

ECB Watcher

EZB sorgt sich um Wirtschaftsschwäche

HCOB Economics

11. Oktober 2024

Dr. Cyrus de la Rubia / Nils Müller

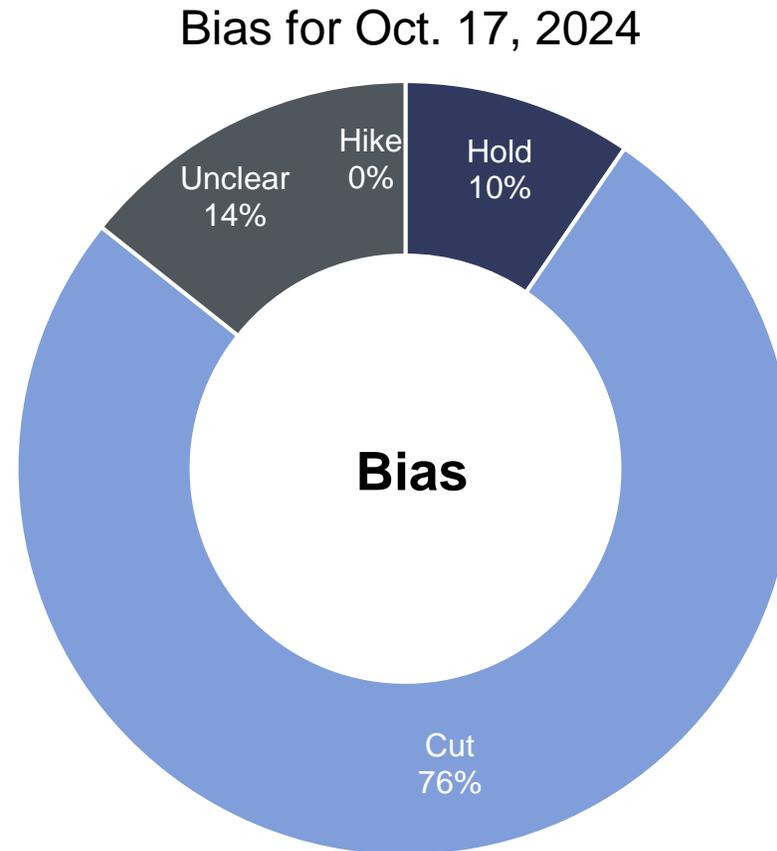
Executive Summary: EZB sorgt sich um Wirtschaftsschwäche

- Am 17. Oktober steht die nächste wichtige Sitzung des EZB-Rats an, bei der die Erwartungen an eine Zinssenkung deutlich gestiegen sind. Angesichts der rückläufigen Inflation und schwachen Konjunkturdaten in der Eurozone haben zahlreiche Ratsmitglieder eine weitere Senkung der Leitzinsen ins Gespräch gebracht. Nach unserer Analyse befürworten rund 76 % der stimmberechtigten Mitglieder eine solche Maßnahme. Vor wenigen Wochen hatten die meisten EZB-Mitglieder erst den Dezember-Termin für eine nächste Zinssenkung befürwortet.
- Es war EZB-Präsidentin Christine Lagarde, die für das Umdenken im Rat gesorgt hat. In einer Rede vor dem Europäischen Parlament Ende September erklärte sie, dass die Inflation im vierten Quartal dieses Jahres vorübergehend ansteigen könnte, da die scharfen Rückgänge der Energiepreise aus den jährlichen Raten herausfallen. Dennoch, so Lagarde, „stärken die neuesten Entwicklungen unser Vertrauen, dass die Inflation in angemessener Zeit zum Ziel zurückkehren wird“ und fügte hinzu dass die EZB dies in der „nächsten geldpolitischen Sitzung im Oktober berücksichtigen“ wird.
- Die Inflation in der Eurozone liegt derzeit bei 1,8 %, was unter dem Zielwert der EZB von 2 % liegt. Zudem signalisieren die schwachen HCOB PMIs mit einem Wert von 49,6 im September (Composite PMI) eine Stagnation des Eurozonen-Wachstums.
- Derzeit liegen die Leitzinsen in der Eurozone bei 3,65 % (Hauptrefinanzierungssatz) und 3,5 % (Einlagesatz). Wir hatten unsere Zinsprognose nach der Ratssitzung im September angepasst und erwarten eine Zinssenkung um 25 Basispunkte sowohl bei der Oktober- als auch bei der Dezembersitzung.
- Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel warnte in einer Rede Anfang Oktober eindringlich: „Die Wirtschaft im Euroraum stagniert.“ Sie betonte weiter, dass man die „Gegenwinde für das Wachstum“ nicht ignorieren dürfe und dass „die schrittweise Lockerung der Geldpolitik das Wachstum in den stagnierenden Teilen der Eurozone unterstützen“ würde. Trotz der weiterhin hohen Inflation im Dienstleistungssektor und starkem Lohnwachstum sieht Schnabel jedoch eine zunehmende Wahrscheinlichkeit, dass die Inflation in angemessener Zeit zum 2 %-Ziel der EZB zurückkehren könnte.

Executive Summary: EZB sorgt sich um Wirtschaftsschwäche

- Besonders die Tauben im EZB-Rat, die seit längerem für Zinssenkungen plädieren, dürften diese Entwicklungen als Bestätigung ihrer Position sehen. Der französische Notenbankchef François Villeroy de Galhau wies darauf hin, dass die EZB nun auch das Risiko einer zu niedrigen Inflationsrate im Auge behalten müsse: „In den letzten zwei Jahren war unser Hauptrisiko, dass wir unser 2 %-Ziel überschreiten. Jetzt müssen wir auch auf das gegenteilige Risiko achten, unser Ziel aufgrund schwachen Wachstums und einer zu lange anhaltenden restriktiven Geldpolitik zu unterschreiten.“
- Einige Ratsmitglieder zeigten sich jedoch eher skeptisch gegenüber weiteren Lockerungen der Geldpolitik. Pierre Wunsch, der belgische Vertreter im EZB-Rat, stellte die Diskussionsgrundlage für die anstehende Sitzung in Frage: „Aber gibt es einen entscheidenden Faktor, der dafür spricht, dass wir die Diskussion im Oktober eröffnen sollten?“ Wunsch warnte insbesondere davor, dass eine zu schnelle Zinssenkung und eine anschließende Umkehr schwieriger zu kommunizieren sei, als eine langsame Anpassung. Zudem wies er auf das Risiko hin, das mit den aktuell steigenden Ölpreisen verbunden ist: „Wenn wir zu diesem Zeitpunkt den Märkten eine Beschleunigung der Zinssenkung mitteilen würden, würden wir ein Risiko eingehen.“
- Unser Lieblingszitat stammt vom Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel: „We cannot ignore the headwinds to growth. With signs of softening labour demand and further progress in disinflation, a sustainable fall of inflation back to our 2% target in a timely manner is becoming more likely, despite still elevated services inflation and strong wage growth.“

Die Mehrheit des EZB-Rats (mit Stimmberechtigung) dürfte bei der Sitzung am 17. Oktober dafür sein, die Leitzinsen zu senken.

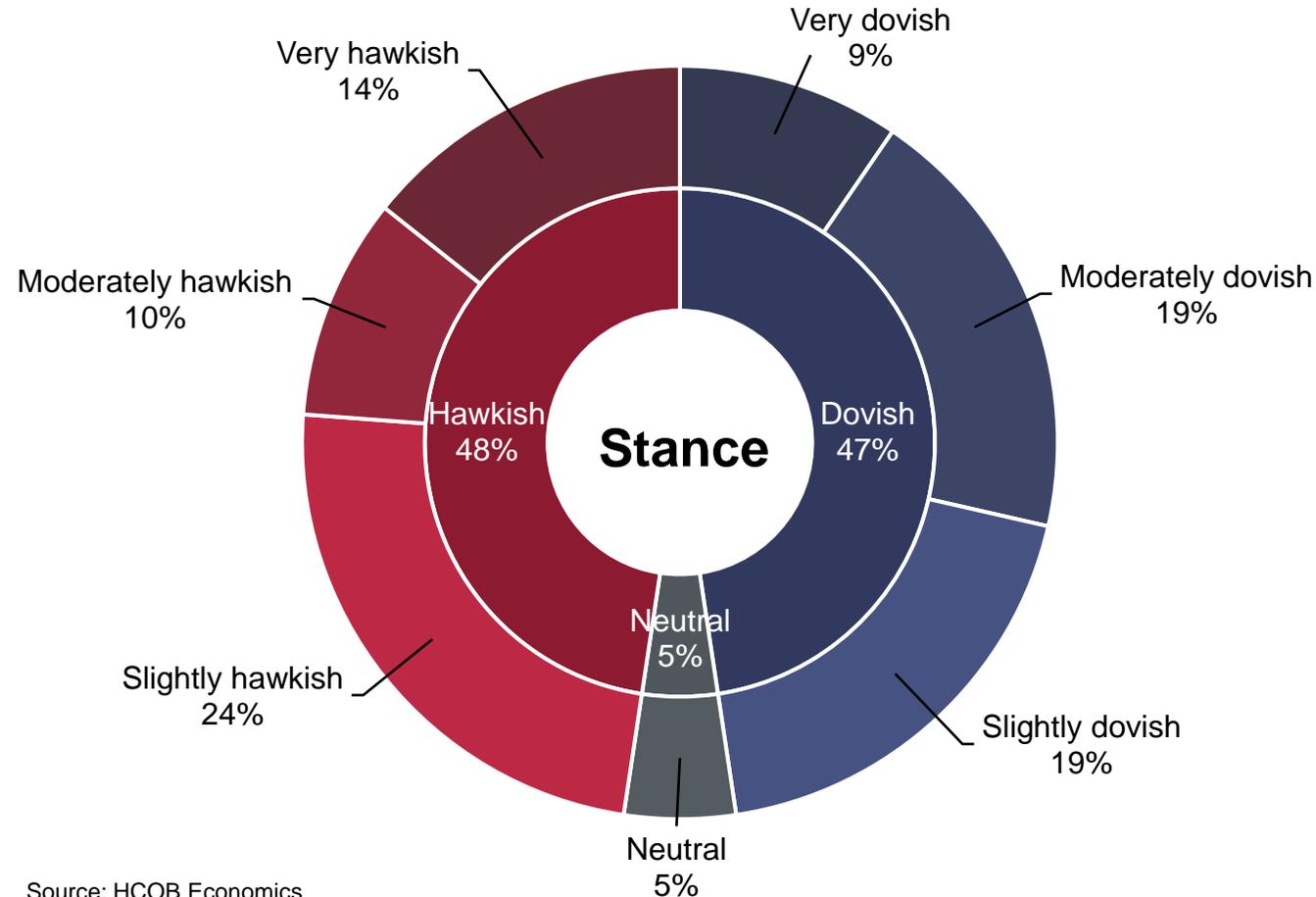


Source: HCOB Economics

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.

Der EZB-Rat ist mittlerweile ausgeglichen hinsichtlich des Anteiles an „Falken“ und „Tauben“. Das Gewicht verschiebt sich jedoch langsam Richtung „dovish“.

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.

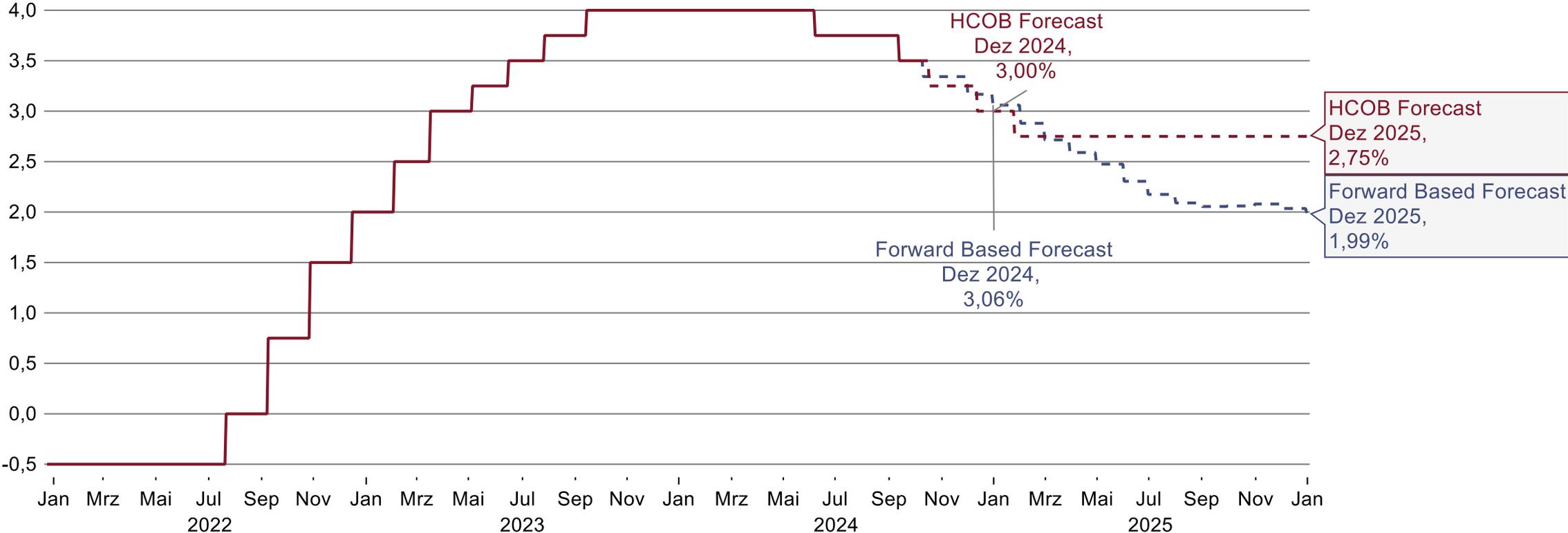
Note: With “stance” we mean a member’s general stance, which is rather static and likely not to change that much from meeting to meeting. The categorization of each ECB Governing Council member is based on an subjective qualitative judgement from HCOB Economics. Only members with a voting right are considered in this figure.

Übersicht über den EZB-Rat: Einige Mitglieder zeigten sich uneindeutig gegenüber einer Entscheidung im Oktober und warnten vor den jüngst gestiegenen Ölpreisen.

ECB Council Member	Position	Voting on Oct. 17, 2024	Bias for Oct. 17, 2024	General stance	Inflation (HICP, YoY, latest)	GDP (share of EZ in %)
Christine Lagarde	ECB President	Yes	Cut	Slightly hawkish	1,8	100
Luis de Guindos	ECB Vice-President	Yes	Cut	Moderately dovish	1,8	100
Isabel Schnabel	ECB Board Member	Yes	Cut	Moderately hawkish	1,8	100
Piero Cipollone	ECB Board Member	Yes	Cut	Very dovish	1,8	100
Philip R. Lane	ECB Board Member	Yes	Cut	Slightly dovish	1,8	100
Frank Elderson	ECB Board Member	Yes	Cut	Slightly hawkish	1,8	100
NCB Official of						
Joachim Nagel	Germany	Yes	Cut	Very hawkish	1,8	27,2
François Villeroy de Galhau	France	Yes	Cut	Moderately dovish	1,5	20,6
Fabio Panetta	Italy	No	Cut	Very dovish	0,8	15,2
José Luis Escrivá	Spain	Yes	Cut	Moderately dovish	1,7	11,3
Klaas Knot	The Netherlands	Yes	Cut	Slightly hawkish	3,3	7,1
Pierre Wunsch	Belgium	Yes	Hold	Very hawkish	4,5	3,9
Gabriel Makhlouf	Ireland	Yes	Unclear	Slightly hawkish	0,2	3,2
Robert Holzmann	Austria	Yes	Hold	Very hawkish	1,8	3
Olli Rehn	Finland	No	Cut	Slightly dovish	0,8	1,8
Yannis Stournaras	Greece	Yes	Cut	Very dovish	3	1,8
Mário Centeno	Portugal	No	Cut	Very dovish	2,6	1,8
Peter Kažimír	Slovakia	No	Unclear	Slightly hawkish	2,9	0,8
Boris Vujčić	Croatia	Yes	Cut	Slightly dovish	3	0,5
Gaston Reinesch	Luxembourg	Yes	Unclear	Neutral	0,8	0,5
Boštjan Vasle	Slovenia	No	Cut	Slightly hawkish	0,7	0,4
Gediminas Šimkus	Lithuania	Yes	Cut	Slightly dovish	0,4	0,4
Christodoulos Patsalides	Cyprus	Yes	Cut	Moderately dovish	1,9	0,2
Mārtiņš Kazāks	Latvia	Yes	Cut	Moderately hawkish	1,6	0,2
Madis Müller	Estonia	Yes	Unclear	Slightly hawkish	3,2	0,2
Alexander Demarco	Malta	Yes	Cut	Slightly dovish	2,1	0,1

Zinsprognose von HCOB Economics: Wir erwarten in diesem Jahr noch zwei Zinssenkungen um jeweils 25 BP, sowohl im Oktober als auch im Dezember.

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

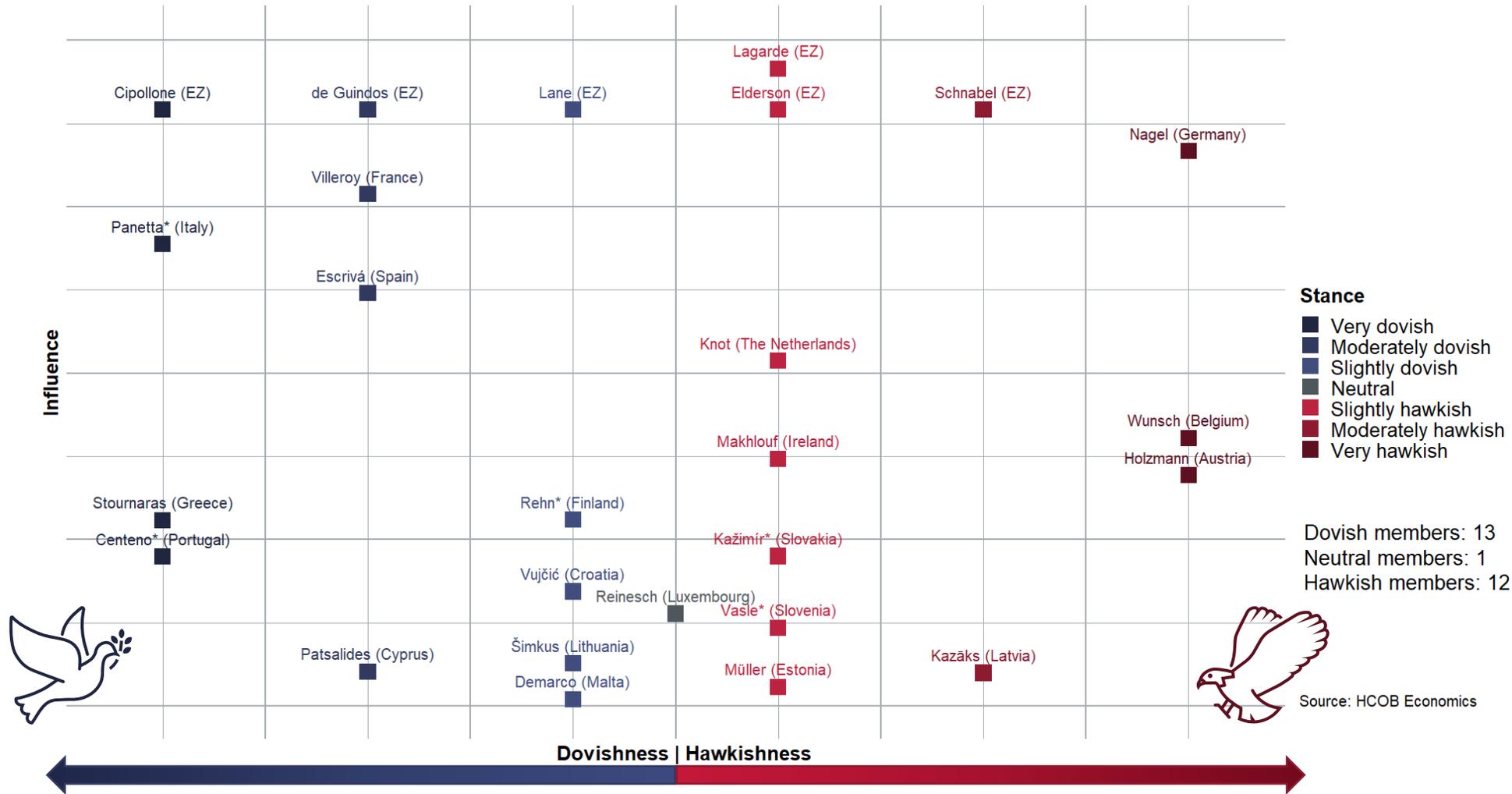


Source: Macrobond, HCOB Economics

Anhang

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

Einfluss und Ausrichtung: Die neuen Ratsmitglieder Escrivá und Demarco haben wir jetzt als „moderately dovish“ und „slightly dovish“ eingestuft.



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 12.09.2024 (I)

- **Christine Lagarde (ECB President):** „Looking ahead, inflation might temporarily increase in the fourth quarter of this year as previous sharp falls in energy prices drop out of the annual rates, but the latest developments strengthen our confidence that inflation will return to target in a timely manner. We will take that into account in our next monetary policy meeting in October.“
- **Luis de Guindos (ECB Vice-President):** „We expect the recovery to strengthen over time, as rising real incomes and the gradually fading effects of restrictive monetary policy should support consumption and investment.“
- **Isabel Schnabel (ECB Board Member):** „We cannot ignore the headwinds to growth. With signs of softening labour demand and further progress in disinflation, a sustainable fall of inflation back to our 2% target in a timely manner is becoming more likely, despite still elevated services inflation and strong wage growth.“
- **Piero Cipollone (ECB Board Member):** „We could get a growth that is a little bit slower than what we were thinking. [...] And also numbers we are seeing, the first numbers from inflation seem to be pointing to the fact that inflation is decelerating faster, faster than we expected.“
- **Philip R. Lane (ECB Board Member):** „Looking ahead, a gradual approach to dialing back restrictiveness will be appropriate if the incoming data are in line with the baseline projection. At the same time, we should retain optionality about the speed of adjustment.“
- **Frank Elderson (ECB Board Member):** „A number of recent indicators suggest that downside risks to economic growth are already materialising, so we will need to carefully assess whether this has any implications for our inflation outlook.“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 12.09.2024 (II)

- **Joachim Nagel (NCB Official of Germany):** „I am certainly open to considering whether we could possibly make another interest rate cut. [...] The inflation trend is one of the good news stories. We are clearly approaching our target of 2%.“
- **François Villeroy de Galhau (NCB Official of France):** „Yes, [we will] quite probably [cut in October]. [...] In the last two years our main risk was to overshoot our 2% target. [...] Now we must also pay attention to the opposite risk, of undershooting our objective due to a weak growth and a restrictive monetary policy for too long.“
- **José Luis Escrivá (NCB Official of Spain):** „The last mile could be harder to walk, but we are already at the last yard.“
- **Klaas Knot (NCB Official of the Netherlands):** „I would expect us to continue to gradually reduce interest rates in the coming time, also in the first half of 2025. [...] I don't expect rates to return to the extremely low levels we saw before the pandemic. They will likely end up on a somewhat more natural level. I don't know where exactly, but somewhere starting with a 2%.“
- **Pierre Wunsch (NCB Official of Belgium):** „But is there a determining factor that means that we should open the discussion in October? I would really like to see the analysis that the central bank staff makes of it. [...] If we lower rates too quickly and then have to go back in the other direction, it is more complicated to communicate than if we are a little too slow and have to, at some point, accelerate.“
- **Gabriel Makhoul (NCB Official of Ireland):** „We are not pre-committing to a particular rate path.“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 12.09.2024 (III)

- **Robert Holzmann (NCB Official of Austria):** „Inflation is on the right track. But it has not been defeated. [...] I thought the last interest rate cut was right, but that is no reason to assume that further interest rate cuts will automatically follow.“
- **Olli Rehn (NCB Official of Finland):** „Slowing inflation means more reasons to justify October rate cut in my view. [...] Recent weakening in growth outlook also tips the scale in the direction of October.“
- **Yannis Stournaras (NCB Official of Greece):** „Even if we have one cut of 25 basis points now and another one in December, we will be back to just 3 per cent — still in highly restrictive territory. [...] If inflation continues the downward path towards the 2 per cent target, why not cut in every meeting?“
- **Mário Centeno (NCB Official of Portugal):** „The current state of the euro area economy, along with the prevailing price and labor market conditions, necessitates a response from the ECB: a reduction in interest rates.“
- **Peter Kažimír (NCB Official of Slovakia):** „It's considered a done deal in the media that rates should be lowered. [...] But I have to say I'm not completely convinced that we should make decisions based on one good number. [...] I can't rule out that we might go for a rate cut next week.“
- **Gaston Reinesch (NCB Official of Luxembourg):** „[If the ECB's projections materialise] then, but only then, one can assume that – let's say in the next 13 months – it will come to a whole series of additional cuts.“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 12.09.2024 (IV)

- **Boštjan Vasle (NCB Official of Slovenia):** „Even if the ECB happens to decide to lower rates next week, that wouldn't automatically mean another cut is coming in December. [But nonetheless, a cut in October] is an option.“
- **Gediminas Šimkus (NCB Official of Lithuania):** „Inflation is calming down and its trajectory suggests that further rate cuts must happen. [...] Rates will continue declining, but the speed of cuts will depend on data.“
- **Mārtiņš Kazāks (NCB Official of Latvia):** „We will discuss and decide when we meet next time, and will get more information until then, but recent data clearly point in the direction of a cut.“
- **Madis Müller (NCB Official of Estonia):** „It's too early to express a clear position on the interest rate decision in October. [But I am not] ruling out another interest-rate cut [in October].“
- **Christodoulos Patsalides (NCB Official of Cyprus):** „There seems to be room for a rate cut. But we should discuss all new data as usual.“
- **The following ECB Governing Council members made no public statement since the last Governing Council meeting:**
 - Fabio Panetta (NCB Official of Italy)
 - Boris Vujčić (NCB Official of Croatia)
 - 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: 11.10.2024

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

Capital Markets Sales

Fritz Bedbur

Tel.: +49 151 14651131

Boris Gettkowski

Tel.: +49 175 2281619

Thomas Benthien

Tel.: +49 151 14833046

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.