ECB Watcher

Vorsichtige Schritte zur Zinswende in der Eurozone

HCOB Economics

31. Mai 2024

Dr. Cyrus de la Rubia / Nils Müller

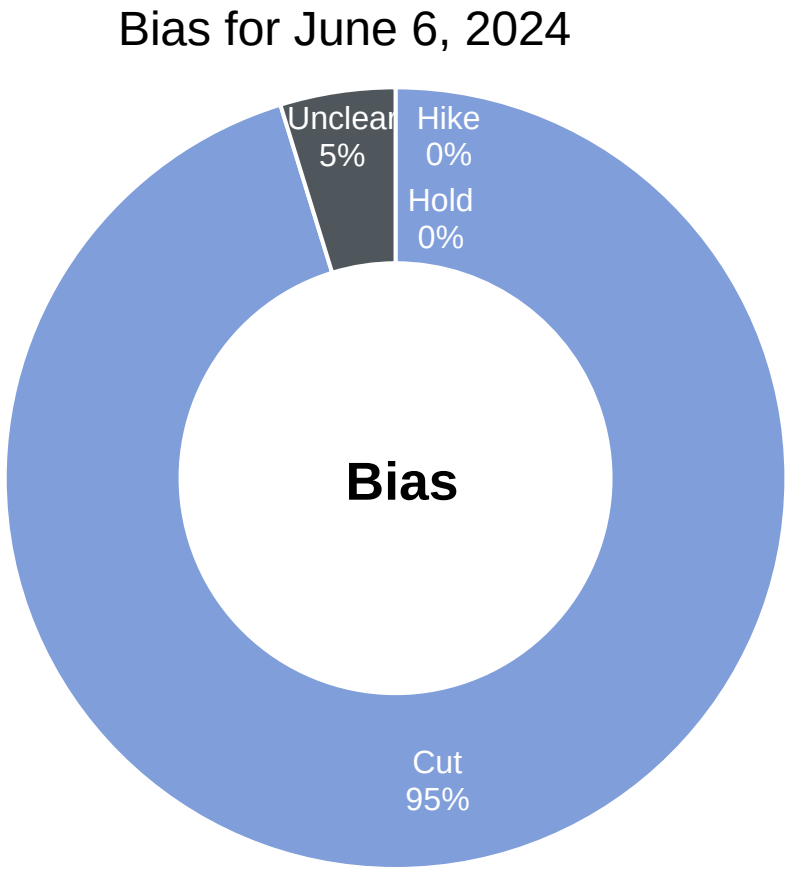
Executive Summary: Vorsichtige Schritte zur Zinswende in der Eurozone (I)

- Der Sommer steht vor der Tür und damit auch die Zinswende in der Eurozone: Nächste Woche entscheidet die EZB wieder über die Geldpolitik und wird aller Voraussicht nach die Leitzinsen senken. Dies geht zumindest aus der Kommunikation der EZB-Ratsmitglieder hervor, die die Finanzmärkte in ihren Reden und Interviews der letzten Wochen auf eine Zinssenkung im Juni eingestimmt haben. Ein fast einstimmiger Anteil von 95 % der am 6. Juni stimmberechtigten Mitglieder des EZB-Rats hat sich in der jüngsten Kommunikation nach unserer Lesart für eine Lockerung der Geldpolitik um wahrscheinlich 25 Basispunkte ausgesprochen (siehe Anhang „One person, one quote“).
- Viel spannender als die Frage, ob nächste Woche die Zinsen gesenkt werden, ist, wie es nach der Juni-Sitzung mit der Zinspolitik weitergeht. Die EZB-Ratsmitglieder hielten sich zu dieser Frage weitestgehend bedeckt. Wir prognostizieren nach einer Senkung von 25 Basispunkten bei der anstehenden Sitzung eine weitere Zinssenkung im September. Damit würde der EZB-Rat bei der Juli-Sitzung pausieren.
- Das Szenario einer weiteren Zinssenkung erst im September und nicht schon im Juli ist aus mehreren Gründen realistisch: Erst im September werden – nach denen der nächsten Woche – wieder neue Prognosen des EZB-Stabs veröffentlicht. Der EZB-Chefvolkswirt Lane etwa argumentierte Anfang Mai, dass „von einer Sitzung zur nächsten und von einer Projektionsrunde zur nächsten weitere Daten gesammelt werden können, die für die Zinsentscheidung von Bedeutung sind.“
- Wichtiger scheint aber das Argument, dass die EZB keine unrealistischen Erwartungen über den noch unsicheren Verlauf des zukünftigen Zinspfades wecken möchte. So erläuterte der belgische Notenbankchef Pierre Wunsch, dass die EZB schrittweise und nicht zu schnell vorgehen sollte und dass sie davon absehen sollte sich bereits für Juli auf eine zweite Zinssenkung festzulegen. Weiterhin sagte er zum Erwartungsmanagement: „Die Märkte würden davon ausgehen, dass wir eine Serie von Zinssenkungen einleiten,“ was zu diesem Zeitpunkt, an dem die politischen Entscheidungsträger vorsichtig bleiben sollten, ungünstig sei.

Executive Summary: Vorsichtige Schritte zur Zinswende in der Eurozone (II)

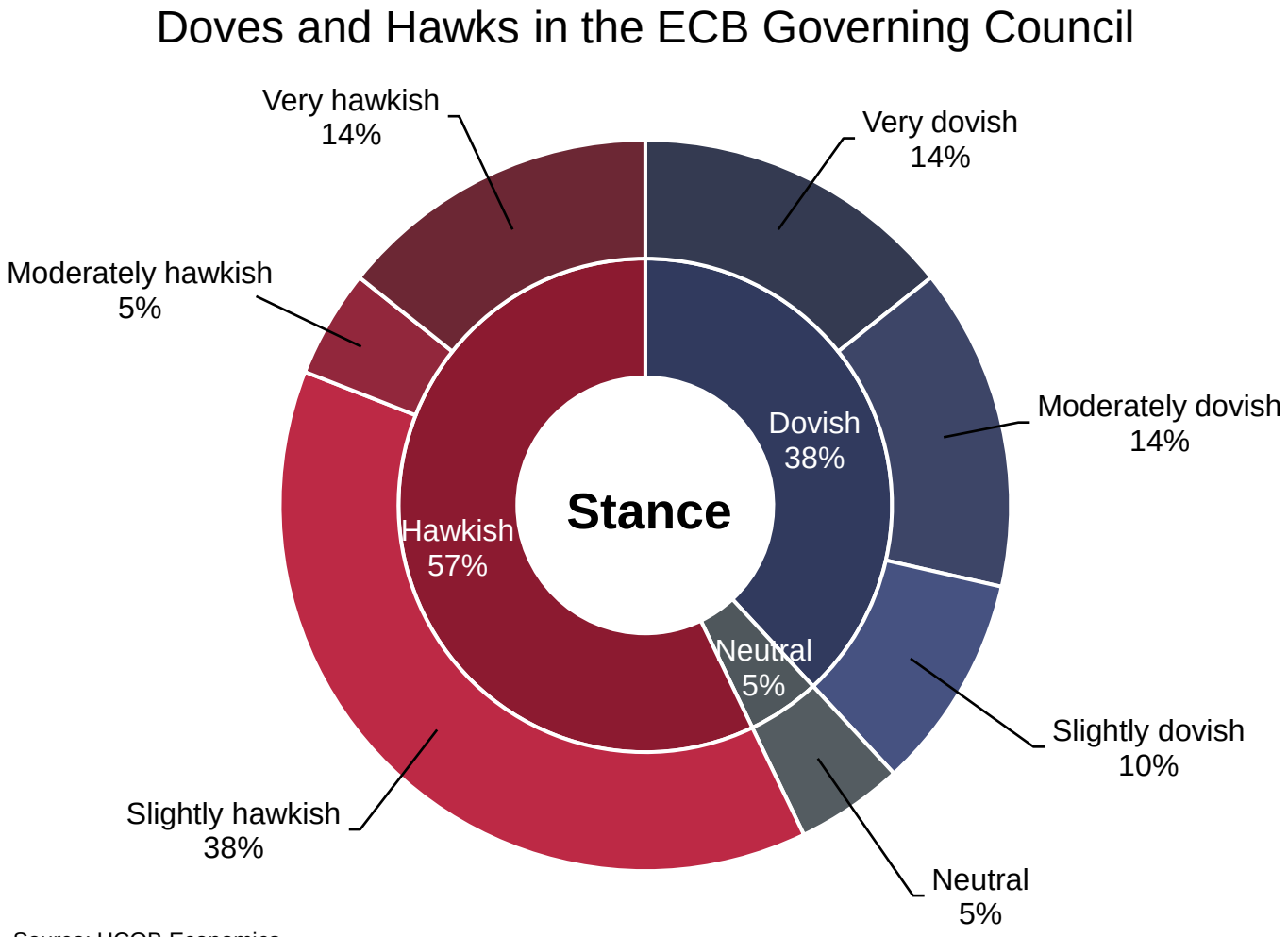
- Die Inflation im europäischen Währungsraum liegt immer noch über dem Zielwert von 2 %. Gerade pendelt sie sich eher bei 2,5 % ein und wird laut der EZB erst im Jahr 2025 bei 2 % angelangen. Im Mai lag die Inflation bei 2,6 % für die Gesamtinflation.
- Auch wenn die EZB schon enorme Fortschritte in Bezug auf die Inflationseindämmung gemacht hat, bestehen weiterhin Risiken, die den Disinflationsprozess verlangsamen könnten. Hierzu zählen neben einer verfrühten und zu starken Lockerung der Zinspolitik weiterhin geopolitische Konflikte, wie die Auseinandersetzungen im Nahen Osten und das damit verbundene Risiko eines Ölpreisschocks. Daneben ist der Dienstleistungssektor von hohen Inflationswerten betroffen: Die Teuerungsrate für Dienstleistungen ist laut der Preiskomponente der HCOB PMI im Mai leicht rückläufig. Zuletzt enttäuschte aber ein deutlich über den Erwartungen liegendes Wachstum der Tariflöhne mit 4,7 % (YoY) im ersten Quartal, im Vergleich zu 4,5 % im Vorquartal.
- Am 6. Juni wird die EZB auch wieder neue makroökonomische Projektionen veröffentlichen. Wir erwarten, dass diese sich - wenn überhaupt - nur leicht im Vergleich zu den letzten Projektionen aus dem März verändern werden, dass also die Inflation auch weiterhin gemäß diesen Projektionen im Jahr 2025 die Zielmarke von 2 % erreicht.
- Abschließend lässt sich sagen, dass der EZB-Rat bei seinen Entscheidungen weiterhin vorsichtig vorgehen, von Meeting zu Meeting und abhängig von der Datenlage entscheiden und uns damit keine langfristige „Forward Guidance“ bieten wird. Eher wird es so sein, dass wir erst in den Wochen unmittelbar vor den nächsten Sitzungen von den Zentralbankerinnen und Zentralbankern der EZB erfahren dürften, wo sie die Zinsen mittelfristig sehen werden. Damit wird es auch in den nächsten Monaten weiterhin wichtig bleiben, die Reden der Ratsmitglieder genau zu verfolgen.
- Unser Lieblingszitat stammt vom Bundesbankchef Joachim Nagel: „Let’s not count our chickens before they’ve hatched. […] But even if rates are lowered for the first time in June, that does not mean we will cut rates further in subsequent Governing Council meetings. We are not on auto-pilot.“

Die Mehrheit des EZB-Rats (mit Stimmberechtigung) dürfte bei der Sitzung am 6. Juni die Leitzinsen senken wollen.



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.

Bei der bevorstehenden Sitzung werden die Ratsmitglieder, die eine „hawkishe“ Grundausrichtung einnehmen, in der Mehrheit sein.



Source: HCOB Economics

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

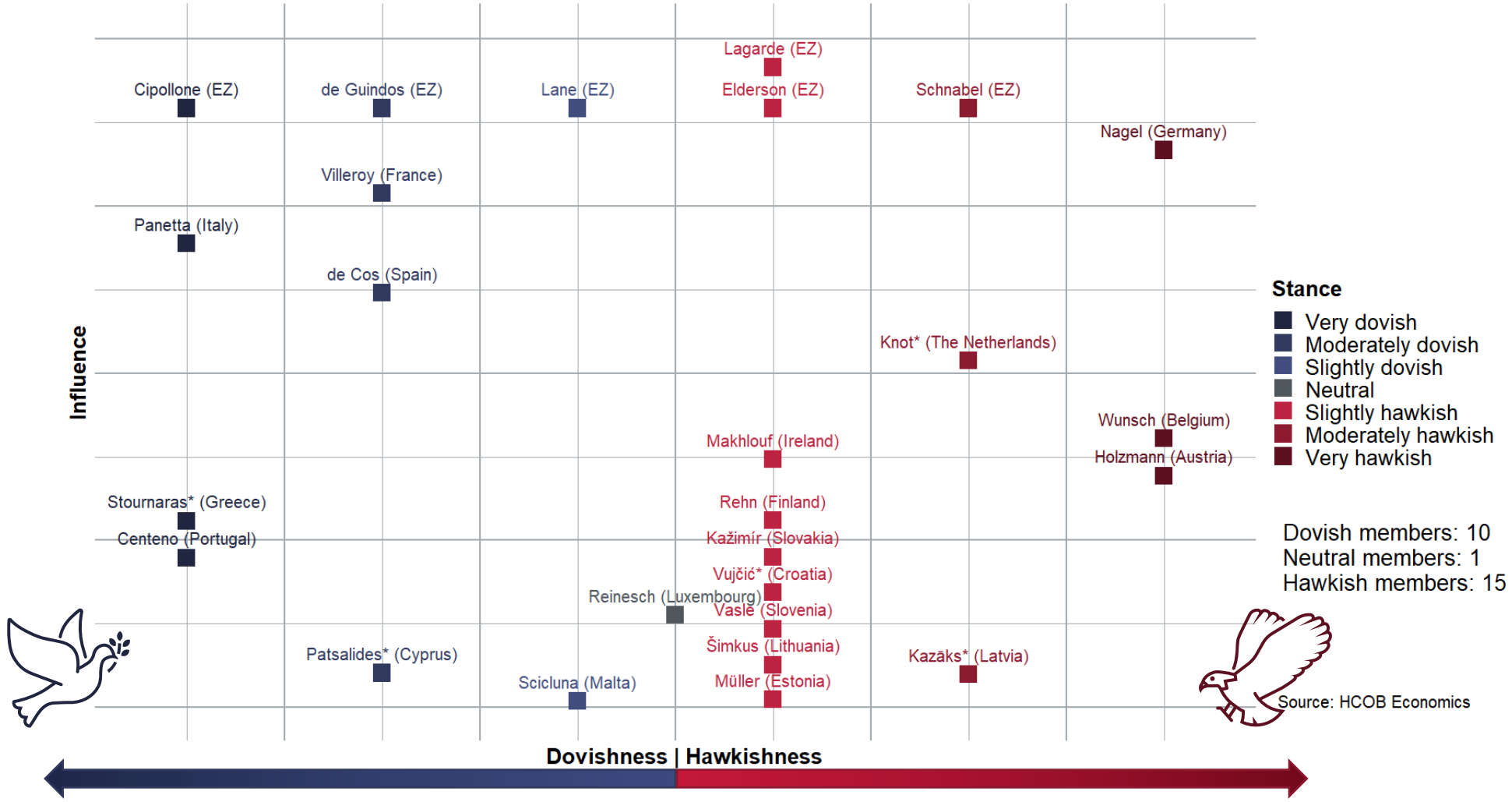
Definition of „hawkish“: very limited tolerance when exceeding the inflation target.

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: Die meisten Ratsmitglieder haben in ihren Reden deutlich gemacht, dass der Juni ein guter Zeitpunkt für eine erste Zinssenkung sei.

ECB Council Member	Position	Voting on June 6, 2024	Bias for June 6, 2024	General stance	Inflation (HICP, YoY, latest)	GDP (share of EZ in %)
Christine Lagarde	ECB President	Yes	Cut	Slightly hawkish	2.6	100
Luis de Guindos	ECB Vice-President	Yes	Cut	Moderately dovish	2.6	100
Isabel Schnabel	ECB Board Member	Yes	Cut	Moderately hawkish	2.6	100
Piero Cipollone	ECB Board Member	Yes	Cut	Very dovish	2.6	100
Philip R. Lane	ECB Board Member	Yes	Cut	Slightly dovish	2.6	100
Frank Elderson	ECB Board Member	Yes	Unclear	Slightly hawkish	2.6	100
	NCB Official of					
Joachim Nagel	Germany	Yes	Cut	Very hawkish	2.4	27
François Villeroy de Galhau	France	Yes	Cut	Moderately dovish	2.7	20.6
Fabio Panetta	Italy	Yes	Cut	Very dovish	0.8	15.2
Pablo Hernández de Cos	Spain	Yes	Cut	Moderately dovish	3.4	11.1
Klaas Knot	The Netherlands	No	Cut	Moderately hawkish	2.6	6.9
Pierre Wunsch	Belgium	Yes	Cut	Very hawkish	4.9	3.9
Gabriel Makhlouf	Ireland	Yes	Cut	Slightly hawkish	1.6	3.3
Robert Holzmann	Austria	Yes	Cut	Very hawkish	3.4	3.1
Olli Rehn	Finland	Yes	Cut	Slightly hawkish	0.6	1.8
Yannis Stournaras	Greece	No	Cut	Very dovish	3.2	1.8
Mário Centeno	Portugal	Yes	Cut	Very dovish	2.3	1.8
Peter Kažimír	Slovakia	Yes	Cut	Slightly hawkish	2.4	0.8
Boris Vujčić	Croatia	No	Cut	Slightly hawkish	4.7	0.5
Gaston Reinesch	Luxembourg	Yes	Cut	Neutral	3	0.5
Boštjan Vasle	Slovenia	Yes	Cut	Slightly hawkish	3	0.4
Gediminas Šimkus	Lithuania	Yes	Cut	Slightly hawkish	0.4	0.4
Christodoulos Patsalides	Cyprus	No	Unclear	Moderately dovish	2.1	0.2
Mārtiņš Kazāks	Latvia	No	Cut	Moderately hawkish	1.1	0.2
Madis Müller	Estonia	Yes	Cut	Slightly hawkish	3.1	0.2
Edward Scicluna	Malta	Yes	Cut	Slightly dovish	2.4	0.1

Einfluss und Ausrichtung: Die Ratsmitglieder sind weiterhin in der Mehrheit eher „hawkish“ eingestellt.

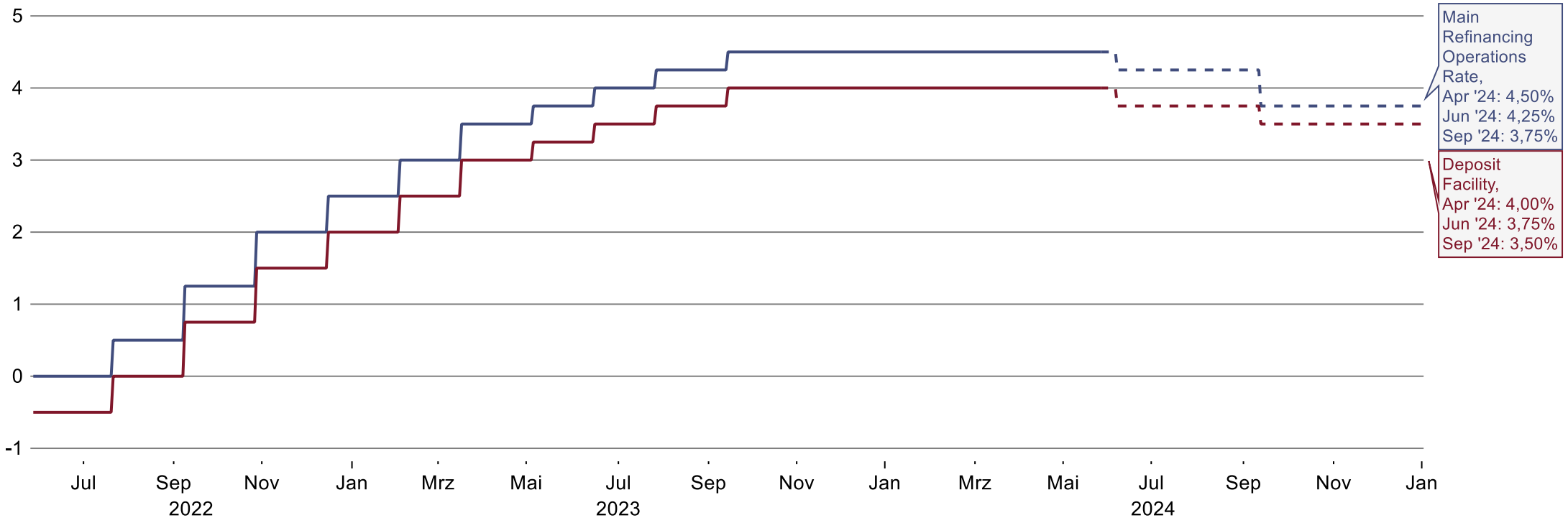


Note 1: Influence gauge is based on share of eurozone GDP. Governing Council members with no voting rights for the next meeting are marked with a superscript star.

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 halten an unserer Prognose fest und erwarten die erste Zinssenkung im Juni 2024 und eine weitere im September.

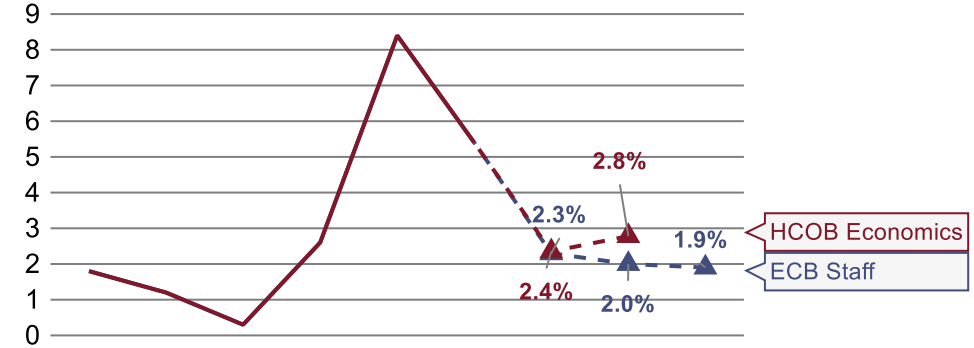
ECB policy rates and forecasts of HCOB Economics



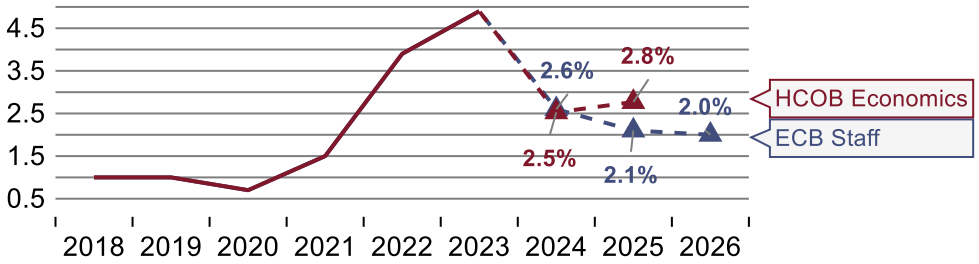
Source: Macrobond, HCOB Economics. *The difference between the Main Refinancing Rat (MRF) and the Deposit Facility Rate (DFR) will be reduced from 1 pp to 0.5 pp by July. This is considered in the September forecast.

Makroökonomische Projektionen der EZB vom März 2024 im Vergleich zu den Prognosen von HCOB Economics. Neue Projektionen der EZB erscheinen am 6. Juni.

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

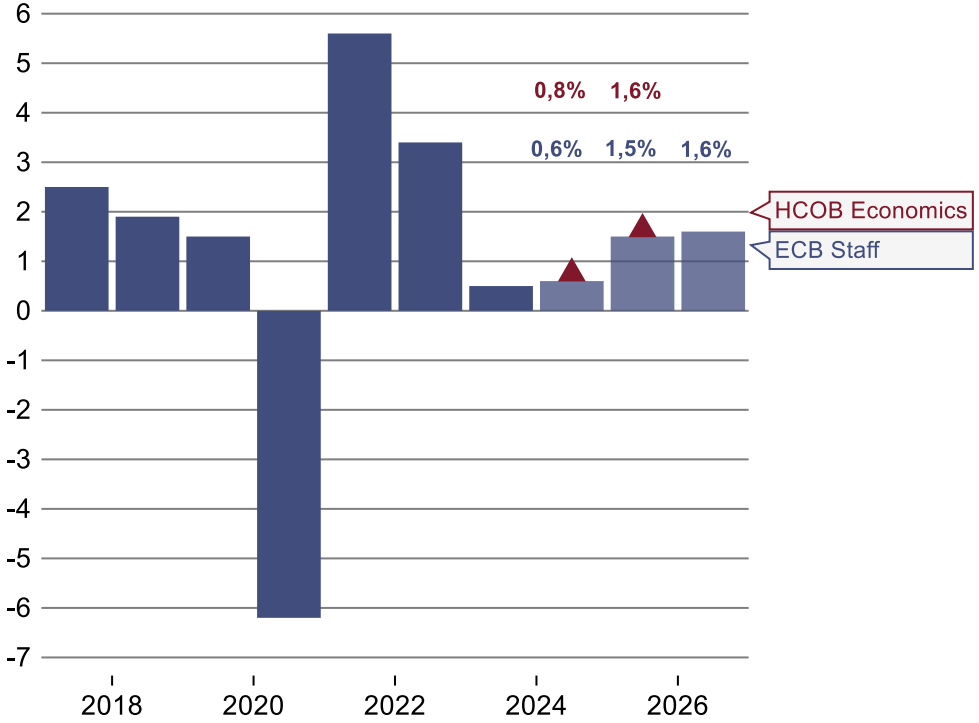


Euro Area, Macroeconomic Projections, ECB Staff vs. HCOB Economics, Inflation HICP core (ex energy and food) YoY (yearly average)



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

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



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

Hamburg Commercial Bank

Anhang

- „One person, one quote“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 11.04.2024 (I)

- **Christine Lagarde (ECB President):** „If the Governing Council’s updated assessment of these criteria were to further increase its confidence that inflation is converging to its 2% medium-term target in a sustained manner, it would be appropriate to reduce the current level of monetary policy restriction. At the same time, the Governing Council is not pre-committing to a particular rate path.“

- **Luis de Guindos (ECB Vice-President):** „We have been very transparent about the decision at the June meeting. And we are taking a prudent approach, which would argue in favour of a reduction of 25 basis points. […] We have made no decisions on the number of interest rate cuts or on their size [for 2024]. We will see how economic data evolve.“

- **Isabel Schnabel (ECB Board Member):** „If inflation projections and new data confirm our current outlook, an interest-rate cut in June is likely. […] We should definitely be cautious and monitor data carefully to see in time if inflation doesn’t develop as we currently expect.“

- **Philip R. Lane (ECB Board Member):** „My personal confidence level has improved compared with our April meeting. But of course, more data will arrive between now and June. […] At this point, of course, the market believes a rate cut is coming [in June], so a cut would not be a surprise.“

- **Piero Cipollone (ECB Board Member):** „Recent data go in that direction and increase our confidence that we will be able to dial back our restrictive monetary policy stance.“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 11.04.2024 (II)

- **Joachim Nagel (NCB Official of Germany):** „Let’s not count our chickens before they’ve hatched. If the Governing Council’s latest assessment is confirmed by the incoming data and our upcoming projection, it is plausible that we are going to see the first rate cut in June. But even if rates are lowered for the first time in June, that does not mean we will cut rates further in subsequent Governing Council meetings. We are not on auto-pilot.“

- **François Villeroy de Galhau (NCB Official of France):** „We should therefore [due to current inflation data] be able to start cutting rates in the beginning of June. […] The speed of cuts should afterwards be set pragmatically depending on the inflation outlook beyond the month-to-month results, which could show a certain volatility.“

- **Fabio Panetta (NCB Official of Italy):** „Timely action would allow the ECB to be nimble and move in small, progressive steps. […] Small rate cuts would counter weak demand and could be paused at no cost if upside shocks to inflation were to materialize along the way. […] From now on, we must weigh the risk of monetary policy becoming too tight.“

- **Pablo Hernández de Cos (NCB Official of Spain):** „The ECB’s governing council considers that if this inflation outlook is maintained, it would be appropriate to start reducing the current level of monetary policy tightening in June.“

- **Klaas Knot (NCB Official of the Netherlands):** „If we manage to continue on this track [regarding price developments], incoming data continues to validate this development, then it will be appropriate for us to gradually take our foot off the brake and remove some of the restrictive monetary policy.“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 11.04.2024 (III)

- **Pierre Wunsch (NCB Official of Belgium):** „Except for a sudden shock in the coming months, the first half of a percentage point in interest rate cuts is close to a no brainer. That’s the easy part. […] Nevertheless, we should proceed gradually and not too quickly. We should refrain from committing to a second rate cut already in July.“

- **Gabriel Makhlouf (NCB Official of Ireland):** „Barring surprises, we should decide a first rate cut during our June meeting. We are indeed growing more and more confident in the disinflation path. […] The June rate cut should be followed by more rate cuts by the end of the year; I call for a pragmatic and yet adequately nimble gradualism, based on economic data.“

- **Robert Holzmann (NCB Official of Austria):** „If there is no visible stickiness of inflation, I would support it [a cut in June]. […] We have no new information in July, so I would refrain from taking any further steps. I see no reason why we should take two steps in a row.“

- **Olli Rehn (NCB Official of Finland):** „Provided we are confident inflation will continue converging to our 2% target in a sustained way, the time will be right in June to start easing the monetary policy stance and to cut rates. […] This assumes there will be no further setbacks in the geopolitical situation and thus in energy prices.“

- **Yannis Stournaras (NCB Official of Greece):** „Based on these data [stronger-than-expected economic growth], we now consider the three interest rate cuts in 2024 as the most likely scenario.“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 11.04.2024 (IV)

- **Mário Centeno (NCB Official of Portugal):** „Let’s see what comes with the forecasts in June. Determining a metric, a measure for the size of the monetary policy adjustment [25 or 50 bp], is only possible once this information is known. […] Even if we do one, two, three, four cuts of 25bps, we will always have an interest rate higher than the neutral rate.“

- **Peter Kažimír (NCB Official of Slovakia):** „June is an opportunity to recalibrate our approach in the light of improving economic conditions. […] We are not pre-committing to a definite path post-June. […] Even after the first rate cut, our monetary policy will remain restrictive; it needs to.“

- **Boris Vujčić (NCB Official of Croatia):** „The incoming data so far are quite consistent with our projections. If the projections stand, as we see it at the moment, I would expect the loosening of the policy stance, but still staying in the restrictive territory to make sure inflation is brought down to the 2% level.“

- **Boštjan Vasle (NCB Official of Slovenia):** „I am comfortable with the ECB’s current data-dependent approach. […] Unless we’ll get a big surprise, June is a reasonable, realistic moment to cut interest rates. […] I can’t say what will happen after that. I’m open to different possibilities but I want to wait for more information.“

- **Gediminas Šimkus (NCB Official of Lithuania):** „My thinking is that there are some other interest rate cuts coming in the future, but I will restrict myself from elaborating on how many, even if I have already expressed that this year, I would expect three cuts.“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 11.04.2024 (V)

- **Christodoulos Patsalides (NCB Official of Cyprus):** „The ECB has not committed to further reducing or raising interest rates; it has not determined its course. It maintains its flexibility, which will depend on the economic data at that time.“

- **Mārtiņš Kazāks (NCB Official of Latvia):** „From today’s perspective, it’s quite likely June is going to be the time when we start the rate cuts. […] After June, going forward, let’s see again the data.“

- **Madis Müller (NCB Official of Estonia):** „I would prefer to remain less specific and repeat the general message that ECB Governing Council members have carried — that it [other moves besides the one in June] depends on future economic developments and whether we see inflation indicators persistently nearing 2%.“

- **The following ECB Governing Council members made no public statement since the last Governing Council meeting:**
  - Frank Elderson (ECB Board Member)
  - 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
Economist
Tel: +49 171 5466753
norman.liebke@hcob-bank.com

Nils Müller
Junior Economist
Tel: +49 171 3534492
nils.mueller@hcob-bank.com

Redaktionsschluss dieser Ausgabe: 31.05.2024
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

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

Haftungsausschluss

- 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.