



# Konjunktur-Grummeln bei der EZB

17. Oktober 2024

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

**Anders als im September sorgt sich die EZB jetzt stärker um die EWU-Konjunktur. Ihre Leitzinsen hat sie daher schon heute weiter gesenkt. Da die Tauben im EZB-Rat für weitere Hilfe plädieren dürften, rechnen wir für die nächsten vier Sitzungen mit weiteren kleinen Zinsschritten.**

Nur fünf Wochen nach seiner Leitzinssenkung im September und einer damals eher vorsichtigen Haltung ist der EZB-Rat heute schon wieder zur Tat geschritten: Er nahm die Leitzinsen um je 25 Basispunkte zurück. Damit liegt der Einlagesatz nun bei 3,25 %. Der zur Bilanzverkürzung eingeschlagene Weg soll fortgesetzt werden.

Sein Zinsvorgehen begründete der EZB-Rat mit der Entspannung beim Inflationsanstieg. Hier war die HVPI-Jahresrate im September auf 1,8 % gesunken – und damit unter das 2,0%-Preisziel der Notenbank. Hierzu wies der Rat darauf hin, dass „der Disinflationprozess gut voranschreitet“. Gleichzeitig betont er jetzt aber auch, dass die Konjunkturindikatoren schwächer als erwartet ausgefallen sind. Damit hat der Rat unseres Erachtens begonnen, die Konjunkturkarte zu spielen – für uns auch ein Hinweis, dass die EZB ihre BIP-Projektion für 2025 im Dezember weiter senken wird.

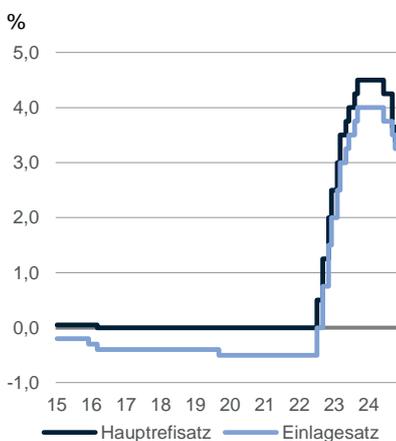
In seiner Pressemitteilung zeigt sich der EZB-Rat unverändert entschlossen, „für eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2,0 % zu sorgen“. Hierzu sieht er es weiter als erforderlich an, die Leitzinsen „so lange wie erforderlich ausreichend restriktiv“ zu halten. Der Rat blieb dabei, seinen Restriktionsgrad auch weiterhin anhand der Datenlage zu jeder Sitzung neu zu bewerten.

Mit seiner heutigen Leitzinsentscheidung hat der EZB-Rat das Zinssenkungstempo beschleunigt. Wir werten dies als weiteren Abgang an die Notwendigkeit einer restriktiven Geldpolitik. Hierfür dürften sich vor allem die Tauben im Rat eingesetzt haben. Wegen der aus ihrer Sicht bestehenden Konjunkturrisiken werden sie voraussichtlich auch auf weitere Zinssenkungen hinwirken. Statt Bremseffekten für die Konjunktur wird vom Einlagesatz daher wohl schon Anfang 2025 eine neutrale Wirkung ausgehen. Diese sehen wir für Zinssätze zwischen 1,75 und 2,75 % als gegeben an. Festzuhalten ist, dass sich die EZB auf einen Zinspfad nicht festgelegt hat.

Wir rechnen damit, dass der EZB-Rat weiterhin kleine Zinsschritte bevorzugen wird. Teile der Inflation bereiten nämlich durchaus noch Sorge, etwa die Dienstleistungspreise. Auch wird der HVPI wohl noch lange über seinem langfristigen preisstabilen Trend liegen. Das spricht eher dafür, die Leitzinsen nicht in großen Schritten zu senken. Dies auch deshalb, weil der Lohnanstieg weiterhin hoch ist und eine Harmonie mit der Produktivitätsentwicklung vermissen lässt. Auf eine beständige Entlastung durch die Energiepreise und den zurzeit festeren Euro ist zudem kein Verlass.

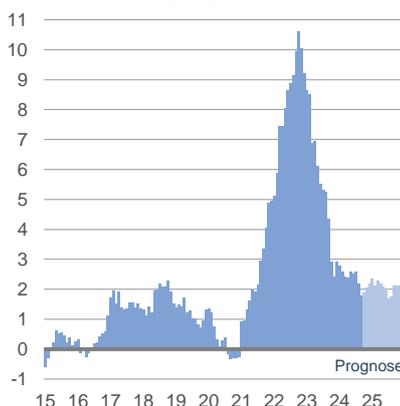
Ein Wachstumsmandat hat die EZB nicht. Dennoch wird der Rat seinen Fokus künftig weniger auf die Inflation und mehr auf die Konjunktur legen. Insofern dürfte vor allem den Tauben an mehr Entlastung als mit einer kleinen Zinssenkung pro Quartal bis Mitte 2025 gelegen sein. Für die nächsten vier Ratssitzungen erwarten wir daher nun Zinsschritte um je 25 Basispunkte, womit der Einlagesatz im April 2025 auf 2,25 % gesunken wäre. Da die Geldpolitik gegen Strukturschwächen aber weitgehend machtlos ist, bezweifeln wir einen positiven Konjunkturreffekt für Deutschland.

EZB-Leitzinsen



EWU: Verbraucherpreise

HVPI (% zum Vorjahr)\*



Quelle: LSEG Datastream  
\* 10/2024–12/2025:  
Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Prognosen	17.10.2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025
Einlagesatz (%)	3,25	3,00	2,50	2,25	2,25

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende

## Projektionen und Prognosen zum Euroraum

### Bruttoinlandsprodukt (% zum Vorjahr)

	2024	2025	2026
<b>EZB</b>			
September 2024	0,8	1,3	1,5
Juni 2024	0,9	1,4	1,6
Hauck Aufhäuser Lampe	0,7	1,0	1,1

Quelle: EZB, Hauck Aufhäuser Lampe  
Stand: EZB 12.09.2024 bzw. 06.06.2024 (Projektion),  
Hauck Aufhäuser Lampe 30.09.2024 (Prognose)

### Verbraucherpreise (HVPI, % zum Vorjahr)

	2024	2025	2026
<b>EZB</b>			
September 2024	2,5	2,2	1,9
Juni 2024	2,5	2,2	1,9
Hauck Aufhäuser Lampe	2,3	2,2	2,1

Quelle: EZB, Hauck Aufhäuser Lampe  
Stand: EZB 12.09.2024 bzw. 06.06.2024 (Projektion),  
Hauck Aufhäuser Lampe 01.10.2024 (Prognose)

## Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
BIP	Bruttoinlandsprodukt	Hauptrefinanzsatz	Hauptrefinanzierungssatz
EWU	Europäische Währungsunion	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
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 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
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
Tauben	Mitglieder im EZB-Rat, die weniger kritisch auf die Inflationsentwicklung blicken
Zweitrundeneffekte	Entstehen mit Blick auf die Inflation, wenn die Löhne aufgrund einer höheren Inflationsrate steigen. Falls die Firmen die gestiegenen Lohnkosten über höhere Verkaufspreise weitergeben, wird der Preisauftrieb weiter angefacht

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  
 Telefon +49 211 4952-187  
 Telefax +49 211 4952-494

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

