

EZB-Entscheidung in Charts

Prognosen nach unten korrigiert

Einordnung der EZB-Sitzung vom 12. Dezember 2024

Economics

13. Dezember 2024

Highlights der Sitzung des EZB-Rates am 12. Dezember 2024 (Teil I)

Gestern hat die **EZB** die **Zinssätze** wie erwartet um **25 Basispunkte gesenkt**, auf 3,0 % (Einlagefazilität) und 3,15 % (Hauptrefinanzierungssatz). Es gab einige Stimmen im Rat, die sich für eine größere Zinssenkung von 50 Basispunkten ausgesprochen haben.

Einerseits signalisierte **Lagarde**, dass sie zuversichtlich ist, dass das **Inflationsziel** bis **2025 nachhaltig erreicht** wird. Andererseits betonte sie während der **Pressekonferenz** mehrfach, dass die **EZB datenabhängig** bleibt und einen Ansatz von Sitzung zu Sitzung verfolgen wird. Dies zeigt, dass sie hinsichtlich des weiteren Tempos vorsichtig bleibt. Die **Prognosen** für **2025** wurden für das **Wachstum** und die **Gesamtinflation** nach **unten korrigiert**, was weitere **Zinssenkungen** unterstützt. Die Tatsache, dass im Statement der Satz „[Die EZB] wird die Leitzinsen ausreichend restriktiv halten ... um dieses Ziel zu erreichen“ gestrichen wurde, hat Diskussionen ausgelöst, ob die **EZB** die **Zinssätze** unter das **neutrale Niveau senken** würde, was die Märkte zu erwarten scheinen.

Wir erwarten **zwei weitere Zinssenkungen** im **ersten Quartal 2025**. Dies könnte bereits das Ende des Zyklus sein, da die Inflation möglicherweise nicht so freundlich verläuft, wie die EZB prognostiziert. Unsere Gründe für diese **pessimistischere Sicht** auf die **Inflation** sind ein **schwächerer Euro**, **Vergeltungsmaßnahmen** gegen die **USA** und **überdurchschnittliche Lohnerhöhungen**, die die **Dienstleistungsinflation** stärker beeinträchtigen könnten.

Highlights der Sitzung des EZB-Rats am 12. Dezember 2024 (Teil II)

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

Zur Prognose: Die EZB hat ihre Wachstums- und Inflationsprognose für dieses Jahr gesenkt. Obwohl die Inflationsgefahr noch besteht, nehmen die Rezessionsrisiken zu, bedingt durch politische Unsicherheiten in Frankreich und Deutschland sowie mögliche US-Zölle auf europäische Exporte.

Anmerkung: Die Senkung der Wachstums- und Inflationsprognosen stärkt sicherlich das Argument für Zinssenkungen, die tiefer ausfallen könnten als angenommen. Die Märkte preisen tatsächlich eine Zinssenkung um 50 Basispunkte im Januar ein. Lagarde betonte, dass die Inflationsprognose zum sechsten Mal in Folge eine Annäherung an 2 % zeigt, was das Vertrauen der EZB in das rechtzeitige Erreichen des Ziels unterstreichen sollte.

Zu den Abwärtsrisiken: „Die Risiken für das Wirtschaftswachstum bleiben nach unten geneigt.“ „... das Risiko für die Inflation [ist] ... mehr zweiseitig als ... zuvor.“

Anmerkung: Diese Aussagen unterstützen die Ansicht des Marktes, dass Lagarde zu aggressiveren Zinssenkungen im nächsten Jahr neigt. Aber Lagarde sagte auch in Bezug auf die Inflation: „Wir sind noch nicht fertig, seien wir ehrlich, man muss sehr vorsichtig sein.“

Highlights der Sitzung des EZB-Rats am 12. Dezember 2024 (Teil III)

Zum neutralen Zinssatz: „... wir werden [über den neutralen Zinssatz] zu gegebener Zeit diskutieren, ... und die Zahlen ... die von den Mitarbeitern in diesem Bericht genannt wurden, variierten von 1,75 % bis 2,5 %.“

Anmerkung: Bisher war Lagarde sehr vorsichtig, sich auf eine Schätzung des neutralen Zinssatzes zu beziehen. Die Tatsache, dass sie dies diesmal tat und dass das obere Ende des neutralen Zinssatzes bei 2,5 % gesehen wird, könnte als Hinweis darauf gesehen werden, dass die Zinssätze unter dieses Niveau fallen könnten, ohne notwendigerweise expansiv zu sein.

Zum Einfluss von Zöllen: [Zölle] haben einen Einfluss auf die Inflation, der kurzfristig weitgehend ungewiss ist. Es ist wahrscheinlich netto inflationär ... [und] wird von der Reichweite der Maßnahmen, den Vergeltungsmaßnahmen ... und der Umleitung des Handels abhängen.

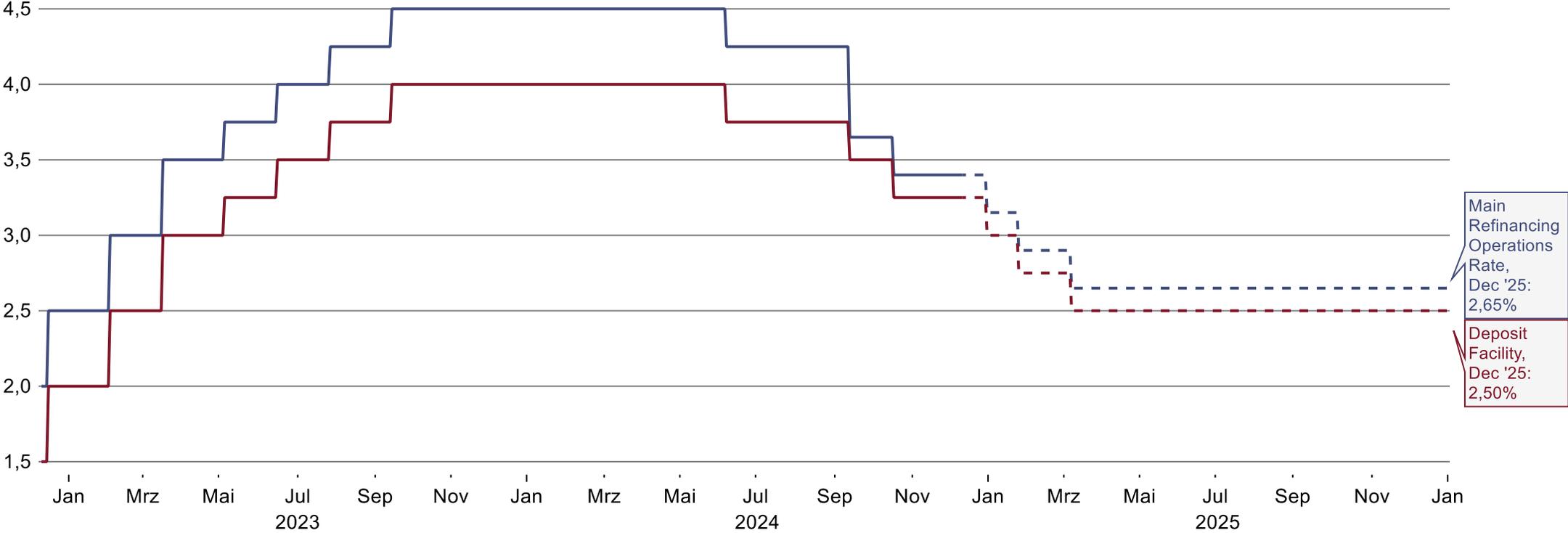
Anmerkung: Es scheint, dass Lagarde sich nicht allzu sehr um den inflationären Einfluss von Zöllen sorgt, was Sinn ergibt, da der isolierte Effekt der US-Zölle eher deflationär ist (geringere Exporte von der EU in die USA). Es sollte nur dann inflationär werden, wenn die EU Vergeltungsmaßnahmen ergreift und beginnt, Zölle gegen die USA zu verhängen (was wir erwarten).

Zum Euro-Wechselkurs: „... Wechselkurs und Schwankungen haben einen Einfluss auf die Inflation und wir achten darauf.“

Anmerkung: Die EZB berechnete ein Risikoszenario, bei dem der Euro im Durchschnitt für 2025 und 2026 bei 1,03 liegt. Dies würde die Inflation im Vergleich zum Basisszenario um 0,1 Prozentpunkte erhöhen. Das bedeutet jedoch, dass ein Euro, der auf Parität oder darunter fällt, die Inflation leicht um 0,2 Prozentpunkte oder etwas mehr erhöhen könnte.

HCOB-Zinsprognose: Wir erwarten im Januar und März jeweils eine Zinssenkung um 25 BP.

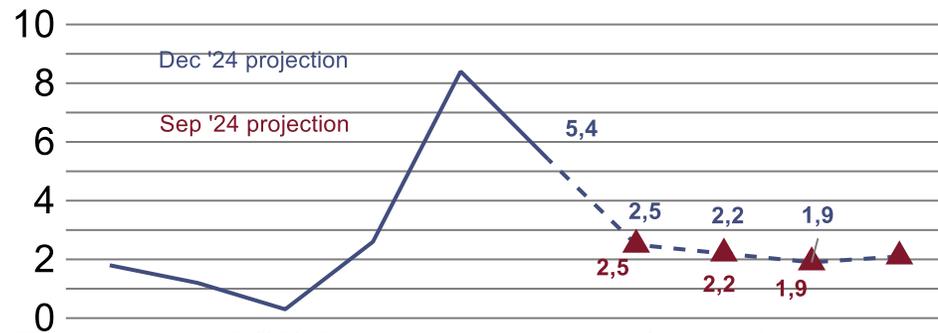
ECB policy rates and forecasts of HCOB Economics



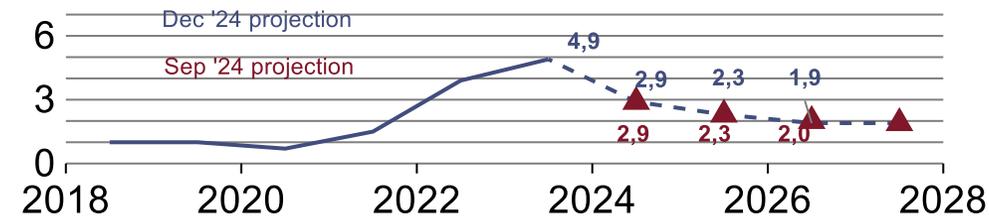
Source: Macrobond, HCOB Economics

Projektionen der EZB-Experten aus dem Dezember: Die Projektionen für die Gesamtinflationsrate wurden um den Wert 0,1 nach unten angepasst.

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

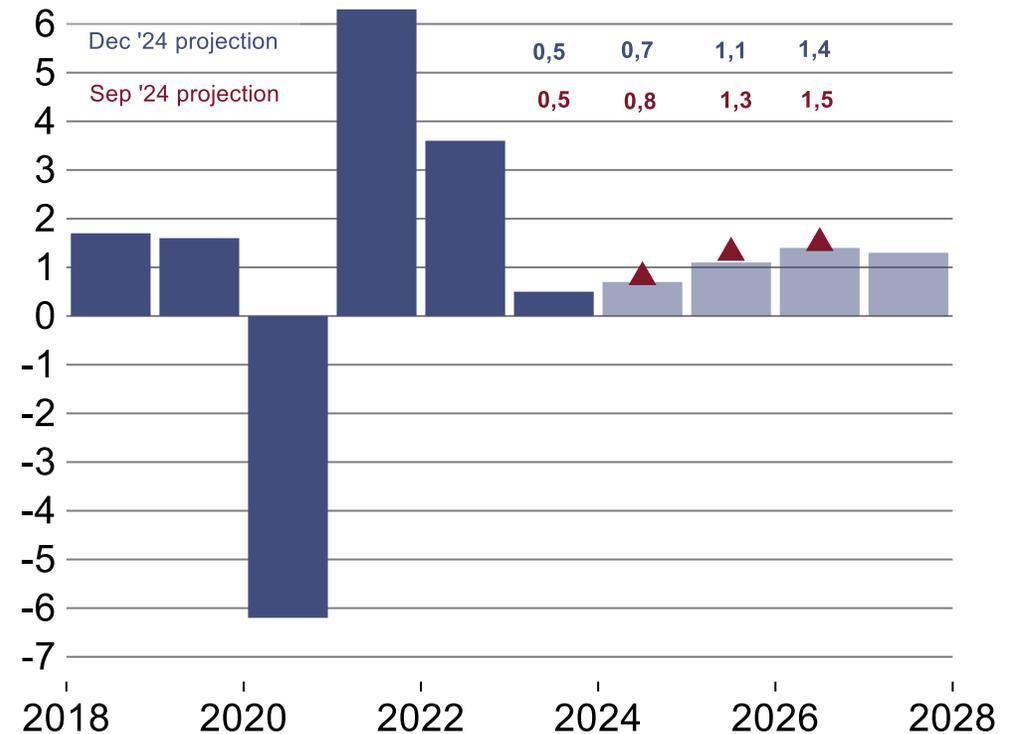


Euro Area, ECB Macroeconomic Projections, Inflation HICP core (ex energy and food) YoY (yearly average)



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

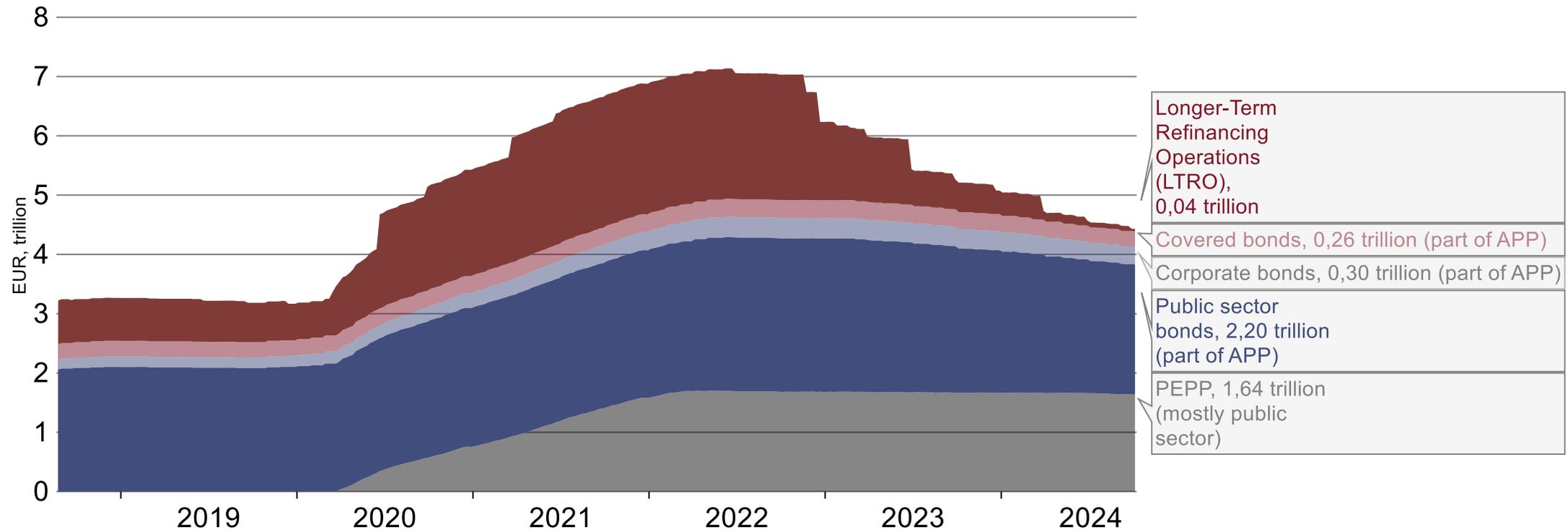
Euro Area Staff Projections, GDP



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

"Quantitative Straffung": Das Tapering des PEPP begann 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 18. Dezember 2024)**
 - Hauptrefinanzierungssatz: 3,15 %
 - Zinssatz für die Einlagefazilität: 3,00 %
- **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 in diesem Jahr 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	Boštjan Vasle	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✗
Slovakia	Peter Kažimír	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓
Finland	Olli Rehn	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✓

*Temporarily steps in for Edward Scicluna

Links zu den Dokumenten der EZB-Sitzung vom 12. Dezember 2024

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)

[Macroeconomic projections \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

Kontaktpersonen

Bearbeitung und Versand

Wirtschaft

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

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: 13. Dezember 2024

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.