

EZB-Entscheidung in Charts

Dovish, aber vorsichtige Wortwahl

Einordnung der EZB-Sitzung vom 30. Januar 2025

Economics

31. Januar 2025

Highlights der Sitzung des EZB-Rates am 30. Januar 2025 (Teil I)

Gestern hat die **EZB** beschlossen, die Zinssätze wie erwartet um **25 Basispunkte** auf 2,75 % (Einlagenfazilitätssatz) bzw. auf 2,90 % (Hauptrefinanzierungssatz) zu **senken**. Es gab keine Diskussionen über eine aggressivere Zinssenkung, trotz der enttäuschenden BIP-Zahlen für das 4. Quartal, die gestern veröffentlicht wurden.

Christine **Lagarde** betonte, dass die **Inflation** bei den **Dienstleistungen** etwas **angestiegen** sei und dass der gesamte Disinflationsprozess von der Entwicklung der **Löhne** abhängt. In dieser Hinsicht schien sie **optimistisch** zu sein, dass die **Lohnerhöhungen nachlassen** und dazu beitragen würden, das 2 %-Ziel in diesem Jahr auf nachhaltige Weise zu erreichen. Ihre Aussage, dass es „zum jetzigen Zeitpunkt verfrüht wäre, über den Zeitpunkt zu sprechen, an dem wir aufhören müssen“, deutet darauf hin, dass sie erwartet, dass die EZB die **Zinssätze noch einige Male senken** wird. Lagarde hielt jedoch an dem Ansatz, von **Sitzung zu Sitzung** zu entscheiden, fest und sagte, dass es angesichts des Ausmaßes der **Unsicherheit** nicht der richtige Zeitpunkt sei, eine Prognose über den weiteren Zinspfad abzugeben. Sie ging auch etwas näher auf die Frage der **Bitcoin-Reserven** und die **NGFS** (Network for Greening the Financial System) ein.

HCOB Economics **erwartet eine weitere Zinssenkung im März**, aber wir sind **weniger zuversichtlich**, dass es danach weitere Zinssenkungen geben wird, da die **Inflation** weiterhin **hartnäckig** bleibt.

Highlights der Sitzung des EZB-Rates am 30. Januar 2025 (Teil II)

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

Zur Möglichkeit einer Senkung um 50 Basispunkte: "(...) wir haben nicht einmal die beiden Zahlen fünf und null erwähnt, sodass 50 überhaupt nicht zur Debatte stand."

Anmerkung: Nach dem schwachen BIP-Wert für Q4 in der Eurozone hätte man erwarten können, dass dies ein Diskussionsthema sein könnte. In den Reden einiger EZB-Mitglieder, wie z. B. Centeno aus Portugal und Stournaras aus Griechenland, aber auch de Galhau aus Frankreich, wird der Wunsch nach einem aggressiveren Vorgehen der EZB laut. Letztendlich zeigt sich, dass Lagarde in der Lage ist, im Rat Einigkeit zu demonstrieren.

Zu Inflationsrisiken: "Wir schauen uns Dienstleistungen genau an (...), diese Dienstleistungen sind größtenteils arbeitsintensiv (...) und als Ergebnis (...) versuchen wir, (...) Löhne zu messen (...). Und alle Indikatoren (...) bestätigen (...), dass die [Anstiege der] Löhne im Jahr 2025 sinken werden, ob man nun die Vergütung pro Arbeitnehmer, (...) den Lohn-Tracker, (...) oder das Verhältnis von offenen Stellen zu Arbeitslosigkeit betrachtet. Das gibt uns die Zuversicht, dass die [Anstiege der] Löhne auf dem Weg nach unten sind und sich daher auf den Preis von Dienstleistungen auswirken werden."

Anmerkung: Es wird weiterhin erwartet, dass die Dienstleistungsinflation sinken wird. Der HCOB-Flash-PMI für Dienstleistungspreise ist im Januar gestiegen, was auf etwas anderes hindeutet. Dennoch ist klar, dass sich die Rekordlohnsteigerungen von 2024 (insbesondere in Deutschland) in diesem Jahr nicht wiederholen werden. Die heutigen Inflationszahlen aus Deutschland stützen die Sicht der EZB.

Highlights der Sitzung des EZB-Rates am 30. Januar 2025 (Teil III)

Zum neutralen Zinssatz: "Wir sind nicht beim neutralen Zinssatz. Diese Debatte ist völlig verfrüht."

Anmerkung: Diese Antwort deutet darauf hin, dass Lagarde den neutralen Zinssatz eher im Bereich von 2 % als von 2,5 % sieht, da der Einlagenzinssatz jetzt bei 2,75 % liegt. Dies könnte als eher dovishes Signal interpretiert werden.

Zum NGFS: "Das NGFS [Network for Greening the Financial System] umfasste 150 Länder auf der ganzen Welt (...). Ich denke, dass es in der heutigen Zeit von großem Wert ist, ein multilaterales Forum zu haben, in dem diese Themen diskutiert und analysiert werden können."

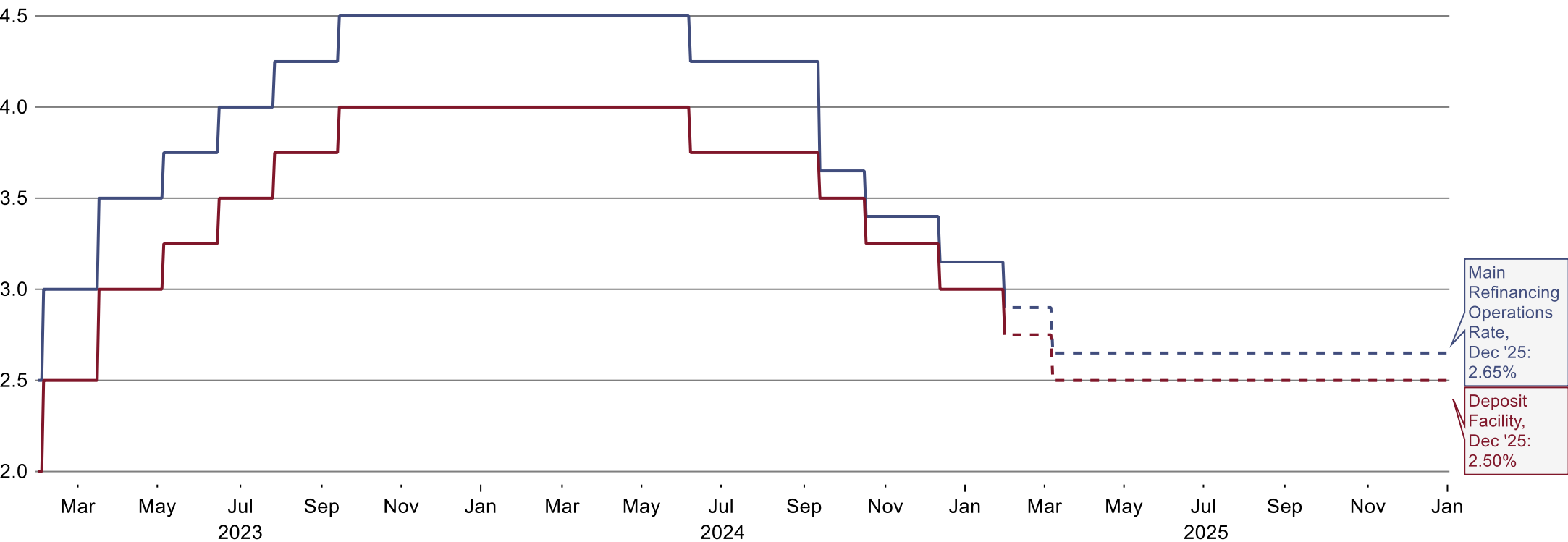
Anmerkung: Nach dem Ausstieg der Fed aus dem NGFS, der mit der Agenda der Trump-Administration in Verbindung gebracht wird, wurde die Mitgliedschaft der EZB im NGFS von Journalisten in Frage gestellt. Lagarde ließ jedoch nicht durchblicken, dass die EZB in diese Richtung denkt. An dieser Front ist keine Änderung zu erwarten.

Zum Thema Bitcoin: "Es gibt eine Meinung am Tisch des EZB-Rates (...), dass Reserven liquide sein müssen, dass Reserven sicher sein müssen, (...) dass sie nicht von dem Verdacht der Geldwäsche oder anderer krimineller Aktivitäten geplagt werden sollten. (...). Ich bin zuversichtlich, dass Bitcoin nicht in die Reserven einer der Zentralbanken des EZB-Rates aufgenommen wird."

Anmerkung: Ende Januar teilte der Chef der tschechischen Zentralbank der Financial Times mit, dass er dem Vorstand einen Plan zur Investition in Bitcoin vorlegen werde, um die Reserven zu diversifizieren und bis zu 5 % der Reserven in Bitcoin zu halten. Der Bitcoinkurs reagierte auf diese Nachricht und schoss auf 106.000 US-Dollar in die Höhe. Die Tschechische Republik ist zwar nicht Mitglied des Euro und der EZB, aber die Zentralbank ist Mitglied des Europäischen Systems der Zentralbanken, was die EZB mit diesem Bitcoin-Plan in eine etwas schwierige Lage bringt.

HCOB-Zinsprognose: Wir erwarten im März noch eine weitere Leitzinssenkung um 25 BP. Damit könnte die EZB den Zinssenkungszyklus schon beenden.

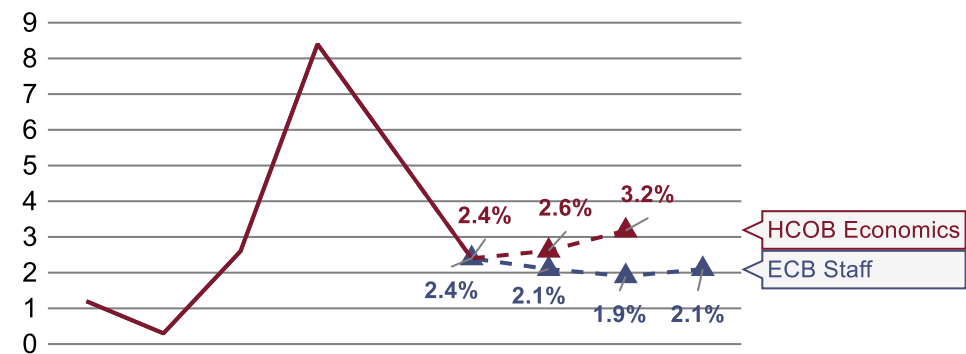
ECB policy rates and forecasts of HCOB Economics



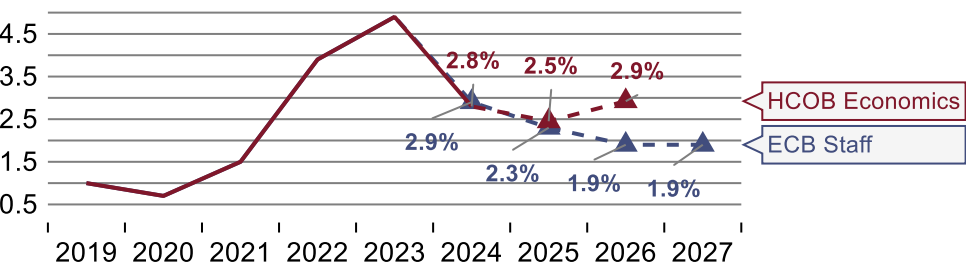
Source: Macrobond, HCOB Economics

Projektionen der EZB-Experten aus dem Dezember im Vergleich zu den Prognosen von HCOB Economics. Neue Projektionen der EZB erscheinen am 6. März.

Euro Area, Macroeconomic Projections, ECB Staff vs. HCOB Economics, Inflation HICP YoY (yearly average)

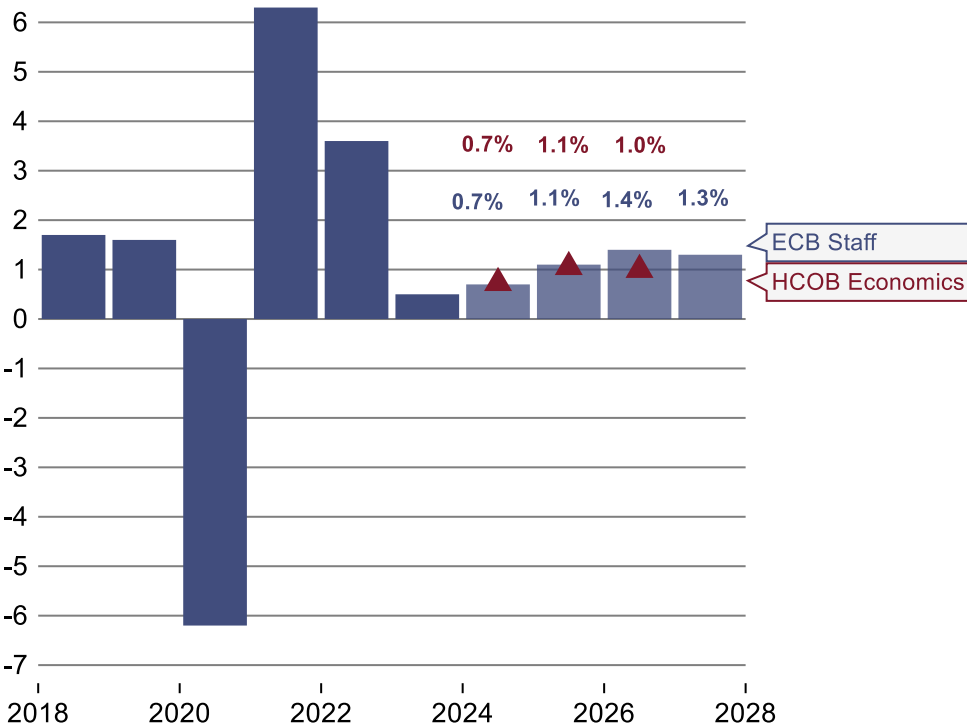


Euro Area, Macroeconomic Projections, ECB Staff vs. HCOB Economics, Inflation HICP core (ex energy and food) YoY (yearly average)



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

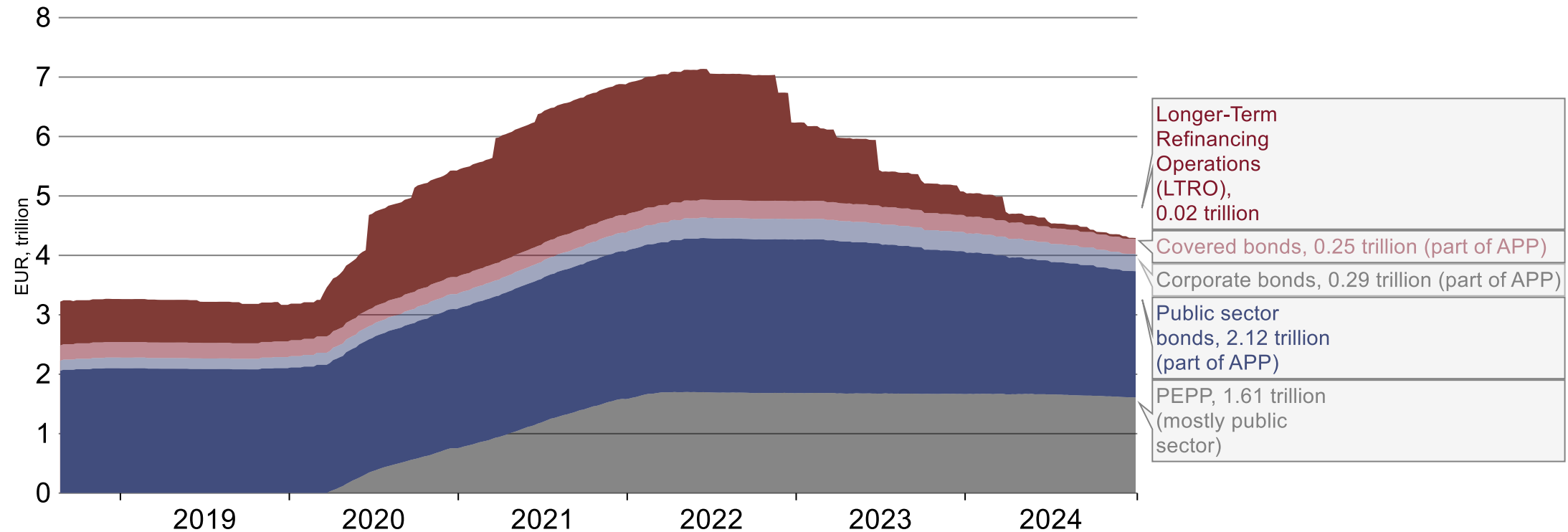
Euro Area, Macroeconomic Projections, ECB Staff vs. HCOB Economics, GDP growth



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

"Quantitative Straffung": Das Tapering des PEPP begann 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 5. Februar 2025)**
 - Hauptrefinanzierungssatz: 2,90 %
 - Zinssatz für die Einlagefazilität: 2,75 %
- **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 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 Stournaras	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓
Spain	José Luis Escrivá	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓
France	François Villeroy de Galhau	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✗
Croatia	Boris Vujčić	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓
Italy	Fabio Panetta	✓	✗	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Cyprus	Christodoulos Patsalides	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✓
Latvia	Position currently vacant**	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✗	✗	✓
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 30. Januar 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.ecb.europa.eu/press/pr/2025/html/combined-monetary-policy-decisions-and-statement-2025-01-30-01-en.html)

Kontaktpersonen

Bearbeitung und Versand

HCOB Economics

Dr. Cyrus de la Rubia

Chefvolkswirt

Telefon: +49 160 90180792

cyrus.delarubia@hcob-bank.com

Dr. Tariq Chaudhry

Economist

Telefon: +49 171 9159096

tariq.chaudhry@hcob-bank.com

Jonas Feldhusen

Junior Economist

Telefon: +49 151 22942945

jonas.feldhusen@hcob-bank.com

Christian Eggers

Senior FX-Trader

Telefon: +49 171 8493460

christian.eggers@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

Redaktionsschluss für diese Ausgabe: 31. Januar 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

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

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.