

EZB-Entscheidung in Charts

„Wir sind nicht kalenderfixiert, sondern datenabhängig“

Einordnung der EZB-Sitzung vom 25. Januar 2024

Economics

26. Januar 2024

Highlights der EZB-Ratssitzung vom 25. Januar 2024 (Teil I)

Wie erwartet, hat die EZB bei ihrer Sitzung am 25. Januar die Leitzinsen **unverändert** bei 4,00 % (Einlagefazilität) und 4,50 % (Hauptrefinanzierungssatz) gelassen. Auf die Frage, ob sie an ihrer Aussage festhalte, dass eine Zinssenkung erst im Sommer erfolgen werde, bestätigte Christine Lagarde dies. Sie betonte jedoch auch, dass die EZB weiterhin datenabhängig handle und verwies auf neue Prognosen im März. Damit hat sie darauf verzichtet, den Markterwartungen besonderes energisch zu widersprechen, die eine Zinssenkung bereits im April antizipieren. Wir bleiben bei unserer Prognose einer ersten Zinssenkung Anfang Juni (obwohl dann erst meteorologisch, aber noch nicht kalendarisch Sommer ist).

Insgesamt hat Lagarde nicht so sehr auf die Zinssenkung im Sommer bestanden. Sie hat allerdings auch nicht die Tür für eine Zinssenkung im April geöffnet. Wir prognostizieren weiterhin für Juni eine Lockerung der Geldpolitik.

Die Ankündigungen im Einzelnen (Zitate sind in Anführungszeichen und von Christine Lagarde, es sei denn, es wird auf jemand anderen verwiesen):

Über Zinssenkungen und die Frage, ob Zinssenkungen erst im Sommer stattfinden werden: „... der Konsens (...) des EZB-Rats war, dass es verfrüht ist, über Zinssenkungen zu diskutieren.“ „Ich bleibe normalerweise bei meinen Äußerungen [über Zinssenkungen im Sommer].“ „Wir sind nicht kalenderfixiert (...), sondern haben unsere Datenabhängigkeit bekräftigt.“

Einordnung: Angesichts der schwachen Wirtschaftsdaten aus Deutschland (der jüngst veröffentlichte ifo-Index ist am 25. Januar gesunken und die Einkaufsmanagerindizes liegen weiterhin unter 50) klang Lagarde weniger entschlossen, sich gegen frühe Zinssenkungen auszusprechen.

Highlights der EZB-Ratssitzung vom 25. Januar 2024 (Teil II)

Zur Inflationsentwicklung: „Sie werden gesehen haben, dass die Dezemberzahlen [höher] sind. [Aber ... das ändert nichts an der Ansicht (...), dass der Disinflationsprozess im Gange ist.“

Einordnung: Auch hier sieht es so aus, als ob die Inflation für Lagarde weniger ein Problem darstellt.

Über Lieferkettenengpässe und deren Risiko für die Inflation: „Der Anteil der [See-]Frachtkosten liegt bei etwas mehr als 1,5 % der Gesamtkosten.“ „Das hat eine moderate Auswirkung.“

Einordnung: Offenbar will Lagarde die möglichen Auswirkungen der Probleme im Roten Meer auf die Inflation herunterspielen. Das ist vielleicht richtig, denn die (Fracht-)Schiffe fahren mit einer höheren Geschwindigkeit, wenn sie die Route um das Kap der Guten Hoffnung nehmen, wodurch sich die Reisezeit nur um sieben Tage verlängert (bei normaler Geschwindigkeit würde diese bis zu zehn Tage länger dauern). Die höheren Treibstoffkosten je Schiff von etwa 1 Mio. US-Dollar werden teilweise durch den Wegfall der Suezkanalgebühren ausgeglichen, die im Einzelfall leicht 0,5 Mio. US-Dollar übersteigen können.

Zu den Arbeitskosten: „Die hohe Lohnsteigerungsrate und die sinkende Arbeitsproduktivität halten den Preisdruck im Inland hoch, auch wenn diese beiden Faktoren nachzulassen beginnen. Gleichzeitig haben niedrigere Stückgewinne begonnen, den inflationären Effekt der steigenden Lohnstückkosten abzuschwächen.“

Einordnung: Lagarde geht in der Pressekonferenz mindestens fünf Minuten lang auf die Löhne und die entsprechenden Daten ein. Das zeigt und bestätigt, dass die Lohndaten bei der Entscheidungsfindung eine große Rolle spielen. Viele andere EZB-Mitglieder, darunter auch Chefvolkswirt Lane, haben betont, dass bis Juni die relevanten Daten vorliegen sollten, so dass man dann besser verstehen könne, wohin sich die Löhne entwickelten. Dies würde dafür sprechen, dass die erste Zinssenkung nicht vor Juni erfolgen wird.

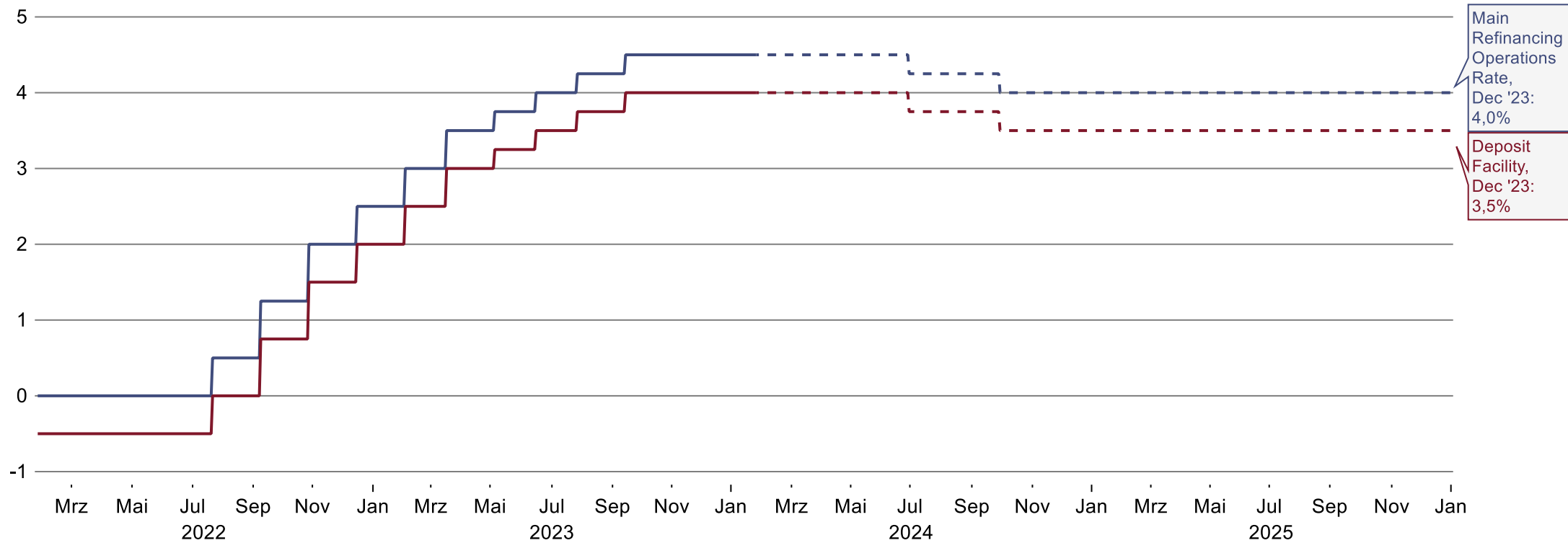
Highlights der EZB-Ratssitzung vom 25. Januar 2024 (Teil III)

Zum Wirtschaftswachstum: „Die Wirtschaft im Euroraum dürfte im letzten Quartal 2023 stagniert haben. Die eingehenden Daten signalisieren weiterhin Schwäche in der nahen Zukunft. Einige vorausschauende Indikatoren deuten jedoch auf eine Belebung des Wachstums in der Zukunft hin.“ „Die Risiken für das Wirtschaftswachstum sind nach wie vor eher abwärts gerichtet ...“

Einordnung: Die Sicht, dass sich das Wachstum beleben wird, klingt ziemlich optimistisch, was offenbar auf die jüngsten PMI-Indikatoren zurückzuführen ist, die sich aufgrund des Anstiegs des Index für das Verarbeitende Gewerbe etwas verbessert haben. In der Tat war der HCOB Flash PMI für das Verarbeitende Gewerbe nicht allzu schlecht, da der Gesamtindex zum dritten Mal in Folge gestiegen ist und auch der zusammengesetzte Produktionsindex einen Aufwärtstrend aufweist. Dennoch blieben beide deutlich unter der Expansionsschwelle.

Zinsprognose der HCOB: Wir erwarten zwei Leitzinssenkungen in 2024, die Forward-Märkte haben hingegen fünf bis sechs Zinssenkungen eingepreist.

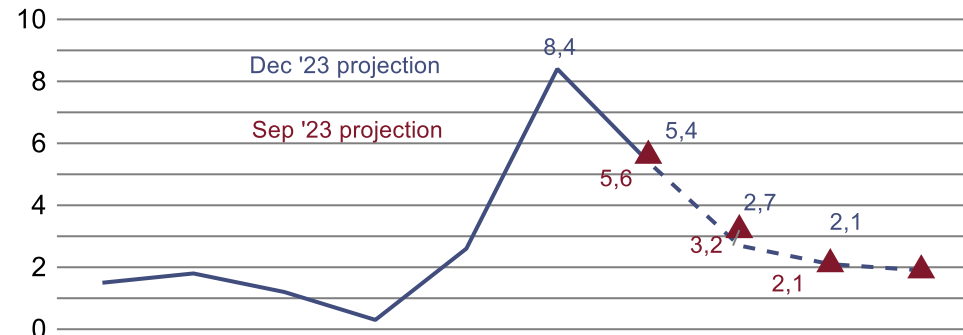
ECB policy rates and forecasts of HCOB Economics



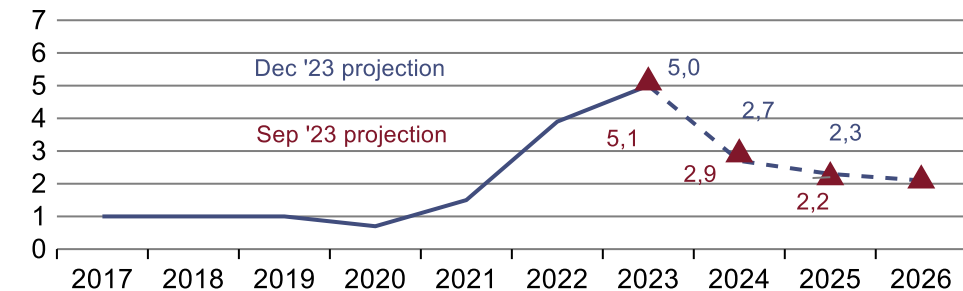
Source: Macrobond, HCOB Economics

Projektionen des EZB-Stabes vom Dezember 2023 im Vergleich zu den Projektionen vom September 2023: Inflation und Wachstum wurden nach unten angepasst.

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

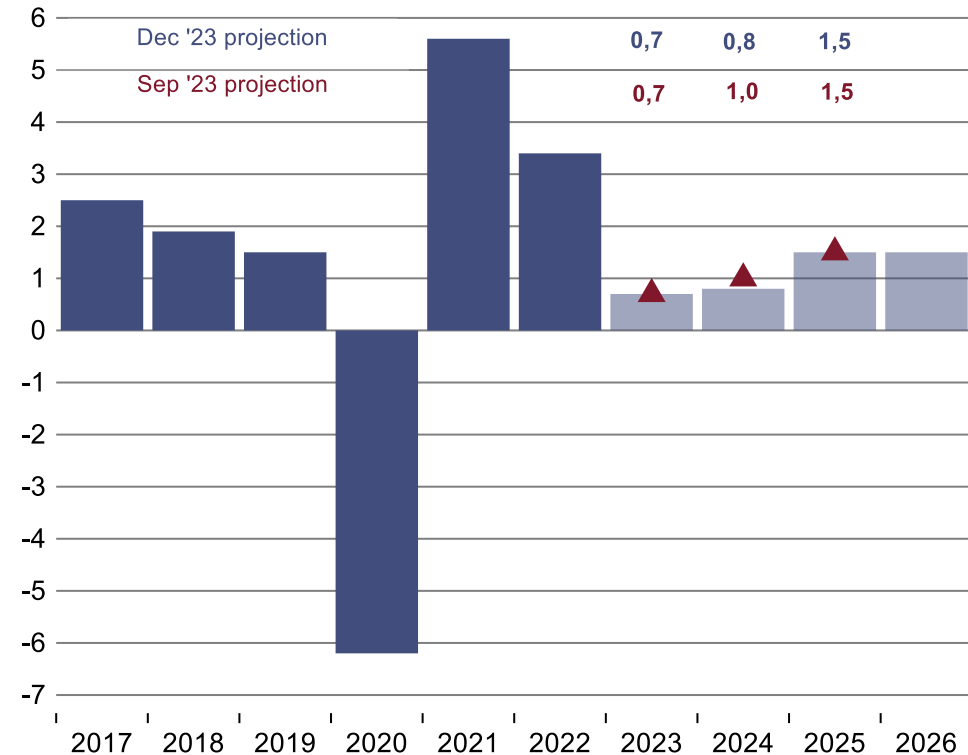


Euro Area, ECB Macroeconomic Projections, Inflation HICP core (ex energy and food) YoY (yearly average)



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

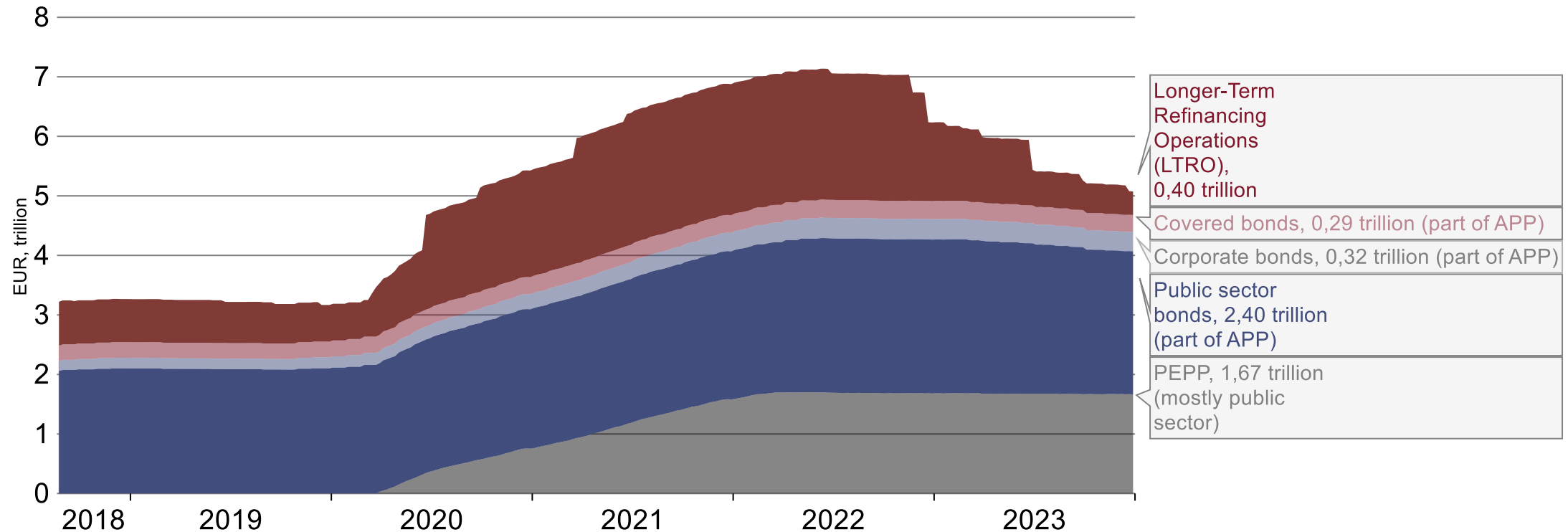
Euro Area Staff Projections, GDP



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

"Quantitative Tightening": Tapering beim PEPP-Programm beginnt im Juli 2024.

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



Source: Macrobond, HCOB Economics, ECB

Rückzahlungsdaten für die TLTRO III-Geschäfte

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

Geldpolitische Instrumente auf einen Blick

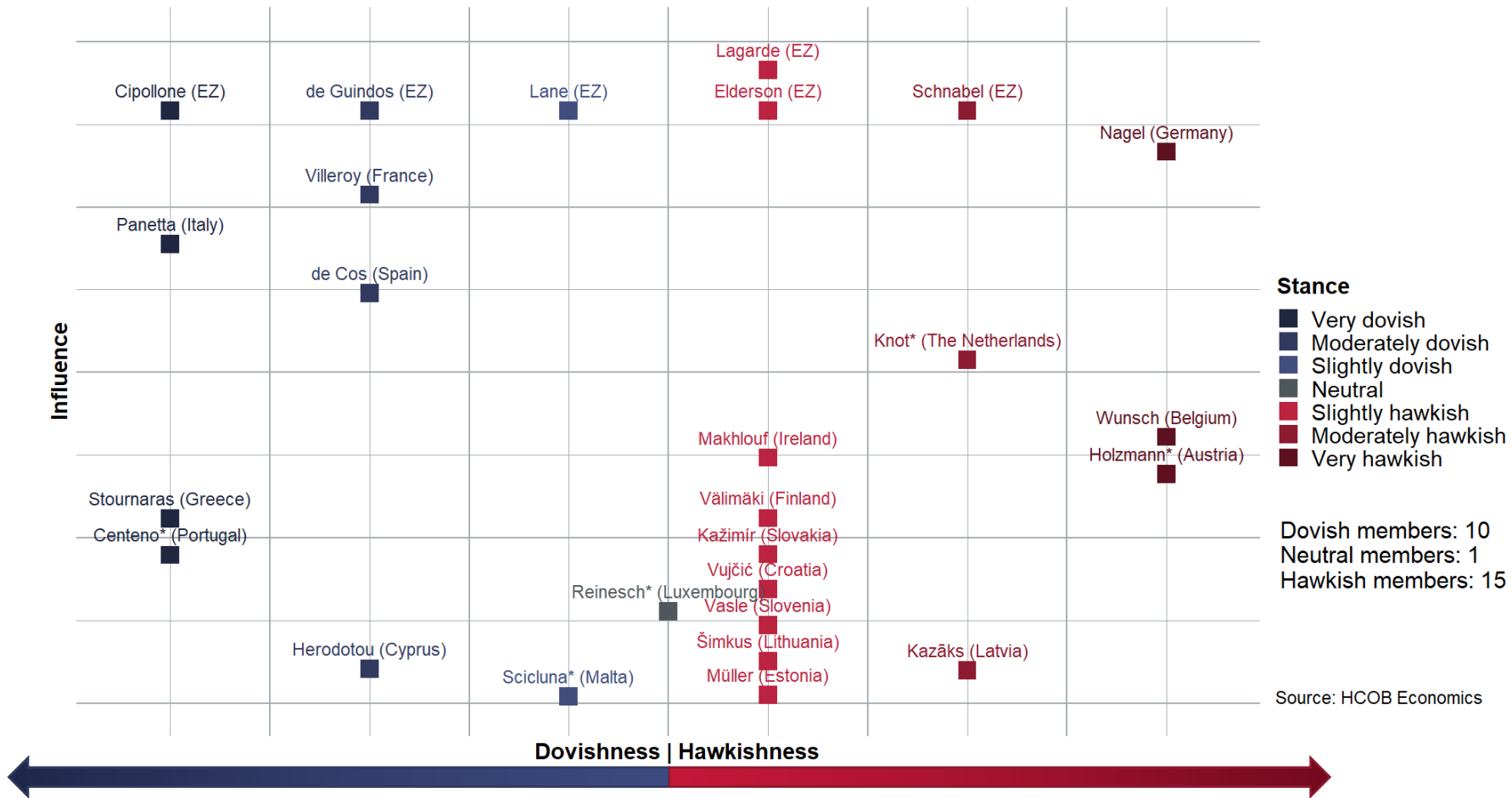
- **Leitzinsen (unverändert seit 20. September 2023):**
 - Hauptrefinanzierungssatz: 4,50 %.
 - Zinssatz für die Einlagefazilität: 4,00 %.
 - EZB-Rat entscheidet in Abhängigkeit der relevanten Daten von Sitzung zu Sitzung.
- **Transmission protection instrument (TPI)**
 - Dieses Programm kann nach Maßgabe der EZB aktiviert werden im Falle einer "ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamik", die eine "ernsthafte Bedrohung für die Übertragung der Geldpolitik" darstellt.
 - Aktivierung bedeutet, dass Anleihen von bestimmten Euroländern ohne eine festgelegte Beschränkung des Volumens gekauft werden können.
 - Die EZB hat Bedingungen formuliert, unter denen das TPI verwendet werden kann (unter anderem Einhaltung der EU-Fiskalregeln).
- **APP (Asset Purchase Programme)**
 - Seit Juli 2023 werden die Fälligkeiten nicht mehr reinvestiert, sodass das Portfolio nunmehr im Monat um durchschnittlich 25 Mrd. Euro schrumpft.
- **PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) ist auf Nettobasis im März 2022 beendet worden.**
 - Mittelausstattung: EUR 1,85 Bio., wovon EUR 1,70 Bio. verwendet wurden.
 - Beschluss vom 14.12.2024: Vollständige Reinvestition von PEPP-Vermögenswerten bis Juni 2024. Von Juli bis Dezember 2024 Reinvestition von der Hälfte der Fälligkeiten. Ab Januar 2025 keine Reinvestitionen mehr.
- **TLTRO (Gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte)**
 - TLTRO III: Änderungen der Konditionen der TLTRO-Geschäfte wurden 2022 beschlossen.

Stimmrechte (rotierendes Verfahren unter den Notenbankpräsidenten): Piero Cipollone ist seit Dezember 2023 neues Direktoriumsmitglied.

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 Stournaras	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✗
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	Tuomas Vähimäki*	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓	✓	✗	✓

* replaces Olli Rehn until January 30, 2024

Unsere Einschätzung der grundsätzlichen Ausrichtung der EZB-Ratsmitglieder



Note: Influence gauge is based on share of eurozone GDP. Governing Council members with no voting rights on January 25, 2024 are marked with a superscript star.

Links zu den Dokumenten der EZB-Sitzung vom 25. Januar 2024

Hauptseite:

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

Weitere Links zur aktuellen Sitzung:

[Combined monetary policy decisions and statement \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/2024/0125/combined-monetary-policy-decisions-and-statement/html/index.en.html)

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

Associate 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: 26.01.2024

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.