

EZB-Entscheidung in Charts

Dovish, aber Unsicherheit wird weiter betont

Einordnung der EZB-Sitzung vom 17. April 2025

Economics

17. April 2025

Highlights der Sitzung des EZB-Rates am 17. April 2025 (Teil I)

Die EZB hat die Zinsen wie erwartet um 25 Basispunkte auf 2,25 % (Einlagezinssatz) und 2,40 % (Hauptrefinanzierungssatz) gesenkt. Lagarde wies zwar darauf hin, dass man in Bezug auf die Inflation auf einem guten Weg ist und ihre Stabilisierung durch die Umleitung chinesischer Exporte in die Eurozone, niedrigere Energiepreise und einen stärkeren Euro unterstützt wird, doch scheint die EZB nicht bereit, diese Entwicklungen einfach fortzuschreiben. Stattdessen betonte EZB-Präsidentin Christine Lagarde auch das Risiko einer Fragmentierung der globalen Lieferketten und eines Anstiegs der Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben, die beide inflationär wirken könnten. Dennoch scheint die EZB durchaus bereit zu sein, weitere Zinssenkungen vorzunehmen, da das Risiko für die Wirtschaft aufgrund des negativen Nachfrageschocks durch die Zölle als größer als zuvor eingeschätzt wird. Wir haben unsere Zinsprognose letzte Woche nach unten korrigiert und erwarten nun einen Einlagensatz von 1,50 % bis zum Ende dieses Jahres.

Highlights (die Zitate stammen von EZB-Präsidentin Christine Lagarde):

Debatte über eine Senkung um 50 Basispunkte: „Es wurden Optionen diskutiert, aber niemand sprach sich für eine Senkung um 50 Basispunkte aus.“ „Es war eine einstimmige Entscheidung.“

Einordnung: Es gab also eine Debatte über einen größeren Schritt, aber niemand schien in diesem Punkt sehr aggressiv zu sein. Angesichts der Unsicherheiten, mit denen wir nach wie vor konfrontiert sind, ist dies nachvollziehbar.

Highlights der Sitzung des EZB-Rates am 17. April 2025 (Teil II)

Die Auswirkungen der Zölle auf die Inflation: „Wir wissen, dass es sich um einen negativen Nachfrageschock handelt. Wir können davon ausgehen, dass er sich ... auf das Wachstum auswirken wird, aber die Nettoauswirkungen auf die Inflation werden sich erst im Laufe der Zeit deutlicher zeigen.“ „Wir sind derzeit noch mit vielen Unsicherheiten konfrontiert.“

Einordnung: Es gab die Erwartung, dass Lagarde angesichts der vielen Faktoren, die die Inflation unter Druck setzen, darunter der stärkere Euro, niedrigere Energiepreise und die Aussicht auf eine „Umleitung“ der Exporte von „Ländern mit Überangebot“, die alle von Lagarde erwähnt wurden, etwas optimistischer in Bezug auf die Inflation sein würde. Dennoch betonte Lagarde auch die Unsicherheit darüber, wie die EU-Kommission auf die Zölle reagieren wird, das Risiko für die Lieferketten und den Anstieg der Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben („wenn man fast 1 Billion Euro in die Wirtschaft pumpt, ist das ein ernstzunehmender Impuls“), wobei sie sich offensichtlich auf Deutschland bezog. Abgesehen müssen auch die Marktbewegungen bei den Devisen- und Rohstoffpreisen nicht von Dauer sein.

Zur Aufwertung des Euro: „Eine Aufwertung des Euro könnte die Inflation unter Druck setzen. Wir erwähnen dies also aufgrund des ... Ausmaßes und versuchen, dies zu berücksichtigen.“ „Wir streben keinen bestimmten Eurokurs an.“

Einordnung: Interessanterweise sagte Lagarde nicht, dass sie abrupte Bewegungen des Euro ablehnt, wie dies frühere EZB-Präsidenten getan hatten. Derzeit entwickelt sich der Euro in eine für die EZB günstige Richtung, da er disinflationär wirkt und noch eher weitere Zinssenkungen ermöglicht.

Highlights der Sitzung des EZB-Rates am 17. April 2025 (Teil III)

Zur Dienstleistungsinflation: „Wir betrachten Güter, wir betrachten Dienstleistungen.“

Einordnung: Auf die Frage, ob Lagarde angesichts der drohenden Vergeltungsmaßnahmen gegen digitale Dienstleistungen über die Dienstleistungsinflation besorgt sei, war ihre Antwort (wir betrachten Güter, wir betrachten Dienstleistungen) etwas überraschend. Überraschend, weil die EZB in der Vergangenheit tatsächlich einen sehr starken Fokus auf die Dienstleistungsinflation gelegt hat (die rund 50 % des Inflationskorbs ausmacht). Angesichts der Tatsache, dass die Dienstleistungsinflation etwas zurückgeht, wenngleich immer noch hoch ist, scheint Lagarde in dieser Frage gelassener zu sein, was weitere Zinssenkungen wahrscheinlicher macht.

Zu den Swap-Linien mit der Fed: „Wir haben eine stabile, solide Beziehung zwischen den Zentralbankern, und ich denke, dass diese Beziehung entscheidend ist, um eine solide Finanzinfrastruktur [sprich: Swap-Vereinbarungen] zu haben, auf der wir die Finanzstabilität gewährleisten können.“

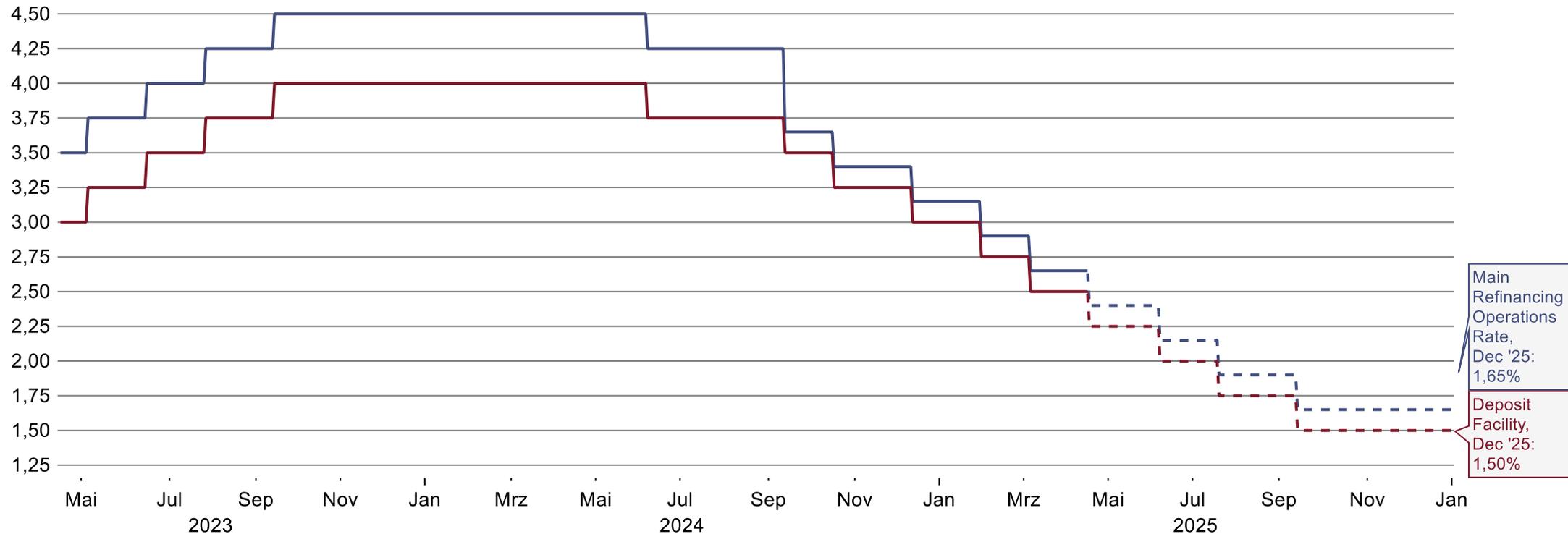
Einordnung: Dies ist in der Tat ein heikles Thema. In der Vergangenheit konnten Liquiditätskrisen durch bilaterale Swap-Vereinbarungen zwischen der EZB und der Fed kontrolliert werden, um einen Anstieg der Dollar-Nachfrage zu kontrollieren, der die Finanzmärkte destabilisieren könnte. Es ist nicht ganz klar, ob die Trump-Regierung diese Swap-Agreements gutheißt.

Zum digitalen Euro: „Es ist ... wichtig, rasch den rechtlichen Rahmen zu schaffen, um ... die Einführung des digitalen Euro vorzubereiten.“

Einordnung: Lagarde scheint in dieser Frage etwas ungeduldig zu werden. Tatsächlich hat sich der Gesetzgebungsprozess zum digitalen Euro aufgrund der Wahlen zum EU-Parlament verzögert. Es ist anzunehmen, dass Lagarde auch eine große Chance in der Einführung des digitalen Euro sieht, jetzt, da die Vereinigten Staaten den Prozess zur Einführung eines digitalen Dollars gestoppt haben.

HCOB-Zinsprognose: Wir erwarten noch drei weitere Leitzinssenkung um jeweils 25 BP in den kommenden EZB-Sitzungen (Juni, Juli, September).

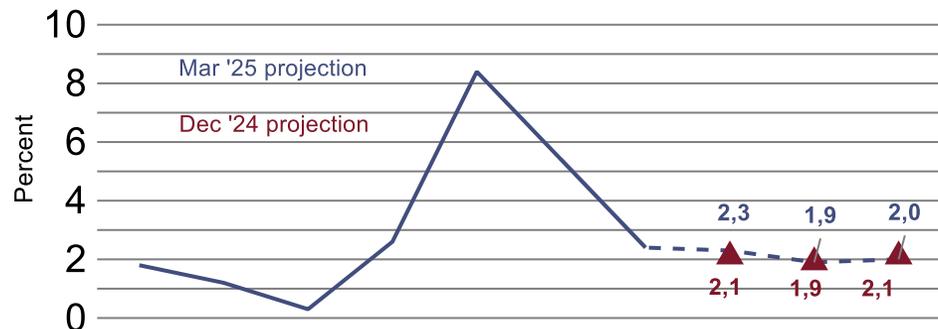
ECB policy rates and forecasts of HCOB Economics



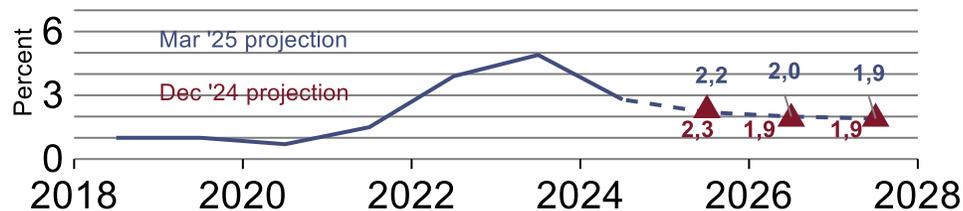
Source: Macrobond, HCOB Economics

Projektionen der EZB-Experten aus dem März: Die EZB prognostiziert eine Rückkehr der Inflationsrate zum 2 %-Ziel für das Jahr 2026.

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

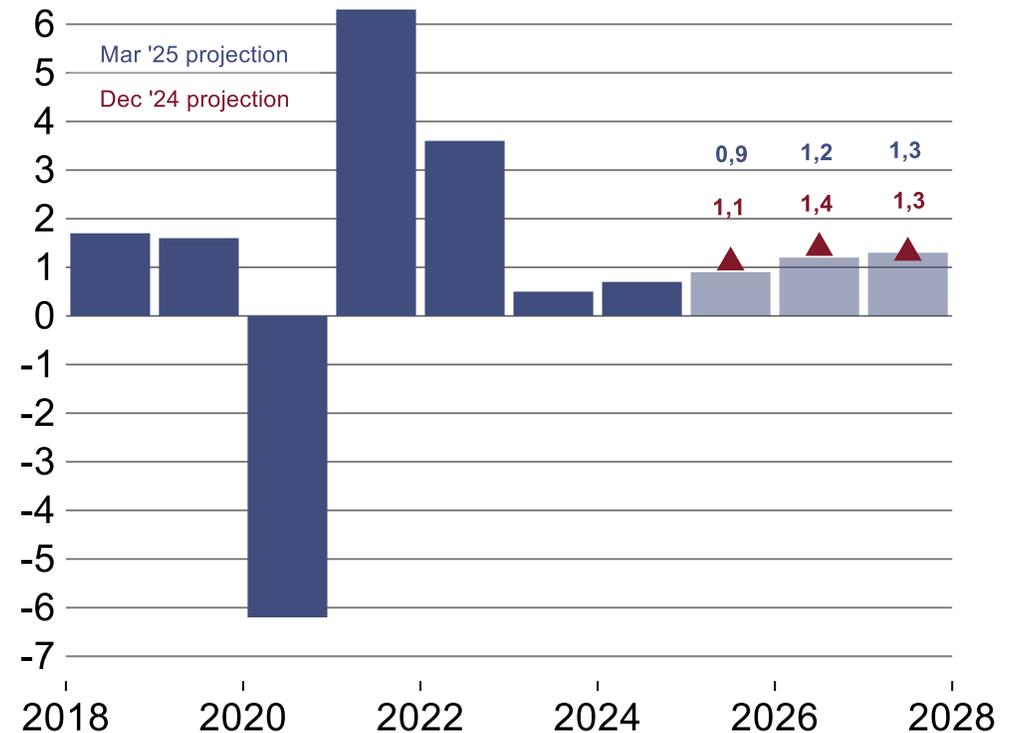


Euro Area, ECB Macroeconomic Projections, Inflation HICP core (ex energy and food) YoY (yearly average)



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

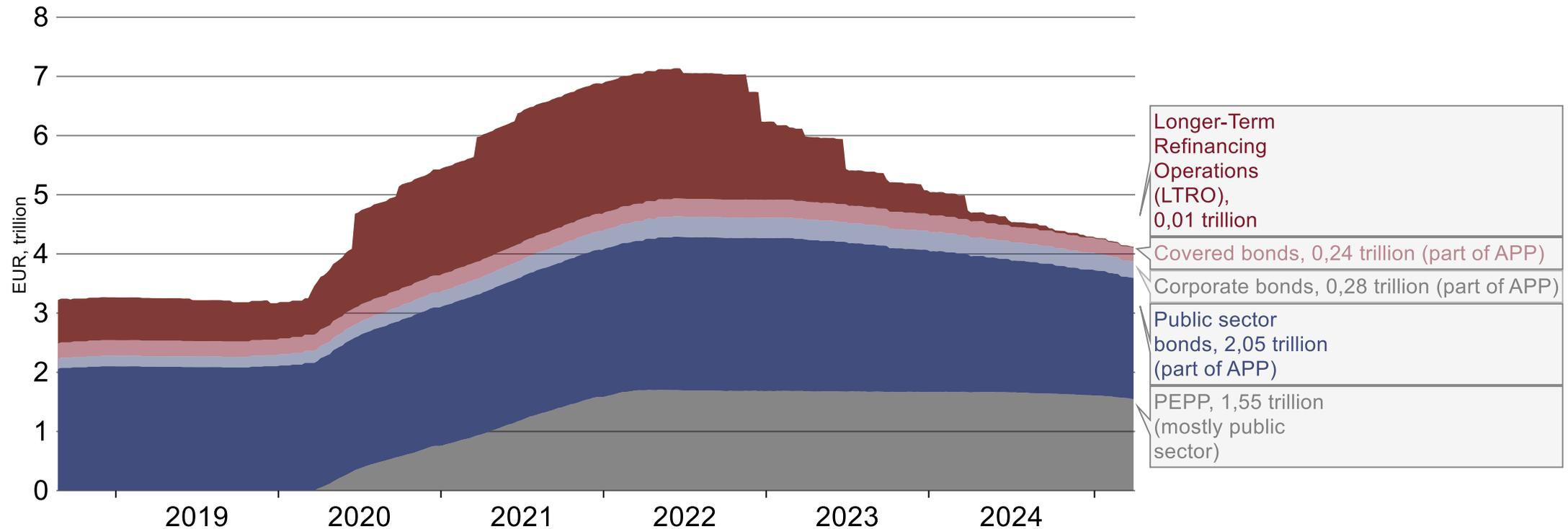
Euro Area Staff Projections, GDP



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

"Quantitative Straffung": Das Tapering des PEPP begann bereits im Juli 2024.

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



Source: Macrobond, HCOB Economics, ECB

Geldpolitische Instrumente auf einen Blick

- **Leitzinssätze (mit Wirkung vom 23. April 2025)**
 - Hauptrefinanzierungssatz: 2,40 %
 - Zinssatz für die Einlagefazilität: 2,25 %
- **APP (Programm zum Ankauf von Vermögenswerten)**
 - Seit Juli 2023 werden die Fälligkeiten nicht mehr reinvestiert, so dass das Portfolio nun um durchschnittlich 25 Milliarden EUR pro Monat schrumpft.
- **Das PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program) wurde bereits im März 2022 auf Nettobasis beendet.**
 - Haushalt: 1,85 Billionen EUR, wovon 1,70 Billionen EUR verwendet wurden.
 - Beschluss vom 14.12.2023: Vollständige Reinvestition der PEPP-Vermögenswerte bis Juni 2024. Von Juli bis Dezember wird die EZB das PEPP-Portfolio um durchschnittlich 7,5 Mrd. EUR pro Monat abbauen. Der EZB-Rat beabsichtigt, die Reinvestitionen im Rahmen des PEPP Ende 2024 einzustellen.
- **TLTRO (Gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte)**
 - TLTRO III: Alte Programme sind 2024 ausgelaufen.
- **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 der TPI verwendet werden kann (einschließlich der Einhaltung der EU-Finanzvorschriften).

Stimmrecht (Rotationsverfahren unter den Zentralbankpräsidenten)

Position	ECB Council Member	12.09.2024	17.10.2024	12.12.2024	30.01.2025	06.03.2025	17.04.2025	05.06.2025	24.07.2025	11.09.2025	30.10.2025	18.12.2025
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	José Luis Escrivá	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓
France	François Villeroy de Galhau	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✗
Croatia	Boris Vujčić	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓
Italy	Fabio Panetta	✓	✗	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Cyprus	Christodoulos Patsalides	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✓
Latvia	Mārtiņš Kazāks	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✓	✗	✗	✓
Lithuania	Gediminas Šimkus	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓
Luxembourg	Gaston Reinesch	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✓	✗	✓
Malta	Alexander Demarco*	✗	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✗
Netherlands	Klaas Knot	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✗	✓	✓
Austria	Robert Holzmann	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗
Portugal	Mário Centeno	✗	✗	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗
Slovenia	Position currently vacant**	✗	✗	✓	✓	✗	✗	✗	✓	✓	✓	✗
Slovakia	Peter Kažimír	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓
Finland	Olli Rehn	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✓

*Temporarily steps in for Edward Scicluna.

**No voting rights until new governor is elected.

Links zu den Dokumenten der EZB-Sitzung vom 17. April 2025

Main page:

[European Central Bank \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

Further links to the current session:

[Combined monetary policy decisions and statement \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

Kontaktpersonen

Bearbeitung und Versand

HCOB Economics

Dr. Cyrus de la Rubia

Chefvolkswirt

Telefon: +49 160 90180792

cyrus.delarubia@hcob-bank.com

Christian Eggers

Senior FX-Trader

Telefon: +49 171 8493460

christian.eggers@hcob-bank.com

Jonas Feldhusen

Junior Economist

Telefon: +49 151 22942945

jonas.feldhusen@hcob-bank.com

Norman Liebke

Economist

Telefon: +49 171 5466753

norman.liebke@hcob-bank.com

Nils Müller

Junior Economist

Telefon: +49 171 3534492

nils.mueller@hcob-bank.com

Weitere Kontaktpersonen

Capital Markets Sales

Fritz Bedbur

Telefon: +49 151 14651131

Boris Gettkowski

Telefon: +49 175 2281619

Christoph Matthews

Telefon: +49 160 97222509

Syndicate & Credit Solutions

Tim Boltzen

Telefon: +49 151 15244845

Redaktionsschluss für diese Ausgabe: 17. April 2025

Das Glossar unserer Publikationen finden Sie auf der Website der Hamburger Handelsbank 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 US-Personen oder Personen, die sich im Vereinigten Königreich befinden.