

EZB-Entscheidung in Charts

Klare Signale für weitere Zinssenkungen

Einordnung der EZB-Sitzung vom 12. September 2024

Economics

13. September 2024

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

Die EZB hat den Zinssatz für die Einlagefazilität, wie allgemein erwartet, um 25 Basispunkte auf 3,50 % gesenkt (Hauptrefinanzierungssatz auf 3,65 %). Diese Entscheidung wurde einstimmig getroffen.

Die Erklärung von EZB-Präsidentin Christine Lagarde und die Pressekonferenz machten deutlich, dass in diesem Jahr mit weiteren Zinssenkungen zu rechnen ist. Dies wurde deutlich, als Lagarde die früheren Prognosen der Experten für die Gesamtinflation bestätigte (die besagen, dass das Inflationsziel bis Ende 2025 erreicht wird) und die Prognose für die Kerninflation nahezu unverändert ließ (nur um 0,1 Prozentpunkte nach oben korrigiert). Allerdings war Lagarde nicht ganz zufrieden und zeigte eine gewisse Nervosität, als sie über die Dienstleistungsinflation sprach, die mit über 4 % sehr hartnäckig bleibt. Wir gehen davon aus, dass die nächsten Zinssenkungen im Oktober und Dezember erfolgen werden und ändern damit unsere frühere Einschätzung, dass es aufgrund der überraschend schlechten Wirtschaftsdaten im Euroraum keine weiteren Zinssenkungen geben wird. Wir sind jedoch nach wie vor skeptisch, ob die Inflation im Jahr 2025 wirklich zurückgehen wird - wie in den EZB-Projektionen erwartet - um eine Reihe weiterer Zinssenkungen im nächsten Jahr zu rechtfertigen.

Höhepunkte der Sitzung des EZB-Rats am 12. September 2024 (Teil II)

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

Neue von den EZB-Experten erstellte Projektionen für Inflation und Wachstum

(annual percentage changes, revisions in percentage points)

	September 2024				Revisions vs June 2024			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
Real GDP	0.5	0.8	1.3	1.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
HICP	5.4	2.5	2.2	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0
HICP excluding energy and food	4.9	2.9	2.3	2.0	0.0	0.1	0.1	0.0

Einordnung: Diese **neuen Prognosen der Experten** unterstreichen den Wunsch der EZB, die Zinssätze weiter zu senken. Die Experten haben an ihrer **Prognose für die Gesamtinflation festgehalten**, was bedeutet, dass sie zuversichtlich sind, dass die Inflation bis Ende nächsten Jahres das Ziel erreichen wird. Noch wichtiger ist, dass die **prognostizierte Kernrate**, die weiterhin sehr hoch ist und im September 2024 wahrscheinlich auf über 3 % steigen wird, für 2025 **nur um 0,1 Prozentpunkte nach oben korrigiert** wurde. Somit bietet die Prognose der Kernrate kein Futter für Kritiker von Zinssenkungen.

Auf die Frage nach der Entwicklung der **Dienstleistungsinflation**, die einen wesentlichen Einfluss auf die Kerninflation hat, **reagierte Lagarde** jedoch **etwas nervös**, da diese Inflation weiterhin über 4 % liegt. Es wird sehr stark von der Entwicklung dieser Komponente der Gesamtinflation abhängen, ob das Inflationsziel erreicht werden kann. Eine Disinflation im Dienstleistungssektor wird nur dann eintreten, wenn es eine “Mäßigung der Löhne, ... sinkende Gewinnmargen und eine Steigerung der Produktivität” gibt. Lagarde behauptet, dass die Trends in die **richtige Richtung** weisen, klang aber nicht völlig überzeugt.

Höhepunkte der Sitzung des EZB-Rats am 12. September 2024 (Teil III)

Ansatz “Meeting by Meeting”? “Wir werden auch weiterhin einen datenabhängigen und Meeting-by-Meeting-Ansatz verfolgen ...”

Einordnung: Dies **klingt nicht sehr glaubwürdig**, da die neuen Prognosen von Lagarde sehr stark hervorgehoben wurden. Um es in den Kontext zu setzen: In den Jahren 2021/2022 verließ sich die EZB in hohem Maße auf die Prognose, dass die Inflation zurückgehen und dass der Inflationsschub nur vorübergehend sein würde. Dies erwies sich als falsch. Die EZB reagierte und hob die Zinsen an und machte seitdem deutlich, dass sie datenabhängig ist und sich nicht mehr so sehr auf Prognosen verlässt. **Das scheint sich jetzt zu ändern**, so wie Zentralbanken sich bei ihrer Geldpolitik üblicherweise auf Prognosen stützen. Dennoch birgt diese **Politik einige Risiken**, insbesondere die Gefahr, dass die Inflation aufgrund externer Faktoren wie einem Ölpreisanstieg wieder anzieht. Das ist vielleicht der Grund, warum die EZB diesen Systemwechsel **nicht so aggressiv** kommuniziert (der vielleicht außerdem noch nicht von allen EZB-Ratsmitgliedern geteilt wird).

Zu den Risiken: “Die Risiken für das Wirtschaftswachstum sind nach wie vor eher abwärts gerichtet”

Einordnung: Dies unterstreicht die Sicht, dass die EZB weitere Zinssenkungen durchführen möchte.

Höhepunkte der Sitzung des EZB-Rats am 12. September 2024 (Teil IV)

Zum neutralen Zinssatz (d.h. dem Zinssatz, der weder expansiv noch restriktiv wirkt): “Ich werde Ihnen keine Vorstellung davon geben, wo r^* (der natürliche Zinssatz) liegt ... Wir werden es, je näher wir ihm kommen, sicherlich besser wissen.”

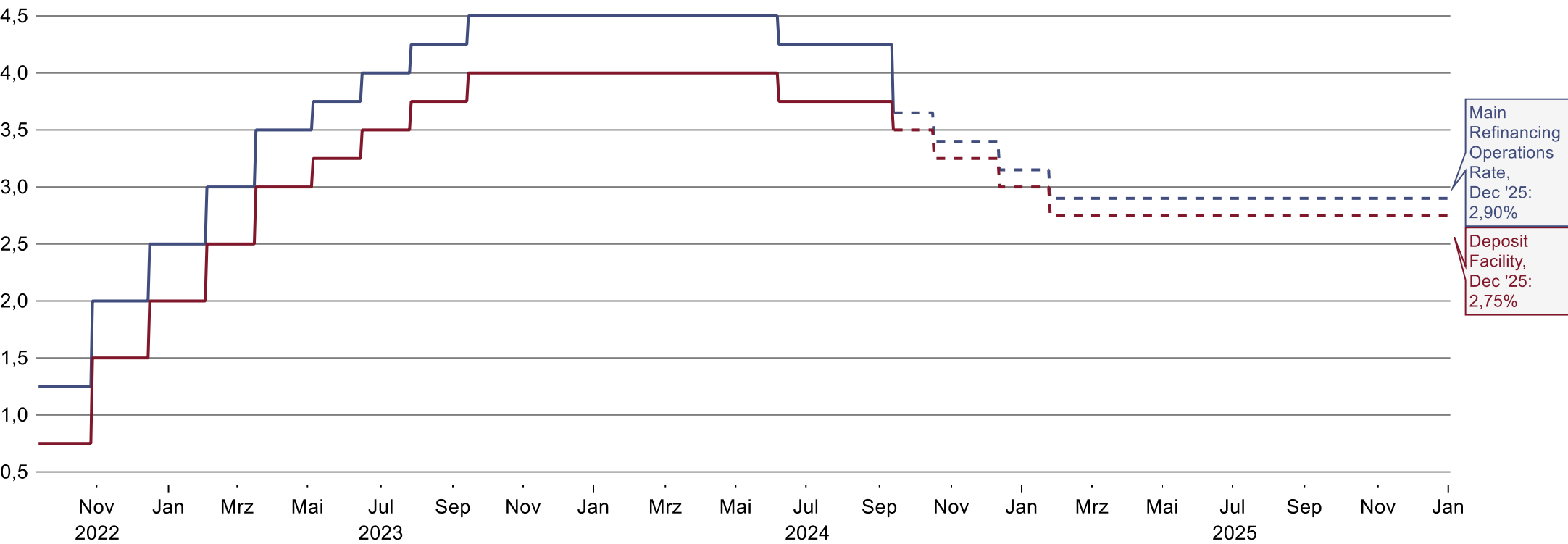
Einordnung : Andere Mitglieder der EZB sind offener, was den neutralen Zinssatz angeht, und sehen ihn bei 2 bis 2,5 %. Dies würde bedeuten, dass es noch Spielraum für Senkungen gibt, aber nur, wenn sich die Inflation so verhält, wie von der EZB erwartet (was wir für zu optimistisch halten).

Über den Draghi-Bericht (der diese Woche mit Vorschlägen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit der EU veröffentlicht wurde): “Es ist ein beeindruckender Bericht ... er weist auf strukturelle Reformen hin, ... die äußerst hilfreich sein könnten, um Europa zu stärken, aber auch für uns als Zentralbank, um bessere Ergebnisse in unserer Geldpolitik zu erzielen.”

Einordnung : Lagarde hat sich ungefragt zu diesem Thema geäußert, was zeigt, dass sie diesem Bericht große Bedeutung beimisst. Ihre Befürwortung zeigt auch, dass sie Draghis Vorschlag von “Safe Assets” zu befürworten scheint, bei denen es sich im Grunde um Eurobonds oder gemeinsame Schulden handelt. Für den Fall, dass die EZB wieder auf die QE-Politik setzt, würden solche Anleihen für geldpolitische Zwecke viel besser funktionieren als die nationalen Anleihen. Mit der derzeitigen deutschen Regierung und insbesondere mit der Haltung der FDP gibt es jedoch keine Chance, “Safe Assets” durchzusetzen.

HCOB-Zinsprognose: Wir haben unsere Prognose nach unten korrigiert, da die EZB von einem datenabhängigen Ansatz abgerückt ist (auch wenn sie dies nicht ausdrücklich sagt).

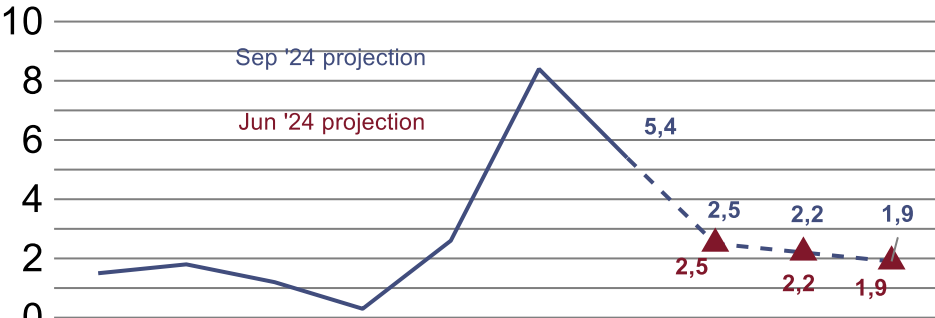
ECB policy rates and forecasts of HCOB Economics



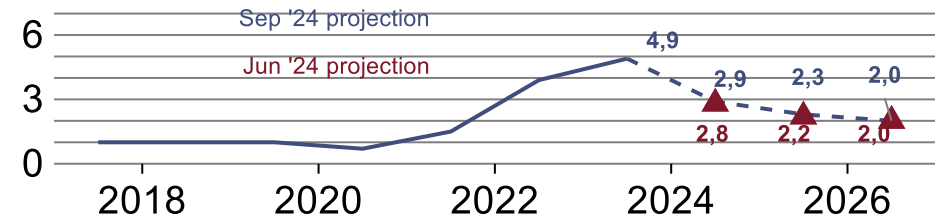
Source: Macrobond, HCOB Economics

Projektionen der EZB-Experten: Neue Prognosen korrigieren Kernrate leicht nach oben, Wachstum etwas nach unten.

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

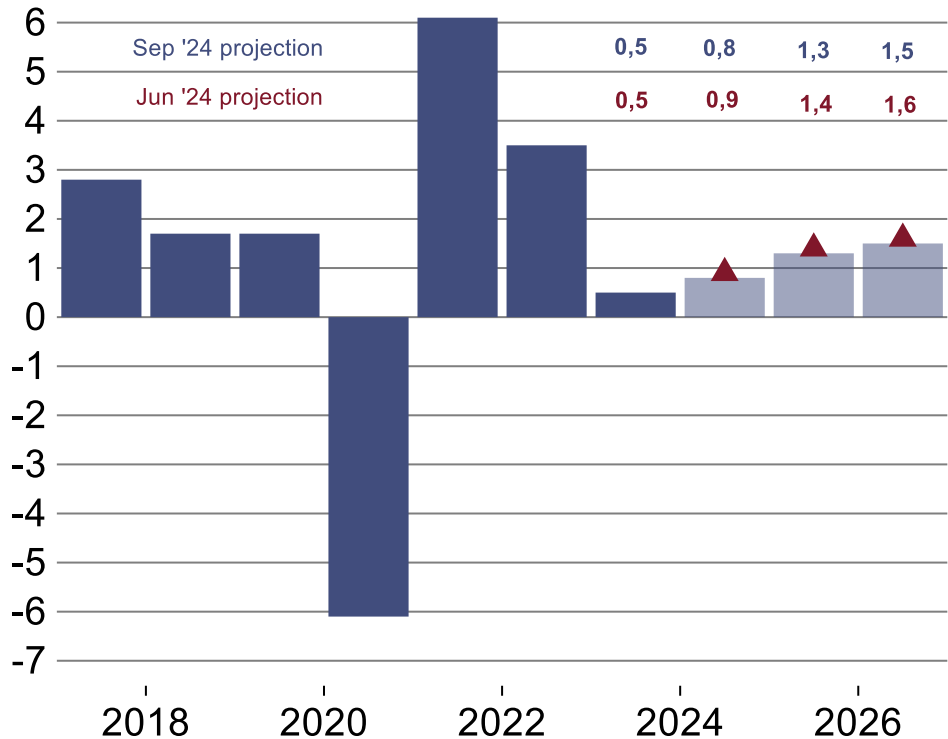


Euro Area, ECB Macroeconomic Projections, Inflation HICP core (ex energy and food) YoY (yearly average)



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

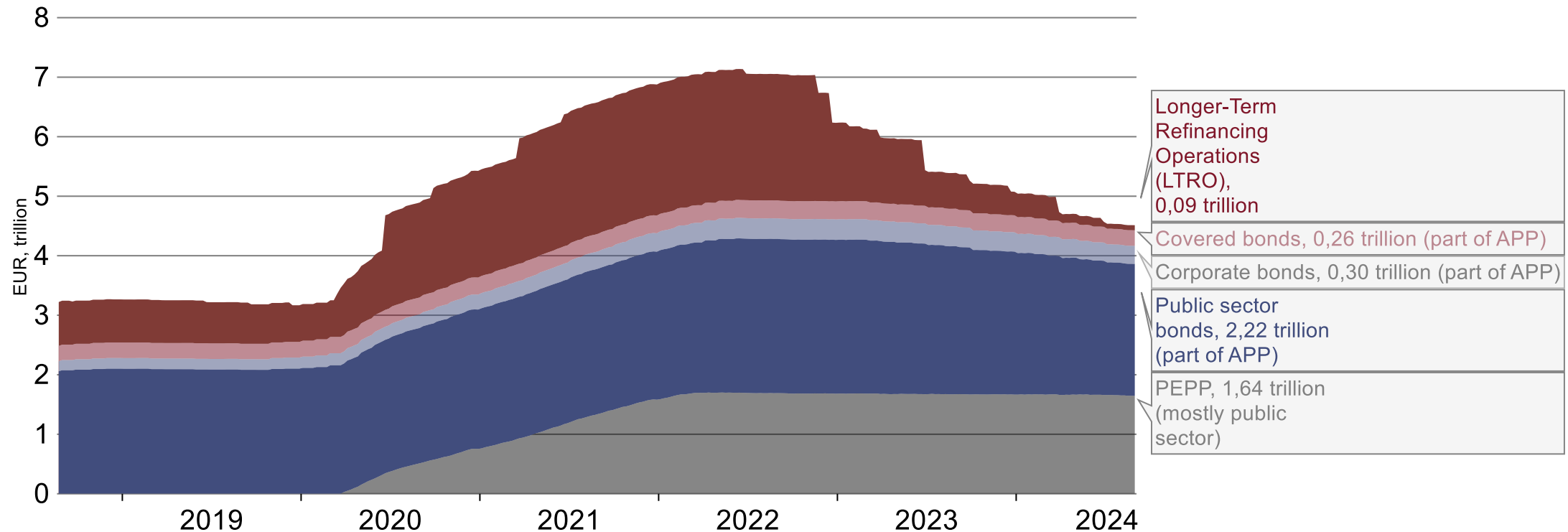
Euro Area Staff Projections, GDP



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

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

Daten zur ausstehenden Rückzahlung

Geldpolitische Instrumente auf einen Blick

- **Leitzinssätze (mit Wirkung vom 18. September 2024)**
 - Hauptrefinanzierungssatz: 3,65 % (da bereits vor Monaten beschlossen wurde, den Abstand zwischen dem Satz der Einlagefazilität und dem Hauptrefinanzierungssatz auf 15 Basispunkte zu verringern)
 - Zinssatz für die Einlagefazilität: 3,50%.
- **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 laufen dieses Jahr aus
- **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	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 Makhoul	✗	✗	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗
Greece	Yannis Stournaras	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✗
Spain	José Luis Escrivá	✓	✗	✓	✓	✗	✓	✓	✗	✓	✓	✓
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 12. September 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)

[ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2024 \(europa.eu\)](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

Redaktionsschluss für diese Ausgabe: 13. September 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

Weitere Kontaktpersonen

Capital Markets Sales

Fritz Bedbur

Telefon: +49 151 14651131

Boris Gettkowski

Telefon: +49 175 2281619

Thomas Benthien

Telefon: +49 151 14833046

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.