



# EZB sortiert ihre Zinspfeile

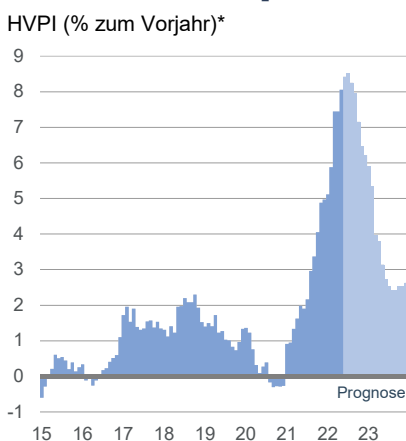
9. Juni 2022

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

## EZB-Leitzinsen



## EWU: Verbraucherpreise



Quelle: Refinitiv Datastream  
\* 06/2022–12/2023:  
Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

**Besser spät als nie: Auf Basis kräftig gestiegener Inflationsprojektionen hat die EZB heute Leitzinserhöhungen für Juli und September klar in Aussicht gestellt. Zuvor soll am 1. Juli Schluss mit Nettokäufen sein. Wegen vieler Konjunkturhemmnisse und hoher Staatsschulden erwarten wir einen maßvollen statt radikalen Zinsanhebungszyklus.**

Am Ende war dann wohl auch der öffentliche Druck zu groß: Nach elf Jahren hat der EZB-Rat das Leitzinserhöhungsinstrument heute wieder aus der Mottenkiste geholt. Hierfür schaffte er insofern eine Handlungsgrundlage, indem er seine Inflationsprojektionen für 2022/23/24 im Vergleich zu März um 1,7/1,4/0,2 Prozentpunkte auf 6,8/3,5/2,1 % deutlich an hob und erklärte, der Inflationsdruck sei breiter und intensiver geworden. Zudem kündigte der Rat an, seine Netto-Wertpapierkäufe zum 1. Juli einzustellen. Für die Sitzung am 21. Juli stellt er des Weiteren einen Zinsschritt um 25 Basispunkte in Aussicht, dem ein hinsichtlich seines Umfangs noch unbestimmter Schritt im September folgen soll. Darüber hinaus wurde signalisiert, dass „graduelle“ weitere Zinsanhebungen für „angemessen“ gehalten werden. Der Rat knüpfte diese an die dann jeweils bestehende Datenlage und an die Inflationsentwicklung. Eventuell auftretenden Fragmentierungen am Staatsanleihemarkt beabsichtigt er mit flexibel ausgerichteten Reinvestitionen aus dem PEPP-Programm zu begegnen.

Wegen der seit Juli 2021 (klar) über dem Preisziel von 2,0 % liegenden und aus unserer Sicht schon länger absehbar dort verbleibenden Inflationsrate sind die Beschlüsse des EZB-Rates unseres Erachtens überfällig. Der über Juli hinausgehende Zinsfokus dürfte sich nun auf den Umfang der für September angekündigten Zinserhöhung, das danach erfolgende Zinsanhebungstempo und auf die Frage konzentrieren, wie weit die EZB ihre Leitzinsen überhaupt zu erhöhen beabsichtigt. Diesbezüglich trauen wir der EZB ein grundsätzlich eher maßvolles als ein radikales Vorgehen zu: Immerhin hat die Notenbank ihre BIP-Projektionen für 2022/23 heute merklich gesenkt. Damit erwartet sie ebenso wie wir ein verhaltenes Konjunkturfeld. Auch mit Blick auf tragfähige Staatsschulden und jüngst bis 2024 ausgesetzter Budgetregeln wird der Rat wohl bestrebt sein, es zinsseitig nicht zu übertreiben.

Unsere Leitzinsprognose formulieren wir daher wie folgt: Nach der Zinserhöhung um 25 Basispunkte im Juli dürften im September 50 Basispunkte folgen, da sich der mittelfristige Inflationsausblick nicht bessern dürfte. Die Negativzinspolitik wäre damit beendet. Für Dezember und März haben wir weitere kleine Zinsschritte im Visier, der Hauptrefinanzierungssatz würde dann bei 1,25 % liegen. Bis zur Wiederherstellung der Symmetrie zwischen den Leitzinsen im Juni wird es das wohl gewesen sein. Von einer Zielmarke wie dem neutralen Leitzins halten wir jedenfalls wenig. Da die geopolitische Lage nicht normalen Maßstäben entspricht, kann ein normaler Zinserhöhungspfad auch nicht einfach vorausgesetzt werden. Beim nur vage zu berechnenden neutralen Leitzins handelt es sich für uns um ein theoretisches Konstrukt ohne praktischen Nutzen. Die EZB scheint das auch so zu sehen, da sie den neutralen Leitzins heute nicht diskutiert und ihre Datenabhängigkeit zurecht betont hat.

Prognosen	09.06.2022	SEP 2022	DEZ 2022	JUN 2023
Einlagesatz (%)	-0,50	0,25	0,50	1,00
Hauptrefinanzierungssatz (%)	0,00	0,75	1,00	1,25
3-Monats-Euribor (%)	-0,28	0,60	0,90	1,10

Quelle: Refinitiv Datastream. Sep 2022–Jun 2023: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

## EZB-Projektionen zum Euroraum

### Bruttoinlandsprodukt (% zum Vorjahr)

	2022	2023	2024
<b>EZB</b>			
Juni 2022	2,8	2,1	2,1
März 2022	3,7	2,8	1,6
Hauck Aufhäuser Lampe	2,7	2,3	1,5

### Verbraucherpreise (HVPI, % zum Vorjahr)

	2022	2023	2024
<b>EZB</b>			
Juni 2022	6,8	3,5	2,1
März 2022	5,1	2,1	1,9
Hauck Aufhäuser Lampe	7,2	3,3	2,5

Quelle für beide Tabellen: EZB, Hauck Aufhäuser Lampe

Stand: EZB 10.03.2022 bzw. 09.06.2022,

Hauck Aufhäuser Lampe 08.06.2022 (Prognose)

## Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
BIP	Bruttoinlandsprodukt	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
EZB	Europäische Zentralbank	K. A.	Keine Angaben
Hauptrefisatz	Hauptrefinanzierungssatz	PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme

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
Einlagesatz	Geldpolitisches Instrument. Er bezieht sich auf die von einer Notenbank gezahlte Verzinsung für Guthaben, die von Geschäftsbanken bei ihr angelegt werden
Euribor	Referenzzinssatz für Termingelder am Euro-Geldmarkt, den Geschäftsbanken miteinander vereinbaren. Er bezieht sich auf Laufzeiten bis zu zwölf Monaten
EZB-Rat	Oberstes Beschlussorgan der EZB, umfasst sechs Direktoriumsmitglieder und die Präsidenten der nationalen Notenbanken der 19 Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion
Forward Guidance	Hinweise im Rahmen der Kommunikation einer Notenbank zum künftigen Kurs ihrer Geldpolitik
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
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, die in der Regel gegenüber dem Vormonat und dem Vorjahr ermittelt wird
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert. Es beinhaltet den Spitzenrefinanzierungssatz, den Hauptrefinanzierungssatz und den Einlagesatz
Notenbank	Eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist. Bei unterschiedlichen staatlichen Abhängigkeitsgraden zielt ihr Wirken meist 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 (auch: der nationalen Inflationsrate)
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. 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.

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 Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG.

## 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 Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Kaiserstraße 24, 60311 Frankfurt am Main, HRA-Nr. HRB 108617, Amtsgericht Frankfurt.

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Dr. Alexander Krüger

Hauck Aufhäuser Lampe Economic Research

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

alexander.krueger@hal-privatbank.com

Telefon +49 211 4952-187

Telefax +49 211 4952-494