



# EZB schärft Inflations-Rhetorik

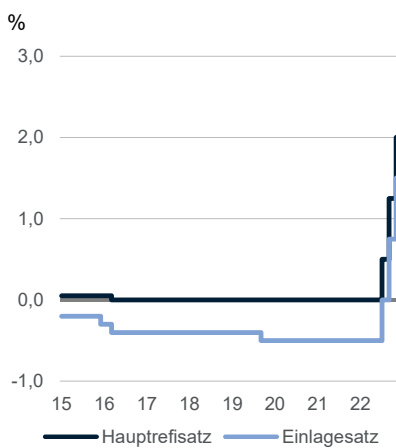
15. Dezember 2022

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

**Die EZB hat heute wie erwartet geliefert. Ihre Inflationsrhetorik bewerten wir gegenüber Oktober jedoch als schärfer. Den Leitzinsgipfel sehen wir deshalb nun bei 3,25 % – es bestehen Aufwärtsrisiken. Entscheidend dürfte hier sein, wie die Wirtschaft über den Winter kommt.**

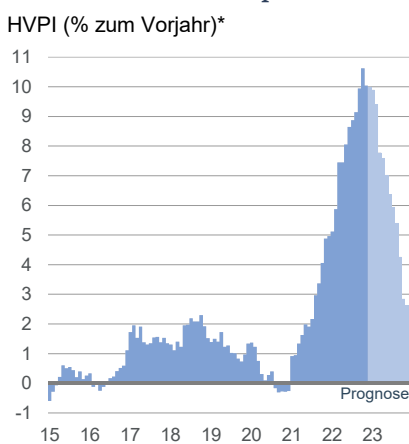
Der EZB-Rat hat seine Leitzinsen heute erneut angehoben. Begründet wurde dies mit der schwierigen Inflationslage (s. S. 2). Allerdings hat der Rat die Zinsschritt-länge von XXL auf XL verringert. Herausgekommen ist ein Plus von 50 Basispunkten: Der Hauptrefinanzierungssatz liegt nun bei 2,50 % und der Einlagesatz bei 2,00 %. Auch wenn der Umfang offen blieb, stellte der Rat weitere Zinserhöhungen in Aussicht. Seiner Ansicht nach müssen diese „deutlich und in einem gleichmäßigen Tempo“ steigen, um ein „ausreichend restriktives Niveau“ zu erreichen. Der Rat bleibt zuversichtlich, dass die Inflationsrate im nächsten Jahr „merklich“ fallen wird.

## EZB-Leitzinsen



Mit der Verkürzung seiner Bilanz hat der EZB-Rat außerdem ein neues Projekt auf die Tagesordnung gehoben. Damit beabsichtigt er, zu Krisenzeiten im Rahmen seines APP-Programms erworbene Wertpapiere abzubauen. Losgehen soll es im März 2023 und das Schrumpfungsvolumen bis Ende Juni durchschnittlich 15 Mrd. €/Monat betragen. Grundsätzlich wird eine Reduktion in einem „maßvollen und vorhersehbaren“ Tempo angestrebt. Weitere Details zum Schrumpfungsprozess sollen auf der Ratssitzung im Februar mitgeteilt werden. Unter dem Strich ist damit klar, dass die monetären Rahmenbedingungen durch die Bilanzschrumpfung zusätzlich strenger werden. Einen ambitionierten Schrumpfungsplan halten wir aufgrund bestehender Fragmentierungsrisiken bei EWU-Staatsanleihen aber für wenig wahrscheinlich.

## EWU: Verbraucherpreise



Aus unserer Sicht ist die Rhetorik des EZB-Rats im Vergleich zur Sitzung im Oktober heute schärfer geworden. Die Notenbank zeigt sich entschlossener, entschieden gegen den Inflationsanstieg vorzugehen. Unserer Ansicht nach rückt ein Leitzinsgipfel über der von uns bisher erwarteten Marke von 3,00 % damit stärker in den Fokus – und mit ihm die Aussicht auf moderat positive Leitzinsen in der mittleren Frist. Ob diese Momentaufnahme aber auch auf der nächsten Ratssitzung am 2. Februar 2023 noch Bestand hat, ist unseres Erachtens offen. Immerhin erwarten wir, dass die Konjunkturdaten bis dahin schwach ausfallen werden und der Inflationsgipfel dann hinter uns liegt. Gut möglich also, dass die EZB umschwenkt und neben der Konjunktur auch den EWU-Staatshaushalten eine größere Beachtung schenkt.

Wir halten fest: Die EZB richtet ihren Blick klar auf höhere Leitzinsen. Statt einer nochmaligen Drosselung des Leitzinserhöhungstempos im Februar sieht es derzeit eher nach einem erneuten XL-Schritt aus. Auch deshalb sehen wir den Leitzinsgipfel nun bei 3,25 % für März. Wegen des von uns erwarteten schwachen Konjunkturfelds haben wir uns hier nicht zu einem höheren Wert durchringen können. Das Risiko weiter steigender Leitzinsen ist damit hoch. Das Zünglein an der Waage werden aus unserer Sicht die Konjunkturdaten sein. Die heutige EZB-Rhetorik wird 10-jährige EWU-Staatsanleihen aus unserer Sicht zumindest temporär belasten.

Prognosen	15.12.2022	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
Hauptrefinanzierungssatz (%)	2,50	3,25	3,25	3,00
Einlagesatz (%)	2,00	2,75	2,75	2,50
3-Monats-Euribor (%)	2,06	2,90	2,90	2,65

Quelle: Refinitiv Datastream  
\* 12/2022–12/2023:  
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>			
Dezember 2022	0,5	1,9	1,8
September 2022	0,9	1,9	-
Hauck Aufhäuser Lampe	0,3	1,7	1,5

### Verbraucherpreise (HVPI, % zum Vorjahr)

	2023	2024	2025
<b>EZB</b>			
Dezember 2022	6,3	3,4	2,3
September 2022	5,5	2,3	-
Hauck Aufhäuser Lampe	5,9	2,6	2,5

Quelle für beide Tabellen: EZB, Hauck Aufhäuser Lampe

Stand: EZB 08.09.2022 bzw. 15.12.2022,

Hauck Aufhäuser Lampe 30.11.2022 (Prognose)

## Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
APP	Asset Purchase Programme	EZB	Europäische Zentralbank
EWU	Europäische Währungsunion	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex

Begriff	Erklärung
Bank of England	Notenbank von Großbritannien
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
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
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 meist gegenüber dem Vormonat und Vorjahr ermittelt wird
Kern-Inflationsrate	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	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)
Realzins	Differenz zwischen Nominalzins und 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, 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  
 Telefon +49 211 4952-187  
 Telefax +49 211 4952-494