

ECB Watcher

EZB im Pausenmodus

HCOB Economics

8. Dezember 2023

Dr. Cyrus de la Rubia / Nils Müller

Executive Summary: EZB im Pausenmodus (I)

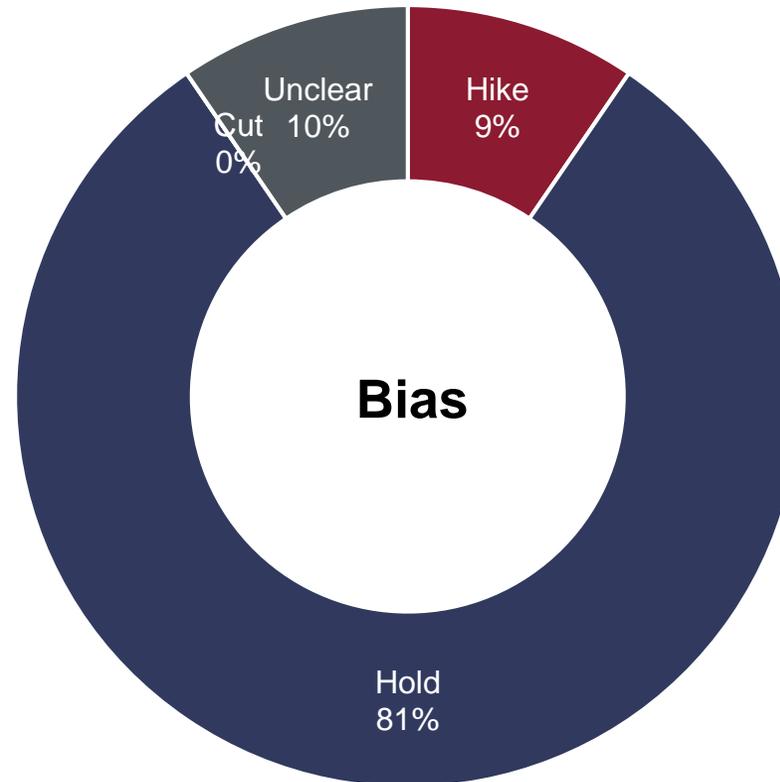
- Am 14. Dezember wird die EZB bei ihrer letzten Sitzung in diesem Jahr die **Leitzinsen voraussichtlich unverändert lassen**. Dies wird **nahezu einheitlich von den Ratsmitgliedern signalisiert**. Gute vier Fünftel der EZB-Mitglieder haben sich seit der letzten Ratssitzung mehr oder weniger dezidiert dafür ausgesprochen, die **Zinsen konstant zu lassen**. Dies ist das Ergebnis unserer systematischen Auswertung der entsprechenden Reden und Interviews (siehe im Anhang „One person, one quote“).
- Die Rhetorik der EZB deutet daraufhin, dass die „Terminal Rates“ erreicht sind. Der **Einlagefazilitätssatz** liegt derzeit bei **4,00 %**, während der **Hauptfinanzierungssatz 4,50 %** beträgt. **Wir erwarten eine erste Zinssenkung im Juni 2024 und eine zweite im September**.
- **Die überraschend deutlich gefallene Inflation im November 2023 dürfte dazu beigetragen haben, die Sorgen der EZB zu zerstreuen:** Sowohl die Gesamtinflationsrate (2,4 %) als auch die Kernrate (3,6 %, ohne Energie und Lebensmittel) ist kräftig gefallen. Und auch wenn die Gesamtinflation im Dezember vermutlich wieder auf über 3 % steigen wird, scheint die EZB ihrem mittelfristigen Inflationsziel von 2 % schon ein deutliches Stück nähergekommen zu sein.
- **Dennoch werden die Zentralbanker die Inflationszahlen aufmerksam betrachten** und weiterhin in einem **datenabhängigen Entscheidungsmodus bleiben**. Der „Autopilot“ ist weiterhin ausgeschaltet. Insbesondere im Dienstleistungssektor bleibt der Inflationsdruck relativ hoch, wie etwa die Preisindizes der HCOB PMIs für diesen Sektor dokumentieren. In diesem relativ arbeitskräfteintensiven Bereich schlägt sich das kräftige Lohnwachstum besonders nieder. Auch geopolitische Risiken, wie der anhaltende Krieg in der Ukraine und dem Nahen Osten, tragen zur Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Teuerungsrate bei.
- Bemerkenswert ist, dass das „hawkish“ eingestellte Direktoriumsmitglied **Isabel Schnabel**, das zuvor weitere Zinsanhebungen nicht ausgeschlossen hatte, Anfang Dezember einen softeren Ton anschlug und kommentierte: „Die jüngsten Inflationszahlen haben eine weitere **Zinserhöhung eher unwahrscheinlich** gemacht.“

Executive Summary: EZB im Pausenmodus (II)

- Am 14. Dezember werden auch die **neuen Projektionen des EZB-Stabs** bekannt gegeben. Wir erwarten angesichts der überraschend niedrigen Teuerungsrate und der schwachen Konjunkturdaten **eine Korrektur der Inflations- und Wirtschaftswachstumsprognosen nach unten**.
- **Risiken:** Falls die Auswirkung der restriktiven Geldpolitik jedoch stärker als erwartet ausfallen sollte und die Eurozone dadurch auf eine **tieferen Rezession** zusteuert, könnte dies die EZB aufgrund des nachlassenden Inflationsdrucks dazu veranlassen, Zinssenkungen früher einzuleiten. Umgekehrt würde ein **Ölpreis- oder Lebensmittelpreisschock** zu Diskussionen bei der EZB über eine Verschärfung der Geldpolitik führen.
- Spekulationen über baldige Zinssenkungen wurden von der EZB jüngst grundsätzlich dementiert, wohl mit der Absicht, den Enthusiasmus des Kapitalmarkts zu dämpfen, dass Senkungen eher früher als später kommen könnten. Der **Konsens der Zentralbanker** lautet derzeit noch: „Es ist zu früh, um über Zinssenkungen überhaupt zu diskutieren.“
- Das **Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)**, das noch mindestens bis Ende 2024 laufen soll, wird vermutlich noch **kein Thema** bei der Dezember-Ratssitzung sein. Obwohl EZB-Präsidentin Lagarde kürzlich die Beschleunigung der quantitativen Straffung der EZB als „Angelegenheit, die wahrscheinlich in nicht allzu ferner Zukunft im EZB-Rat diskutiert und erwogen werden wird“, bezeichnete und darauf hinwies, dass der EZB-Rat den „Vorschlag (die Laufzeit des PEPP beizubehalten) möglicherweise erneut prüfen wird“, könnte die **Entscheidung** dahingehend noch etwas auf sich warten lassen und **auf eine spätere Sitzung vertagt werden**. Die Meinungen zum PEPP sind bisher zweigeteilt: Grob lässt sich sagen, dass das Lager der „Falken“ zu einer Laufzeitverkürzung neigt, während das Lager der „Tauben“ es nicht vorzeitig beenden möchte. Wir rechnen damit, dass die EZB **im Frühjahr einen vorzeitigen Ausstieg aus dem PEPP** ankündigt und **im dritten Quartal 2024** damit beginnen dürfte, die Reinvestitionen in dieses Programm schrittweise herunterzufahren.
- **Unser Lieblingszitat (François Villeroy de Galhau, französischer Notenbankchef):** „*Well, in a mountainous environment, there aren't just peaks and descents: there are also plateaus, where you can experience the effects of altitude and appreciate the view. That's what we'll probably be doing for at least the next several meetings and the next few quarters.*“

Eine klare Mehrheit des EZB-Rats (mit Stimmberechtigung) dürfte bei der Sitzung am 14. Dezember dafür sein, die Leitzinsen unverändert zu lassen.

Bias for December 14, 2023

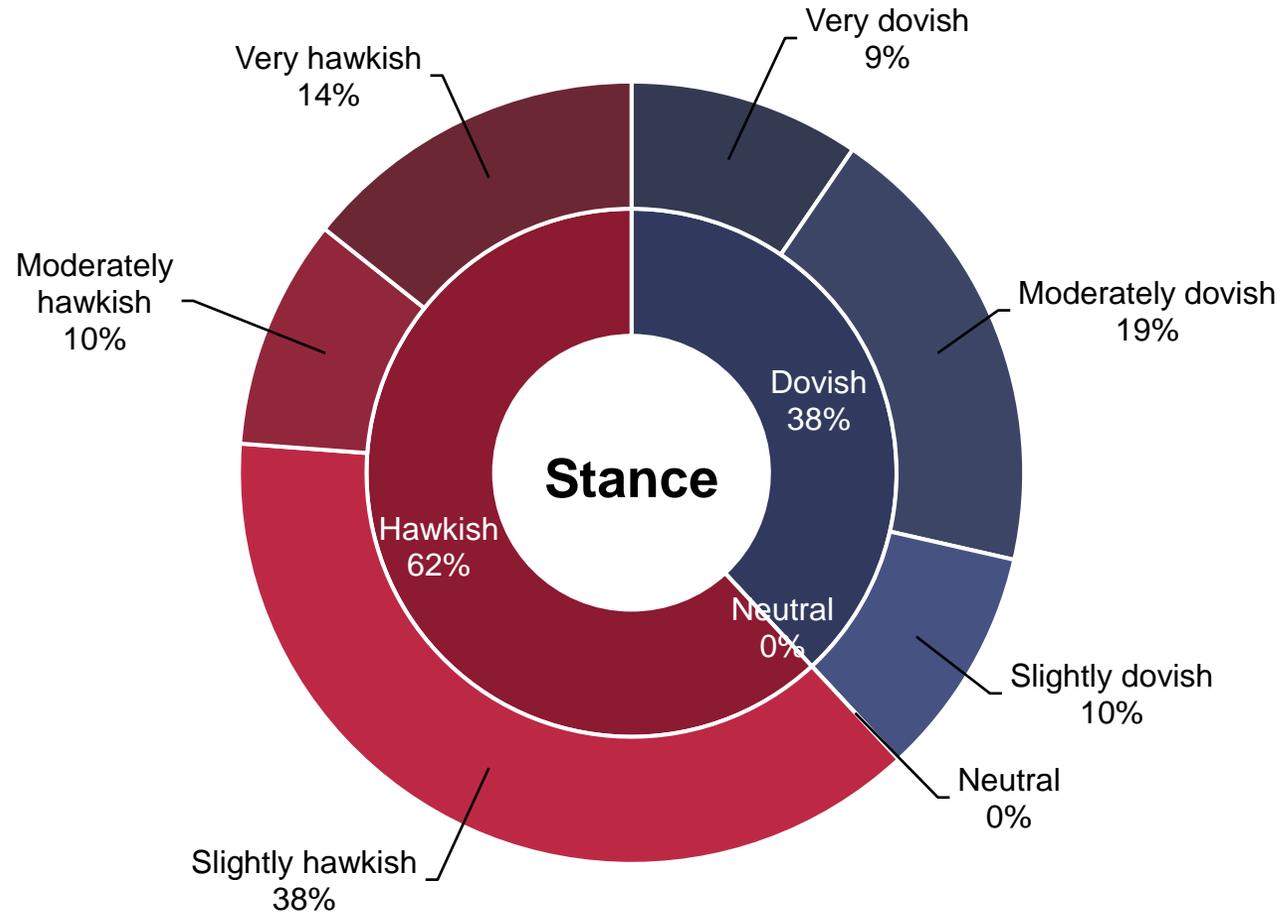


Source: HCOB Economics

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-Gremiums 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.

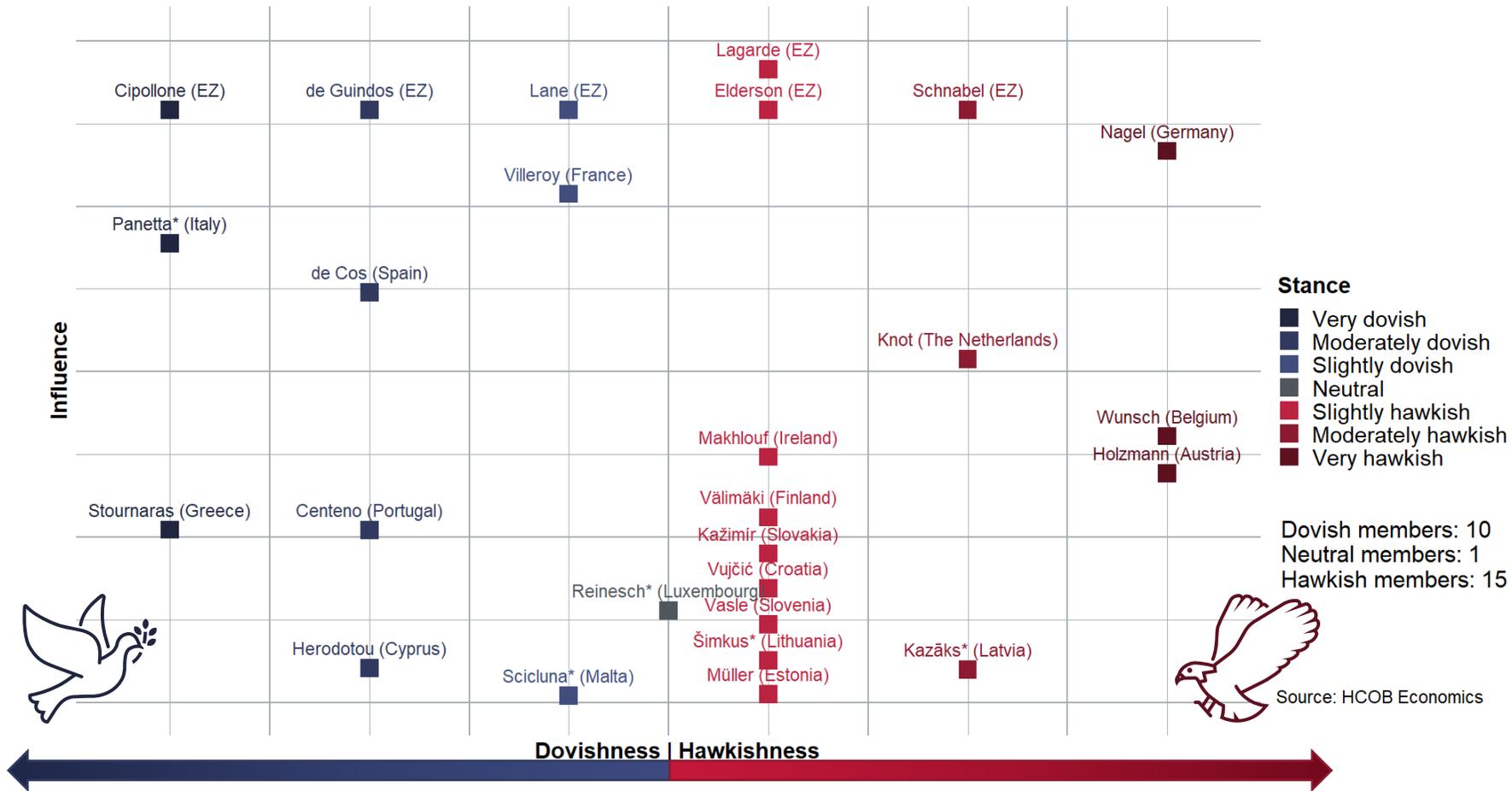
Definition of „hawkish“: Very limited tolerance when exceeding the inflation target.

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 member is based on an subjective qualitative judgement from HCOB Economics.

Übersicht über den EZB-Rat: Nur Nagel und Holzmann könnten sich für eine Anhebung der Leitzinsen einsetzen.

ECB Council Member	Position	Voting on Dec. 14, 2023	Bias for Dec. 14, 2023	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	Hold	Very dovish	2,4	100
Philip R. Lane	ECB Board Member	Yes	Hold	Slightly dovish	2,4	100
Frank Elderson	ECB Board Member	Yes	Unclear	Slightly hawkish	2,4	100
NCB Official of						
Joachim Nagel	Germany	Yes	Hike	Very hawkish	2,3	27
François Villeroy de Galhau	France	Yes	Hold	Slightly dovish	3,8	20,6
Fabio Panetta	Italy	No	Hold	Very dovish	0,7	15,1
Pablo Hernández de Cos	Spain	Yes	Hold	Moderately dovish	3,2	10,9
Klaas Knot	The Netherlands	Yes	Hold	Moderately hawkish	1,4	7
Pierre Wunsch	Belgium	Yes	Hold	Very hawkish	-0,7	4
Gabriel Makhlouf	Ireland	Yes	Hold	Slightly hawkish	2,3	3,4
Robert Holzmann	Austria	Yes	Hike	Very hawkish	4,9	3,1
Tuomas Vähimäki	Finland	Yes	Unclear	Slightly hawkish	0,8	1,9
Yannis Stournaras	Greece	Yes	Hold	Very dovish	3	1,8
Mário Centeno	Portugal	Yes	Hold	Moderately dovish	2,3	1,8
Peter Kažimír	Slovakia	Yes	Hold	Slightly hawkish	6,9	0,8
Boris Vujčić	Croatia	Yes	Hold	Slightly hawkish	5,5	0,5
Gaston Reinesch	Luxembourg	No	Unclear	Neutral	2,1	0,5
Boštjan Vasle	Slovenia	Yes	Hold	Slightly hawkish	4,5	0,4
Gediminas Šimkus	Lithuania	No	Hold	Slightly hawkish	2,3	0,4
Constantinos Herodotou	Cyprus	Yes	Hold	Moderately dovish	2,5	0,2
Mārtiņš Kazāks	Latvia	No	Hold	Moderately hawkish	1,1	0,2
Madis Müller	Estonia	Yes	Hold	Slightly hawkish	4,1	0,2
Edward Scicluna	Malta	No	Hold	Slightly dovish	3,8	0,1

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

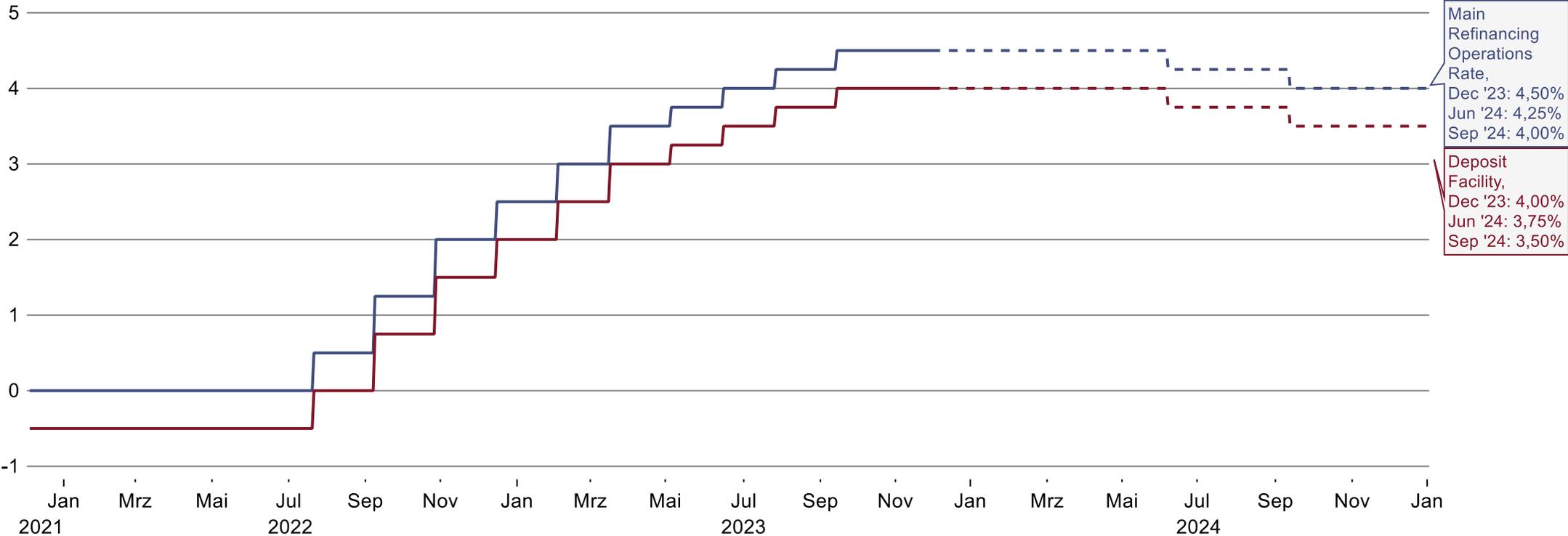


Note 1: Influence gauge is based on share of eurozone GDP. Governing Council members with no voting rights on December 14, 2023 are marked with a superscript star.

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 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.

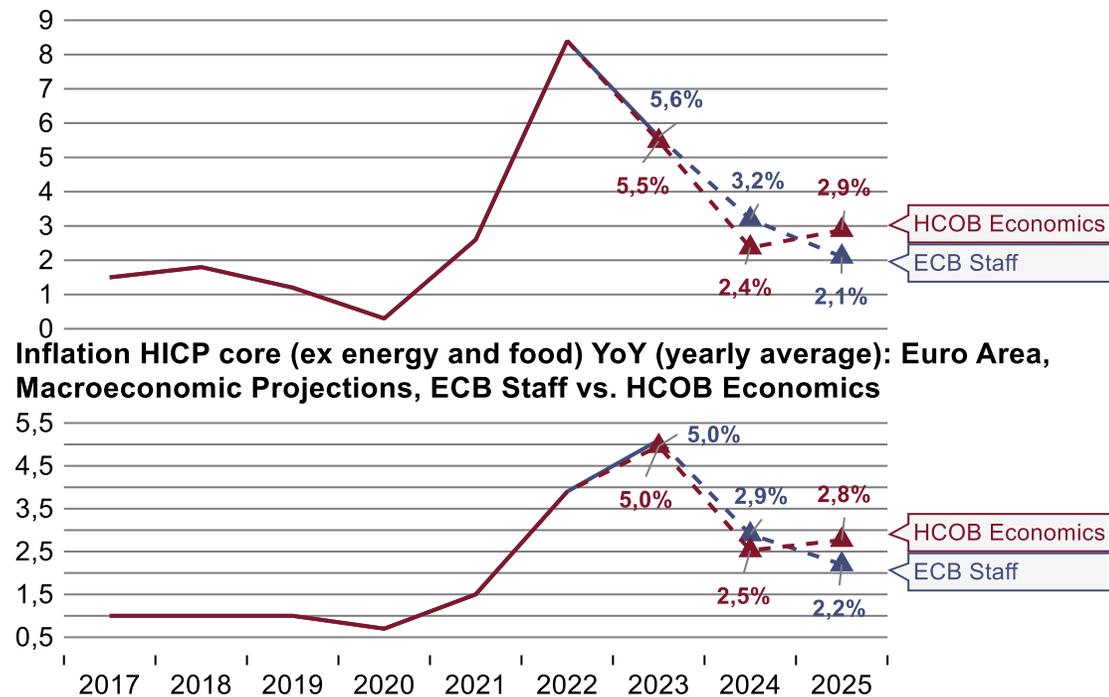
ECB policy rates and forecasts of HCOB Economics



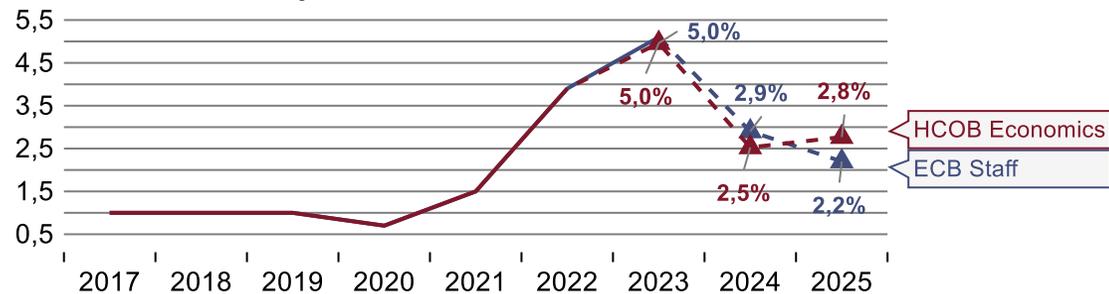
Source: Macrobond, HCOB Economics

Makroökonomische Projektionen der EZB: Die Inflations- und Wachstumsprognosen könnten am 14. Dezember nach unten korrigiert werden.

Inflation HICP YoY (yearly average): Euro Area, Macroeconomic Projections, ECB Staff vs. HCOB Economics

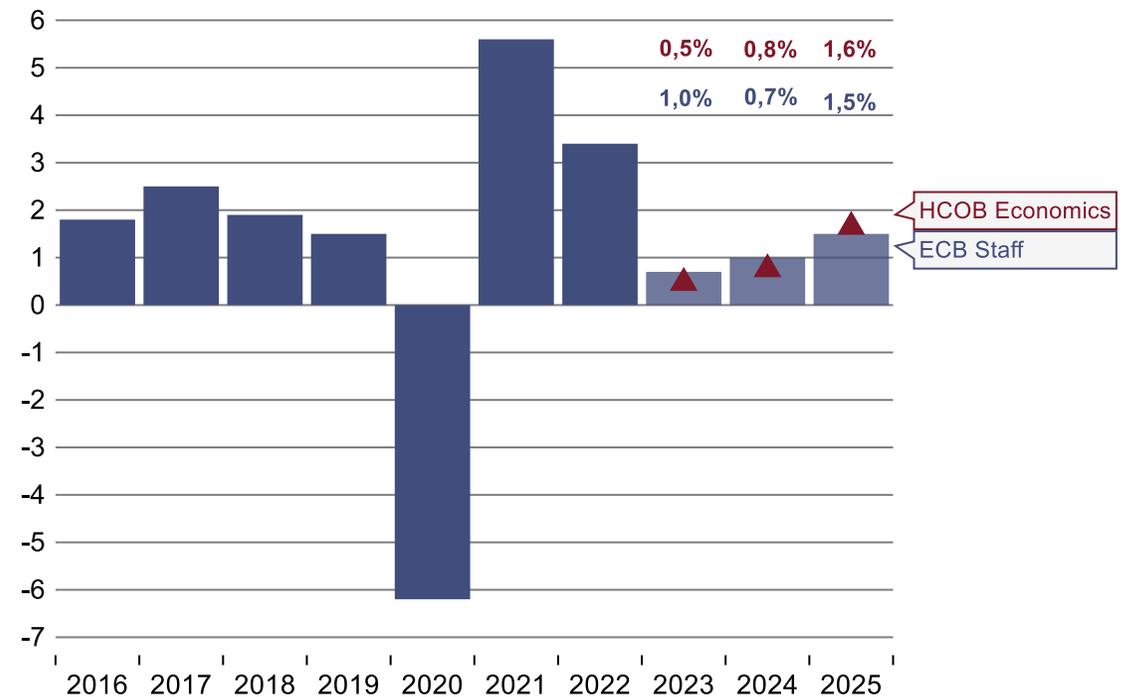


Inflation HICP core (ex energy and food) YoY (yearly average): Euro Area, Macroeconomic Projections, ECB Staff vs. HCOB Economics



Source: Macrobond, HCOB Economics, ECB (European Central Bank).
 Note: The latest ECB Projections are from September 2023.

GDP growth: Euro Area, Macroeconomic Projections, ECB Staff vs. HCOB Economics



Source: Macrobond, HCOB Economics, ECB (European Central Bank).
 Note: The latest ECB Projections are from September 2023.

Anhang

- „One person, one quote“
- Einflussfaktoren für die Projektionen der EZB

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 26.10.2023 (I)

- **Christine Lagarde (ECB President): Current policy measures expected to contribute significantly to achieving inflation target**
 - „The level where we are at the moment, if we sustain it for long enough, will make a significant contribution to bringing inflation back to our 2% target in the medium term.“
- **Luis de Guindos (ECB Vice-President): Tightening policy anticipated to impact economy and suppress inflation**
 - „We are also seeing increasing signs of the impact of our policy decisions on the real economy. Further tightening is still in the pipeline from the current policy stance, and it is set to further dampen demand and help push down inflation.“
- **Isabel Schnabel (ECB Board Member): Further rate hikes rather unlikely after recent inflation data**
 - „The most recent inflation number has made a further rate increase rather unlikely.“
- **Piero Cipollone (ECB Board Member): No public statement**
- **Philip R. Lane (ECB Board Member): No public statement**
- **Frank Elderson (ECB Board Member): No public statement**

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 26.10.2023 (II)

- **Joachim Nagel (NCB Official of Germany): Due to upward-tilted inflation risks, further hike cannot be ruled out**
 - „In my opinion, inflation risks are tilted to the upside, not least because of the current geopolitical situation. So I wouldn't rule out a further interest rate hike. At the same time, I believe it is considerably too early to even think about potentially lowering policy rates.“
- **François Villeroy de Galhau (NCB Official of France): Present policy rates will be kept in place for the next quarters**
 - „Well, in a mountainous environment, there aren't just peaks and descents: there are also plateaus, where you can experience the effects of altitude and appreciate the view. That's what we'll probably be doing for at least the next several meetings and the next few quarters.“
- **Fabio Panetta (NCB Official of Italy): Current policy rates consistent to bring inflation to target**
 - „The current level of policy rates is sufficient to bring inflation back to our 2 per cent target over the medium term. The ECB's monetary tightening has so far only produced some of its effects and – based on past experience – is likely to continue to dampen demand in the future.“
- **Pablo Hernández de Cos (NCB Official of Spain): Present interest rates adequate to reach inflation target**
 - „If we keep rates at these levels for long enough, it is very likely that we will be able to achieve our 2% inflation target.“
- **Klaas Knot (NCB Official of the Netherlands): Current interest rate levels are at good 'cruising altitude'**
 - „I see the current level of our policy rates as a good 'cruising altitude' where they can remain for some time.“
- **Pierre Wunsch (NCB Official of Belgium): Further hike is less likely**
 - „It's now less likely (we) need to raise again.“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 26.10.2023 (III)

- **Gabriel Makhoul (NCB Official of Ireland): Past tightening yet to pass through to the economy**
 - „A large part of monetary tightening has yet to be passed through to the financial system and to the economy.“
- **Robert Holzmann (NCB Official of Austria): We should be ready to hike again**
 - „I definitely belong to those that think we should be very careful, that we should stand ready to hike again if needed.“
- **Tuomas Väälimäki (NCB Official of Finland): No public statement**
- **Yannis Stournaras (NCB Official of Greece): Terminal rates are reached**
 - „I can tell you my personal view: Yes, we have (reached the peak of interest rates).“
- **Mário Centeno (NCB Official of Portugal): ECB should maintain current policy rates**
 - „(The ECB should) maintain current rates until all signs of falling inflation are consistent with convergence towards the 2% target.“
- **Peter Kažimír (NCB Official of Slovakia): We will stay at the peak for the next quarters**
 - „As I have said several times, we will have to stay at the peak for the next few quarters. Bets on rate cuts happening already in the first half of next year are entirely misplaced.“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 26.10.2023 (IV)

- **Boris Vujčić (NCB Official of Croatia): Process of raising rates is finished**
 - „We have finished with the process of raising interest rates for now.“
- **Gaston Reinesch (NCB Official of Luxembourg): No public statement**
- **Boštjan Vasle (NCB Official of Slovenia): Present interest rates will help to reach inflation target**
 - „Our assessment is that these (the policy rates) are at levels that, maintained for a sufficiently long duration, will make a substantial contribution to returning inflation to its target level in timely fashion.“
- **Gediminas Šimkus (NCB Official of Lithuania): Current level of restriction is sufficient**
 - „Unless there are data surprises, current level of restriction is sufficient.“
- **Constantinos Herodotou (NCB Official of Cyprus): ECB’s monetary policy is bearing fruits**
 - „Inflation dynamics are on a strong corrective path. (...) This correction in inflation indicates that the ECB Governing Council’s monetary policy efforts are bearing fruit.“
- **Mārtiņš Kazāks (NCB Official of Latvia): Borrowing costs are contributing forcefully to inflation normalization**
 - „Borrowing costs are at levels that are contributing forcefully to inflation normalization. The focus now is on the speed with which tightening feeds through the financial system.“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 26.10.2023 (V)

- **Madis Müller (NCB Official of Estonia): ECB does not require to provoke recession to reach inflation target**
 - „All in all, when describing the economic situation in the euro area, it is more correct to talk about stagnation and a steady recovery, rather than a deep economic crisis. Getting price increases under control does not necessarily require the central bank to provoke a deep recession with high interest rates.“
- **Edward Scicluna (NCB Official of Malta): Monetary policy tightening is evident**
 - „The effects of the monetary policy tightening are already evident with euro area inflation falling to 2.9% in October 2023. Barring exogenous shocks to the global economy, the European Central Bank is on target to achieve its 2% inflation target over the medium term.“

Aussichten für den Euroraum: Für die nächste Projektion des EZB-Stabs für den Euroraum erwarten wir eine Korrektur der Inflations- und Wirtschaftswachstumsprognosen nach unten.

- **Risiken für die Inflation: nach unten gerichtet**
 - Downside Risks:
 - Starke Übertragung der restriktiven Geldpolitik und
 - schwächere Wirtschaftsentwicklung wegen der neuen geopolitischen Krisen
 - Upside Risks:
 - Energiepreise und
 - Überdurchschnittliche Lohnerhöhungen
- **Risiken für das Wirtschaftswachstum: nach unten gerichtet**
 - Downside Risks:
 - Stärker als erwartete Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik,
 - weitere Schwächung der Weltwirtschaft und
 - geopolitische Risiken (Ukraine, Naher Osten)
 - Upside Risks:
 - Angespannter Arbeitsmarkt und
 - Erhöhung der Realeinkommen (wegen deutlicher Disinflation)

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: 08.12.2023

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.