirtschaft, wovon wir ausgehen, wird ein stark restriktives Zinsniveau dann wohl nicht mehr für erforderlich angesehen werden – auch, weil die restriktiven Impulse der Bilanzverkürzung im Zeitablauf zunehmen. Die Rufe nach Ausgleich dürften also lauter werden. Wir erwarten einen flachen Zinssenkungspfad.

## EZB-Leitzinsen



## EWU: Verbraucherpreise

HVPI (% zum Vorjahr)\*



Quelle: LSEG Datastream

\* 09/2023–12/2024:

Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Prognosen	14.09.2023	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
Hauptrefinanzierungssatz (%)	4,50	4,50	4,50	4,00
Einlagesatz (%)	4,00	4,00	4,00	3,50

Quelle: LSEG Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

## EZB-Projektionen zum Euroraum

### Bruttoinlandsprodukt (% zum Vorjahr)

	2023	2024	2025
<b>EZB</b>			
September 2023	0,7	1,0	1,5
Juni 2023	0,9	1,5	1,6
Hauck Aufhäuser Lampe	0,6	0,9	1,0

### Verbraucherpreise (HVPI, % zum Vorjahr)

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

Quelle für beide Tabellen: EZB, Hauck Aufhäuser Lampe

Stand: EZB 15.06.2023 bzw. 14.09.2023,

Hauck Aufhäuser Lampe 14.08.2023 (Prognose)

## Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
3M, 6M, 12M	3 Monate, 6 Monate, 12 Monate	Hauptrefinanzsatz	Hauptrefinanzierungssatz
APP	Asset Purchase Programme	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
EWU	Europäische Währungsunion	PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme
EZB	Europäische Zentralbank		

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
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
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, die in der Regel gegenüber dem Vormonat und dem Vorjahr ermittelt wird
Kerninflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise ohne die Berücksichtigung der Preise von Energie und Nahrungsmittel. Mitunter werden auch Alkohol und Tabak nicht berücksichtigt
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert. Es beinhaltet den Spitzenrefinanzierungssatz, den Hauptrefinanzierungssatz und den Einlagesatz
Notenbank	Eine Notenbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist
Preisziel	Die von einer Notenbank angestrebte Höhe des nationalen Verbraucherpreisanstiegs (auch: der nationalen Inflationsrate)
Realzins	Differenz zwischen Nominalzins und Inflationsrate
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!

