

EZB-Entscheidung in Charts

Alle Blicke auf Juni

Einordnung der EZB-Sitzung vom 11. April 2024

Economics

12. April 2024

Highlights der Sitzung des EZB-Rates am 11. April 2024 (Teil I)

Wie erwartet hat die EZB die Zinssätze unverändert bei 4,00 % (Einlagenfazilität) und 4,50 % (Hauptrefinanzierungssatz) belassen. Lagarde schien in der Pressekonferenz ein wenig hin- und hergerissen zu sein, mit einer leichten Tendenz zur dovishen Seite. Außerdem enthielt das Monetary Policy Statement einen neuen Satz, der ein wenig an die alten Tage der Forward Guidance erinnert. Wir halten an unserer Prognose einer ersten Zinssenkung Anfang Juni fest.

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

Zu einer ersten Zinssenkung und zu der Frage, ob Juni wahrscheinlich ist: "[...] im Juni wissen wir, dass wir viel mehr Daten und Informationen erhalten werden und auch neue Prognosen haben werden [...]. Wir sind also datenabhängig. [...] Dann werden wir feststellen, ob all dies unsere Hoffnung bestätigt, dass die Inflation nachhaltig zum Zielwert zurückkehrt, und ob unser Vertrauen dadurch ausreichend gestärkt wird." "Wenn die aktualisierte Bewertung der Inflationsaussichten und der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durch den EZB-Rat [...] das Vertrauen in eine Annäherung der Inflation an das Ziel weiter stärken würde [...], wäre es angemessen, das derzeitige Niveau der geldpolitischen Restriktionen zu verringern."

Einschätzung: Lagarde betonte noch einmal, dass der EZB-Rat sehr datenabhängig sei und dass es im Juni deutlich mehr Daten geben wird, als sie im April hatten. Sie merkte auch an, dass die EZB eine positive Entwicklung in den Daten sieht, die aber noch in den Anfängen steckt. Außerdem erwähnte sie, dass eine Minderheit in der Sitzung mit einer Zinssenkung im April einverstanden gewesen wären, sich aber letztlich dem Konsens anschlossen.

Highlights der Sitzung des EZB-Rates am 11. April 2024 (Teil II)

Zur Inflationsentwicklung: „[...] Ohne triumphierend zu sein und ohne irgendetwas zu feiern, beobachten wir einen Rückgang der Inflation und einen Disinflationsprozess, der im Gange ist, und das beruhigt uns, dass die Geldpolitik, die wir bisher verfolgt haben, wesentlich dazu beigetragen hat.“ "Sie [die Dienstleistungsinflation] lag in den letzten fünf Monaten bei 4 %. Die Inlandsinflation [...] liegt bei 4,5 % [...] Aber wir werden nicht warten, bis alles auf 2 % zurückgeht [...]"

Einschätzung: Es gibt einen neuen Satz in der Pressemitteilung, der im Wesentlichen besagt, dass das Vertrauen in eine Zinssenkung steigen würde, wenn die Inflation auf dem Pfad der jüngsten EZB-Projektionen bleibt. Auch hier verwies sie auf die strikte Datenabhängigkeit. Außerdem rechnet die EZB mit einigen Schwankungen, bis die Inflation ihr Ziel erreicht hat, weshalb sie sich nicht ausführlich zu den erwähnten Bedenken hinsichtlich der kürzlich gestiegenen Ölpreise äußerte.

Zum Wirtschaftswachstum: „Die Wirtschaft blieb im ersten Quartal schwach. [...] Der Dienstleistungssektor ist widerstandsfähig, die Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes sehen sich einer schwachen Nachfrage gegenüber, und die Produktion ist nach wie vor gedämpft [...]. [...] Diese Erholung dürfte durch steigende Realeinkommen infolge niedrigerer Inflation und höherer Löhne unterstützt werden [...]. [...] das Wachstum der Exporte des Euroraums dürfte sich in den kommenden Quartalen beschleunigen, da sich die Weltwirtschaft erholt [...]"

Einschätzung: Dies klingt recht optimistisch, der HCOB PMI für Dienstleistungen im Euroraum liegt zum zweiten Mal in diesem Monat über 50 und signalisiert Wachstum - der HCOB PMI für das verarbeitende Gewerbe liegt immer noch unter 50. Zur Jahresmitte rechnen wir ebenfalls mit einem stärkeren Wirtschaftswachstum, wie Lagarde es andeutete.

Highlights der Sitzung des EZB-Rates am 11. April 2024 (Teil III)

Zur Abhängigkeit von Fed-Entscheidungen und deren Auswirkungen auf die Devisenmärkte: „Wir sind nicht von der Fed abhängig“. „Unser Ziel ist die Preisstabilität, und wir müssen unsere geldpolitischen Entscheidungen auf der Grundlage der Daten treffen, die von der Eurozone produziert werden, auf der Grundlage des globalen Umfelds - und das schließt natürlich die Vereinigten Staaten ein, aber es schließt auch China ein, [...] es schließt auch Japan ein, [...] aber wir konzentrieren uns hauptsächlich auf das Gebiet, für das wir die Verantwortung für die Geldpolitik haben.“

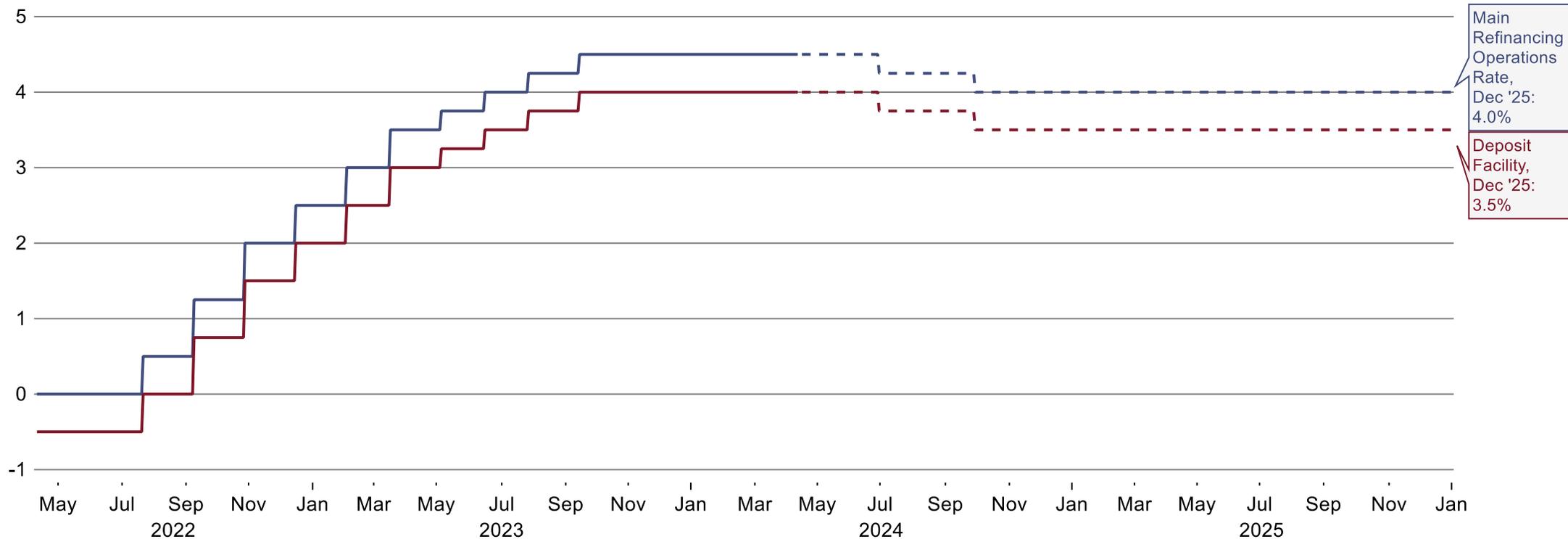
Einschätzung: Lagarde wiederholte ihre Aussage von der Watcher's-Konferenz, wo sie erklärte, dass die EZB nicht von den Zinsentscheidungen der Fed abhängig sei. Sie erklärte auch, dass die mögliche Reaktion der Devisenmärkte auf die EZB-Politik zwar in den Projektionen der EZB berücksichtigt sei, der EZB-Rat jedoch Preisstabilität als oberstes Ziel habe. Nichtsdestotrotz spielen die globalen wirtschaftlichen Bedingungen eine Rolle und sollte so etwas wie importierte Inflation zur Gefahr werden, dann wird die EZB dies mit in ihre Entscheidungsprozesse einfließen lassen.

Zur geldpolitischen Erklärung (Monetary Policy Statement) und ihren vergleichsweise starken Leitlinien: Die EZB hat einen neuen Satz in ihre geldpolitische Erklärung aufgenommen, der wie folgt lautet: "Sollte die aktualisierte Bewertung der Inflationsaussichten und der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durch den EZB-Rat [...] das Vertrauen in eine Annäherung der Inflation an das Ziel weiter stärken [...], wäre es angemessen, das derzeitige Niveau der geldpolitischen Restriktionen zu verringern.“

Einschätzung: Dieser Satz besagt im Wesentlichen, dass, mehr oder weniger, eine Lockerung der Geldpolitik folgen würde, wenn die Inflationszahlen dem von der EZB im März prognostizierten Pfad folgen. Dies deckt sich mit unseren Erwartungen, dass die EZB ihre erste Zinssenkung im Juni vornehmen wird, da die jüngsten Inflationszahlen leicht unter den EZB-Prognosen lagen. Damit wurde auch die starke Datenabhängigkeit erneut betont und es ist dadurch auch möglich, dass die EZB, nach einer ersten Zinssenkung, für mehrere Treffen pausiert.

HCOB-Zinsprognose: Wir erwarten weiterhin zwei Leitzinssenkungen im Jahr 2024, eine im Juni und eine weitere im September.

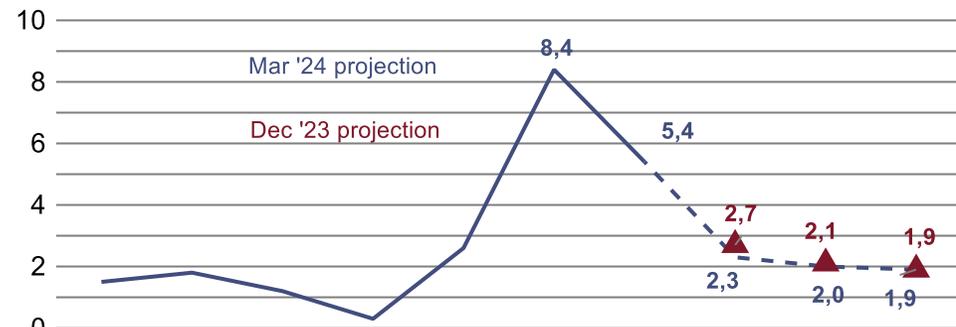
ECB policy rates and forecasts of HCOB Economics



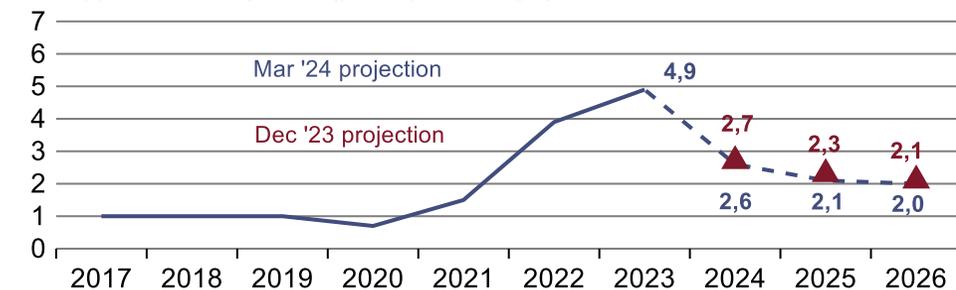
Source: Macrobond, HCOB Economics

EZB-Stabsprojektionen aus dem März 2024 im Vergleich zu den Projektionen aus Dezember 2023. Neue Projektionen erscheinen erst wieder am 6. Juni 2024.

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

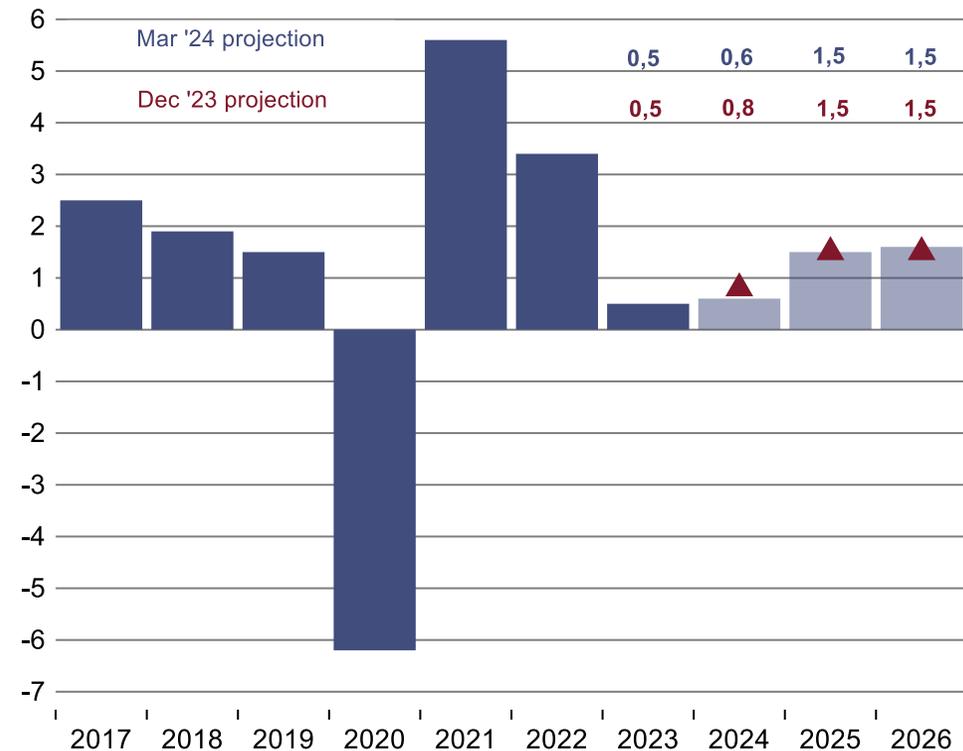


Euro Area, ECB Macroeconomic Projections, Inflation HICP core (ex energy and food) YoY (yearly average)



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

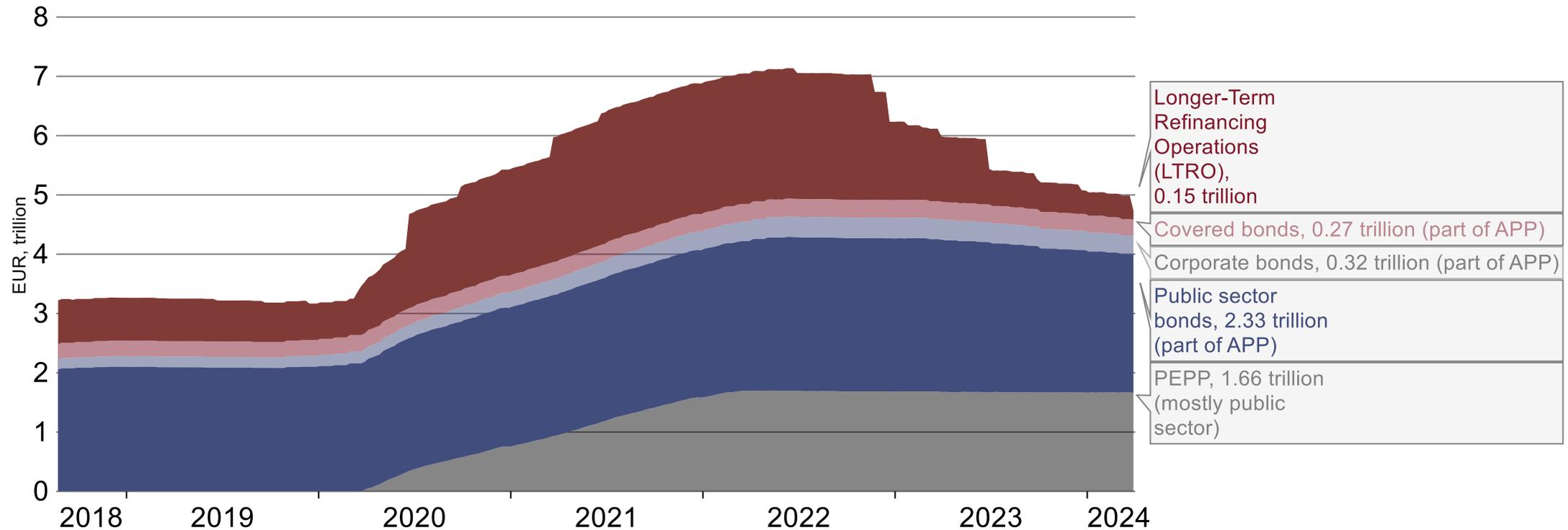
Euro Area Staff Projections, GDP



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

„Quantitative Straffung“: Das Tapering des PEPP-Programms beginnt im Juli 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 ²	TLTRO III.3-10
Deadline for counterparties to notify NCBs of early repayment request (17:00) ¹	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 ³	Wed, 21/12/2022

	TLTRO III.3-10 ²	TLTRO III.3-10 ²	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) ¹	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) ¹	Wed, 13/03/2024	Wed, 12/06/2024	Wed, 11/09/2024
Publication of repayment amounts (12:05) ¹	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

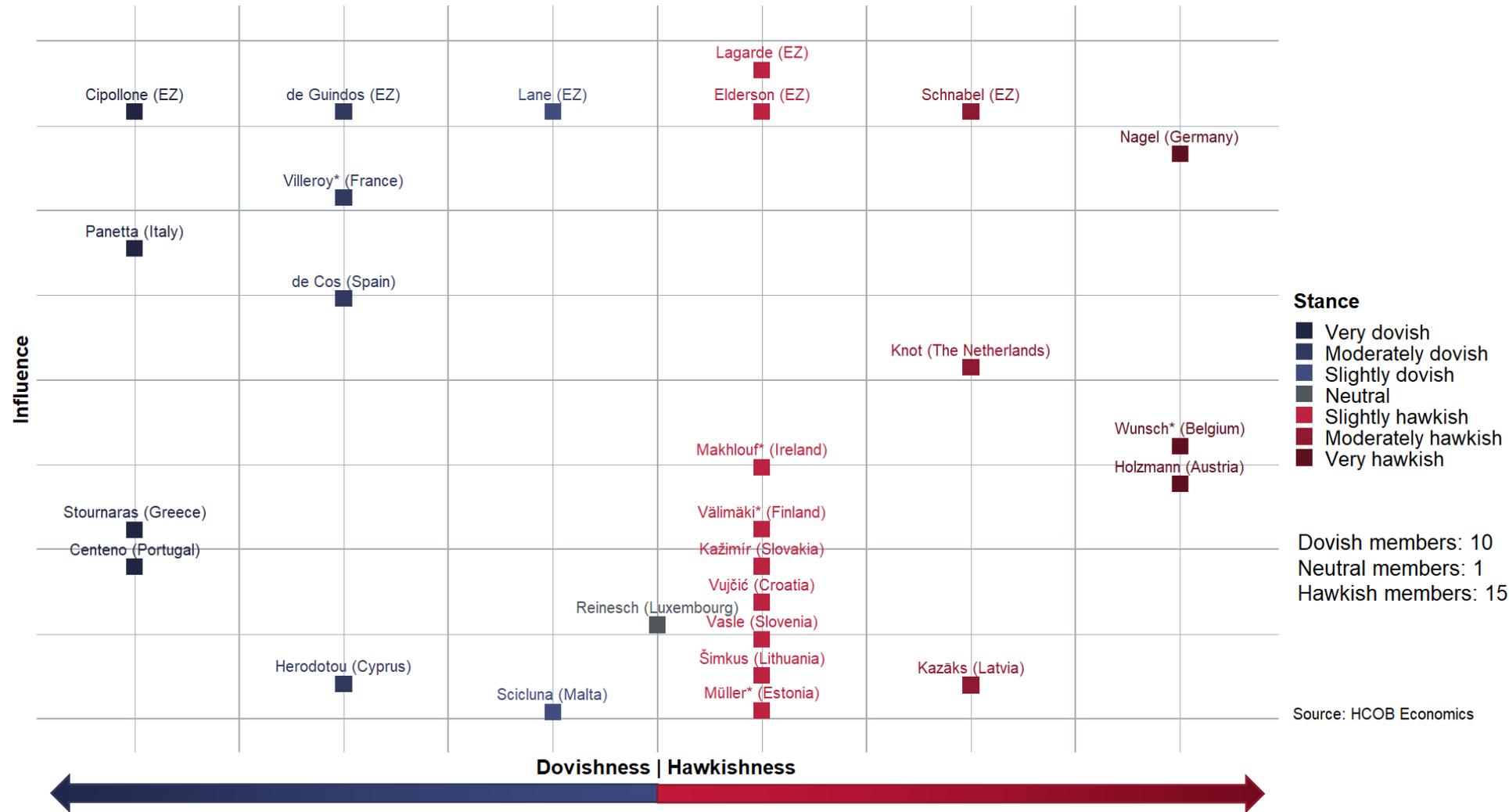
Geldpolitische Instrumente auf einen Blick

- **Leitzinsen (unverändert seit 20. September 2023):**
 - Hauptrefinanzierungssatz: 4,50 %.
 - Zinssatz für die Einlagefazilität: 4,00 %.
 - 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-Vermögens 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): Olli Rehn ist vertritt jetzt wieder Finnland im Rat (zeitweise ersetzte ihn Tuomas Vähimäki).

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	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
NCB Governors of												
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	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✓	✗	✓

HCOB-Einschätzung der Grundausrichtung der EZB-Ratsmitglieder



Anmerkung 1: Der Einflussmesser basiert auf dem Anteil am BIP der Eurozone. EZB-Ratsmitglieder, die am 11. April 2024 kein Stimmrecht haben, sind mit einem hochgestellten Stern gekennzeichnet.

Anmerkung 2: Mit „Haltung“ meinen wir die allgemeine geldpolitische Grundeinstellung eines Mitglieds, die eher statisch ist und sich wahrscheinlich von Sitzung zu Sitzung nicht allzu sehr ändern wird. Die Einstufung der einzelnen EZB-Ratsmitglieder basiert auf einer subjektiven qualitativen Beurteilung durch HCOB Economics.

Links zu den Dokumenten der EZB-Sitzung vom 11. April 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/pr/2024/0411)

Ansprechpersonen

Redaktion und Versand

Economics

Dr. Cyrus de la Rubia

Chefvolkswirt

Tel: +49 160 90180792

cyrus.delarubia@hcob-bank.com

Dr. Tariq Chaudhry

Economist

Tel: +49 171 9159096

tariq.chaudhry@hcob-bank.com

Jonas Feldhusen

Junior Economist

Tel: +49 151 22942945

jonas.feldhusen@hcob-bank.com

Christian Eggers

Senior FX Trader

Tel: +49 171 8493460

christian.eggers@hcob-bank.com

Norman Liebke

Economist

Tel: +49 171 5466753

norman.liebke@hcob-bank.com

Nils Müller

Junior Economist

Tel: +49 171 3534492

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: 12.04.2024

Das Glossar zu unseren Publikationen finden Sie auf der Homepage der Hamburg Commercial Bank unter 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.