

# ECB Watcher

**Zinssenkungen besser später als zu früh**

HCOB Economics

1. März 2024

Dr. Cyrus de la Rubia / Nils Müller

# Executive Summary: Zinssenkungen besser später als zu früh (I)

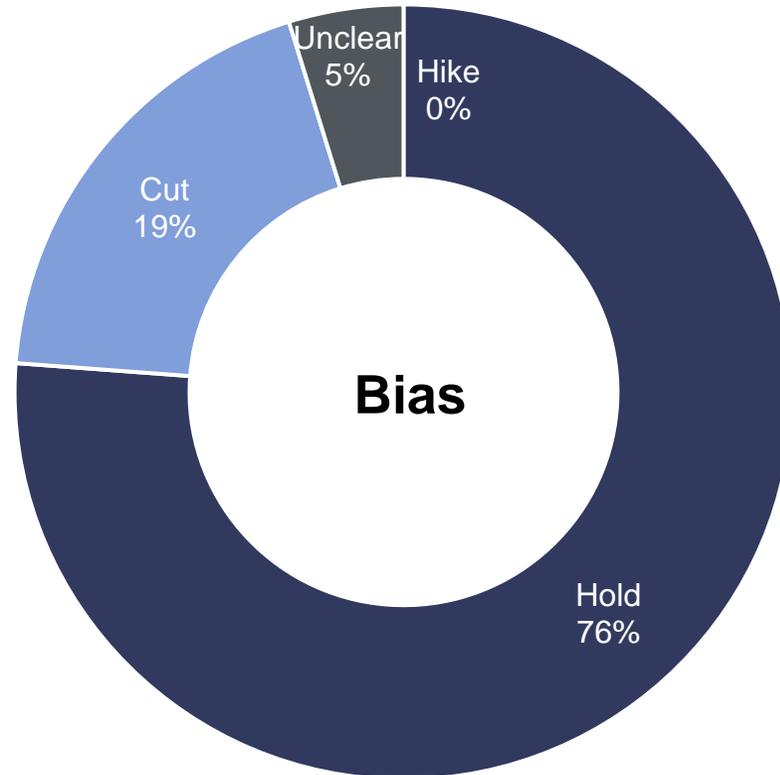
- Die EZB wird bei der kommenden Sitzung am 7. März die Leitzinsen wahrscheinlich auf dem aktuellen Niveau belassen. Dies signalisierte eine deutliche Mehrheit von 76 % der EZB-Ratsmitglieder. Lediglich 19 % des EZB-Gremiums schätzen wir so ein, dass sie sich bei der Sitzung für eine Senkung der Leitzinsen einsetzen könnten. Unsere Einschätzung beruht auf einer gründlichen Analyse der jüngsten Reden und Interviews der Ratsmitglieder (siehe Anhang „One person, one quote“).
- Seit September letzten Jahres liegen die EZB-Leitzinsen unverändert bei 4,00 % (Zinssatz für die Einlagefazilität) und 4,50 % (Hauptfinanzierungszinssatz). Wir erwarten, dass die EZB eine erste Zinssenkung im Juni 2024 vornehmen wird, gefolgt von einer weiteren im September desselben Jahres.
- Kurz vor der anstehenden Sitzung haben sich die Vertreter der EZB deutlicher dazu geäußert, wo sie die Zinssätze in diesem Jahr sehen. Die Debatte konzentriert sich größtenteils auf die Frage, wann die erste Zinssenkung erfolgen wird. Obwohl einige Ratsmitglieder auch Präferenzen für frühere oder spätere Maßnahmen geäußert haben, scheint der Juni als Zeitpunkt plausibel. Bei vielen Mitgliedern des EZB-Rats besteht derzeit noch die Sorge, dass wachsende Löhne den Rückgang der Inflationsrate verlangsamen könnten. Im Mai wird die EZB jedoch über die Lohndaten des ersten Quartals von 2024 verfügen und damit bei der Juni-Sitzung mehr Gewissheit über die weitere Entwicklung der Inflationsrate haben.
- Auch die Aussagen von Joachim Nagel, dem deutschen Vertreter im EZB-Rat, passen zum Szenario für den Juni. Auf die Frage, wie er die Neubewertung der Finanzmärkte empfinde, die nun Zinssenkungen für den Juni und nicht mehr für den April einpreisen, antwortete er: „Ich fühle mich wohler damit.“ Die Tatsache, dass er diese Spekulation über baldige Zinssenkungen nicht zurückwies, verdeutlicht eine mögliche Neuausrichtung der EZB im Sommer dieses Jahres.

## Executive Summary: Zinssenkungen besser später als zu früh (II)

- Trotzdem warnte Nagel Mitte Februar: „Basierend auf vergangenen Erfahrungen war es oft schmerzhafter, wenn man die Zinssätze zu früh senkte und dann möglicherweise in eine Phase geriet, in der die Preise stiegen und man dann Gegenmaßnahmen ergreifen musste.“ Weiterhin betonte er, dass es „eine effektivere Strategie ist, hartnäckiger zu sein, länger auf einem bestimmten Zinsniveau zu verharren und dann erst zu einem späteren Zeitpunkt zu handeln.“
- Im starken Kontrast zu Nagels Ansicht stehen die Aussagen von Mário Centeno, dem portugiesischen Notenbankchef, der kürzlich sagte: „Der März ist der Zeitpunkt, an dem wir die größte Menge neuer Daten vorliegen haben – einige Daten könnten uns dazu veranlassen, bereits im März über Zinssenkungen zu diskutieren.“ Er begründet seinen Standpunkt damit, dass die Inflation in den letzten Monaten durchweg unter den Prognosen der EZB lag und dass „die Inflation sogar irgendwann in diesem Jahr unter 2 % liegen könnte – wenn auch nur vorübergehend – und dann um 2 % schwanken könnte,“ was dem Ziel der EZB entspräche.
- Obwohl bei der kommenden EZB-Sitzung keine neuen Entscheidungen seitens der EZB zu erwarten sind, wird der 7. März trotzdem spannend sein, da an diesem Tag auch neue Projektionen des EZB-Stabs veröffentlicht werden. Aufgrund der niedrigeren Energiepreise werden die neuen Projektionen wahrscheinlich eine Abwärtskorrektur der Inflation für 2024 zeigen. Zuletzt, d.h. im Januar, lag die Gesamtinflationsrate der Eurozone bei 2,8 % YoY im Vergleich zu 2,9 % im Vormonat. Auch unser Nowcasting-Modell prognostiziert einen Wert von 2,6 % für den Februar, was darauf hindeutet, dass sich der Abwärtstrend der Inflationsrate fortsetzen könnte.
- Unser Lieblingszitat ist von Mārtiņš Kazāks (lettischer Notenbankchef): „That dragon has been pushed to the ground, but it has not been killed yet. The nature of inflation is insidious. Therefore, we will need to be patient a while longer. But the good news is that inflation has come down sharply and monetary policy has helped push it down. Once there is confidence that inflation has been killed, (interest) rates will come down.“

# Eine deutliche Mehrheit des EZB-Rats (mit Stimmberechtigung) dürfte bei der Sitzung am 7. März dafür sein, die Leitzinsen konstant zu lassen.

Bias for March 7, 2024

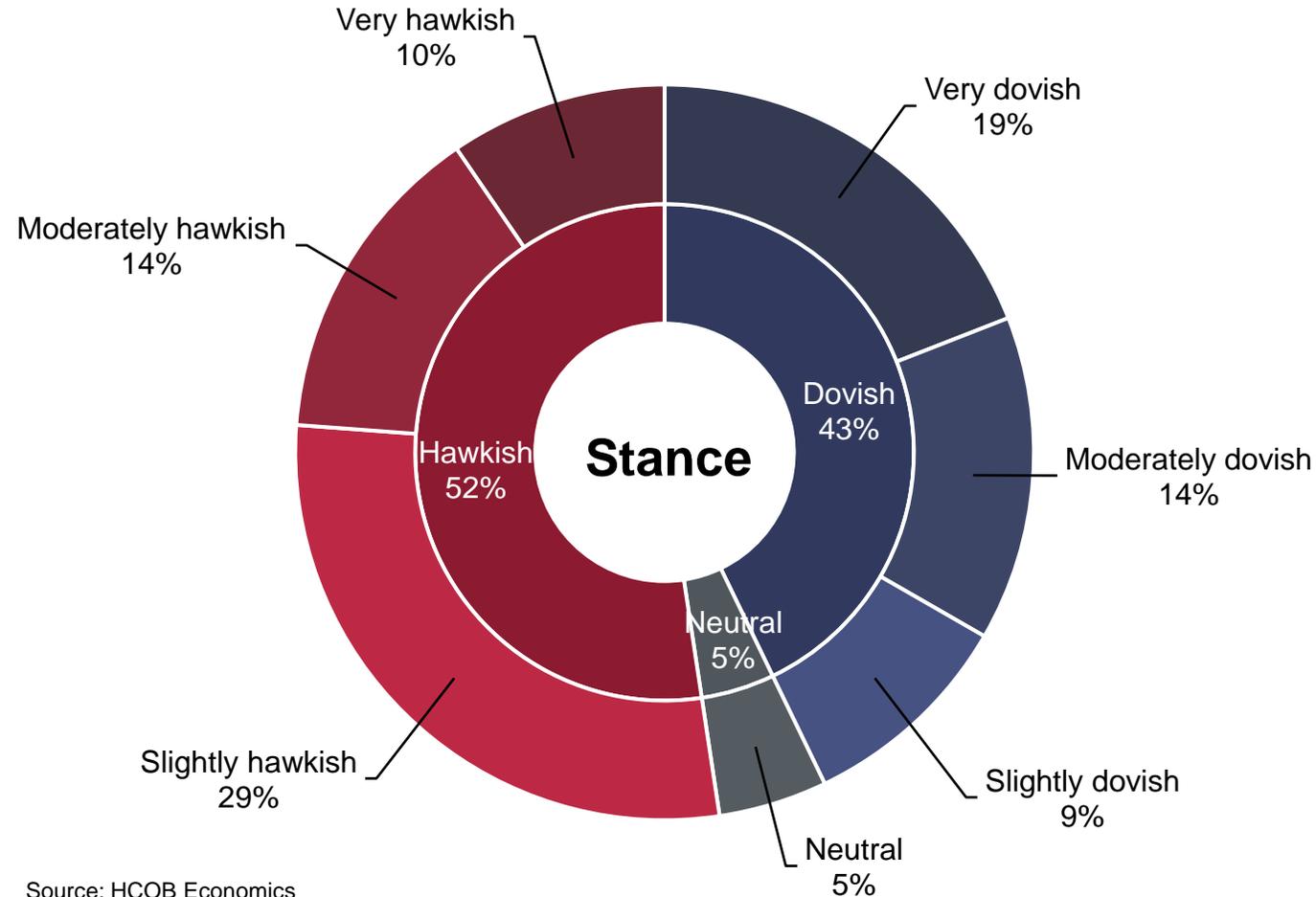


Source: HCOB Economics

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.

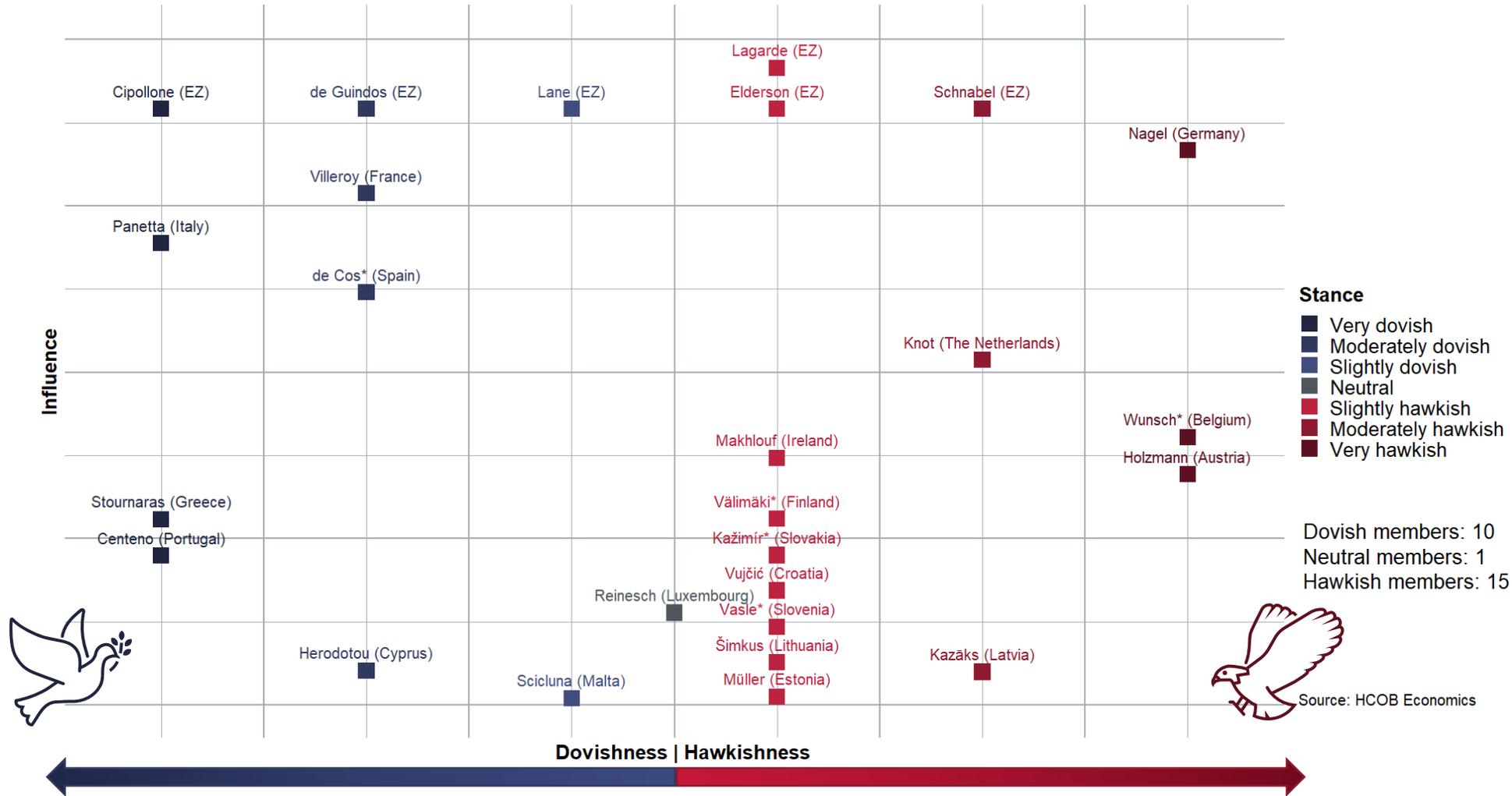
Definition of „hawkish“: very limited tolerance when exceeding the inflation target.

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: Nur Villeroy, Panetta, Centeno und Scicluna könnten sich bei der nächsten Sitzung für eine Senkung der Leitzinsen einsetzen.

ECB Council Member	Position	Voting on Mar. 7, 2024	Bias for Mar. 7, 2024	General stance	Inflation (HICP, YoY)	GDP (share of EZ in %)
Christine Lagarde	ECB President	Yes	Hold	Slightly hawkish	2.8	100
Luis de Guindos	ECB Vice-President	Yes	Hold	Moderately dovish	2.8	100
Isabel Schnabel	ECB Board Member	Yes	Hold	Moderately hawkish	2.8	100
Piero Cipollone	ECB Board Member	Yes	Hold	Very dovish	2.8	100
Philip R. Lane	ECB Board Member	Yes	Hold	Slightly dovish	2.8	100
Frank Elderson	ECB Board Member	Yes	Hold	Slightly hawkish	2.8	100
<b>NCB Official of</b>						
Joachim Nagel	Germany	Yes	Hold	Very hawkish	3.1	27
François Villeroy de Galhau	France	Yes	Cut	Moderately dovish	3.4	20.6
Fabio Panetta	Italy	Yes	Cut	Very dovish	0.9	15.1
Pablo Hernández de Cos	Spain	No	Hold	Moderately dovish	3.5	11
Klaas Knot	The Netherlands	Yes	Hold	Moderately hawkish	3.1	7
Pierre Wunsch	Belgium	No	Hold	Very hawkish	1.5	4
Gabriel Makhlouf	Ireland	Yes	Hold	Slightly hawkish	2.7	3.4
Robert Holzmann	Austria	Yes	Hold	Very hawkish	4.3	3.1
Tuomas Vähimäki	Finland	No	Hold	Slightly hawkish	1.1	1.9
Yannis Stournaras	Greece	Yes	Hold	Very dovish	3.2	1.8
Mário Centeno	Portugal	Yes	Cut	Very dovish	2.5	1.8
Peter Kažimír	Slovakia	No	Hold	Slightly hawkish	4.4	0.8
Boris Vujčić	Croatia	Yes	Hold	Slightly hawkish	4.8	0.5
Gaston Reinesch	Luxembourg	Yes	Unclear	Neutral	3	0.5
Boštjan Vasle	Slovenia	No	Hold	Slightly hawkish	3.4	0.4
Gediminas Šimkus	Lithuania	Yes	Hold	Slightly hawkish	1.1	0.4
Constantinos Herodotou	Cyprus	Yes	Hold	Moderately dovish	2.1	0.2
Mārtiņš Kazāks	Latvia	Yes	Hold	Moderately hawkish	1.1	0.2
Madis Müller	Estonia	Yes	Hold	Slightly hawkish	5	0.2
Edward Scicluna	Malta	Yes	Cut	Slightly dovish	3.7	0.1

# Einfluss und Ausrichtung: Nur drei Mitglieder haben unseres Erachtens eine stark hawkische Haltung: Nagel, Wunsch und Holzmann.

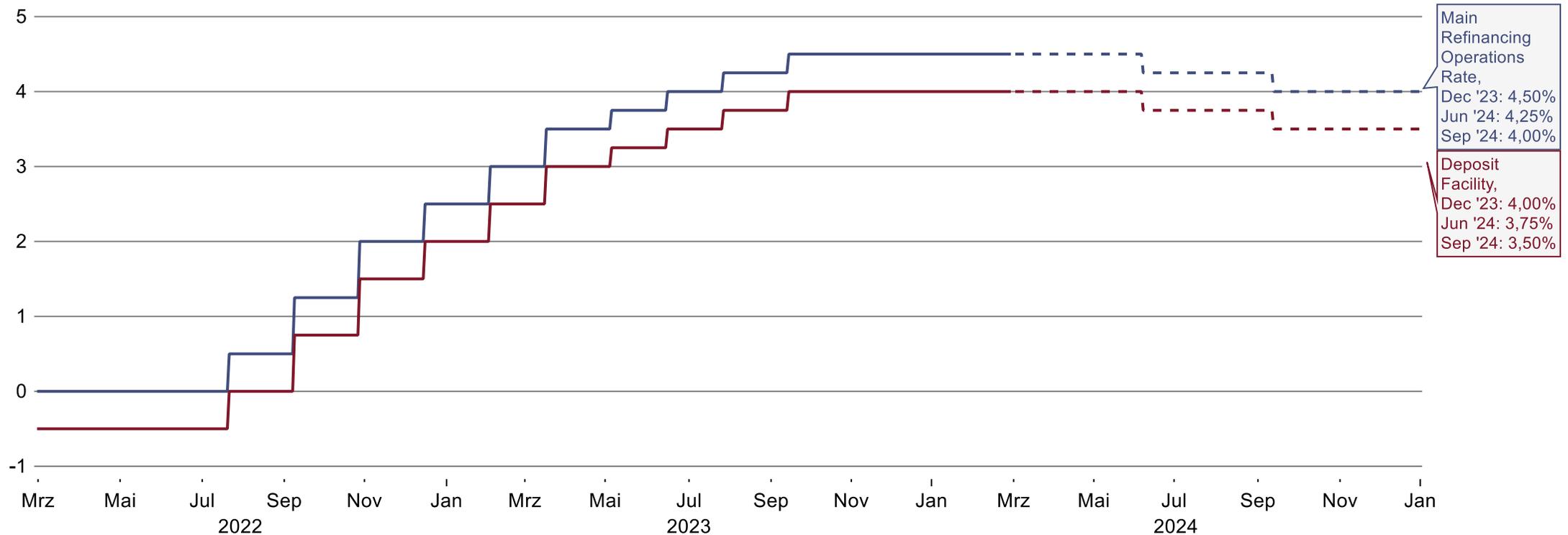


Note 1: Influence gauge is based on share of eurozone GDP. Governing Council members with no voting rights on March 7, 2024 are marked with a superscript star.

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.

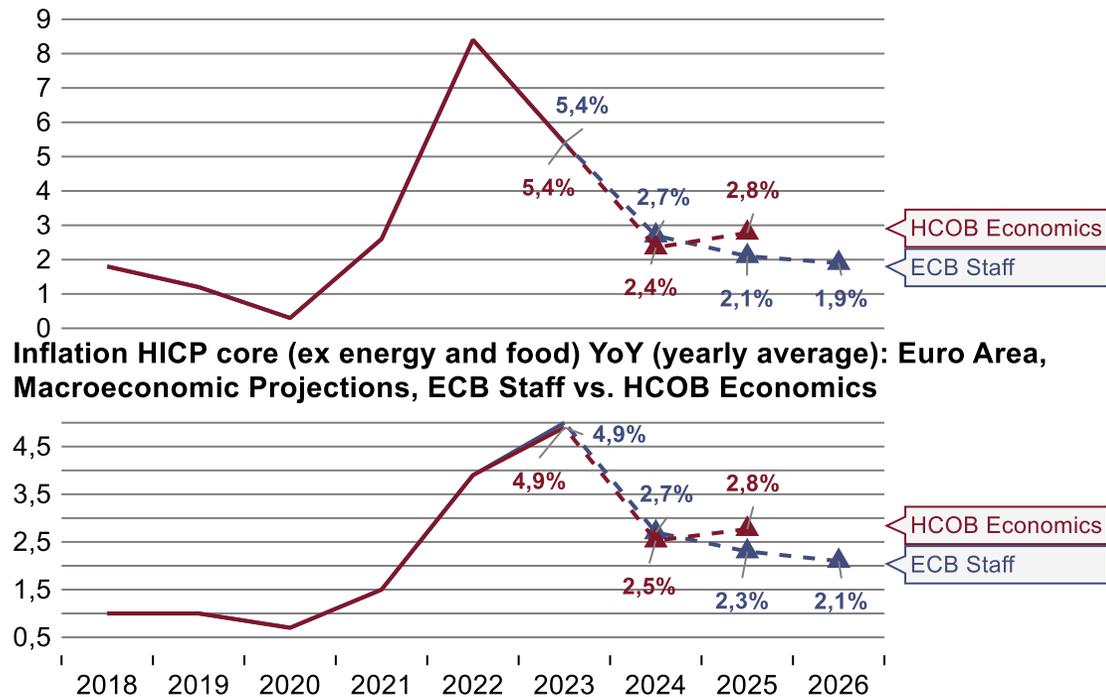
## ECB policy rates and forecasts of HCOB Economics



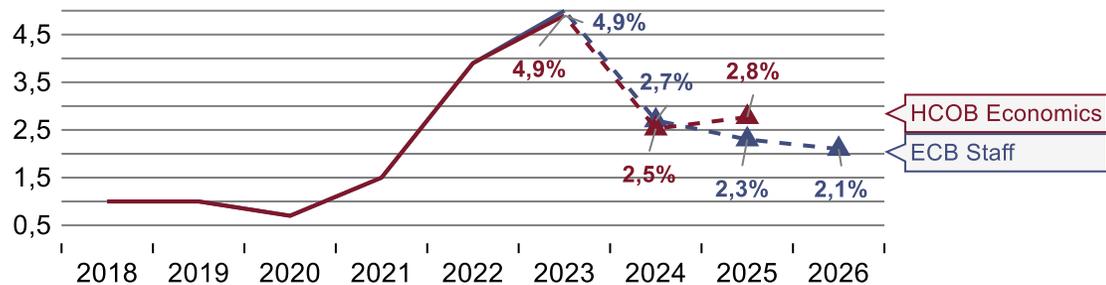
Source: Macrobond, HCOB Economics

# Makroökonomische Projektionen der EZB vom Dezember 2023 im Vergleich zu denen von HCOB Economics vom Februar 2024. Neue Projektionen am 7. März.

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

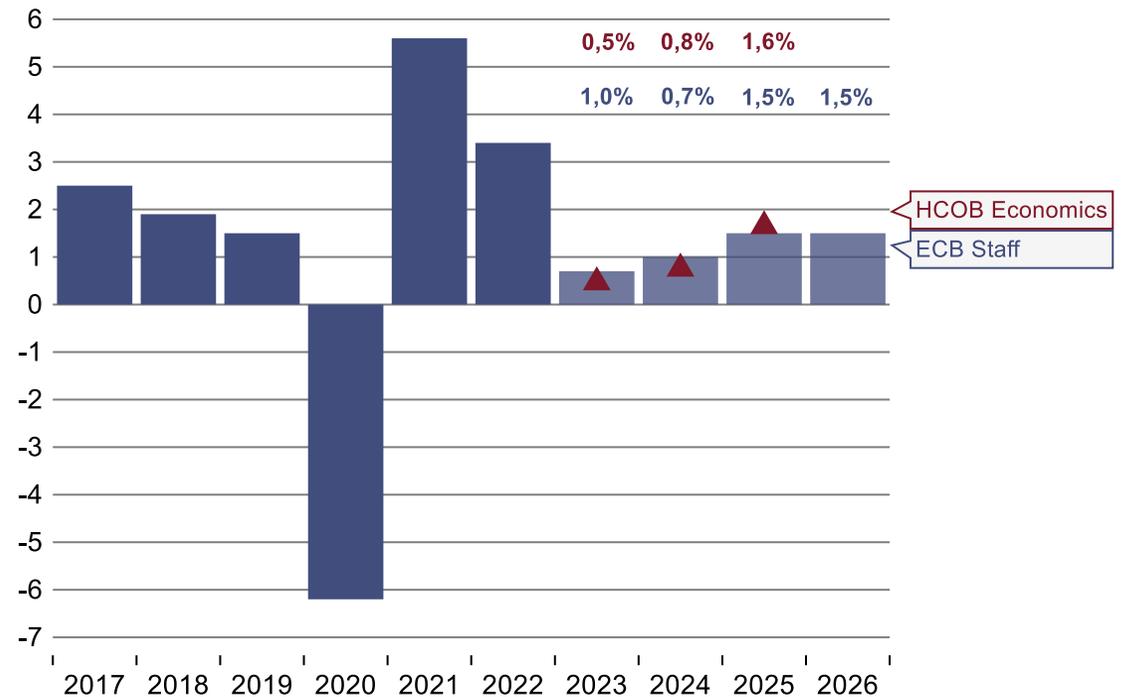


**Inflation HICP core (ex energy and food) YoY (yearly average): Euro Area, Macroeconomic Projections, ECB Staff vs. HCOB Economics**



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“

# „One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 25.01.2024 (I)

- **Christine Lagarde (ECB President):** „We are not there yet (on inflation). We need all sorts of data, but one of which is critically important — it’s the data concerning wages. We are on a disinflationary trend — no question about it. But we need to be further into that process.“
- **Luis de Guindos (ECB Vice-President):** „While we are heading in the right direction, we must not get ahead of ourselves. It will take some more time before we have the necessary information to confirm that inflation is sustainably returning to our two per cent target.“
- **Isabel Schnabel (ECB Board Member):** „In this environment, monetary policy needs to remain restrictive until we can be confident that inflation will sustainably return to our medium-term target. The recent long period of high inflation suggests that, to avoid being forced into adopting a stop-and-go policy akin to that of the 1970s, we must be cautious not to adjust our policy stance prematurely.“
- **Philip R. Lane (ECB Board Member):** „The trend is very good, we want it to continue and we have some time left. You could hear me and other members of the Governing Council saying that we think the next move is to cut rates, but the exact timing depends on the data.“
- **Piero Cipollone (ECB Board Member):** „With demand still weak and inflation expectations anchored, there is no need for monetary policy to generate further slack to keep inflation in check.“
- **Frank Elderson (ECB Board Member):** „And as we’ve shown for almost the past two years and demonstrated again last week: we’re determined to bring inflation back down to our target of 2% and we’re making good progress.“

## „One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 25.01.2024 (II)

- **Joachim Nagel (NCB Official of Germany):** „From past experience, it was often more painful if you lowered interest rates too early and then possibly ran into another phase in which prices rose and you then had to take countermeasures. It’s a more effective strategy to be more robust, to stay at a certain interest-rate level for longer and then only to take action at a later point in time.“
- **François Villeroy de Galhau (NCB Official of France):** „The ECB has three types of flexibility: when, how fast, and how far it reduces borrowing costs. Having these three successive degrees of freedom can be another argument not to overly delay the first cut. It’s not a question of rushing, but acting gradually and pragmatically can be preferable to deciding too late and then having to over-adjust.“
- **Fabio Panetta (NCB Official of Italy):** „What should be discussed now are the conditions to start monetary easing, while avoiding risks to price stability and unnecessary damage to the real economy. We need to consider the pros and cons of cutting interest rates quickly and gradually, as opposed to later and more aggressively, which could increase volatility in financial markets and economic activity.“
- **Pablo Hernández de Cos (NCB Official of Spain):** „The next move in interest rates is going to be a cut. We are not being explicit on when that will happen, I think there is some time left for that, but it is important to underline that the ECB's target is 2%.“
- **Klaas Knot (NCB Official of the Netherlands):** „The only piece that’s missing is the absolute conviction that wage growth will adapt to lower inflation. As soon as that piece of the puzzle falls in place, we will be able to lower interest rates a bit.“
- **Pierre Wunsch (NCB Official of Belgium):** „I believe one should not discard a scenario in which monetary policy stays tight for longer than currently expected, one that would also be associated with more pronounced risks to financial stability.“

## „One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 25.01.2024 (III)

- **Gabriel Makhlouf (NCB Official of Ireland):** „If I can, I prefer to take decisions based on a clear picture. We can afford to wait. We don't have to wait for inflation to get to 2% before deciding on rate cuts, but we do need to feel that we've got enough information that tells us actually we're going to hit 2% in a sustainable way.“
- **Robert Holzmann (NCB Official of Austria):** „There is a certain probability that there will be no rate cut at all this year or only at the very end of the year. There is also a strategic dominance of waiting: it is easier to cut interest rates more quickly if inflation falls faster than expected than it is to raise them again immediately after a rate cut if there is a setback in inflation. The loss of trust would be very high.“
- **Tuomas Välimäki (NCB Official of Finland):** „I consider that our policy rate is currently at a level at which it has made and continues to make a substantial contribution to our price stability goal. Instead of guessing the moment when monetary restriction can be relaxed, it is better to be safe than sorry and just follow the data dependent approach.“
- **Yannis Stournaras (NCB Official of Greece):** „The latest deceleration in wages gives hope that we are on track. But we won't have enough information to decide on rate cuts before the end of the second quarter — so June (might be appropriate). April is an option if we receive the right kind of data, March definitely is not. We won't take the risk of cutting rates until we can be absolutely sure we're on track to meet our target.“
- **Mário Centeno (NCB Official of Portugal):** „March is the date when we have the largest amount of new data in front of us — some data may tell us to discuss interest rate cuts as soon as March. If we are truly data-dependent and if we decide meeting by meeting all possibilities are open. We need to look at the data.“

# „One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 25.01.2024 (IV)

- **Peter Kažimír (NCB Official of Slovakia):** „The next move will be a cut and it is within our reach. I am confident that the exact timing, whether in April or June, is secondary to the decision’s impact. The latter seems more probable, but I will not jump to premature conclusions on the timing.“
- **Boris Vujčić (NCB Official of Croatia):** „April or June doesn’t really make much of a difference for the economy. I think it’s more important that we achieve a kind of smooth transition. I think that 25 basis point moves are preferable to larger (steps). It doesn’t have to be continuous (...) there will be some pauses.“
- **Boštjan Vasle (NCB Official of Slovenia):** „Short-term price developments present a good outlook for inflation. Tight labor market and wage growth still pose a risk for inflation.“
- **Gediminas Šimkus (NCB Official of Lithuania):** „I think that we’ll see the positive developments on wages and inflation that would allow us to move into the less restrictive area in summer 2024. It’s very obvious that there’s no need to cut in March because the data doesn’t hint at that. Even April is quite unlikely.“
- **Constantinos Herodotou (NCB Official of Cyprus):** „I would say there will definitely be some interest rate cuts within 2024, unless we see some unexpected developments. It is important to say that the decrease of interest rates should not start too soon because then inflation may return, and that will be a negative development, because then we will have to act again with measures to limit it.“

# „One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 25.01.2024 (V)

- **Mārtiņš Kazāks (NCB Official of Latvia):** „That dragon has been pushed to the ground, but it has not been killed yet. The nature of inflation is insidious. Therefore, we will need to be patient a while longer. But the good news is that inflation has come down sharply and monetary policy has helped push it down. Once there is confidence that inflation has been killed, (interest) rates will come down.“
- **Madis Müller (NCB Official of Estonia):** „It would be prudent to be patient with the first rate cut. (I am) more comfortable to wait for first quarter data to be able to say confidently that all indicators suggest we can lower rates. It’s risky to act too soon and then find out you made a mistake that you have to correct.“
- **Edward Scicluna (NCB Official of Malta):** „March could be it (the time for a first cut) for all I know. We’ll see how many (ECB Governing Council members) think that there’s no need to wait for June. The ECB should be objective in assessing the latest price trends and loosen the choker on the economy, at least a little.“
- **The following ECB Governing Council members made no public statement since the last meeting in January:**
  - Gaston Reinesch (NCB Official of Luxembourg)

# 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: 01.03.2024

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.