

ECB Watcher

Kommt bald das Ende der Zinswende?

HCOB Economics

28. Februar 2025

Dr. Cyrus de la Rubia / Nils Müller

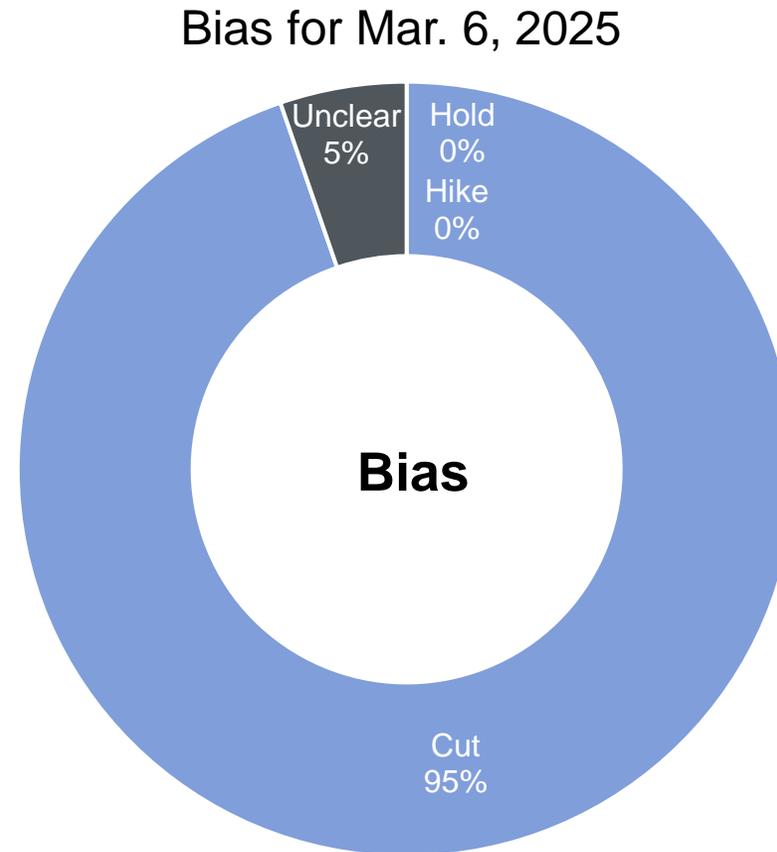
Executive Summary: Kommt bald das Ende der Zinswende? (I)

- Am 6. März 2025 findet die nächste geldpolitische Sitzung des EZB-Rats statt, bei der eine erneute Leitzinssenkung sehr wahrscheinlich ist. Diese Einschätzung basiert auf unserer systematischen Analyse der Kommunikation der EZB-Ratsmitglieder. Etwa 95 % der Mitglieder haben in ihren letzten Reden und Interviews mehr oder weniger dezidiert eine weitere Lockerung der geldpolitischen Restriktion signalisiert. Einige Ratsmitglieder deuteten aber an, dass man bald die Diskussion über eine Zinspause starten könnte.
- Wir erwarten in diesem Jahr nur noch zwei Zinssenkungen von jeweils 25 Basispunkten. Nach der voraussichtlichen Zinssenkung am 6. März sollte bis zur Mitte des Jahres noch eine weitere Senkung erfolgen. Eine Zinspause im April wäre denkbar. In der zweiten Jahreshälfte wird es voraussichtlich keine weiteren Senkungen mehr geben und die EZB wird das dann erreichte Zinsniveau von 2,25 % bis zum Jahresende beibehalten.
- Wir halten es zudem für wahrscheinlich, dass EZB-Chefin Christine Lagarde bei der Pressekonferenz nächste Woche einen Hinweis darauf geben könnte, ob die EZB bald eine Zinspause in Erwägung zieht. Dies wird jedoch keine verbindliche Forward Guidance sein und Lagarde wird vermutlich betonen, dass die EZB an ihrem datenabhängigen Ansatz, bei dem man von Meeting zu Meeting entscheidet, festhalten wird.
- Das Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel forderte in einem Interview mit der Financial Times Mitte Februar, dass die EZB bald mit der Diskussion über eine Zinspause beginnen solle. Sie scheint aber dennoch bereit zu sein, eine Zinssenkung im März noch mitzutragen. Sie gab aber schon jetzt den Ton an, wie die Mitglieder des EZB-Rates danach kommunizieren sollten.
- In dem Interview sagte Schnabel außerdem, dass die EZB bereits beim nächsten Meeting erwägen sollte, den Verweis im geldpolitischen Statement zu streichen, dass das Zinslevel in der Eurozone nach wie vor restriktiv sei. In einer weiteren Aussage diese Woche bestärkte sie diese Ansicht: „Es wird immer unwahrscheinlicher, dass die derzeitigen Finanzierungsbedingungen den Konsum und die Investitionen wesentlich bremsen.“

Executive Summary: Kommt bald das Ende der Zinswende? (II)

- Jüngst veröffentlichte die EZB auch eine Studie zum neutralen Zinssatz, also dem theoretischen Zinslevel, das weder restriktiv noch expansiv auf die Wirtschaft wirkt. Die Studie verortete dieses Zinslevel in der Spanne von 1,75 – 2,25 %. Nicht alle Mitglieder des EZB-Rates – wie etwa Schnabel – scheinen diese Einschätzung zu teilen und schätzen das Niveau des neutralen Zinssatzes höher ein. Sie argumentieren, dass daher nicht mit Sicherheit gesagt werden kann, ob das aktuelle Zinsniveau noch restriktiv ist.
- Auch andere EZB-Vertreter äußerten sich ähnlich vorsichtig. So betonte beispielsweise Bundesbankpräsident Joachim Nagel, dass es „angesichts der jüngsten Entwicklungen an der Inflationsfront und der großen Unsicherheit klug ist, geldpolitisch einen Schritt nach dem anderen zu tun“. Er fügte hinzu, dass die EZB „keine weiteren Zinssenkungen überstürzen sollte“. Gabriel Makhoul, der Gouverneur der irischen Zentralbank, wies darauf hin, dass „der Desinflationsprozess weiterhin Risiken unterliegt“ und es daher wichtig sei, „flexibel auf Änderungen im Ausblick für Inflation und Wachstum zu reagieren“.
- Die aktuelle Inflationsrate in der Eurozone liegt bei 2,5 % (YoY), was hauptsächlich auf steigende Energiekosten zurückzuführen ist. Gleichzeitig stagnierte das BIP-Wachstum im vierten Quartal 2024 bei 0,1 % (QoQ). Zusätzlich sorgen die jüngsten Zollandrohungen von US-Präsident Donald Trump für erhebliche Unsicherheit. Trump hat angekündigt, 25 % Zölle auf Autos und andere Importe aus der Eurozone zu erheben, was die wirtschaftliche Lage weiter belasten würde.
- Yannis Stournaras, der griechische Vertreter im EZB-Rat, äußerte sich diese Woche weiterhin optimistisch: „Ich glaube nicht, dass unsere nächste Sitzung der richtige Zeitpunkt ist, um eine Pause zu diskutieren. Dafür ist es noch zu früh.“ Weiterhin betonte er, dass die Leitzinsen „immer noch im restriktiven Bereich sind“ und dass „wenn die Situation so weitergeht“ diese „definitiv weiter gesenkt werden sollten“. Nach seiner Vorstellung dürften „die Zinssätze bis zum Herbst dieses Jahres 2 Prozent erreichen“, was dann „wahrscheinlich der Endsatz sein wird“.
- Unser Lieblingszitat stammt vom belgischen Notenbankchef Pierre Wunsch: „I’m not pleading for a pause in April but we must not sleepwalk to 2% without thinking about it. Let’s keep it open: If the data justify a new cut, we’ll cut. If they don’t, we might have to pause.“

Etwa 95 % des EZB-Rats (mit Stimmberechtigung) dürften bei der Sitzung am 6. März eine Leitzinssenkung befürworten.

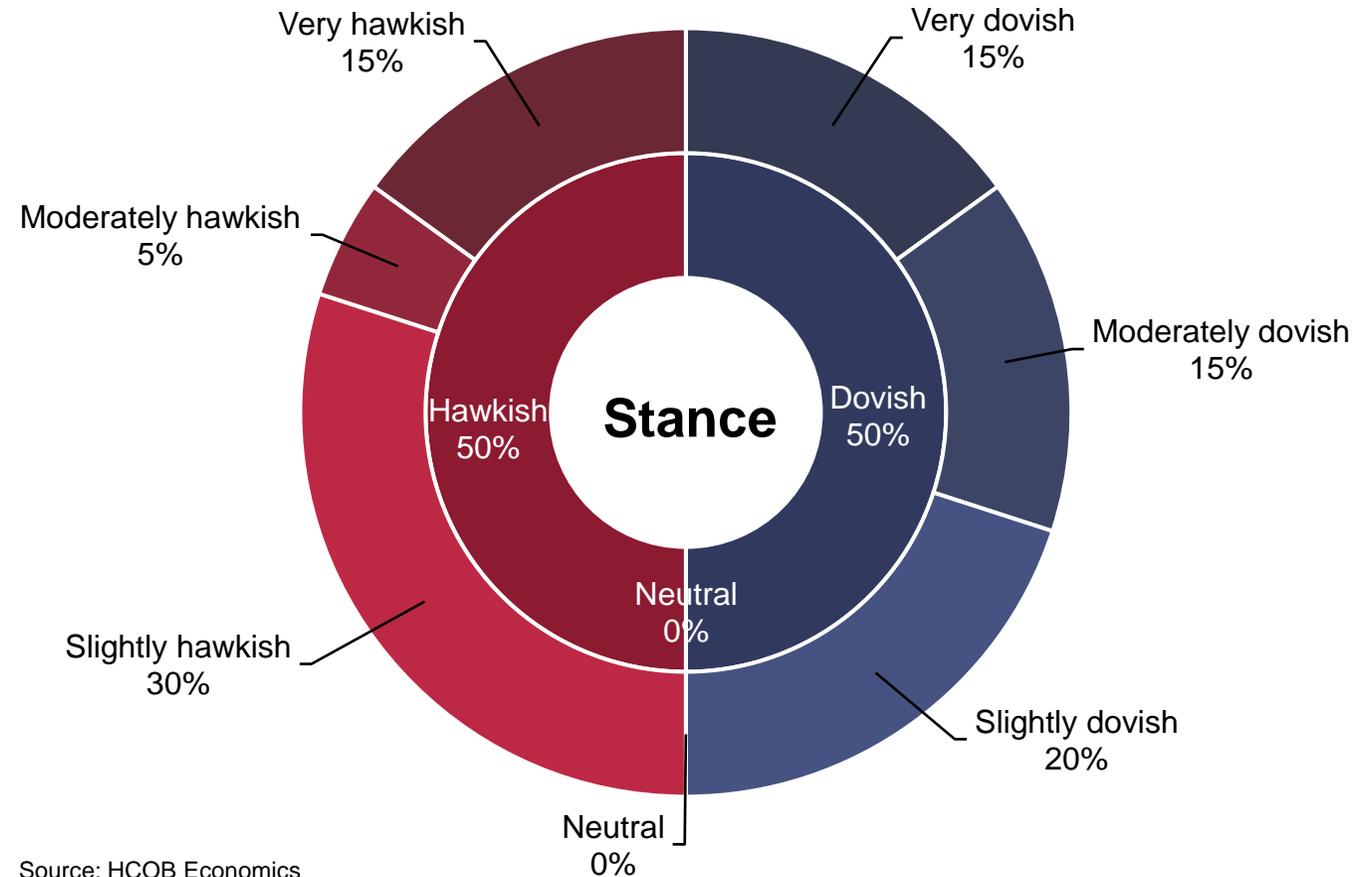


Source: HCOB Economics

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.

Hinsichtlich der geldpolitischen Ausrichtung ist der EZB-Rat bei der Sitzung am 6. März ausgeglichen: Es sind gleich viele „Doves“ und „Hawks“ vertreten.

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.

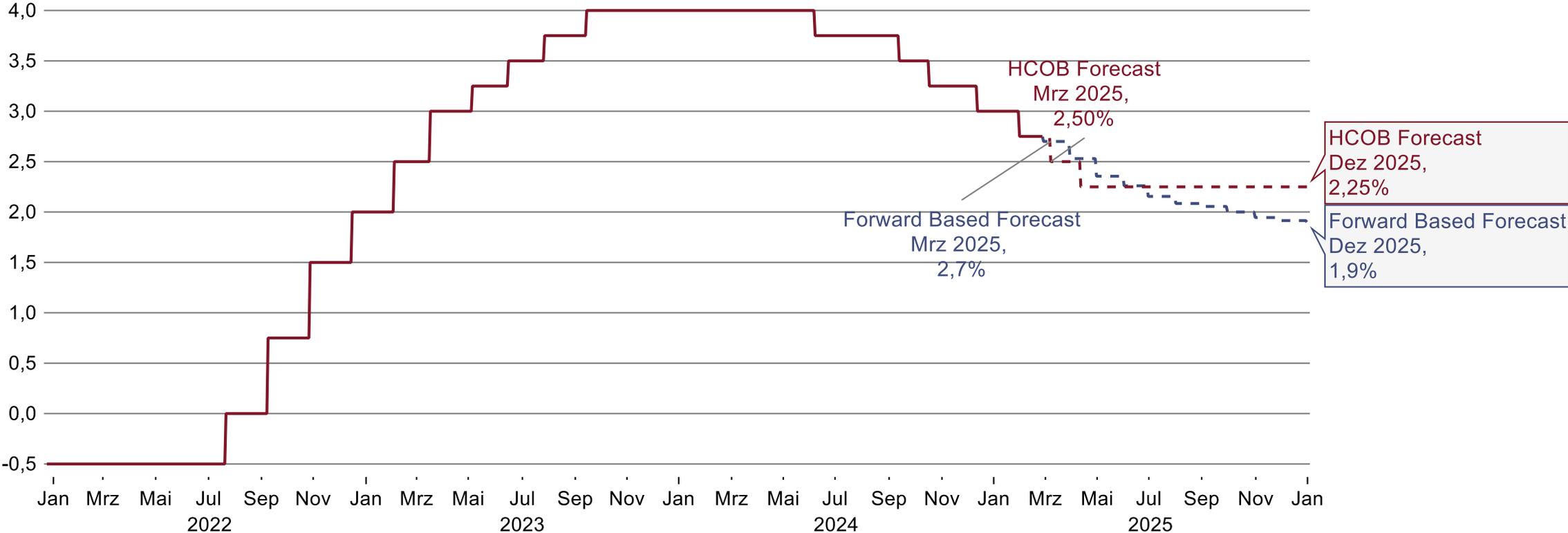
Übersicht über den EZB-Rat: Einige Ratsmitglieder machten in ihren letzten Reden deutlich, dass man bald über eine Zinspause diskutieren könnte.

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

*This is the neutral interest rate (R star) estimated by the Governing Council members. R star is the key interest rate that has neither an expansionary nor a restrictive effect on the economy. A recent publication by the ECB suggests an estimate of 1.75 – 2.25% for R star. Not all members of the ECB Governing Council seem to support this assessment and estimate the neutral interest rate level to be higher.

Zinsprognose von HCOB Economics: Für März erwarten wir noch eine weitere Zinssenkung. Schon im April aber könnte die EZB pausieren.

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

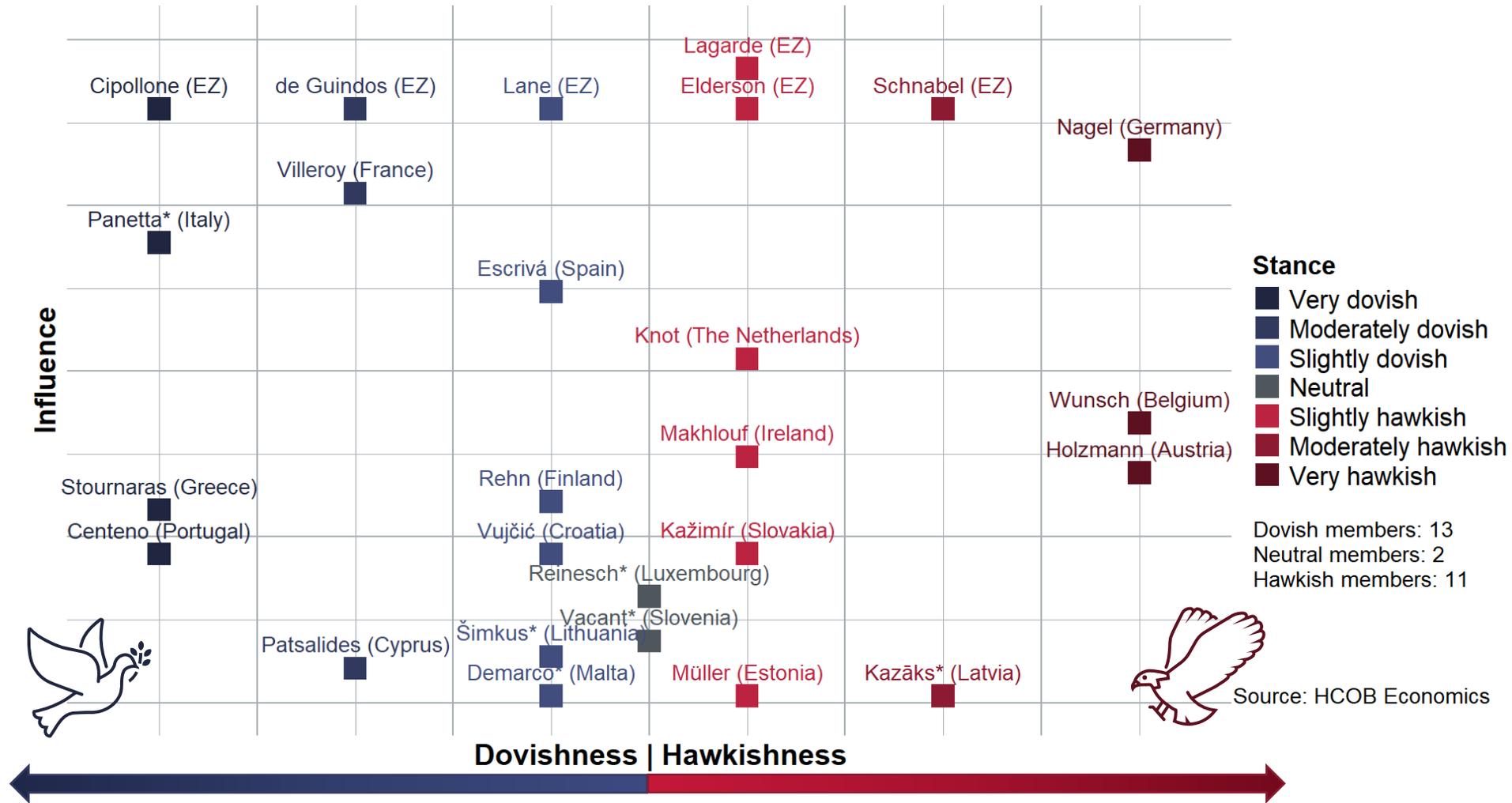


Source: Macrobond, HCOB Economics

Anhang

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

Einfluss und Ausrichtung: Insgesamt schätzen wir 13 Mitglieder als „dovish“ ein, 11 als „hawkish“ und zwei 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 30.01.2025 (I)

- **Christine Lagarde (ECB President):** „Inflation is set to return to our 2% medium-term target in the course of this year, with risks on both the upside and the downside.“
- **Luis de Guindos (ECB Vice-President):** „Now that we see inflation approaching our 2% target, we have been reducing the restriction of our monetary policy. How much lower rates will go depends on the data confirming that inflation is converging towards our target in a sustainable manner.“
- **Isabel Schnabel (ECB Board Member):** „I don't know what's going to happen in the next meetings, so let's see. But we need to start that discussion [whether the ECB should pause its easing].“
- **Piero Cipollone (ECB Board Member):** „I don't want to seem elusive, but the uncertainty is so high that anything can happen. We all agree there is still room for adjusting rates downwards. But we need to be extremely careful.“
- **Philip R. Lane (ECB Board Member):** „Balancing these considerations [that inflation might take longer than expected to reach the target but also that a too-cautious path could result in below-target inflation] suggest a middle path is appropriate [and] policymakers should deliver the monetary stance that is appropriate to the situation.“
- **Frank Elderson (ECB Board Member):** „We do not give any forward guidance. [...] When the time comes and we look back, we will be able to see.“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 30.01.2025 (II)

- **Joachim Nagel (NCB Official of Germany):** „Incoming data suggest that we are likely to reach our medium-term target of 2 % over the course of this year. This would allow us on the Governing Council to lower the key interest rates further.“
- **François Villeroy de Galhau (NCB Official of France):** „With such a ‘disinflationary slowdown’, the direction of the travel is clear: our monetary policy will go from restrictive towards neutral, and should support a gradual recovery while ensuring inflation is at our target.“
- **Fabio Panetta (NCB Official of Italy):** „[Threats for price developments come from energy markets but] overall, the available indicators seem to suggest that the predominant risk remains inflation falling below 2% over the medium term.“
- **José Luis Escrivá (NCB Official of Spain):** „No, I am not saying that [we should pause interest rate cuts]. I am saying that we must be cautious.“
- **Klaas Knot (NCB Official of the Netherlands):** „But when we are back at 2% inflation, that [monetary policy inhibiting economic activity] is no longer necessary, so gradually we are taking our foot off the brake, and trying to aim for the moment when we have recovered 2%.“
- **Pierre Wunsch (NCB Official of Belgium):** „I’m not pleading for a pause in April but we must not sleepwalk to 2% without thinking about it. Let’s keep it open: If the data justify a new cut, we’ll cut. If they don’t, we might have to pause.“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 30.01.2025 (III)

- **Gabriel Makhoul (NCB Official of Ireland):** „[...] the disinflation process remains subject to risks [...]. We must stand ready to react to changes in the outlook, for both inflation and growth [e.g.] services inflation and wage growth could be more persistent than anticipated.“
- **Robert Holzmann (NCB Official of Austria):** „[I will go into that meeting] with an open mind, as always. There is some probability that we'll cut [in March]; there is some probability that we won't. But definitely, a decision in favour of another cut gets harder and harder, both now and beyond March.“
- **Olli Rehn (NCB Official of Finland):** „The last thing we need is a new trade war between allies but we need to take proportionate policy measures.“
- **Yannis Stournaras (NCB Official of Greece):** „[...] the easing interest rate path on which we have embarked should support activity.“
- **Mário Centeno (NCB Official of Portugal):** „[It is] pretty clear that we need to keep the trajectory of interest rates going down. [... The ECB's key rate needs to reach 2%] sooner rather than later.“
- **Peter Kažimír (NCB Official of Slovakia):** „Inflation continues to cool toward our target. [...] However, I'm still waiting for unyielding confirmation that inflation remains on a downward course [...] Updated forecasts combined with incoming data about service inflation and wage development will help us navigate what will happen in April and beyond.“

„One person, one quote“: Zitate seit der letzten Ratssitzung vom 30.01.2025 (IV)

- **Boris Vujčić (NCB Official of Croatia):** „The market is pricing three more rate cuts this year. Given information we have today and the fact that inflation is developing along our projections, those expectations are not unreasonable.“
- **Gediminas Šimkus (NCB Official of Lithuania):** „We are not able to be precise about the pace and the path of rate cuts, but it’s clear that we are moving interest rates downwards, and I don’t see any good reason not to do another rate cut in March. We’ll see about April and June.“
- **Mārtiņš Kazāks (NCB Official of Latvia):** „Tariffs are used not only for the economy, but for political reasons also. If there is any response, then definitely we don’t need to escalate.“
- **Madis Müller (NCB Official of Estonia):** „It is quite realistic that, already by the middle of this year, [inflation] will be very close to the 2% target set by the central bank. [...] As the economic situation is still rather poor, it is also justified to cut interest rates again.“
- **The following ECB Governing Council members made no public statement since the last Governing Council meeting:**
 - Position currently vacant (NCB Official of Slovenia)
 - Gaston Reinesch (NCB Official of Luxembourg)
 - Christodoulos Patsalides (NCB Official of Cyprus)
 - 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: 28.02.2025

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.