

ECB Watcher

EZB auf Kurs zum neutralen Zins

HCOB Economics

24. Januar 2025

Dr. Cyrus de la Rubia / Nils Müller

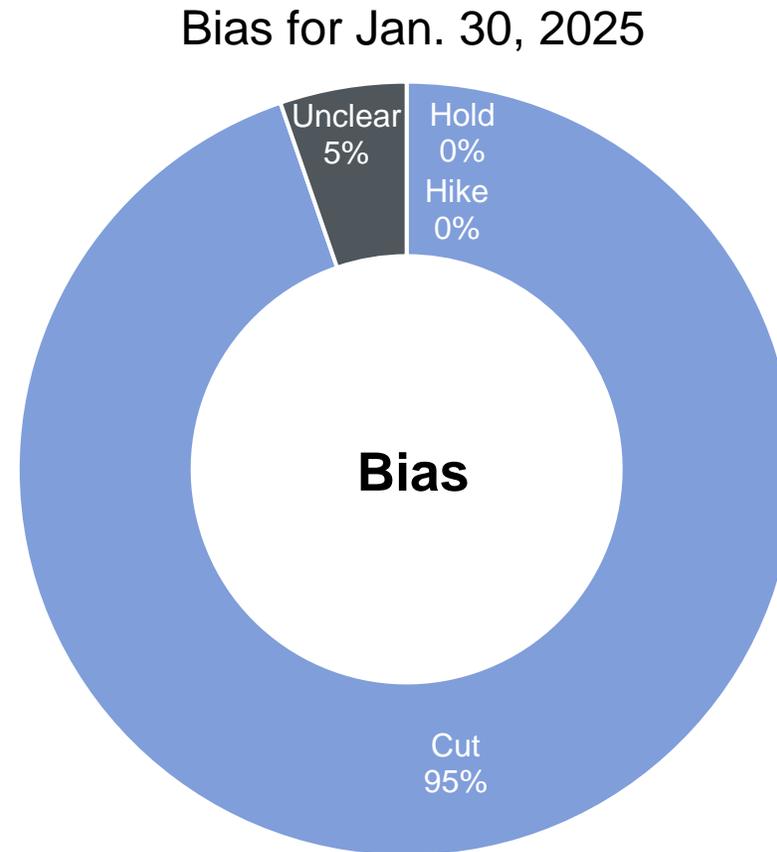
Executive Summary: EZB auf Kurs zum neutralen Zins (I)

- Am 30. Januar 2025 steht die nächste Sitzung der EZB an, bei der eine Leitzinssenkung sehr wahrscheinlich ist. Etwa 95 % der EZB-Ratsmitglieder befürworten eine solche Maßnahme, während kein Mitglied explizit dafür plädiert hat, das aktuelle Zinsniveau beizubehalten. Diese Einschätzung geht aus unserer Analyse der entsprechenden Reden und Interviews der letzten Wochen hervor.
- Wir prognostizieren noch zwei Zinssenkungen von jeweils 25 Basispunkten im Januar und März dieses Jahres. Danach wird es vermutlich erstmal keine weiteren Senkungen mehr geben und die EZB wird das dann erreichte Zinsniveau von 2.50 % beibehalten.
- Mehr als deutlich, dass die EZB kommende Woche erneut die Zinspolitik etwas lockern wird, machte auch der Kommentar von EZB-Präsidentin Christine Lagarde in dieser Woche. Sie betonte: „Die Richtung ist sehr klar. Das Tempo werden wir sehen, es hängt von den Daten ab. Aber [...] eine schrittweise Bewegung ist sicherlich etwas, was nahe zu liegen scheint.“
- Ähnlich äußerte sich auch der slowakische Zentralbankchef Peter Kažimír: „Was die nächste Woche angeht, so ist das für mich persönlich eine ausgemachte Sache“, womit er eine weitere Zinssenkung meinte. Auch der spanische Vertreter im EZB-Rat José Luis Escrivá betonte, dass die Märkte eine weitere Senkung von 25 Basispunkten erwarten und dass es sich so anfühlt, „als ob dies das wahrscheinlichste Szenario ist.“
- Dass die EZB nächste Woche die Zinsen erneut senken wird, wird auch durch die Tatsache gestützt, dass es seitens der EZB-Ratsmitglieder keine Bestrebungen gab, die Markterwartungen durch ihre Reden zu dämpfen. Hätten sie es gewollt, hätten sie in ihren öffentlichen Äußerungen klarere Signale gesendet, um die Erwartungen zu korrigieren. Stattdessen haben sie die Marktteilnehmer in dem Glauben gelassen, dass eine moderate Zinssenkung bevorsteht.
- Die Finanzmärkte haben eine Senkung bei der nächsten Sitzung bereits vollständig eingepreist. Dennoch erwarten sie nur noch drei bis vier anstatt vier bis fünf Senkungen in diesem Jahr, was auch mit der Unsicherheit über einen möglichen Handelskrieg zwischen den USA und Europa liegt. Die „Terminal Rate“ nach Markterwartungen läge demnach bei 2 % im Dezember 2025.

Executive Summary: EZB auf Kurs zum neutralen Zins (II)

- Die EZB-Mitglieder zeigten sich geschlossen zuversichtlich, dass der Disinflationsprozess auf einem guten Weg sei und das Ziel einer Inflation um die 2 % in 2025 erreicht werden könne. Das Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel warnte jedoch: „[Die Fortsetzung des Disinflationsprozesses] hängt sehr stark davon ab, was mit der Dienstleistungsinflation passiert. [Unsere Erwartung ist jedoch, dass sie] in diesem Jahr deutlich sinken wird.“
- Besonders die „dovishen“ Mitglieder im EZB-Rat wie z.B. François Villeroy de Galhau (Frankreich), Mário Centeno (Portugal) und Yannis Stournaras (Griechenland) äußerten Bedenken, dass das 2-Prozent-Ziel angesichts einer zu restriktiven Geldpolitik und der an Schwung verlierenden Konjunktur unterschritten werden könnte.
- Viele EZB-Mitglieder haben sich in letzter Zeit auch zum neutralen Zinsniveau geäußert. Der Konsens scheint bei einem Wert zwischen 2 und 3 % zu liegen, wobei sich die „dovishen“ Mitglieder eher am unteren Rand (also 2 %) einordnen. Weiterhin besteht Einigkeit im EZB-Rat darüber, dass je näher man diesem Wert kommt, desto schwieriger wird es, das richtige Maß und die Geschwindigkeit weiterer Zinssenkungen zu bestimmen.
- Unser Lieblingszitat stammt vom Bundesbankchef Joachim Nagel: „The beast has at least been tamed [but not slain down]. We now have inflation well under control.“

Etwa 95 % des EZB-Rats (mit Stimmberechtigung) dürften bei der Sitzung am 30. Januar eine Leitzinssenkung befürworten.

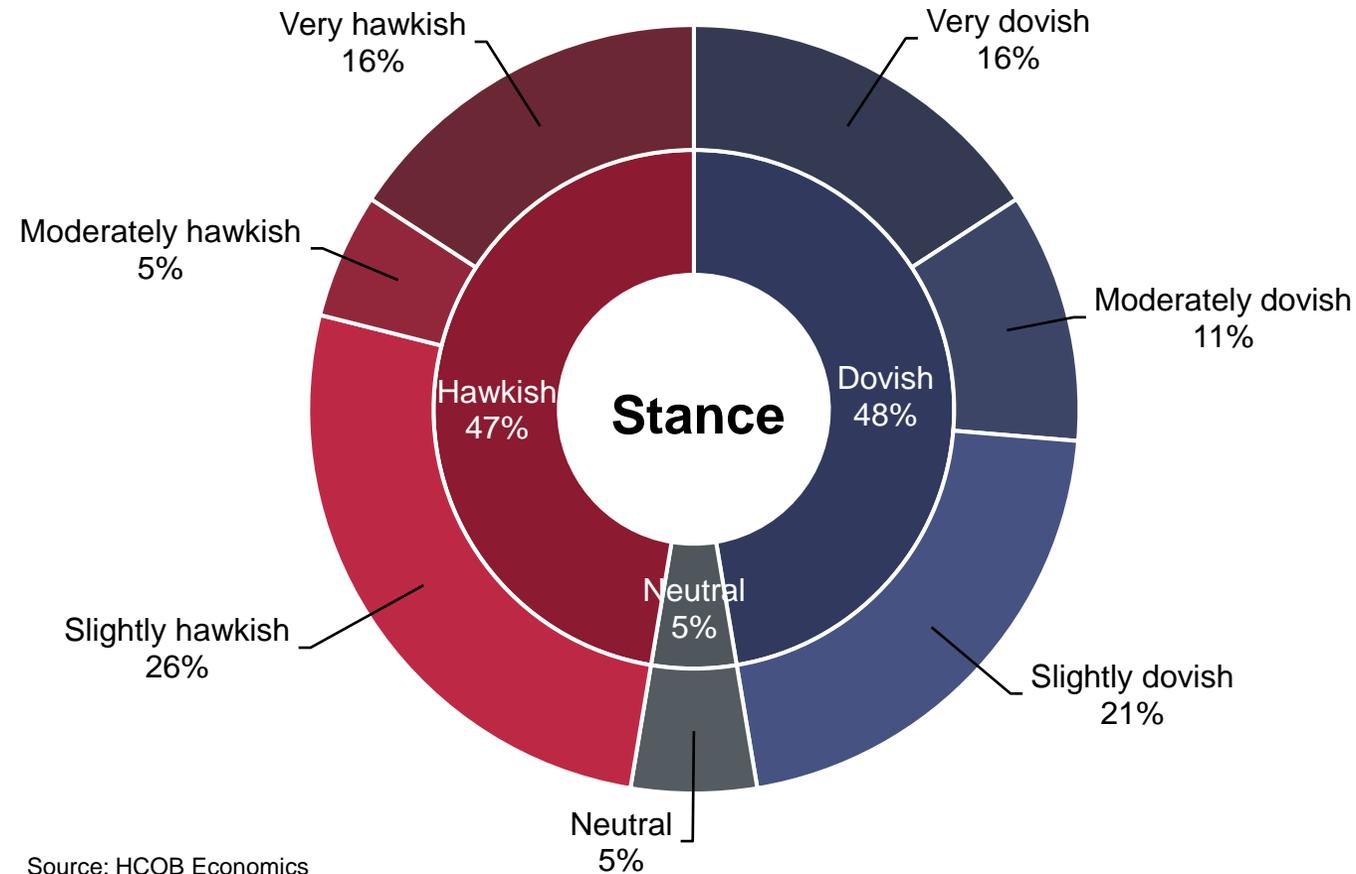


Source: HCOB Economics

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 EZB-Sitzung am 30. Januar werden etwa gleich viele „Doves“ und „Hawks“ teilnehmen.

Doves and Hawks in the ECB Governing Council



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.

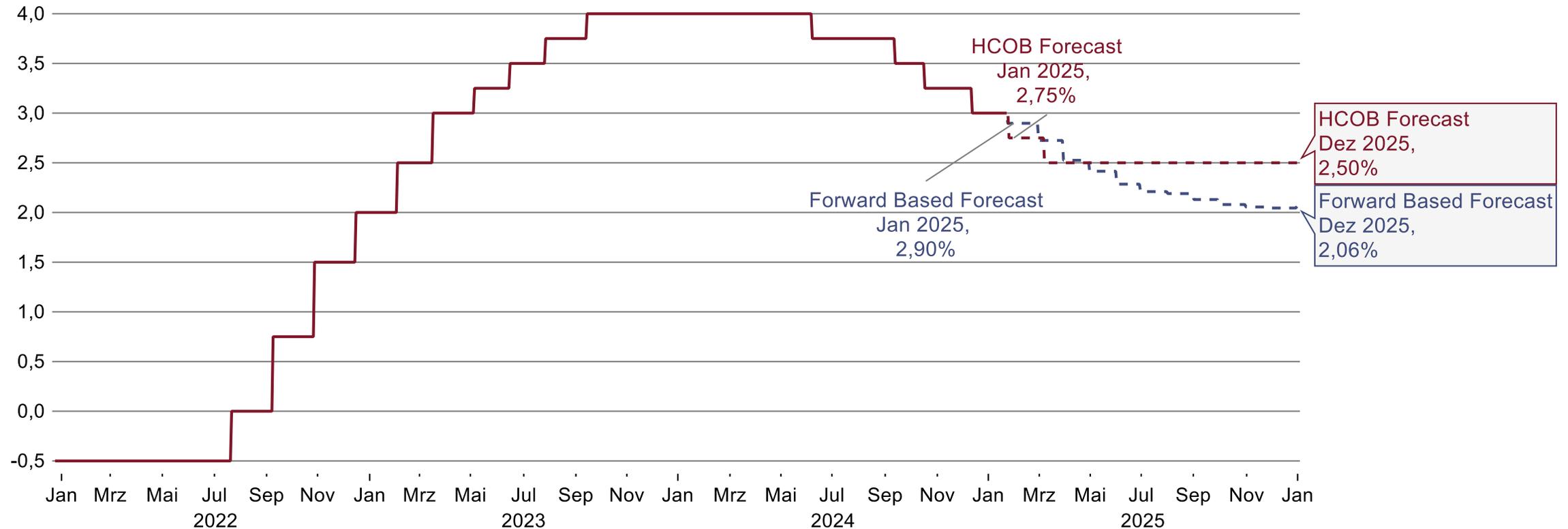
Übersicht über den EZB-Rat: Die Amtszeit der Vertreter aus Lettland und Slowenien endete kürzlich. Bis zur Neuwahl haben diese Länder kein Stimmrecht im EZB-Rat.

ECB Council Member	Position	Voting on Jan. 30, 2025	Bias for Jan. 30, 2025	General stance	Neutral rate*	Inflation (HICP, YoY, latest)	GDP (share of EZ in %)
Christine Lagarde	ECB President	Yes	Cut	Slightly hawkish	1.75 - 2.5	2,4	100
Luis de Guindos	ECB Vice-President	Yes	Cut	Moderately dovish	Unclear	2,4	100
Isabel Schnabel	ECB Board Member	Yes	Cut	Moderately hawkish	1.5 - 3.0	2,4	100
Piero Cipollone	ECB Board Member	Yes	Cut	Very dovish	Unclear	2,4	100
Philip R. Lane	ECB Board Member	Yes	Cut	Slightly dovish	2.0	2,4	100
Frank Elderson	ECB Board Member	Yes	Cut	Slightly hawkish	Unclear	2,4	100
NCB Official of							
Joachim Nagel	Germany	Yes	Cut	Very hawkish	2.0 - 3.0	2,8	26,9
François Villeroy de Galhau	France	Yes	Cut	Moderately dovish	2.0	1,8	20,5
Fabio Panetta	Italy	Yes	Cut	Very dovish	Unclear	1,4	15
José Luis Escrivá	Spain	No	Cut	Slightly dovish	Unclear	2,8	11,3
Klaas Knot	The Netherlands	Yes	Cut	Slightly hawkish	2.0 - 3.0	3,9	7,1
Pierre Wunsch	Belgium	Yes	Cut	Very hawkish	2.0	4,4	3,9
Gabriel Makhlouf	Ireland	No	Cut	Slightly hawkish	2.0 - 2.75	1	3,3
Robert Holzmann	Austria	Yes	Unclear	Very hawkish	Unclear	2,1	3
Olli Rehn	Finland	Yes	Cut	Slightly dovish	2.2 - 2.8	1,6	1,8
Yannis Stournaras	Greece	No	Cut	Very dovish	2.0	2,9	1,8
Mário Centeno	Portugal	Yes	Cut	Very dovish	2.0	3,1	1,8
Peter Kažimír	Slovakia	Yes	Cut	Slightly hawkish	2.0 - 3.0	3,2	0,8
Boris Vujčić	Croatia	No	Cut	Slightly dovish	Unclear	4,5	0,5
Gaston Reinesch	Luxembourg	Yes	Cut	Neutral	Unclear	1,6	0,5
Position currently vacant	Slovenia	No	Unclear	Neutral	Unclear	2	0,4
Gediminas Šimkus	Lithuania	Yes	Cut	Slightly dovish	Unclear	1,9	0,4
Christodoulos Patsalides	Cyprus	No	Cut	Moderately dovish	1.5 - 3.0	3,1	0,2
Position currently vacant	Latvia	No	Unclear	Neutral	Unclear	3,4	0,2
Madis Müller	Estonia	Yes	Cut	Slightly hawkish	Unclear	4,1	0,2
Alexander Demarco	Malta	Yes	Cut	Slightly dovish	Unclear	1,8	0,1

*This is the neutral interest rate estimated by the Governing Council members. The neutral interest rate is the key interest rate that has neither an expansionary nor a restrictive effect on the economy.

Zinsprognose von HCOB Economics: Wir erwarten, dass die EZB ihren Zinssenkungszyklus bei 2,50 % im März 2025 beendet.

ECB Deposit Facility Rate Forecast of HCOB Economics and Forecast based on ESTR Futures

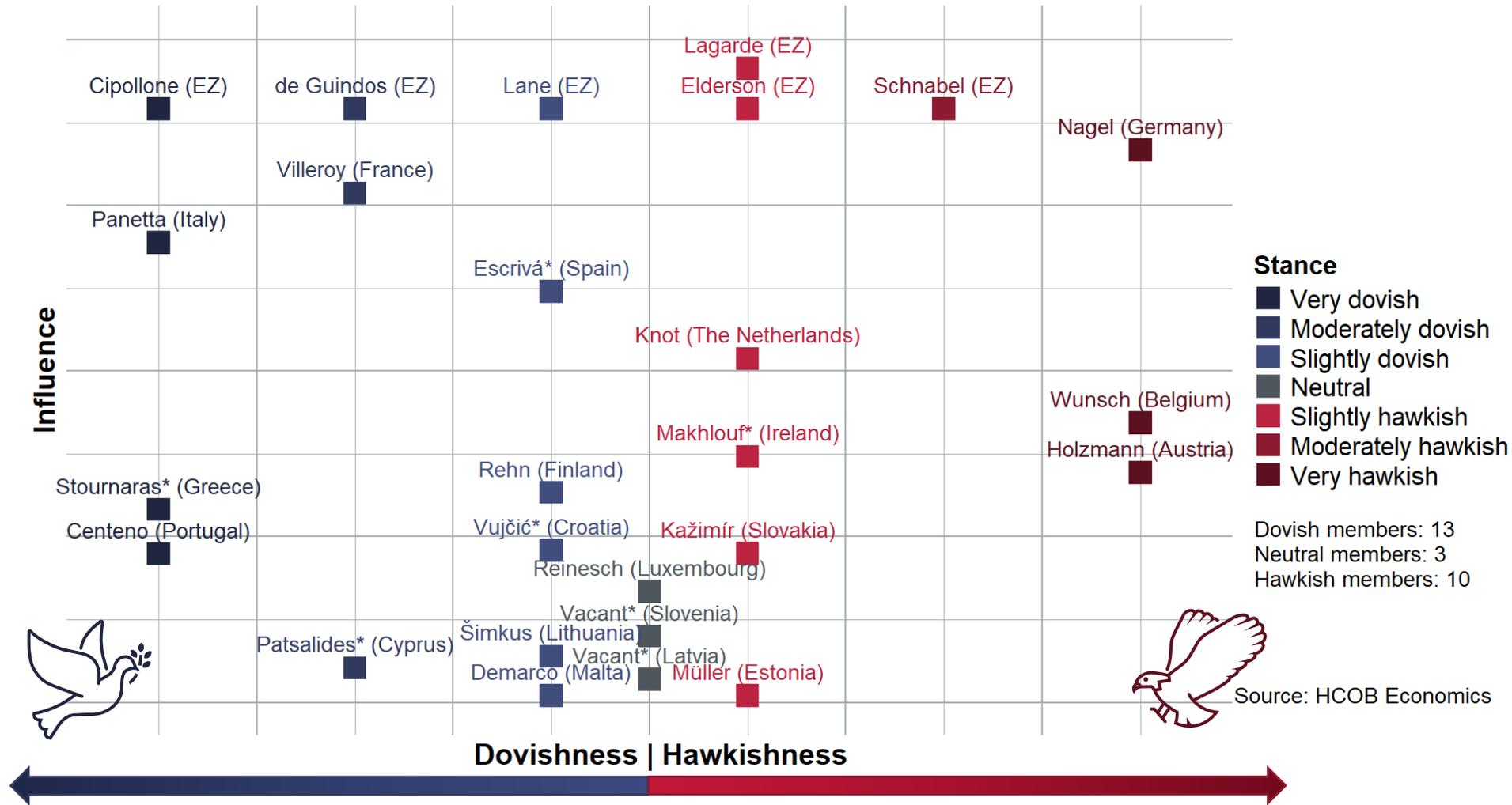


Source: Macrobond, HCOB Economics

Anhang

- Einfluss und Ausrichtung
- „One person, one quote“

Einfluss und Ausrichtung: Insgesamt schätzen wir 13 Mitglieder als „dovish“ ein, 10 als „hawkish“ und drei als „neutral“.



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.

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 12.12.2024 (I)

- **Christine Lagarde (ECB President):** „The direction is very clear. The pace we shall see, depends on data. But, you know, [a] gradual move is certainly something that comes to mind at the moment.“
- **Luis de Guindos (ECB Vice-President):** „If inflation continues to meet our forecasts, we do not have the slightest doubt that the trajectory of monetary policy will continue to be the one we have had in past months.“
- **Isabel Schnabel (ECB Board Member):** „If inflation falls as quickly as we expect, then we also believe that we can lower interest rates further.“
- **Piero Cipollone (ECB Board Member):** „[Monetary policy] should seek to help the economy reach its potential, but without forcing it, because that could drive up inflation expectations.“
- **Philip R. Lane (ECB Board Member):** „If interest rates fall too quickly, it will be difficult to bring services inflation under control. But we also don't want rates to remain too high for too long, because [...] inflation could materially fall below target.“
- **Frank Elderson (ECB Board Member):** „The markets don't think we've finished easing now that we're at 3% and I don't think we have, either.“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 12.12.2024 (II)

- **Joachim Nagel (NCB Official of Germany):** „The beast has at least been tamed [but not slain down]. We now have inflation well under control.“ „The Governing Council of the ECB can continue to normalise its monetary policy. We will remain cautious, however.“
- **François Villeroy de Galhau (NCB Official of France):** „If the fall in inflation is confirmed over the next few quarters as we expect, good sense dictates that we move steadily towards this neutral rate [of 2%] by next summer.“
- **José Luis Escrivá (NCB Official of Spain):** „The market expects a further cut of 25bp [at our next meeting in January and] it feels like this is the most likely scenario.“
- **Klaas Knot (NCB Official of the Netherlands):** „I’m pretty comfortable with the market expectations for the upcoming two meetings [in January and March] and farther than that I find it’s too early to comment.“
- **Pierre Wunsch (NCB Official of Belgium):** „I am comfortable with it [market bets of four more rate cuts] as a scenario that I find meaningful. It’s relatively aligned to ours. [But I am open to taking a different path should inflation and growth data require it.]“
- **Gabriel Makhlouf (NCB Official of Ireland):** „The disinflation process remains on track, allowing us to reduce rates. However, with some components of inflation still too high for comfort – notably, services inflation – I continue to favour a gradual reduction in rates over large moves.“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 12.12.2024 (III)

- **Robert Holzmann (NCB Official of Austria):** „I will enter the discussion [about a January cut] with an open mind. A cut is not a foregone conclusion for me at all.“
- **Olli Rehn (NCB Official of Finland):** „We are now confident that inflation will stabilise at its target as predicted and that monetary policy will soon cease – I would estimate in early spring – from being restrictive. [...] The direction of monetary policy is therefore clear.“
- **Yannis Stournaras (NCB Official of Greece):** „For these reasons [risk that moderate growth leads to below-target euro zone inflation], monetary policy easing should continue with a series of interest rate cuts at the next ECB Governing Council meetings. [However, cuts should be gradual and based on evidence].“
- **Mário Centeno (NCB Official of Portugal):** „We see inflation in the coming months, quarters and probably a year-and-a-half converging to values probably even slightly below 2%.“
- **Peter Kažimír (NCB Official of Slovakia):** „[As for next week,] for me personally, the deal is done.“
- **Boris Vujčić (NCB Official of Croatia):** „There has been a repricing recently from four to five (rate cuts this year) to three to four cuts and I think it's reasonable.“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 12.12.2024 (IV)

- **Gaston Reinesch (NCB Official of Luxembourg):** „[It would] not be unreasonable [for the deposit rate to] decrease to 2.5% by early spring.“
- **Gediminas Šimkus (NCB Official of Lithuania):** „It is best to keep a consistent pace towards the neutral rate.“
- **Christodoulos Patsalides (NCB Official of Cyprus):** „I personally prefer small adjustments [...] as opposed to bigger interest rate cuts.“
- **Madis Müller (NCB Official of Estonia):** „Right now it could be thought that we are at the boundary where interest rates are still more likely to be high considering the economic situation.“
- **The following ECB Governing Council members made no public statement since the last Governing Council meeting:**
 - Fabio Panetta (NCB Official of Italy)
 - Position currently vacant (NCB Official of Slovenia)
 - Position currently vacant (NCB Official of Latvia)
 - Alexander Demarco (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: 24.01.2025

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

Capital Market Sales

Fritz Bedbur

Tel: +49 151 14651131

Boris Gettkowski

Tel: +49 175 2281619

Christoph Matthews

Tel: +49 160 97222509

Syndicate & Credit Solutions

Tim Boltzen

Tel: +49 151 15244845

- 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.