



# Zinspause der EZB im Dezember?

23. Juli 2024

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

Punktgenaue Preiszielerfüllung  
steht erst einmal nicht bevor

Tauben im EZB-Rat würden  
Leitzinsen wohl gerne  
schneller senken, ...

... Lohnwachstum und Produktivitätsentwicklung machen aber einen Strich durch die Rechnung

Das Risiko einer Zinspause im  
Dezember liegt auf der Hand

**Von der Lohn- und Produktivitätsentwicklung im Euroraum gehen nennenswerte Inflationsrisiken aus. Es ist deshalb nicht ausgemacht, dass die EZB die Leitzinsen bis Mitte 2025 einmal im Quartal senken wird. Unseres Erachtens ist eine Zinspause schon für 2024 ein Thema.**

Seit ihrem Hoch bei 10,6 % im Oktober 2022 ist die Inflationsrate im Euroraum deutlich gesunken. Im Juni lag sie bei 2,5 %. Damit hat sich die Inflationslage erheblich entspannt. Für die Zeit bis Mitte 2025 erwarten wir, dass die Inflationsrate, abgesehen von einem Intermezzo im August und September 2024, knapp über dem Preisziel von 2,0 % der EZB liegen wird. Mit einer beständig punktgenauen Preiszielerfüllung wird es vorerst also nichts. Laut EZB-Präsidentin Christine Lagarde ist das mit Blick auf Leitzinssenkungen jedoch kein Hindernis. Durch die auch aus unserer Sicht vor uns liegende Phase einer Quasi-Preisstabilität erhält die EZB vielmehr Spielraum, ihren hohen geldpolitischen Restriktionsgrad zu senken. In der Folge rechnen wir mit Zinsschritten um 25 Basispunkte pro Quartal, im Zuge derer der Einlagesatz 2,75 % Mitte 2025 erreicht. Statt restriktiv wirkte er dann neutral. Soweit, so gut.

Unsere Leitzinsprognose fußt auf der oben skizzierten Inflationsentwicklung und der Annahme, dass vor allem die Tauben im EZB-Rat eine streng restriktive Geldpolitik bei Quasi-Preisstabilität nicht für notwendig halten werden. Sie dürften das auch damit begründen, dass das BIP im Euroraum vorerst nur moderat wachsen wird und zinspolitische Bremseffekte deshalb nicht opportun sind. In Stein gemeißelt sehen wir diese Sicht aber nicht an, bestehen doch nennenswerte Inflationsrisiken, bei deren Eintritt der Leitzins voraussichtlich weniger stark als erwartet gesenkt würde. Sie resultieren daraus, dass die EZB immer mehr in einen Spagat fällt, in dem Zinssenkungspläne von der Lohn- und Produktivitätsentwicklung torpediert werden.

Im ersten Quartal 2024 betrug das Lohnwachstum 4,7 % gegenüber dem Vorjahr. Im Vergleich zur 2023er-Entwicklung ist das eine Abschwächung. Die EZB sieht auf lange Sicht allerdings nur ein Lohnwachstum von 3,0 % als zielverträglich an, wenn der Produktivitätsanstieg gleichzeitig 1,0 % beträgt. Die Differenz ist das 2,0-%-Preisziel. Von dieser Konstellation ist die Situation derzeit aber weit entfernt. Dem Lohnauftrieb steht eine seit Mitte 2022 schrumpfende Produktivität gegenüber, im ersten Quartal 2024 betrug diese -0,2 %. Wird das Preisziel von dieser Differenz subtrahiert, verbleiben rund 3,0 %. In Summe besteht also ein markantes Preisüberwälzungspotenzial. Wie lange wird die EZB diesen Abstand tolerieren und Leitzinsen trotzdem senken? Einen raschen Rückgang des Lohnwachstums haben wir jedenfalls ebenso wenig auf dem Zettel wie einen merklichen Produktivitätsanstieg.

Zufrieden kann die EZB mit dieser Gemengelage also nicht sein. Dies ist wohl ein wichtiger Grund, warum sie sich seit Längerem datenabhängig zeigt, auf die Lohnentwicklung fixiert ist und einen Zinspfad nicht festgelegt hat. Bleibt das Lohnwachstum hoch oder stiege es sogar noch, ist die Wahrscheinlichkeit einer Zinspause bei einer gleichzeitig klarer über dem 2,0-%-Preisziel liegenden Inflationsrate hoch. Unseren Erwartungen zufolge wird diese Konstellation im September zwar nicht vorliegen und somit freie Fahrt für eine Zinssenkung bestehen. Für Dezember ist das aber deutlich weniger eindeutig, liegt die Inflationsrate dann voraussichtlich klarer über 2,0 %. Anders als in unserem Hauptszenario erwartet, könnte die EZB bis Mitte 2025 zinsseitig also weniger liefern. Die Geldpolitik bliebe zur Inflationsbekämpfung dann restriktiv. Sie bremste die Wirtschaft, was aus EZB-Sicht hinzunehmen wäre.

# Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
BIP	Bruttoinlandsprodukt	EZB	Europäische Zentralbank

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
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
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
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 (Inflationsrate)
Quasi-Preisstabilität	Situation, in der die Inflationsrate nur knapp über/unter dem Preisziel einer Notenbank liegt
Produktivität	Verhältnis zwischen produzierten Gütern/Dienstleistungen und den dafür eingesetzten Produktionsfaktoren wie Arbeit, Kapital, Wissen und technischer Fortschritt
Tauben	Hier: Diejenigen Ratsmitglieder, die eher eine Unterstützung der Wirtschaft bevorzugen und weniger kritisch auf die Inflationsentwicklung sehen

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!

