

# **EZB-Entscheidung in Charts**

## **Entscheidung im September weit offen**

**Einordnung der EZB-Sitzung vom 18. Juli 2024**

**Economics**

**19. Juli 2024**

# Highlights der Sitzung des EZB-Rates am 18. Juli 2024 (Teil I)

Wie erwartet beließ die EZB die Zinssätze unverändert bei 3,75 % (Einlagefazilitätssatz) und 4,25 % (Hauptrefinanzierungssatz). Es bestand die Hoffnung, dass Lagarde sich etwas deutlicher zu einer Zinssenkung im September äußern würde - etwas, das andere EZB-Mitglieder ziemlich stark signalisiert haben -, aber sie sagte, dass die Entscheidung im September offen bleiben würde. Dementsprechend ist die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung im September von 73 % auf 65 % gesunken. Wir bleiben bei unserem Basisszenario einer Zinssenkung im September und keiner weiteren Senkung danach aufgrund eines erneuten Anziehens der Inflation. Die Märkte sind optimistischer, die meisten EZB-Mitglieder ebenfalls.

**Die Ankündigungen im Einzelnen** (Zitate sind in Anführungszeichen gesetzt und stammen von Christine Lagarde, sofern nicht auf eine andere Person verwiesen wird):

**Zur Inflation:** „... die inflationären Auswirkungen des hohen Lohnwachstums wurden durch die Gewinne abgefedert.“ Aber auch: „... der inländische Preisdruck ist nach wie vor hoch, die Dienstleistungsinflation ist erhöht, und die Gesamtinflation wird wahrscheinlich bis weit ins nächste Jahr hinein über dem Zielwert liegen.“ Und: „Es wird erwartet, dass die Inflation im weiteren Verlauf dieses Jahres schwanken wird“.

Anmerkung: Es besteht nach wie vor keine große Zuversicht, dass die Inflation bald besiegt werden kann. Die Zuversicht, dass sich die Inflation auf einem Abwärtspfad befindet, ist jedoch die Voraussetzung für weitere Zinssenkungen.

# Highlights der Sitzung des EZB-Rates am 18. Juli 2024 (Teil II)

**Zu den Löhnen:** „Umfragen deuten darauf hin, dass das erhöhte Lohnwachstum im Jahr 2025 und noch stärker im Jahr 2026 zurückgehen wird.“

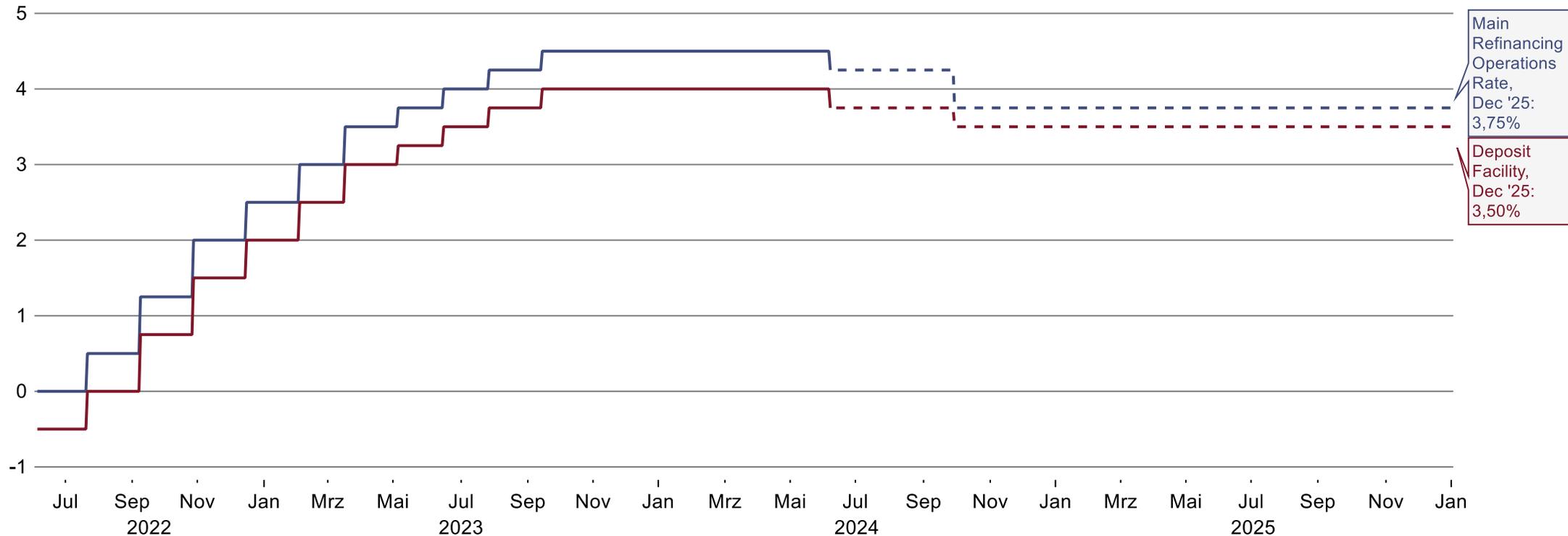
Anmerkung: Lagarde versuchte die Tatsache, dass das Lohnwachstum recht hoch geblieben ist, damit zu erklären, dass die Gewerkschaften bisher versucht haben, den Kaufkraftverlust auszugleichen und dass viele Tarifverträge lange Laufzeiten von bis zu drei Jahren haben, was zu einer verzögerten Reaktion auf die hohe Inflation der Vergangenheit führt. Sobald dieser Prozess abgeschlossen ist, besteht Spielraum für langsamere Lohnerhöhungen. Darüber hinaus ist es wichtig, dass die EZB nicht nur die Löhne, sondern auch die Produktivität und die Gewinne im Auge behält. Bei der Produktivität sieht die EZB nur eine „begrenzte Erholung“, was schlecht für die Lohnstückkosten und damit für die Inflation ist. Was die Gewinne anbelangt, so sinken die Stückgewinne, was zu einer Verringerung der Inflation beiträgt. Dennoch wird kein kurzfristiger Rückgang der Inflation erwartet.

**Zum Wachstum:** „Die Risiken für das Wirtschaftswachstum sind eher abwärts gerichtet.“ „... eine Eskalation der Handelsspannungen ... würde ... das Wachstum belasten. Russlands ungerechtfertigter Krieg gegen die Ukraine und der tragische Konflikt im Nahen Osten sind wichtige Quellen geopolitischer Risiken.“

Anmerkung: Man könnte zwar argumentieren, dass die höheren Abwärtsrisiken für das Wachstum frühere und zahlreichere Zinssenkungen rechtfertigen, um sich gegen eine Rezession abzusichern, aber das Problem ist, dass die oben genannten Schocks auch bedeuten könnten, dass die Inflation steigt (durch höhere Zölle, Probleme in der Lieferkette oder höhere Ölpreise). Selbst wenn sich das Wachstumsrisiko verwirklichen würde, würde dies also nicht bedeuten, dass die EZB ihren Zinssenkungspfad beschleunigt.

# HCOB-Zinsprognose: Nach der ersten Zinssenkung bei der Juni-Sitzung erwarten wir bis Ende 2025 nur eine weitere Zinssenkung im September 2024.

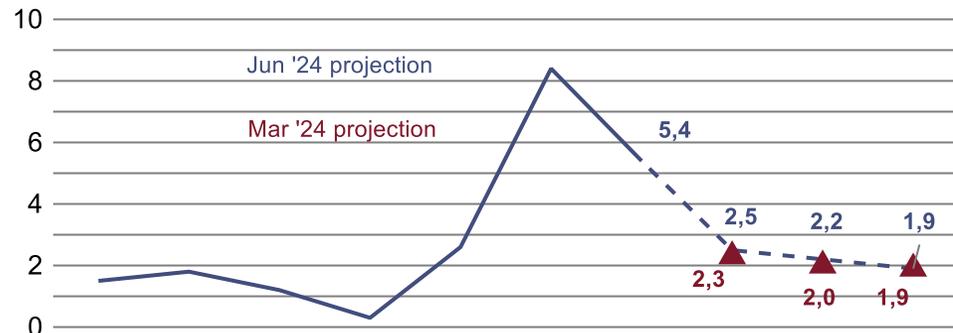
ECB policy rates and forecasts of HCOB Economics



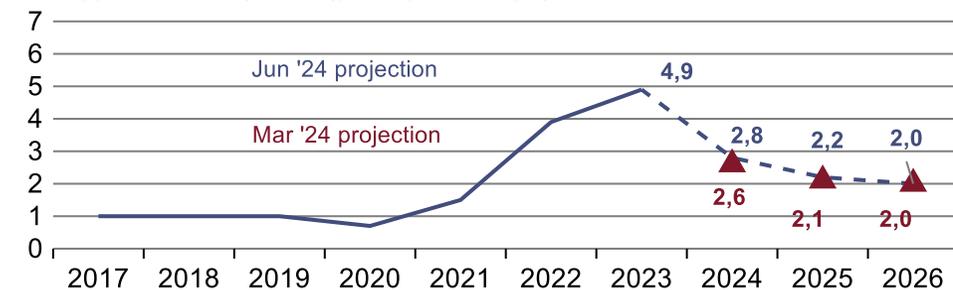
Source: Macrobond, HCOB Economics

# Die neuen EZB-Stabsprojektionen aus dem Juni 2024: Neue EZB-Stabsprojektionen werden bei der Septembersitzung präsentiert.

## Euro Area, ECB Macroeconomic Projections, Inflation HICP YoY (yearly average)

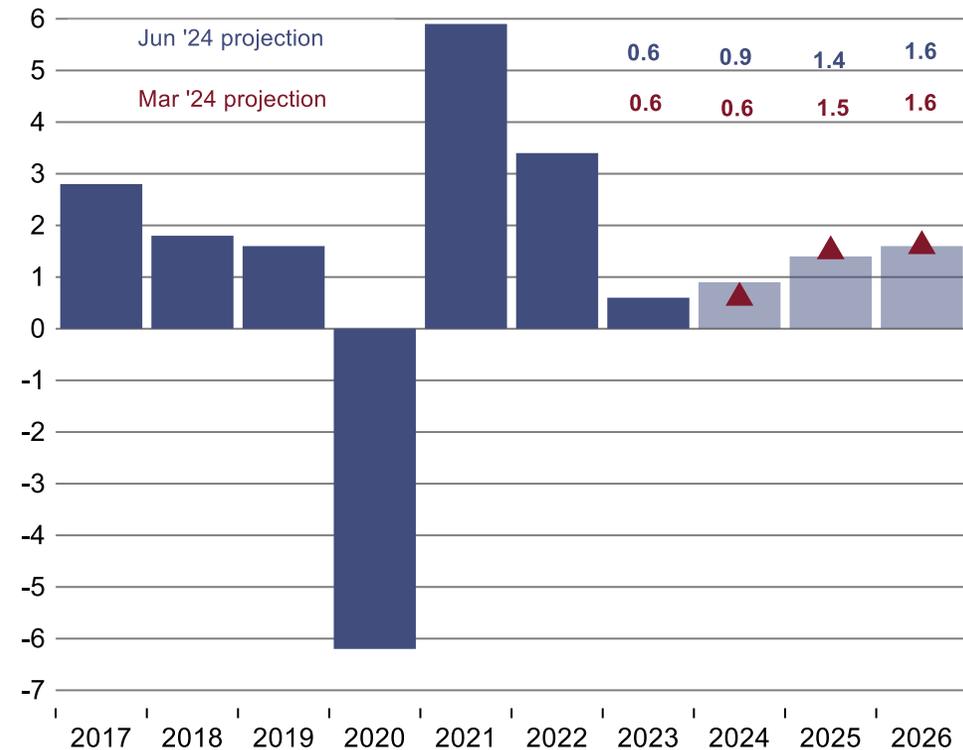


## Euro Area, ECB Macroeconomic Projections, Inflation HICP core (ex energy and food) YoY (yearly average)



Source: Macrobond, HCOB Economics, ECB (European Central Bank)

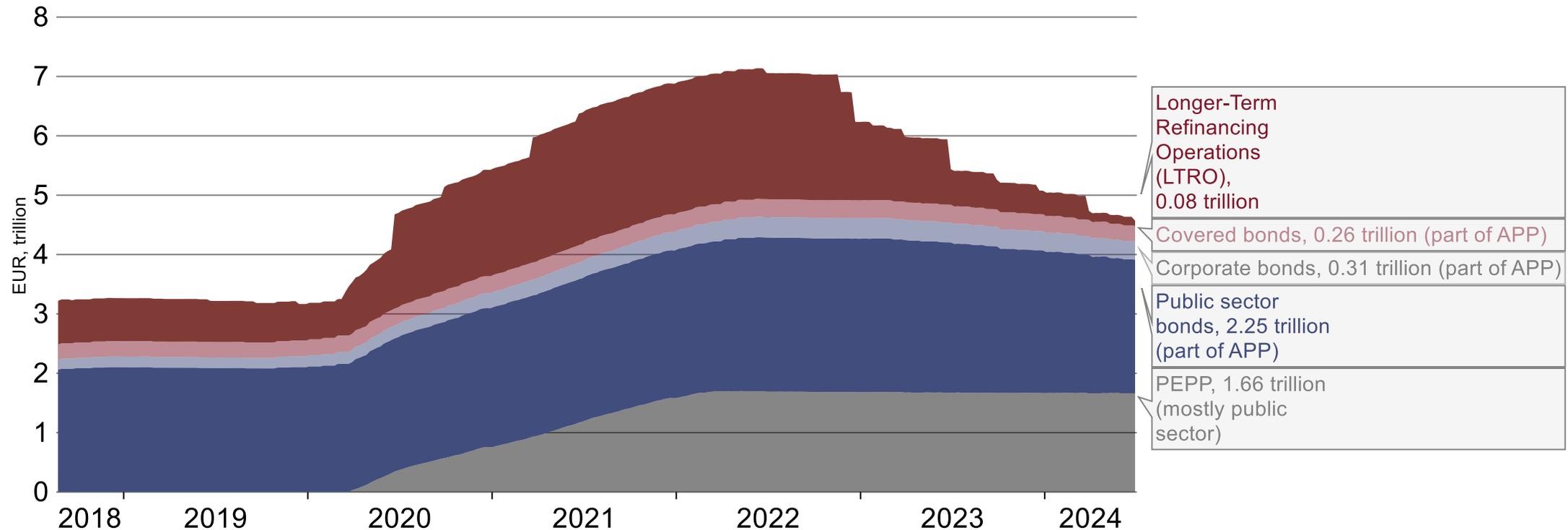
## Euro Area Staff Projections, GDP



Source: Macrobond, HCOB Economics, ECB (European Central Bank)

# „Quantitative Straffung“: Das Tapering (Reduktion der Reinvestitionen) des PEPP-Programms von Juli bis Dezember 2024.

Balance sheet of the ECB, total assets, (ex gold and fx), in trillion Euro



Source: Macrobond, HCOB Economics, ECB

# Rückzahlungstermine für die TLTRO-III-Transaktionen

Indicative calendar for TLTRO III voluntary early repayments; updated on 27 October 2022

	TLTRO III.1-5	TLTRO III.1-6	TLTRO III.1-7	TLTRO III.1-10	TLTRO III.2-10	TLTRO III.2-10 <sup>2</sup>	TLTRO III.3-10
Deadline for counterparties to notify NCBs of early repayment request (17:00) <sup>1</sup>	Wed, 15/09/2021	Wed, 08/12/2021	Wed, 16/03/2022	Wed, 15/06/2022	Wed, 14/09/2022	Wed, 16/11/2022	Wed, 07/12/2022
Publication of repayment amounts (12:05)	Fri, 17/09/2021	Fri, 10/12/2021	Fri, 18/03/2022	Fri, 17/06/2022	Fri, 16/09/2022	Fri, 18/11/2022	Fri, 09/12/2022
Voluntary early repayment settlement date	Wed, 29/09/2021	Wed, 22/12/2021	Wed, 30/03/2021	Wed, 29/06/2022	Wed, 28/09/2022	Wed, 23/11/2022 <sup>3</sup>	Wed, 21/12/2022

	TLTRO III.3-10 <sup>2</sup>	TLTRO III.3-10 <sup>2</sup>	TLTRO III.4-10	TLTRO III.5-10	TLTRO III.6-10	TLTRO III.7-10
Deadline for counterparties to notify NCBs of early repayment request (17:00) <sup>1</sup>	Wed, 11/01/2023	Wed, 08/02/2023	Wed, 15/03/2023	Wed, 14/06/2023	Wed, 13/09/2023	Wed, 06/12/2023
Publication of repayment amounts (12:05)	Fri, 13/01/2023	Fri, 10/02/2023	Fri, 17/03/2023	Fri, 16/06/2023	Fri, 15/09/2023	Fri, 08/12/2023
Voluntary early repayment settlement date	Wed, 25/01/2023	Wed, 22/02/2023	Wed, 29/03/2023	Wed, 28/06/2023	Wed, 27/09/2023	Wed, 20/12/2023

	TLTRO III.8-10	TLTRO III.9-10	TLTRO III.10
Deadline for counterparties to notify NCBs of early repayment request (17:00) <sup>1</sup>	Wed, 13/03/2024	Wed, 12/06/2024	Wed, 11/09/2024
Publication of repayment amounts (12:05) <sup>1</sup>	Fri, 15/03/2024	Fri, 14/06/2024	Fri, 13/09/2024
Voluntary early repayment settlement date	Wed, 27/03/2024	Wed, 26/06/2024	Wed, 25/09/2024

Noch ausstehende Rückzahlungstermine

# Geldpolitische Instrumente auf einen Blick

- **Leitzinsen (ab 12. Juni 2024):**
  - Hauptrefinanzierungssatz: 4,25 %.
  - Zinssatz für die Einlagefazilität: 3,75 %.
  - Der EZB-Rat entscheidet von Sitzung zu Sitzung in Abhängigkeit von den relevanten Daten.
- **Übertragungsschutzinstrument (TPI)**
  - Nach Angaben der EZB kann dieses Programm im Falle einer „ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamik“ aktiviert werden, die eine „ernsthafte Bedrohung für die Übertragung der Geldpolitik“ darstellt.
  - Die Aktivierung bedeutet, dass Anleihen aus bestimmten Ländern der Eurozone ohne eine feste Volumengrenze gekauft werden können.
  - Die EZB hat Bedingungen formuliert, unter denen das TPI verwendet werden kann (einschließlich der Einhaltung der EU-Fiskalregeln).
- **APP (Programm zum Ankauf von Vermögenswerten)**
  - Seit Juli 2023 werden die Fälligkeiten nicht mehr reinvestiert, so dass das Portfolio nun um durchschnittlich 25 Milliarden Euro pro Monat schrumpft.
- **Das PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program) wurde im März 2022 auf Nettobasis beendet.**
  - Volumen: 1,85 Billionen EUR, wovon 1,70 Billionen EUR verwendet wurden.
  - Beschluss vom 14.12.2024: Vollständige Reinvestition des PEPP-Anleihebestandes bis Juni 2024. Reinvestition der Hälfte der Fälligkeiten von Juli bis Dezember 2024. Keine Reinvestitionen mehr ab Januar 2025.
- **TLTRO (gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte)**
  - TLTRO III: Änderungen der Bedingungen für die TLTRO-Transaktionen wurden 2022 beschlossen.

# Stimmrecht (Rotationsverfahren unter den Zentralbankpräsidenten)

Position	ECB Council Member	14.09.2023	26.10.2023	14.12.2023	25.01.2024	07.03.2024	11.04.2024	06.06.2024	18.07.2024	12.09.2024	17.10.2024	12.12.2024
President of the ECB	Christine Lagarde	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Vice-President of the ECB	Luis de Guindos	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Member of the Exec. Board	Frank Elderson	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Member of the Exec. Board	Philip R. Lane	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Member of the Exec. Board	Piero Cipollone	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Member of the Exec. Board	Isabel Schnabel	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
<b>NCB Governors of</b>												
Belgium	Pierre Wunsch	✗	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✗
Germany	Joachim Nagel	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗
Estonia	Madis Müller	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗
Ireland	Gabriel Makhlof	✗	✗	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗
Greece	Yannis Stourmaras	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✗
Spain	Pablo Hernández de Cos	✓	✗	✓	✓	✗	✓	✓	✗	✓	✓	✓
France	François Villeroy de Galhau	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✗	✓	✓
Croatia	Boris Vujčić	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓
Italy	Fabio Panetta	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✓
Cyprus	Constantinos Herodotou	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓
Latvia	Mārtiņš Kazāks	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓
Lithuania	Gediminas Šimkus	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓
Luxembourg	Gaston Reinesch	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓
Malta	Edward Scicluna	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓
Netherlands	Klaas Knot	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓
Austria	Robert Holzmann	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓
Portugal	Mário Centeno	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✓
Slovenia	Boštjan Vasle	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✗	✗	✓
Slovakia	Peter Kažimír	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓
Finland	Olli Rehn	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✓	✗	✓

# Links zu den Dokumenten der EZB-Sitzung vom 18. Juli 2024

Hauptseite:

[Europäische Zentralbank \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

Weitere Links zur aktuellen Sitzung:

[Combined monetary policy decisions and statement \(europa.eu\)](https://www.europa.eu/press-room/media/334444)

# Ansprechpersonen

## Redaktion und Versand

---

### Economics

**Dr. Cyrus de la Rubia**

Chefvolkswirt

Tel: +49 160 90180792

[cyrus.delarubia@hcob-bank.com](mailto:cyrus.delarubia@hcob-bank.com)

**Dr. Tariq Chaudhry**

Economist

Tel: +49 171 9159096

[tariq.chaudhry@hcob-bank.com](mailto:tariq.chaudhry@hcob-bank.com)

**Jonas Feldhusen**

Junior Economist

Tel: +49 151 22942945

[jonas.feldhusen@hcob-bank.com](mailto:jonas.feldhusen@hcob-bank.com)

**Christian Eggers**

Senior FX Trader

Tel: +49 171 8493460

[christian.eggers@hcob-bank.com](mailto:christian.eggers@hcob-bank.com)

**Norman Liebke**

Economist

Tel: +49 171 5466753

[norman.liebke@hcob-bank.com](mailto:norman.liebke@hcob-bank.com)

**Nils Müller**

Junior Economist

Tel: +49 171 3534492

[nils.mueller@hcob-bank.com](mailto:nils.mueller@hcob-bank.com)

## Weitere Ansprechpersonen

---

### Institutional & Liability Sales

**Thomas Benthien**

Tel: +49 151 14833046

### Corporate Treasury Sales

**Fritz Bedbur**

Tel: +49 151 14651131

**Boris Gettkowski**

Tel: +49 175 2281619

### Syndicate & Credit Solutions

**Tim Boltzen**

Tel: +49 151 15244845

Redaktionsschluss dieser Ausgabe: 19.07.2024

Das Glossar zu unseren Publikationen finden Sie auf der Homepage der Hamburg Commercial Bank unter [http://www.hcob-bank.de/publikationen\\_glossar](http://www.hcob-bank.de/publikationen_glossar)

Gerhart-Hauptmann-Platz 50

20095 Hamburg

Telefon 040-3333-0

Die in dieser Präsentation enthaltenen Marktinformationen dienen nur zu Informationszwecken.

Sie kann keine eigene Marktforschung oder gesonderte Rechts-, Steuer- und Finanzberatung und -information ersetzen. Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung im Sinne des § 63 Abs. 6 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) und Artikel 24 Abs. 3 der Richtlinie 65/2014/EU. Diese Informationen enthalten keine „Informationen mit Empfehlungen oder Anregungen zur Anlagestrategie“ oder „Anlageempfehlungen“ („Finanzanalysen“) im Sinne von § 2 Abs. 9 Nr. 5 WpHG oder Artikel 3 Abs. 1 Nr. 34 und Nr. 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014. Daher wird diese Information nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Anforderungen zur Förderung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse erstellt und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Verbreitung der Finanzanalyse. Diese Präsentation stellt kein Angebot zum Kauf oder Verkauf bestimmter Vermögenswerte dar.

Die Hamburg Commercial Bank AG weist darauf hin, dass die hier veröffentlichten Marktinformationen nur für Anleger gedacht sind, die über eigene wirtschaftliche Erfahrungen verfügen, die Risiken und Chancen des/der hier besprochenen Marktes/Märkte einschätzen können und die selbst in der Lage sind, Recherchen in verschiedenen Quellen durchzuführen. Die in dieser Präsentation enthaltenen Aussagen und Daten beruhen entweder auf gründlichen Recherchen der Hamburg Commercial Bank AG oder auf Quellen, die als zuverlässig gelten, aber nicht überprüft werden können. Die Hamburg Commercial Bank AG hält die verwendeten Quellen für zuverlässig, kann deren Zuverlässigkeit jedoch nicht mit letzter Sicherheit beurteilen. Einzelne Informationen konnten nur auf ihre Plausibilität hin überprüft werden; eine Beurteilung ihrer Richtigkeit wurde nicht vorgenommen. Darüber hinaus enthält diese Präsentation Schätzungen und Vorhersagen, die auf zahlreichen Annahmen und subjektiven Bewertungen der Hamburg Commercial Bank AG sowie externer Quellen beruhen. Diese Informationen dienen lediglich dazu, eine unverbindliche Einschätzung der Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Präsentation zu geben. Die Hamburg Commercial Bank AG und ihre Mitarbeiter haben sorgfältig an dieser Präsentation gearbeitet, können jedoch keine Gewähr für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen und Prognosen übernehmen.

Dieses Dokument darf nur in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorschriften in den jeweiligen Ländern verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die geltenden örtlichen Vorschriften informieren und diese einhalten.

Dieses Dokument enthält nicht alle wesentlichen Informationen, die für wirtschaftliche Entscheidungen erforderlich sind, und die bereitgestellten Informationen und Prognosen können von denen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Die Hamburg Commercial Bank AG sowie ihre Organe und Mitarbeiter können nicht für Verluste verantwortlich gemacht werden, die aus der Verwendung dieser Präsentation, ihres Inhalts oder für Verluste, die in irgendeiner Weise mit dieser Präsentation zusammenhängen, entstehen.

Die Hamburg Commercial Bank AG weist darauf hin, dass es nicht gestattet ist, diese Präsentation oder einen Teil ihres Inhalts zu verbreiten. Schäden, die der Hamburg Commercial Bank AG aus der unerlaubten Weitergabe dieser Präsentation oder eines ihrer Inhalte entstehen, sind vom Weitergebenden zu ersetzen. Der Verbreiter hat die Hamburg Commercial Bank AG von allen Ansprüchen, die sich aus der unerlaubten Verbreitung dieser Präsentation oder eines ihrer Inhalte ergeben, sowie von allen Rechtskosten im Zusammenhang mit diesen Ansprüchen freizuhalten. Dies gilt insbesondere für eine Verbreitung dieser Präsentation an U.S.-Personen oder Personen, die sich in Großbritannien befinden.