

ECB Watcher

Zinssenkung nicht vor dem Sommer?

HCOB Economics

19. Januar 2024

Dr. Cyrus de la Rubia / Nils Müller

Executive Summary: Zinssenkung nicht vor dem Sommer? (I)

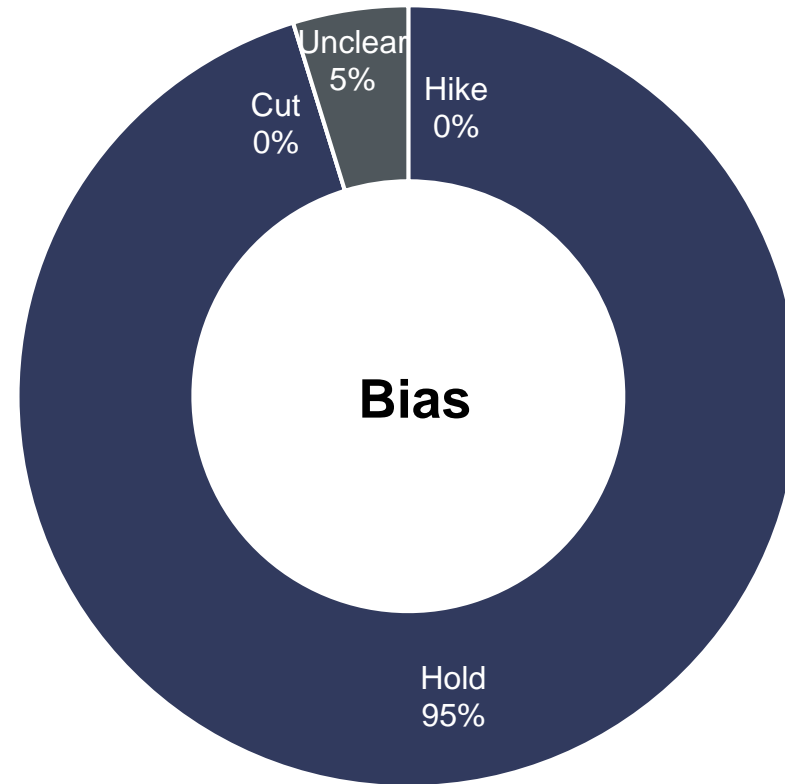
- Bei ihrer nächsten Sitzung am 25. Januar wird die EZB die Leitzinsen wahrscheinlich unverändert lassen. Eine überwältigende Mehrheit von 95 % der EZB-Ratsmitglieder haben in ihren jüngsten Äußerungen eine Beibehaltung der Zinssätze signalisiert. Unsere Analyse, die auf einer sorgfältigen Auswertung von Reden und Interviews der Ratsmitglieder basiert (siehe Anhang "One person, one quote"), unterstützt diese Einschätzung.
- Der aktuelle Stand der Leitzinsen liegt bei 4,00 % für die Einlagefazilität und 4,50 % für den Hauptfinanzierungzinssatz. Unsere Prognose sieht eine mögliche erste Zinssenkung im Juni 2024 und eine weitere im September desselben Jahres vor.
- An den Finanzmärkten wird eine erste Zinssenkung im April eingepreist. Die Bemühungen der EZB-Ratsmitglieder, diese Spekulationen zu dämpfen, gelingt nur bedingt. Christine Lagarde, die Präsidentin der EZB, äußerte kürzlich zur Frage einer möglichen Zinssenkung im Sommer: „Ich würde sagen, dass es wahrscheinlich ist, muss mich aber zurückhalten.“ Zugleich warnte Lagarde vor übermäßigen Spekulationen und betonte: „Es hilft unserem Kampf gegen die Inflation nicht, wenn die Erwartungen so hoch sind, dass sie weit über dem liegen, was wahrscheinlich passieren wird.“
- Die Äußerungen von Lagarde bieten verschiedene Interpretationsmöglichkeiten. Erstens sollte man ihre Aussagen nicht überbewerten, da sie keine verbindliche „Forward Guidance“ darstellen, sondern eine interpretierbare Meinungsäußerung in einem Interview sind. Die zweite Möglichkeit ist, dass die EZB möglicherweise erst im Spätsommer oder bei der Sitzung am 12. September aktiv wird, was zu Lagardes Bemerkung passen könnte.
- Das genaue Timing der ersten Zinssenkung bleibt jedoch ungewiss und hängt vor allem von der weiteren Entwicklung der Inflation und der Konjunktur ab. Ein Schlüsselfaktor für diese Entscheidung wird auch die Lohnentwicklung sein, wie in vielen Reden betont wurde. Insbesondere hob der EZB-Chefvolkswirt Philip Lane hervor: „Die (Lohn-)Daten für das erste Quartal werden erst Ende April verfügbar sein. Bis zu unserer Sitzung im Juni werden wir diese wichtigen Daten haben.“

Executive Summary: Zinssenkung nicht vor dem Sommer? (II)

- Die Reden der EZB-Mitglieder lassen erkennen, dass man bei der Einschätzung der weiteren Inflationsentwicklung vorsichtig bleibt. Im Dezember 2023 stieg die Gesamtinflationsrate der Eurozone auf 2,9 % YoY, verglichen mit 2,4 % im November. Auf der einen Seite lässt sich dieser Anstieg auf die beendeten fiskalpolitischen Maßnahmen, die im Vorjahr z.B. in Deutschland aufgrund der gestiegenen Energiepreise eingeführt wurden, zurückführen und waren damit absehbar. Auf der anderen Seite kommen im Januar preistreibende Effekte hinzu, wie die höhere Mehrwert- und CO2-Steuer in Deutschland. Weiterhin besteht die Besorgnis, dass durch geopolitische Risiken wie dem Ukrainekrieg und dem Nah-Ost-Konflikt weitere Ölpreis- und Lebensmittelpreisschocks auftreten könnten, wodurch die Disinflation verzögert würde.
- Unser Lieblingszitat ist von Joachim Nagel (Bundesbankchef): „It’s highly likely that interest rates have reached their peak. To all those who have therefore gone straight to speculating about imminent rate cuts, let me say this: people have been known to back the wrong horse, so be careful.“

Eine klare Mehrheit des EZB-Rats (mit Stimmberechtigung) dürfte bei der Sitzung am 25. Januar dafür sein, die Leitzinsen unverändert zu lassen.

Bias for January 25, 2024

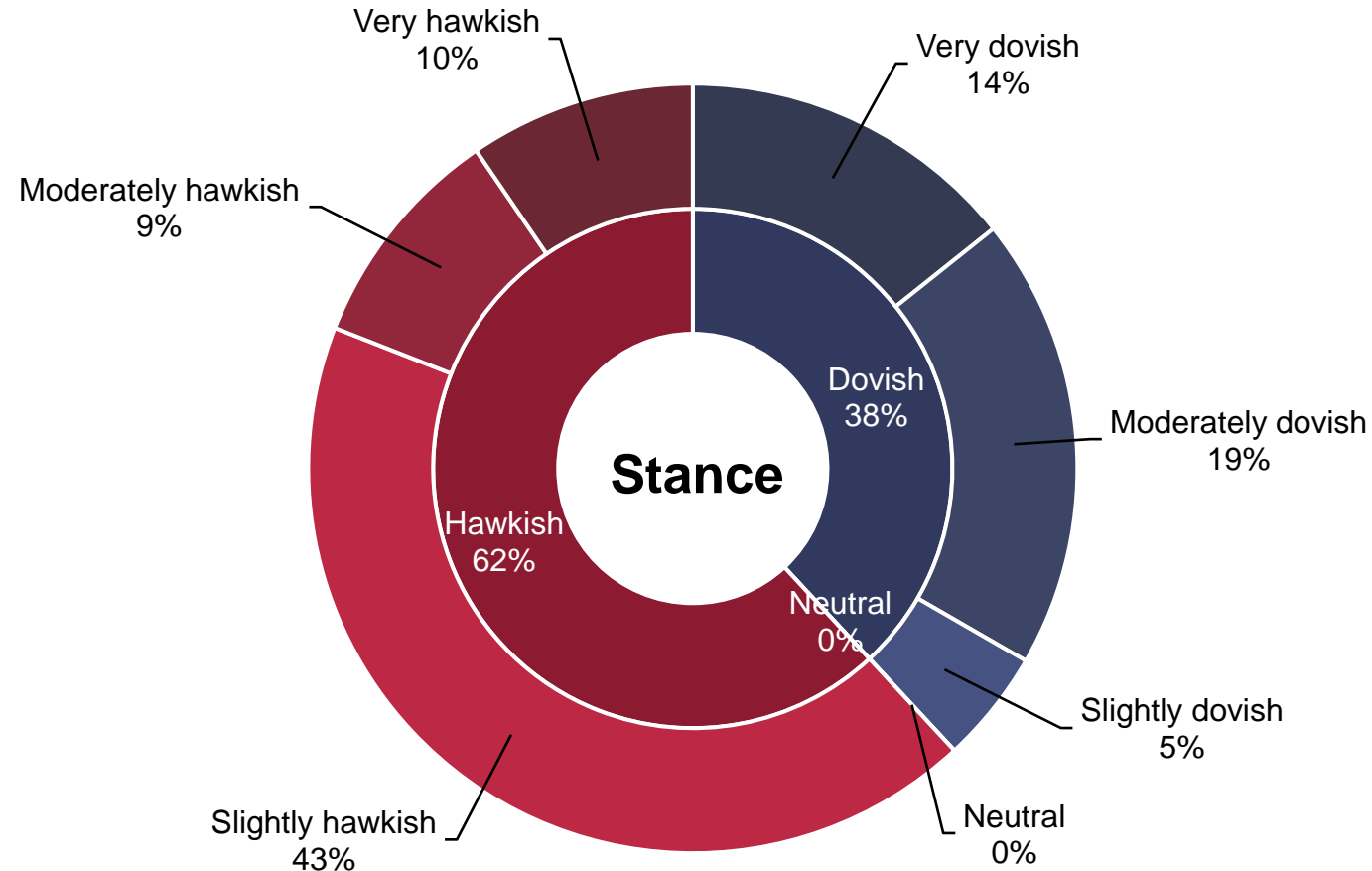


Source: HCOB Economics

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.

Etwa zwei Drittel des EZB-Rats haben nach unserer Einschätzung eine hawkische Grundausrichtung, während das restliche Drittel dovish ausgerichtet ist.

Doves and Hawks in the ECB Governing Council



Source: HCOB Economics

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

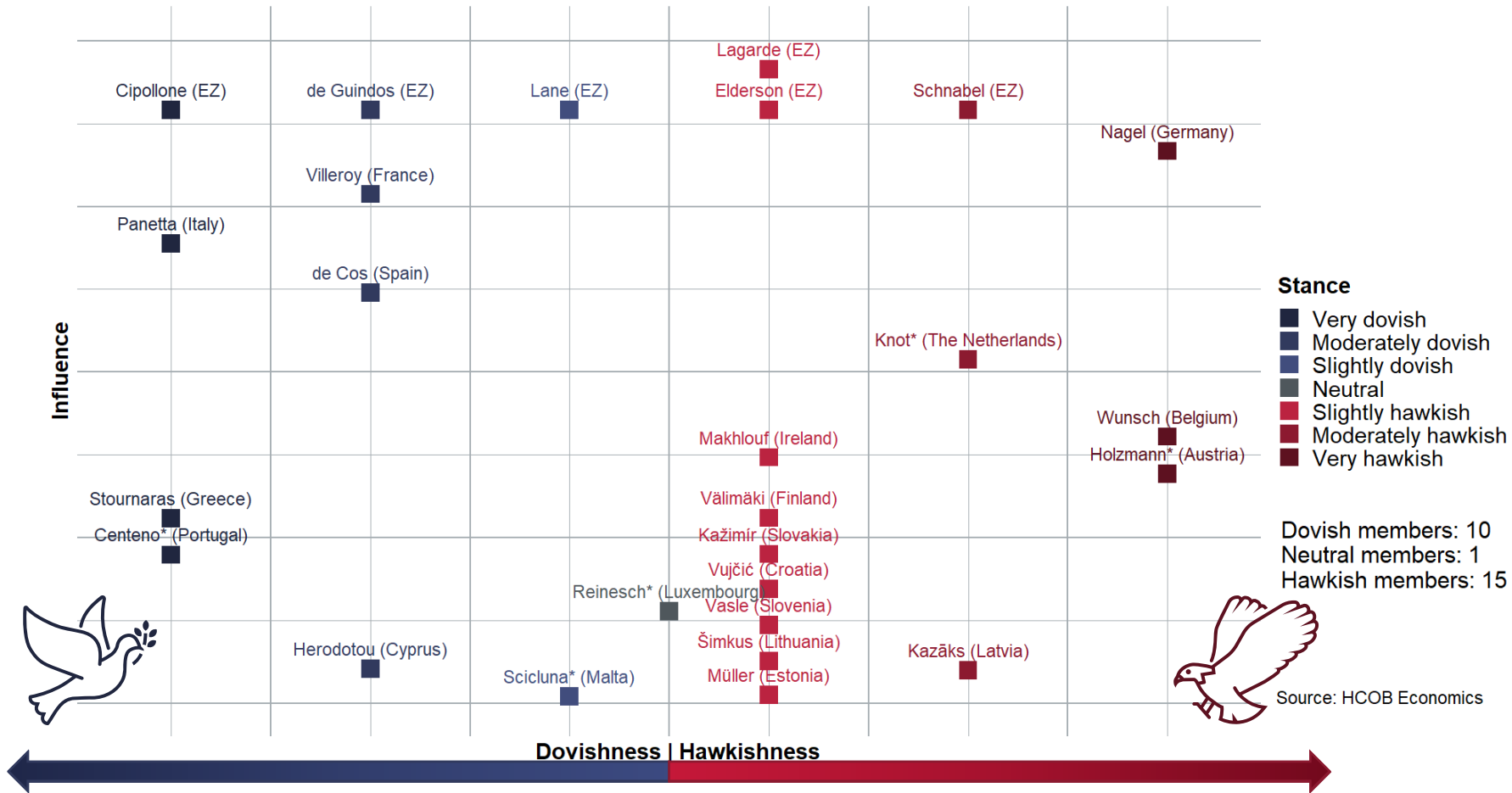
Definition of „hawkish“: very limited tolerance when exceeding the inflation target.

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.

Übersicht über den EZB-Rat: Die meisten Ratsmitglieder haben sich mehr oder weniger deutlich dafür ausgesprochen, die Leitzinsen konstant zu lassen.

ECB Council Member	Position	Voting on Jan. 25, 2024	Bias for Jan. 25, 2024	General stance	Inflation (HICP, YoY)	GDP (share of EZ in %)
Christine Lagarde	ECB President	Yes	Hold	Slightly hawkish	2.9	100
Luis de Guindos	ECB Vice-President	Yes	Hold	Moderately dovish	2.9	100
Isabel Schnabel	ECB Board Member	Yes	Hold	Moderately hawkish	2.9	100
Piero Cipollone	ECB Board Member	Yes	Hold	Very dovish	2.9	100
Philip R. Lane	ECB Board Member	Yes	Hold	Slightly dovish	2.9	100
Frank Elderson	ECB Board Member	Yes	Unclear	Slightly hawkish	2.9	100
NCB Official of						
Joachim Nagel	Germany	Yes	Hold	Very hawkish	3.8	27
François Villeroy de Galhau	France	Yes	Hold	Moderately dovish	4.1	20.6
Fabio Panetta	Italy	Yes	Hold	Very dovish	0.5	15.1
Pablo Hernández de Cos	Spain	Yes	Hold	Moderately dovish	3.3	10.9
Klaas Knot	The Netherlands	No	Hold	Moderately hawkish	1	7
Pierre Wunsch	Belgium	Yes	Hold	Very hawkish	0.5	4
Gabriel Makhlouf	Ireland	Yes	Hold	Slightly hawkish	3.2	3.4
Robert Holzmann	Austria	No	Hold	Very hawkish	5.7	3.1
Tuomas Vähimäki	Finland	Yes	Hold	Slightly hawkish	1.3	1.9
Yannis Stournaras	Greece	Yes	Hold	Very dovish	3.7	1.8
Mário Centeno	Portugal	No	Hold	Very dovish	1.9	1.8
Peter Kažimír	Slovakia	Yes	Hold	Slightly hawkish	6.6	0.8
Boris Vujčić	Croatia	Yes	Hold	Slightly hawkish	5.4	0.5
Gaston Reinesch	Luxembourg	No	Unclear	Neutral	3.2	0.5
Boštjan Vasle	Slovenia	Yes	Hold	Slightly hawkish	3.8	0.4
Gediminas Šimkus	Lithuania	Yes	Hold	Slightly hawkish	1.6	0.4
Constantinos Herodotou	Cyprus	Yes	Hold	Moderately dovish	1.9	0.2
Mārtiņš Kazāks	Latvia	Yes	Hold	Moderately hawkish	0.9	0.2
Madis Müller	Estonia	Yes	Hold	Slightly hawkish	4.3	0.2
Edward Scicluna	Malta	No	Hold	Slightly dovish	3.7	0.1

Einfluss und Ausrichtung: Bei den weniger einflussreichen EZB-Ratsmitgliedern überwiegt die hawkische Haltung.

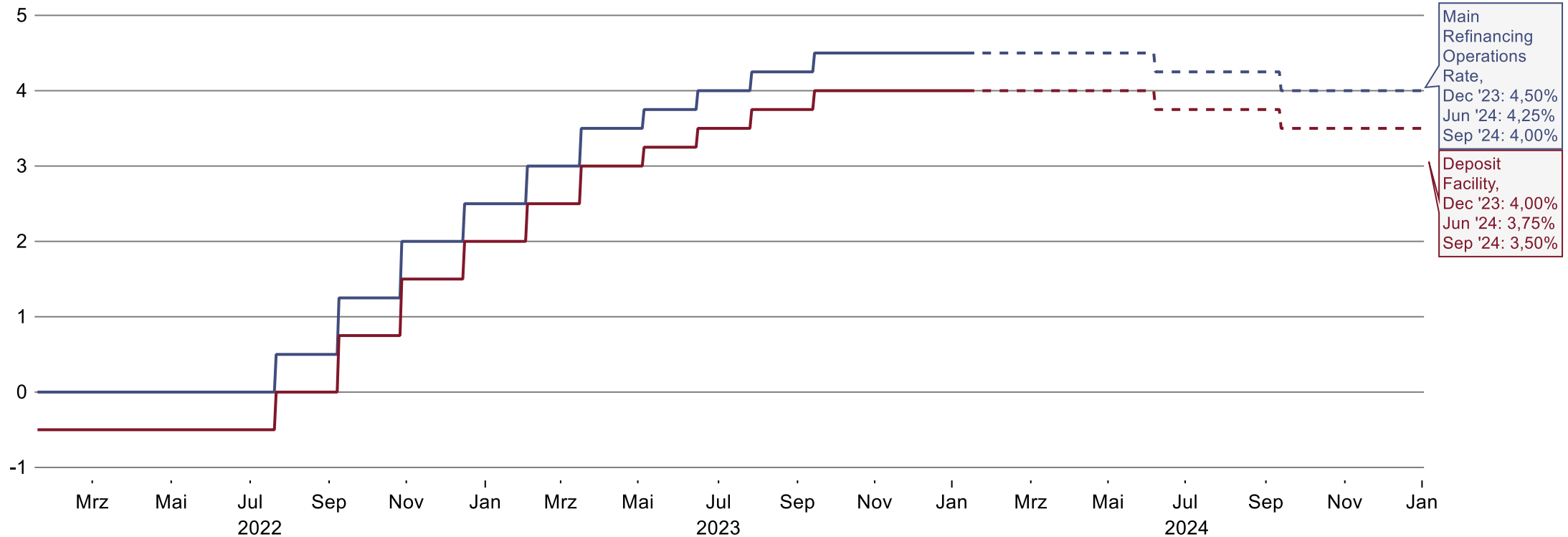


Note 1: Influence gauge is based on share of eurozone GDP. Governing Council members with no voting rights on January 25, 2024 are marked with a superscript star.

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.

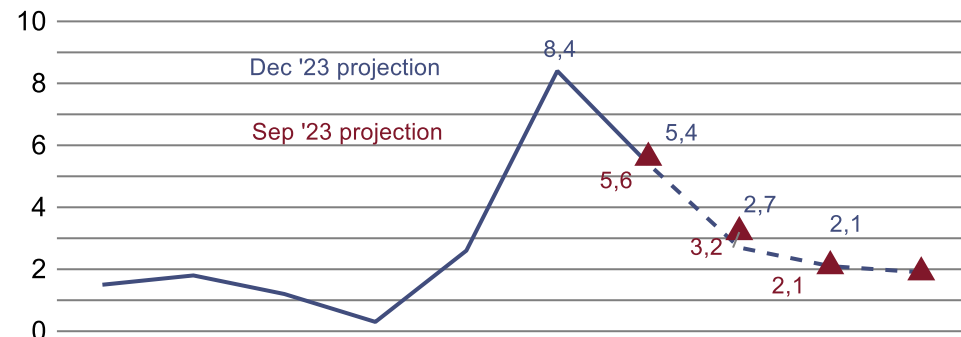
ECB policy rates and forecasts of HCOB Economics



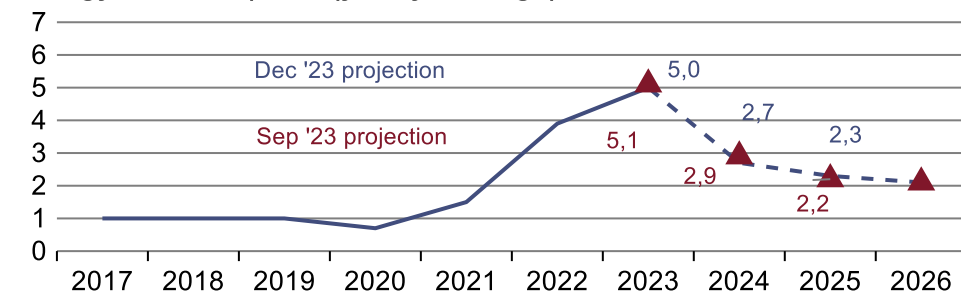
Source: Macrobond, HCOB Economics

Makroökonomische Projektionen der EZB vom Dezember 2023 im Vergleich zu den Projektionen vom September 2023.

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

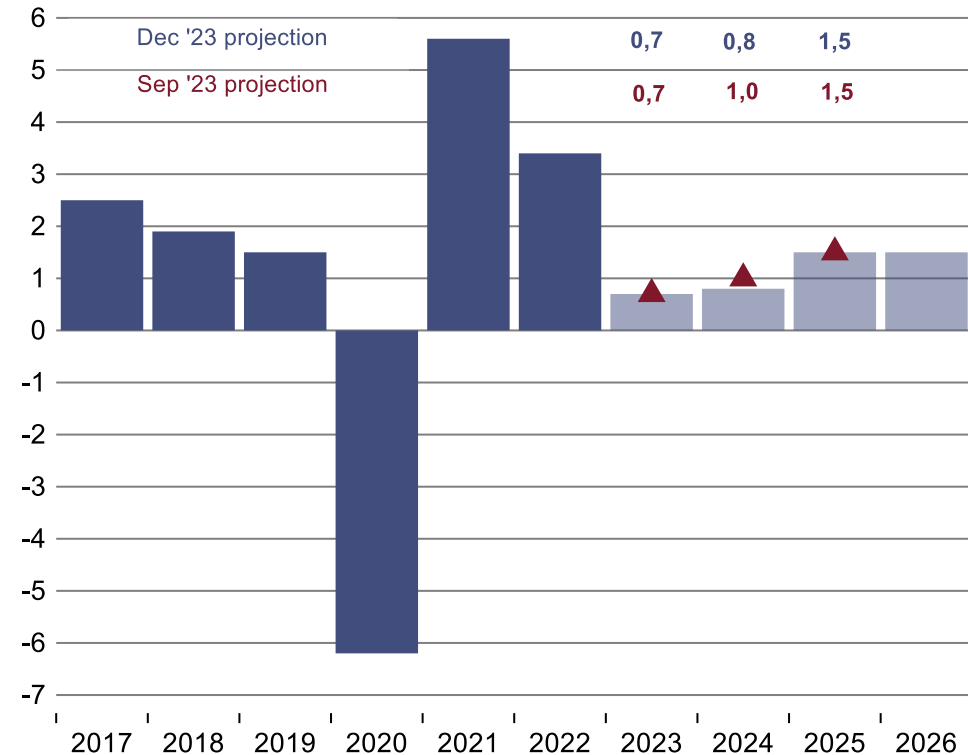


Euro Area, ECB Macroeconomic Projections, Inflation HICP core (ex energy and food) YoY (yearly average)



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 14.12.2023 (I)

- **Christine Lagarde (ECB President):** „I think that (the ECB policy) rates, barring any further shocks or unexpected data, will not continue to go up. And if we win our fight against inflation, and if we are certain that inflation will indeed be at 2%, at that point rates will start to go down.“
- **Luis de Guindos (ECB Vice-President):** „If sustained for a sufficiently long period of time, current interest rates will help bring inflation down to 2%. We are data-dependent. The data have been favourable but still not enough for us to change our monetary policy. It's therefore too early to talk about a cut in interest rates.“
- **Isabel Schnabel (ECB Board Member):** „Inflation has eased but underlying price pressures remain elevated. Policy rates need to be sufficiently restrictive for as long as necessary to ensure that inflation sustainably returns to 2%. A slowing economy is part of monetary policy transmission.“
- **Philip R. Lane (ECB Board Member):** „(...) there has been progress on inflation in recent months. (...) once the ECB begins lowering interest rates, this would not be by a single decision of a rate cut, there would most likely be a sequence of rate cuts.“
- **Joachim Nagel (NCB Official of Germany):** „It's highly likely that interest rates have reached their peak. To all those who have therefore gone straight to speculating about imminent rate cuts, let me say this: people have been known to back the wrong horse, so be careful.“
- **François Villeroy de Galhau (NCB Official of France):** „If I think in nominal terms, obviously, they (policy rates) shouldn't be higher than today, and barring major surprises – we look at the Middle East – our next move will be a cut, probably this year, I will not comment on the season.“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 14.12.2023 (II)

- **Fabio Panetta (NCB Official of Italy):** „Monetary conditions should adjust but awaiting data first to confirm disinflation outlook.“
- **Pablo Hernández de Cos (NCB Official of Spain):** „The question of how long it will be necessary to maintain interest rates at the current level, before starting to gradually reduce them, will depend on future developments in the data, in a context in which the level of uncertainty remains elevated.“
- **Klaas Knot (NCB Official of the Netherlands):** „Based on current information, I don't see any urgent need for further interest rate hikes. We can be satisfied with the current monetary policy stance. But the wage data can go either way and then we may have to react accordingly. So, although quite unlikely, I wouldn't categorically rule out further interest rate hikes just yet.“
- **Pierre Wunsch (NCB Official of Belgium):** „The probability of a hike has gone down quite a lot (...) We are moving in the right direction on inflation and I am much more optimistic than a few months ago, but we still need to see good news on wages.“
- **Robert Holzmann (NCB Official of Austria):** „I wouldn't say we are at terminal rate but the chance has increased.“
- **Tuomas Vähimäki (NCB Official of Finland):** „Policy has evidently been effective in dampening the inflation pressures and anchoring inflation expectations. So, we are on the right track. (...) It's better to wait a bit longer than doing a premature exit from this restrictive (interest rate) level, and then perhaps to having to do a reversal.“
- **Yannis Stournaras (NCB Official of Greece):** „We need to see inflation sustainably below 3% by the middle of the year before cutting rates.“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 14.12.2023 (III)

- **Mário Centeno (NCB Official of Portugal):** „The decision to keep nominal interest rates steady for the moment is appropriate and we will decide when to cut them sooner than we thought until recently.“
- **Peter Kažimír (NCB Official of Slovakia):** „For inflation to sustainably converge to our target, we must remain determined and keep the policy at current levels for as long as necessary to secure convergence towards the target.“
- **Boris Vujčić (NCB Official of Croatia):** „I feel the risks (are) really balanced at the moment, and I think we definitely (have) avoided the risk of not doing enough. Let's see how things will develop (...) over the next few months, but then I would say personally, I'm more relaxed about it that we're at the right point at the moment (...) in terms of the monetary policy stance.“
- **Boštjan Vasle (NCB Official of Slovenia):** „Current rates, given enough time, will significantly contribute to the timely return of inflation to the target level.“
- **Gediminas Šimkus (NCB Official of Lithuania):** „I think that the market expectations are too optimistic. For these expectations to come to life, the macroeconomic information would have to positively surprise us (...) But if there weren't any (positive) surprises, that expectation for early and quick cuts of interest rates could be way too optimistic.“
- **Constantinos Herodotou (NCB Official of Cyprus):** „The policy decisions so far, are providing the desired outcome. The past rate increases continue to be transmitted to the economy. (...) Any discussion of possible rate cuts would be premature. However, it is important to emphasise that inflation is now on the right decelerating path.“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 14.12.2023 (IV)

- **Mārtiņš Kazāks (NCB Official of Latvia):** „Most likely it looks like the middle of next year (the ECB will make the first cut) – in June or July. But in the spring, at the current moment that’s too early. (The timing of easing) is really dependent on how the economy really behaves and what happens to the economy.“
- **Madis Müller (NCB Official of Estonia):** „There is no reason to consider either a further increase in interest rates or a reduction in interest rates in the near term.“
- **The following ECB Governing Council members made no public statement since the last meeting in December:**
 - Piero Cipollone (ECB Board Member)
 - Frank Elderson (ECB Board Member)
 - Gabriel Makhlouf (NCB Official of Ireland)
 - Gaston Reinesch (NCB Official of Luxembourg)
 - Edward Scicluna (NCB Official of Malta)

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

Trainee Economics

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: 19.01.2024

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 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.