

# ECB Watcher

**EZB peilt Juni für Zinswende an**

HCOB Economics

5. April 2024

Dr. Cyrus de la Rubia / Nils Müller

# Executive Summary: EZB peilt Juni für Zinswende an (I)

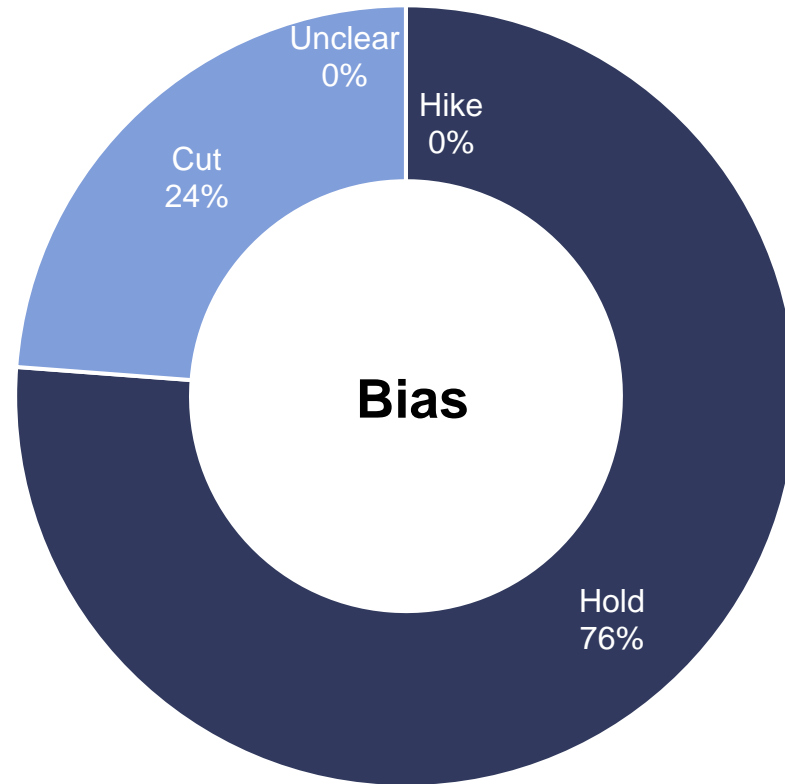
- Bei der bevorstehenden Sitzung am 11. April wird die EZB die Leitzinsen voraussichtlich unverändert lassen. Dies wird von etwa drei Viertel des EZB-Rats signalisiert. Das verbleibende Viertel könnte sich für eine Zinssenkung bei der nächsten Sitzung einsetzen. Um zu diesem Ergebnis zu kommen, haben wir wieder zahlreiche Reden und Interviews der EZB-Ratsmitglieder analysiert (siehe Anhang „One person, one quote“).
- Lange galt der April an den Terminmärkten als möglicher Zeitpunkt für eine erste Leitzinssenkung der EZB. Nun scheint der April aber endgültig als Option für die erste Zinssenkung ausgeschlossen zu sein. Stattdessen rückt der Juni immer mehr in den Fokus des EZB-Rats. Die Mehrheit des Rats hat in ihren Reden mehr oder weniger deutlich klargemacht, dass sie zumindest bis Juni abwarten möchte, um neue Entscheidungen zu treffen.
- Wir erwarten, dass die EZB die Leitzinsen, die derzeit bei 4,00 % (Zinssatz für die Einlagefazilität) und 4,50 % (Hauptfinanzierungssatz) liegen, im Juni um jeweils 25 Basispunkte senken wird. Damit bleibt unsere Prognose seit Anfang Dezember 2023 unverändert.
- Der EZB-Vizepräsident Luis de Guindos fasste den derzeitigen Konsens der EZB treffend zusammen: „Die Entwicklung der Löhne und Gehälter ist von entscheidender Bedeutung und die meisten Tarifverträge werden in den ersten Monaten dieses Jahres abgeschlossen worden sein. Wir werden im Juni mehr Informationen haben. [...] Im Juni werden wir auch unsere neuen Projektionen haben und bereit sein, diese zu diskutieren.“ Ähnliche Aussagen wurden auch von anderen Mitgliedern des EZB-Rats gemacht, darunter die EZB-Chefin Christine Lagarde, der spanische Notenbankchef Pablo Hernández de Cos sowie der niederländische Notenbankchef Klaas Knot.
- Es ist bemerkenswert, dass sich die EZB-Mitglieder in jüngster Zeit relativ offen zum Thema Zinssenkungen geäußert haben, während sie vor wenigen Monaten noch dazu schwiegen. Grund für die neue Offenheit sind die derzeitigen niedrigen Inflationszahlen. Im März lag die Teuerungsrate der Eurozone mit 2,4 % YoY deutlich unterhalb der Erwartung von 2,6 % YoY. Trotzdem sollte man die Aussagen der EZB-Mitglieder nicht als verbindliche „Forward Guidance“ interpretieren, denn wie auch immer noch von ihnen betont wird, wird die EZB weiterhin vorsichtig und in einem datenbeobachtenden Modus bleiben.

## Executive Summary: EZB peilt Juni für Zinswende an (II)

- Wer aber im EZB-Rat möchte die Leitzinsen schon im April einen Schritt weiter unten sehen? Zu dieser Gruppe gehören die etwas „dovisheren“ Personen im Rat, d.h. diejenigen, die eine höhere Toleranz gegenüber einer Abweichung vom Inflationsziel von 2 % haben. Die Tatsache, dass ein Viertel des Gremiums für eine Zinssenkung im April plädiert hat, kann als Indikator für eine bevorstehende Trendwende in der europäischen Zinspolitik interpretiert werden. Es bleibt jedoch abzuwarten, wie sich die Diskussionen innerhalb des EZB-Rats weiterentwickeln und wie sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den kommenden Monaten ändern werden.
- Mehrere EZB-Ratsmitglieder betonten, dass die Entscheidungen der Europäischen Zentralbank unabhängig von denen der US-Zentralbank Federal Reserve sind. Olli Rehn, der finnische Vertreter im EZB-Rat, wies darauf hin: „Es gab Stimmen in der Debatte, die behaupteten, dass die EZB die Zinssätze nicht senken könne, bevor es die Fed tut. Gerüchte darüber sind jedoch stark übertrieben: Die EZB ist nicht der ‘13. Bundesbezirk’ der Fed, also keine regionale Zentralbank.“ Damit wies er Spekulationen darüber zurück, ob die EZB es wagen würde, die Zinswende vor der Fed einzuleiten, die im Juni eine Woche später als die EZB tagen wird.
- Unser Lieblingszitat kommt vom französischen Notenbankchef François Villeroy de Galhau: „Since we are talking about landings, let’s continue with the aeronautical imagery: autopilot – or long-term guidance – should only be used during stable phases of the flight; our economy is a long way from that. But using instruments to steer through the more difficult phases does not mean not giving any indications to passengers, for example on the landing in progress; they appreciate the information.“

# Eine deutliche Mehrheit des EZB-Rats (mit Stimmberechtigung) dürfte bei der Sitzung am 11. April dafür sein, die Leitzinsen unverändert zu lassen.

Bias for April 11, 2024

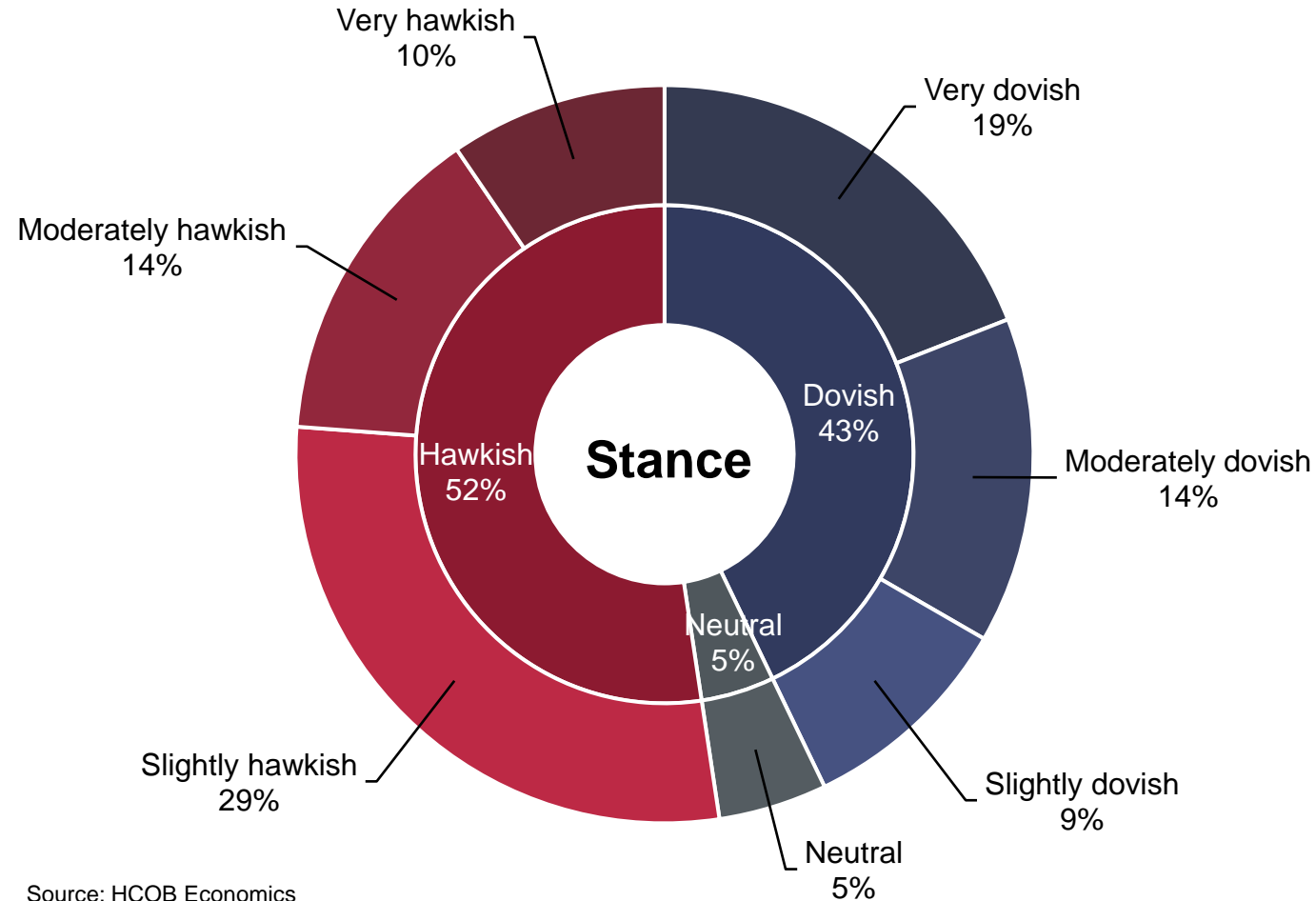


Source: HCOB Economics

Note: We take the following into account when assessing a Governing Council member's bias: Statements since the last Governing Council meeting, previous statements, general stance, group dynamics, and the current economic situation of the eurozone and the respective country that the member represents. Only members with a voting right are considered.

# In der kommenden Sitzung werden etwa gleich viele Ratsmitglieder (mit Stimmberechtigung) mit hawkisher und dovisher Grundausrichtung vertreten sein.

## Doves and Hawks in the ECB Governing Council



Source: HCOB Economics

Definition of „dovish“: certain tolerance when exceeding the inflation target.

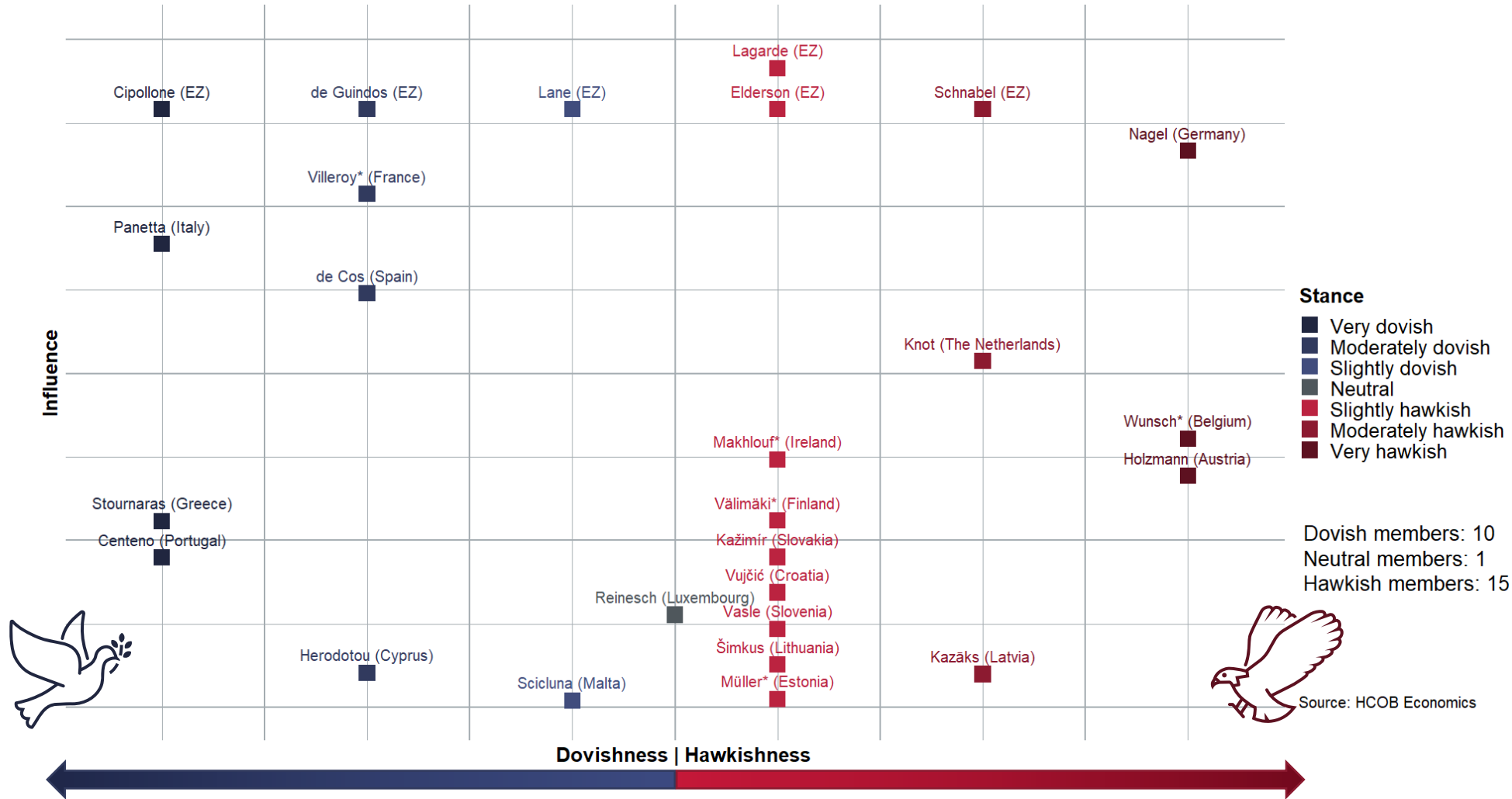
Definition of „hawkish“: very limited tolerance when exceeding the inflation target.

Note: With “stance” we mean a member’s general stance, which is rather static and likely not to change that much from meeting to meeting. The categorization of each ECB Governing Council member is based on an subjective qualitative judgement from HCOB Economics. Only members with a voting right are considered in this figure.

# Übersicht über den EZB-Rat: Eine Minderheit des Rats könnte sich bei der nächsten Sitzung für eine Senkung der Leitzinsen einsetzen.

ECB Council Member	Position	Voting on Apr. 11, 2024	Bias for Apr. 11, 2024	General stance	Inflation (HICP, YoY)	GDP (share of EZ in %)
Christine Lagarde	ECB President	Yes	Hold	Slightly hawkish	2,4	100
Luis de Guindos	ECB Vice-President	Yes	Hold	Moderately dovish	2,4	100
Isabel Schnabel	ECB Board Member	Yes	Hold	Moderately hawkish	2,4	100
Piero Cipollone	ECB Board Member	Yes	Cut	Very dovish	2,4	100
Philip R. Lane	ECB Board Member	Yes	Hold	Slightly dovish	2,4	100
Frank Elderson	ECB Board Member	Yes	Hold	Slightly hawkish	2,4	100
<b>NCB Official of</b>						
Joachim Nagel	Germany	Yes	Hold	Very hawkish	2,3	27
François Villeroy de Galhau	France	No	Cut	Moderately dovish	2,4	20,6
Fabio Panetta	Italy	Yes	Cut	Very dovish	1,3	15,2
Pablo Hernández de Cos	Spain	Yes	Hold	Moderately dovish	3,2	11
Klaas Knot	The Netherlands	Yes	Hold	Moderately hawkish	3,1	7
Pierre Wunsch	Belgium	No	Hold	Very hawkish	3,8	4
Gabriel Makhlouf	Ireland	No	Hold	Slightly hawkish	1,7	3,3
Robert Holzmann	Austria	Yes	Hold	Very hawkish	4,2	3,1
Olli Rehn	Finland	No	Hold	Slightly hawkish	0,7	1,8
Yannis Stournaras	Greece	Yes	Cut	Very dovish	3,4	1,8
Mário Centeno	Portugal	Yes	Cut	Very dovish	2,6	1,8
Peter Kažimír	Slovakia	Yes	Hold	Slightly hawkish	2,5	0,8
Boris Vujčić	Croatia	Yes	Hold	Slightly hawkish	4,9	0,5
Gaston Reinesch	Luxembourg	Yes	Hold	Neutral	3,2	0,5
Boštjan Vasle	Slovenia	Yes	Hold	Slightly hawkish	3,4	0,4
Gediminas Šimkus	Lithuania	Yes	Hold	Slightly hawkish	0,3	0,4
Constantinos Herodotou	Cyprus	Yes	Hold	Moderately dovish	1,6	0,2
Mārtiņš Kazāks	Latvia	Yes	Hold	Moderately hawkish	1	0,2
Madis Müller	Estonia	No	Hold	Slightly hawkish	4,1	0,2
Edward Scicluna	Malta	Yes	Cut	Slightly dovish	2,7	0,1

# Einfluss und Ausrichtung: Die Ratsmitglieder, die bereits im April eine Zinssenkung in Betracht ziehen, gehören zur „dovishen“ Gruppierung im EZB-Rat.

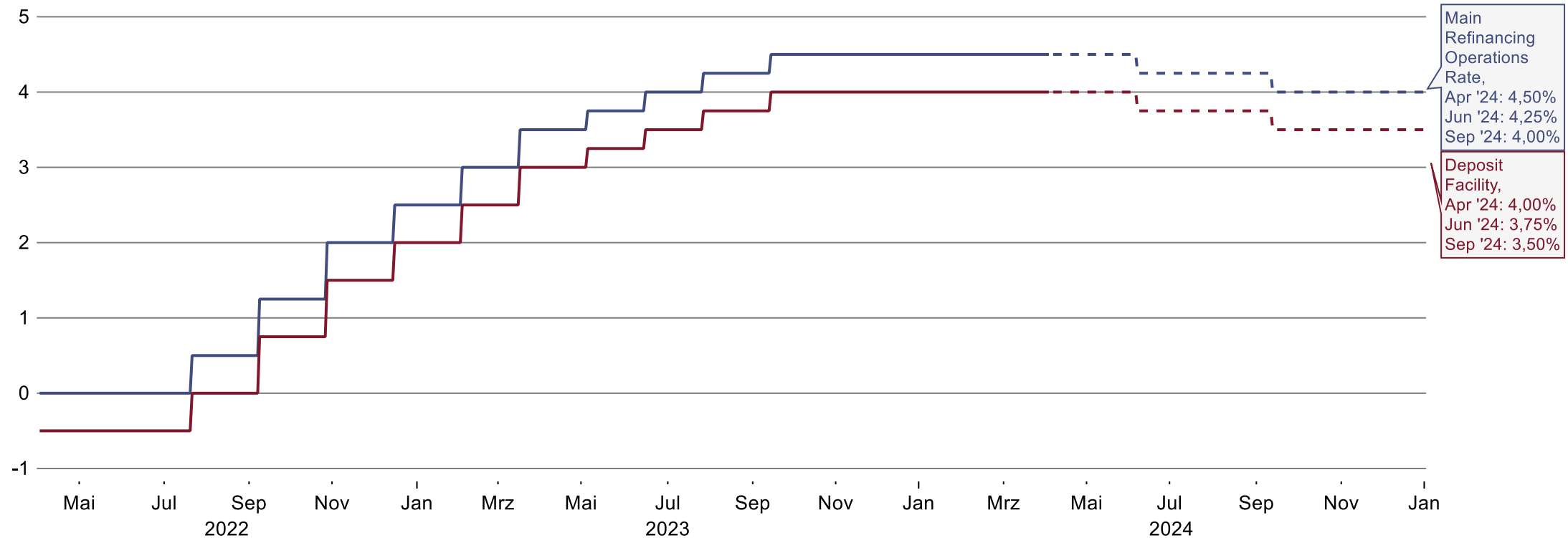


Note 1: Influence gauge is based on share of eurozone GDP. Governing Council members with no voting rights on April 11, 2024 are marked with a superscript star.

Note 2: With “stance” we mean a member’s general stance, which is rather static and likely not to change that much from meeting to meeting. The categorization of each ECB Governing Council member is based on an subjective qualitative judgement from HCOB Economics.

# Zinsprognose von HCOB Economics: Wir erwarten die erste Zinssenkung im Juni 2024 und eine weitere im September.

## ECB policy rates and forecasts of HCOB Economics

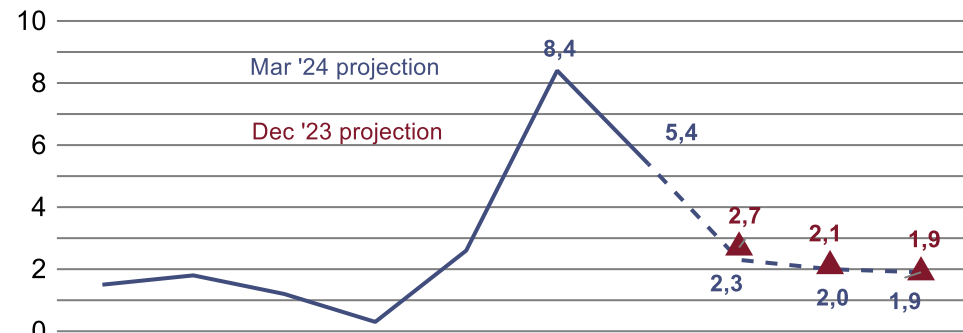


Source: Macrobond, HCOB Economics

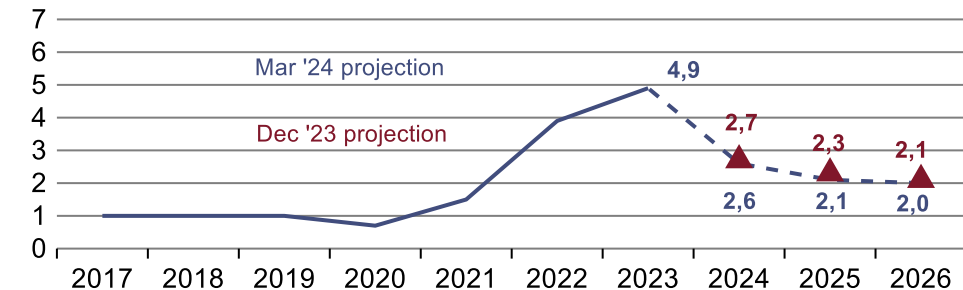


# Makroökonomische Projektionen der EZB vom Dezember 2023 im Vergleich zu denen vom März 2024. Neue Projektionen erscheinen erst wieder am 6. Juni.

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

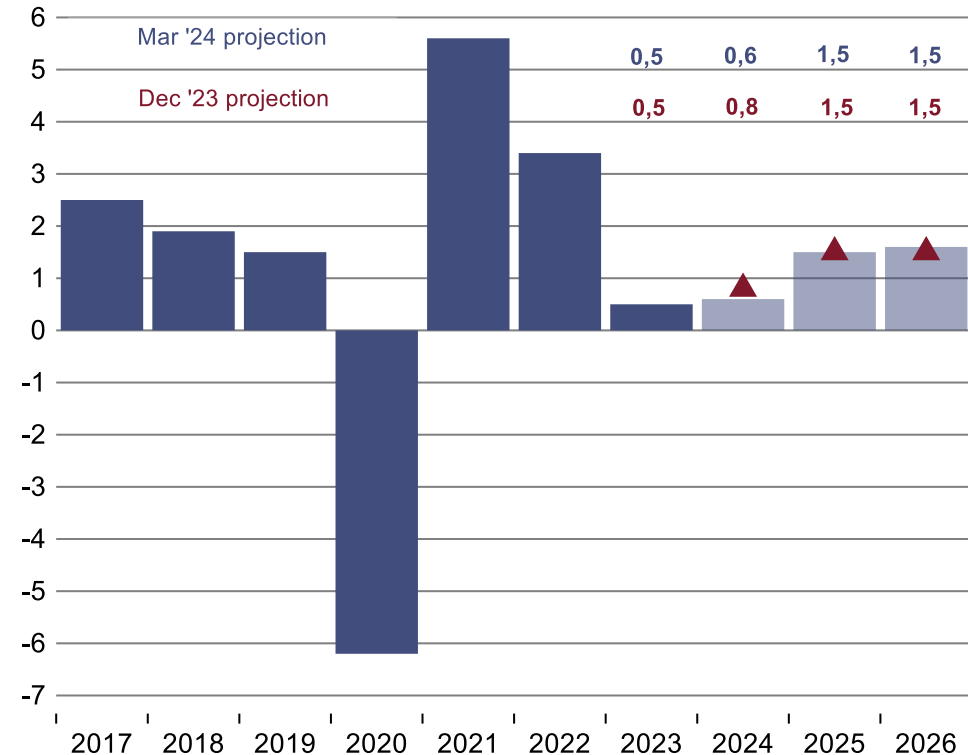


**Euro Area, ECB Macroeconomic Projections, Inflation HICP core (ex energy and food) YoY (yearly average)**



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

**Euro Area Staff Projections, GDP**



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

# Anhang

- „One person, one quote“

# „One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 07.03.2024 (I)

- **Christine Lagarde (ECB President):** „Given the delays with which these data become available, we cannot wait until we have all the relevant information. To do so could risk being too late in adjusting policy. But in the coming months, we expect to have two important pieces of evidence [data on wages and ECB staff projections in June] that could raise our confidence level sufficiently for a first policy move.“
- **Luis de Guindos (ECB Vice-President):** „The evolution of wages is key and most of the wage bargaining agreements will have been concluded in the first months of this year. We will have more information in June. [...] In June we will also have our new projections and we will be ready to discuss this. We are not date-dependent – we are data-dependent.“
- **Isabel Schnabel (ECB Board Member):** „[...] the recent rise in real long-term rates [ $r^*$ ] may be partly due to financial market participants interpreting the policy tightening, as well as recent central bank communication, as a shift in policymakers' beliefs about the level of  $r^*$ . In other words, the impact of monetary policy actions and communication may be stronger than conventionally assumed.“
- **Philip R. Lane (ECB Board Member):** „[...] in the next year and the year after inflation should stabilise around our 2% target. I think this is a good baseline and essentially what we decided is in these weeks from that meeting, we need to keep on checking this assessment. And what I would say is if this assessment is confirmed, then we will start looking more closely at reversing some of the rate increases we've made.“
- **Piero Cipollone (ECB Board Member):** „If we hold them [rates] for too long, we might put the recovery at risk and delay the associated cyclical rebound in productivity growth. This would be economically costly and induce risks for the sustained convergence of inflation to our target.“

# „One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 07.03.2024 (II)

- **Joachim Nagel (NCB Official of Germany):** „The probability that we will lower key interest rates before the summer break has recently increased. But for us to make this decision, we need to be sure enough that inflation will indeed continue to fall rapidly. The economic data that will be received in the near future will play a key role in this.“
- **François Villeroy de Galhau (NCB Official of France):** „It seems very likely to me that there will be a first rate cut in the spring, I remind you that in Europe, as elsewhere, spring is a season that lasts from April until June 21.“
- **Fabio Panetta (NCB Official of Italy):** „As I noted in a speech last February, inflation in the euro area is falling rapidly and continues to approach the 2% target, making it possible for a rate cut.“
- **Pablo Hernández de Cos (NCB Official of Spain):** „If one takes into consideration the reduction in inflation in recent months (the underlying inflation as well), the weakness of growth in the euro area, the strength of the transmission of monetary policy, and if our macroeconomic forecasts are fulfilled in the coming months, it is normal for us to start reducing rates soon and June could be a good date to start.“
- **Klaas Knot (NCB Official of the Netherlands):** „I have personally pencilled in June for a first rate cut. Where do we take it from there? We are data dependent, so I would focus on those meetings in which we have new projections, in September and December. But if incoming data tells us we can do more, the interim meetings should also be available.“

## „One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 07.03.2024 (III)

- **Pierre Wunsch (NCB Official of Belgium):** „[...] service inflation and wage developments are still running at levels that are ultimately not compatible with our objective. But of course in our projections we have these going down so we are not going to wait until we see wage development at 3% before we cut rates. I guess we'll do it before and that's why I say it's important we need to take a bet.“
- **Gabriel Makhlouf (NCB Official of Ireland):** „My current view is that the picture should be sufficiently clearer when the Governing Council meets in June (as we will have a lot more information – particularly on wage dynamics – available in our deliberations) to give us sufficient confidence to make monetary less restrictive.“
- **Robert Holzmann (NCB Official of Austria):** „Europe could cut interest rates before the U.S. [...] From today's perspective, I'd say: interest rate cuts are likely to come. When will depend largely on what wage and price developments look like by June.“
- **Olli Rehn (NCB Official of Finland):** „My view is that close to summer is the time to start easing the foot off the monetary policy brake. If inflation is sustainably stabilising at 2%, and no adverse shocks like an energy crisis materialise, I believe we have the preconditions to cut rates several times as the year progresses.“
- **Yannis Stournaras (NCB Official of Greece):** „We need to start cutting rates soon so that our monetary policy does not become too restrictive. It is appropriate to do two rate cuts before the summer break, and four moves throughout the year seem reasonable. Insofar, I concur with the markets' expectations.“

# „One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 07.03.2024 (IV)

- **Mário Centeno (NCB Official of Portugal):** „[...] we have to analyse the wage data, and when we meet at the beginning of April we can make decisions. But decisions are only made when we have all this information and there is still some time to get there, so I will not anticipate any decision, not even my own decision because I will have to look at all the data that we will also receive by then.“
- **Peter Kažimír (NCB Official of Slovakia):** „We will learn a bit more in April, but only in June, with new forecast at hand, will the level of confidence reach the threshold. [...] The current picture clearly favours staying calm for the coming weeks and delivering the first-rate cut in summer.“
- **Boris Vujčić (NCB Official of Croatia):** „If there’s a significantly faster slowdown of the economy, that would then of course have consequences for interest-rate policy. Given where we are right now, probably not affecting the timing of the first cut, but it could have an effect on the pace. [...] It would be best to have a gradual adjustment of monetary policy, which means a series of 25bp cuts. At which pace, we’ll have to see later on.“
- **Gaston Reinesch (NCB Official of Luxembourg):** „Provided the incoming data will confirm, in the light of the June 2024 Eurosystem staff macroeconomic projections, the current prospect of inflation returning timely to its 2% medium-term target, it is not at all groundless to anticipate a first rate reduction towards the end of the second quarter of 2024.“
- **Boštjan Vasle (NCB Official of Slovenia):** „We estimate that the current level of interest rates, if maintained long enough, will significantly contribute to the timely return of inflation to the target level. Our further steps will continue to depend on the current situation, i.e. on economic and financial data, the movement of core inflation and the effectiveness of our measures.“

# „One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 07.03.2024 (V)

- **Gediminas Šimkus (NCB Official of Lithuania):** „June is the possible month for a rate cut. [...] I go to each meeting open-minded. I can't rule out a possibility of a cut in April but the likelihood is low.“
- **Mārtiņš Kazāks (NCB Official of Latvia):** „If I take a look at the current market pricing, for the last month or so, I'm quite comfortable with that. [Moving at meetings at which new forecasts are published is] more straightforward.“
- **Madis Müller (NCB Official of Estonia):** „In a nutshell, the euro area economy is still stagnating, but there are increasing signs of increased economic activity and a return to optimism.“
- **Edward Scicluna (NCB Official of Malta):** „Now that the economy is helping with lower demand, we shouldn't overburden activity any longer. [...] Even though everyone is talking about 'June, June, June,' April does indeed become a possibility.“
- **The following ECB Governing Council members made no public statement since the last meeting in March:**
  - Frank Elderson (ECB Board Member)
  - Constantinos Herodotou (NCB Official of Cyprus)

# Ansprechpersonen

## Redaktion und Versand

---

### Economics

**Dr. Cyrus de la Rubia**

Chefvolkswirt

Tel: +49 160 90180792

[cyrus.delarubia@hcob-bank.com](mailto:cyrus.delarubia@hcob-bank.com)

**Dr. Tariq Chaudhry**

Economist

Tel: +49 171 9159096

[tariq.chaudhry@hcob-bank.com](mailto:tariq.chaudhry@hcob-bank.com)

**Jonas Feldhusen**

Junior Economist

Tel: +49 151 22942945

[jonas.feldhusen@hcob-bank.com](mailto:jonas.feldhusen@hcob-bank.com)

**Christian Eggers**

Senior FX Trader

Tel: +49 171 8493460

[christian.eggers@hcob-bank.com](mailto:christian.eggers@hcob-bank.com)

**Norman Liebke**

Economist

Tel: +49 171 5466753

[norman.liebke@hcob-bank.com](mailto:norman.liebke@hcob-bank.com)

**Nils Müller**

Junior Economist

Tel: +49 171 3534492

[nils.mueller@hcob-bank.com](mailto: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: 05.04.2024

Das Glossar zu unseren Publikationen finden Sie auf der Homepage der Hamburg Commercial Bank unter [http://www.hcob-bank.de/publikationen\\_glossar](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 zu Anlagestrategien" 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 durch die unerlaubte 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.