

## Sitzung am 6.-7. März 2024

### Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 6.-7. März 2024, in Frankfurt am Main

#### 1. Überblick über die finanziellen, wirtschaftlichen und monetären Entwicklungen sowie die geldpolitischen Optionen

##### Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel stellte fest, dass die Erwartungen hinsichtlich der Geldpolitik seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 24.-25. Januar 2024 weiter gesunken seien. Zum Jahreswechsel sei anfänglich noch mit frühzeitigen und umfangreichen Zinssenkungen gerechnet worden.

Wesentliche Faktoren für die Entwicklung an den Finanzmärkten seien sowohl die günstigeren Nachrichten über die Weltwirtschaft als auch die ungünstigeren Meldungen zur Inflation gewesen. Was den ersten Faktor betreffe, so hätten die gesamtwirtschaftlichen Daten für den Euroraum, die Vereinigten Staaten und China erstmals seit Mai 2023 positiv überrascht. Infolgedessen hielten die Anleger das Szenario einer harten Landung der Weltwirtschaft für deutlich weniger wahrscheinlich.

Der zweite Faktor hänge mit einer Neubewertung der mittelfristigen Inflationsaussichten zusammen. Die unerwartet hohen Daten zur Teuerung im Eurogebiet und in den Vereinigten Staaten, insbesondere zur Kerninflation, hätten die Hoffnung der Anleger auf einen raschen und reibungslosen Inflationsabbau geschmälert. Was den Verlauf der Gesamt- und der Kerninflation im Euroraum im Jahr 2024 (gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) bzw. am Gesamtindex ohne Energie und Nahrungsmittel) anbelange, so hätten die Märkte für inflationsindexierte Anleihen für den gesamten Jahresverlauf etwas höhere Gesamtinflationsraten eingepreist, als noch zum Zeitpunkt der Januar-Sitzung des EZB-Rats erwartet worden sei.

Da die Anleger mit geringeren abwärtsgerichteten Extremrisiken und einem etwas holprigeren Disinflationsprozess rechneten, hätten die Zinsmärkte einen deutlich flacher verlaufenden geldpolitischen Lockerungszyklus im Eurogebiet eingepreist. So seien die bis Ende 2024 erwarteten

Zinssenkungen merklich von insgesamt rund 160 Basispunkten Ende Dezember 2023 auf derzeit etwa 90 Basispunkte gesunken. Nach der jüngsten Neubewertung habe sich der Abstand zwischen den Erwartungen an den Zinsmärkten und jenen der Marktanalysten weitgehend zurückgebildet.

In den Vereinigten Staaten hätten starke Arbeitsmarktdaten, unerwartet hohe Inflationszahlen und eine vorsichtiger Kommunikation seitens des Federal Reserve System zu einer noch umfangreicheren Neubewertung der Leitzinserwartungen geführt. Dementsprechend sei auch in den Terminzinskurven für den Overnight Index Swap (OIS) ein deutlich flacherer Lockerungszyklus in den Vereinigten Staaten eingepreist worden.

Die Erwartungen hinsichtlich eines in den Industrieländern synchron verlaufenden geldpolitischen Lockerungszyklus seien im Wesentlichen mit der gemeinsamen Komponente der globalen Inflation zu erklären. Die Märkte gingen davon aus, dass sich die disinflationäre Dynamik im Verlauf des kommenden Jahres weiter synchron entfalten werde. Ein weiterer Faktor, der den engen Gleichlauf der geldpolitischen Erwartungen in den verschiedenen Ländern erkläre, seien die Übertragungseffekte aus den Vereinigten Staaten. Die Datenveröffentlichungen aus den USA übten nämlich nach wie vor einen erheblichen Einfluss auf die Renditen in anderen Industrieländern aus.

Eine Zerlegung der OIS-Sätze im Euroraum und in den Vereinigten Staaten über verschiedene Laufzeiten hinweg in den Inflationsausgleich und die Realzinsen zeige, dass der Inflationsausgleich im Eurogebiet entlang der gesamten Zinsstrukturkurve deutlich gestiegen sei. Gleichzeitig seien die Realzinsen vor allem am längeren Ende gesunken, was eine leichte Lockerung der Finanzierungsbedingungen über die risikofreien Zinssätze impliziere. In den Vereinigten Staaten habe sich der Inflationsausgleich etwas weniger stark erhöht, und die Realzinsen seien entlang der gesamten Zinsstrukturkurve stabil geblieben.

Die sich ausweitende Renditedifferenz habe zu einer leichten Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar geführt. In nominaler effektiver Rechnung sei der Kurs des Euro weitgehend unverändert geblieben, während der US-Dollar aufgewertet habe.

Trotz der Neubewertung der kurzfristigen Inflationsaussichten hätten sich die Risiken für die längerfristigen Aussichten seit Januar 2024 nicht wesentlich verändert. So sei der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren nahezu gleich geblieben. Gegenüber der EZB-Ratssitzung vom September 2023, als die inflationsindexierten Termin-Swapsätze noch in der Nähe ihrer Höchststände gelegen hätten, seien sie indessen deutlich gesunken. Dies sei vor allem auf einen Rückgang der Inflationsrisikoprämien zurückzuführen. Die vorangegangene kräftige geldpolitische Straffung habe offenbar wirksam dazu beigetragen, die Risiken für die längerfristigen Inflationsaussichten einzudämmen und in der Folge zu verringern. Dennoch liege der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren noch deutlich über seinem historischen Mittelwert. Im Einklang mit den inflationsindexierten Termin-Swapsätzen deuteten auch die Optionspreise im

Euroraum darauf hin, dass die Risiken einer hohen Teuerung zwar abgenommen hätten, aber im Vergleich zu den historischen Durchschnittswerten nach wie vor etwas erhöht seien.

Gestützt durch eine verbesserte Risikostimmung hätten die Märkte für Risikoaktiva den straffenden Impuls offenbar ignoriert, der von den Erwartungen eines späteren und flacher verlaufenden Lockerungszyklus ausgehe. Die Benchmark-Aktienindizes aller großen Industrie- und Schwellenländer, einschließlich Chinas, seien seit der Januar-Sitzung des EZB-Rats einem Aufwärtstrend gefolgt.

Auch an den Märkten für Unternehmensanleihen sei die positive Risikostimmung erkennbar gewesen. Gleiches gelte für die Staatsanleihemärkte, an denen sich die Renditeabstände gegenüber deutschen Bundesanleihen weiter verringert hätten. Die Differenz zwischen den Renditen zehnjähriger italienischer und deutscher Staatspapiere habe dabei den niedrigsten Stand seit März 2022 erreicht. Vor dem Hintergrund der Erwartung, dass der Höhepunkt des Straffungszyklus bereits erreicht worden sei, seien die Anleger anscheinend weiterhin darauf erpicht, sich attraktive Renditen zu sichern. Das Verhältnis zwischen abgegebenen und zugeteilten Geboten setze seinen allmählichen Aufwärtstrend fort, was darauf hindeute, dass die Nachfrage nach Anleihen kräftig sei, obwohl die Staatsanleiheemissionen im bisherigen Jahresverlauf ein Rekordhoch erreicht hätten.

Ungeachtet der günstigen Preisentwicklung an den Märkten für Risikoaktiva kämen gewisse Risiken auf, etwa im Zusammenhang mit dem Gewerbeimmobilienmarkt. Doch diese Risiken hätten keine allgemeinen Konsequenzen für die Finanzintermediäre und Märkte gehabt. Die trotz der Neubewertung der geldpolitischen Erwartungen anhaltende Hausse in risikoreicheren Marktsegmenten sowie die überhöhten Bewertungen einiger Vermögenswerte könnten überdies auf eine gewisse Sorglosigkeit an den Finanzmärkten hindeuten.

## Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euroraum

Mit Blick auf die Aussichten für die Weltwirtschaft stellte Herr Lane fest, dass die globale Wirtschaftstätigkeit zwar nach wie vor gedämpft sei, es aber gewisse Anzeichen einer Verbesserung gebe. Der Handel mit Waren und Dienstleistungen werde den Erwartungen zufolge im ersten Quartal des Jahres an Dynamik gewinnen. In den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom März werde im Einklang mit den vorangegangenen Projektionen von einem deutlichen Anstieg der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums ausgegangen. Gemäß den Projektionen werde die Auslandsnachfrage 2024 um 2,4 %, 2025 um 3,1 % und 2026 um 3,2 % wachsen, da mit einer Normalisierung der Nachfrage nach Waren gerechnet werde, wovon die europäischen Produzenten profitieren würden. Bei den Rohstoffen habe sich Öl seit der letzten

Sitzung verteuert und Gas weiter verbilligt. Auch die internationalen Metallpreise seien gesunken, wohingegen sich die Nahrungsmittelpreise leicht erhöht hätten.

Im Hinblick auf den Euroraum erinnerte Herr Lane daran, dass die Gesamtinflation laut der jüngsten Eurostat-Schnellschätzung von 2,8 % im Januar auf 2,6 % im Februar gesunken sei. Die Preissteigerungsrate bei Energie sei unter anderem aufgrund der Rücknahme finanzpolitischer Stützungsmaßnahmen weniger negativ ausgefallen, und der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln habe sich im Februar deutlich auf 4,0 % (nach 5,6 % im Januar) abgeschwächt. Darin spiegele sich eine nachlassende Teuerung sowohl bei verarbeiteten als auch bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln wider. Die Kerninflation sei von 3,3 % im Januar auf 3,1 % im Februar zurückgegangen. Im selben Zeitraum habe sich die Teuerungsrate bei Industrieerzeugnissen ohne Energie von 2,0 % auf 1,6 % verringert. Die Teuerung bei den Dienstleistungen habe leicht um 0,1 Prozentpunkte auf 3,9 % nachgegeben. Die Preissteigerung in lohnsensiblen Dienstleistungsbereichen sei nach wie vor höher als in nicht lohnsensiblen Bereichen. Dies stütze die Einschätzung, dass das kräftige Lohnwachstum eine wichtige Rolle bei der erhöhten Inflation im Dienstleistungssektor spiele.

Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seien im Januar erneut gesunken, da die Auswirkungen vergangener negativer Angebotschocks weiter nachließen, die niedrigeren Energiepreise den Kostendruck verringerten und die restriktivere Geldpolitik die Nachfrage dämpfe. Am unteren Ende der Bandbreite liege die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation seit November nahe bei 2 %. Die Jahreswachstumsrate des Indikators der Binneninflation betrage indes unverändert 4,5 %. Der am Wachstum des BIP-Deflators gemessene binnenwirtschaftliche Preisdruck sei immer noch hoch, wenngleich der Deflator den Projektionen zufolge weiter allmählich zurückgehen werde. Das Gewinnwachstum stelle einen ersten Puffer gegen den hohen Arbeitskostendruck dar und werde sich in der Folgezeit erholen.

Gemäß den von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen vom März habe sich das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von 5,3 % im dritten Quartal auf schätzungsweise 4,8 % im vierten Quartal 2023 verlangsamt. Auf der Grundlage bereits verfügbarer Länderdaten dürften die euroraumweiten Angaben zum Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im vierten Quartal 2023 in der am 8. März anstehenden Veröffentlichung etwas niedriger ausfallen als projiziert. Die Zuwachsrate der Tarifverdienste einschließlich Einmalzahlungen habe sich im vierten Quartal um 0,2 Prozentpunkte auf 4,5 % verringert. Auch die zukunftsorientierten Indikatoren der EZB für die Lohnentwicklung signalisierten zuletzt eine allmähliche Verlangsamung des Wachstums der Tarifverdienste im Euroraum. Zudem sei der Beitrag der Lohndrift – der am schnellsten auf die Konjunkturerwicklung reagierenden Komponente des Arbeitnehmerentgelts – deutlich gesunken, nachdem er zu Jahresbeginn 2022 noch bei rund 2 Prozentpunkten gelegen habe. Sowohl der von Indeed entwickelte Lohnindikator als auch die Rückmeldungen im Rahmen der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey) deuteten für das laufende Jahr auf ein

geringeres Lohnwachstum als 2023 hin. Darüber hinaus würden die steigenden Arbeitskosten offenbar zum Teil durch Gewinne aufgefangen, was ihre inflationären Effekte verringern werde.

Die Inflation dürfte in den kommenden Monaten weiter zurückgehen. Auf kurze Sicht werde die Gesamtinflation wohl aufgrund von Basiseffekten in der Energiekomponente und der zeitlichen Lage der Ostertage gewissen Schwankungen unterworfen sein. Für die Zeit danach werde ein Rückgang auf den Zielwert der EZB erwartet, da die Arbeitskostendynamik nachlasse und sich die Effekte vergangener Energiepreisschocks, der Angebotsengpässe sowie des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach der Pandemie auflösten. Die durchschnittliche Gesamtteuerungsrate werde sich den Projektionen zufolge 2024 auf 2,3 %, 2025 auf 2,0 % und 2026 auf 1,9 % belaufen. Im Vergleich zu den Dezember-Projektionen sei die Gesamtinflation für 2024 um 0,4 Prozentpunkte und für 2025 um 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert worden, für 2026 sei sie hingegen unverändert geblieben. Die Projektionen für die Kerninflation seien über den gesamten Projektionszeitraum hinweg nach unten korrigiert worden, und zwar um 0,1 Prozentpunkte auf 2,6 % für das laufende Jahr, um 0,2 Prozentpunkte auf 2,1 % für 2025 und um 0,1 Prozentpunkte auf 2,0 % für 2026.

Zu den Aufwärtsrisiken für die Inflation zählten die erhöhten geopolitischen Spannungen, insbesondere im Nahen Osten. Sie könnten die Energiepreise und Frachtkosten auf kurze Sicht in die Höhe treiben und den Welthandel stören. Zudem könnte die Teuerung höher ausfallen als gedacht, wenn die Löhne stärker stiegen als erwartet oder sich die Gewinnmargen als robuster erwiesen. Die Inflation könnte aber auch niedriger ausfallen als angenommen, sollte die Geldpolitik die Nachfrage stärker als erwartet dämpfen oder sich das wirtschaftliche Umfeld in der übrigen Welt überraschend eintrüben.

Die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum habe sich in den ersten beiden Monaten des Jahres 2024 weiter schwach entwickelt. Die Verbraucher hielten sich mit ihren Ausgaben nach wie vor zurück, und die Wohnungsbauinvestitionen seien erneut gedämpft ausgefallen. Auch hätten die Unternehmen weniger exportiert, was auf eine geringere Auslandsnachfrage und einen gewissen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit zurückzuführen gewesen sei. Die Unternehmensinvestitionen seien aufgrund der Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik, des Abbaus des Auftragsüberhangs und der verhaltenen Nachfrage ebenfalls schwach geblieben.

Zukunftsgerichtete Indikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes (EMIs) tendierten zwar nach oben, lägen aber insgesamt weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Wenngleich Umfragen auf eine allmähliche Belebung der Konjunktur im Jahresverlauf hindeuteten, dürfte die Erholung langsamer voranschreiten als bislang erwartet. Grund hierfür seien der statistische Überhang, der sich aus den zuletzt schwächeren Daten für 2023 ergebe, und das nach wie vor gedämpfte Niveau der Umfrageindikatoren. Angesichts einer sinkenden Inflation und anhaltender Lohnsteigerungen würden die Realeinkommen wieder anziehen, was das Wachstum unterstütze. Im weiteren Verlauf sollten sowohl die Wohnungsbauinvestitionen als auch die Unternehmensinvestitionen von einer Lockerung

der Finanzierungsbedingungen profitieren. Den Erwartungen zufolge werde auch eine zunehmende Nachfrage zum Wiederanstieg der Unternehmensinvestitionen beitragen. Zudem sollte sich die Nachfrage nach Exporten des Euroraums im Zuge einer Erholung der weltweiten Nachfrage und eines nachlassenden Drucks auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit wieder verbessern.

Mit Blick auf die Komponenten der Binnennachfrage sei gemäß den Projektionen mit einem deutlichen Anstieg der Konsumausgaben im Jahr 2024 zu rechnen. Die Investitionen dürften sich infolge der fortlaufenden Transmission der restriktiveren Geldpolitik verringern und daher im laufenden Jahr nicht zur Erholung beitragen. Getragen werde die Erholung vielmehr von den Konsumausgaben und den Exporten, wobei dem Warenkonsum eine zentrale Bedeutung zukomme. Diese Annahme sei wiederum an die projizierte Entwicklung der Arbeitskosten gekoppelt. Das Wachstum der Lohnstückkosten dürfte sich im Projektionszeitraum aufgrund des erwarteten Produktivitätszuwachses schneller verlangsamen als der Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer. Insbesondere die Produktion im verarbeitenden Gewerbe sei schwach ausgefallen, Arbeitskräfte seien jedoch noch nicht abgebaut worden. Dies habe dazu geführt, dass die Beschäftigung in Relation zur Produktion gestiegen und die Arbeitsproduktivität dementsprechend gesunken sei. Den Projektionen zufolge ließe sich eine Erholung der Produktion – vor allem im verarbeitenden Gewerbe – durch eine Steigerung der Produktivität erreichen. Diese Faktoren zusammengenommen erklärten den Gleitpfad der Inflation zurück zum Zielwert.

Die Beschäftigung sei im vierten Quartal 2023 um 0,3 % und damit erneut stärker als die Wirtschaftsleistung gestiegen. Die Arbeitslosenquote habe im Januar 2024 einen historischen Tiefstand von 6,4 % erreicht, nachdem der Wert für Dezember 2023 auf 6,5 % nach oben revidiert worden sei. Die Zahl der Stellenausschreibungen sei unterdessen zurückgegangen. Gleichzeitig berichteten weniger Unternehmen, dass ihre Produktion durch einen Mangel an Arbeitskräften eingeschränkt sei.

Mit Blick auf den Arbeitsmarkt verzeichneten das Baugewerbe und das verarbeitende Gewerbe im Großen und Ganzen erneut eine Stagnation bzw. sogar eine Kontraktion. Die jüngsten EMIs für die Beschäftigung lägen weiterhin deutlich unter 50 Punkten. Im Dienstleistungssektor wiesen die EMIs für die Beschäftigung im Hochtechnologiebereich nach wie vor Werte von etwas mehr als 50 Punkten auf, wohingegen sie sich im Niedrigtechnologiesektor dank einer kräftigen Erholung auf über 55 Punkte beliefen. Zudem sei die Zahl der Unternehmen (vor allem im Dienstleistungssektor), denen zufolge der Arbeitskräftemangel ihre Produktionsmöglichkeiten einschränke, spürbar gesunken.

Die neuen Projektionen von Fachleuten der EZB deuteten in der kurzen Frist auf ein verhaltenes Wachstum hin. Anschließend dürfte aufgrund der steigenden Realeinkommen, der nachlassenden Auswirkungen der vorangegangenen geldpolitischen Straffung auf die Finanzierungsbedingungen und der sich verbessernden Auslandsnachfrage eine Erholung einsetzen. Die Wirtschaftsleistung dürfte im Durchschnitt 2024 um 0,6 %, 2025 um 1,5 % und 2026 um 1,6 % steigen. Gegenüber den

Projektionen vom Dezember 2023 sei das Wachstum für 2024 um 0,2 Prozentpunkte nach unten korrigiert worden, während es für 2025 unverändert geblieben und für 2026 um 0,1 Prozentpunkte nach oben korrigiert worden sei. Die Haushaltsaussichten hätten sich in den Projektionen vom März 2024 gegenüber den Dezember-Projektionen kaum verändert.

Die Risiken für die Konjunktur seien nach wie vor abwärtsgerichtet. Das Wachstum könnte geringer ausfallen, wenn die Geldpolitik eine stärkere Wirkung entfalten sollte als erwartet. Auch eine schwächere Weltwirtschaft oder eine weitere Verlangsamung des Welthandels würden das Wachstum im Euroraum belasten. Zudem gingen von dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und dem tragischen Konflikt im Nahen Osten erhebliche geopolitische Risiken aus. Unternehmen und private Haushalte könnten deshalb an Zuversicht verlieren, und es könnte zu Störungen des Welthandels kommen. Das Wachstum könnte indes höher ausfallen, wenn die Inflation rascher sinke als erwartet und die Konsumausgaben aufgrund der steigenden Realeinkommen stärker anzögen als gedacht oder wenn die Weltwirtschaft kräftiger wachse als angenommen.

Was die monetäre und finanzielle Analyse anbelange, so seien die Marktzinsen seit der letzten geldpolitischen Sitzung gestiegen. Die vorangegangenen Leitzinserhöhungen wirkten weiterhin stark auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen durch. Die Zinsen für Unternehmenskredite hätten sich weitgehend stabilisiert, während jene für Hypothekarkredite im Dezember und Januar zurückgegangen seien. Die Kreditzinsen lägen aber nach wie vor auf erhöhtem Niveau, und zwar bei 5,2 % für Unternehmenskredite bzw. 3,9 % für Hypothekarkredite.

Hohe Kreditzinsen der Banken, restriktive Kreditrichtlinien und niedrigere Unternehmensinvestitionen dämpften weiterhin die Nachfrage nach Krediten mit längeren Laufzeiten. Die Jahreswachstumsrate der Bankkreditvergabe an Unternehmen, die sich mit 0,5 % im Dezember ins Positive gekehrt habe, sei im Januar wegen negativer monatlicher Kreditströme wieder leicht auf 0,2 % zurückgegangen. Das jährliche Wachstum der Kredite an private Haushalte habe sich im Januar weiter auf 0,3 % verlangsamt.

Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 und jene der eng gefassten Geldmenge M1, die den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen umfasse, seien im Januar mit 0,1 % bzw. -8,6 % erneut schwach ausgefallen. Nachdem die Jahreswachstumsrate von M3 bis November im negativen Bereich gelegen habe, sei sie im Dezember und Januar geringfügig positiv gewesen. Der Anstieg von M3 sei vor allem auf höhere Nettozuflüsse aus der übrigen Welt zurückzuführen. Diese resultierten in erster Linie aus dem hohen Handelsbilanzüberschuss angesichts der schwachen Entwicklung der Importe. Die geringe Einlagenbildung habe abermals dazu beigetragen, dass sich die Finanzierungsstruktur der Banken in Richtung teurerer Finanzierungsquellen verlagere.

## Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Auf der Grundlage der Einschätzung der Inflationsaussichten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission schlug Herr Lane auf der Sitzung vor, die drei Leitzinssätze der EZB unverändert zu belassen.

Die drei Elemente der Reaktionsfunktion des EZB-Rats stützten einen unveränderten geldpolitischen Kurs. Den aktuellen Projektionen zufolge werde die Gesamtinflation 2024 gegenüber den früheren Erwartungen deutlich niedriger ausfallen, Mitte 2025 wieder zum Zielwert zurückkehren und in den darauffolgenden Quartalen leicht unterhalb von 2 % liegen. Das Wachstum dürfte sich über weite Strecken des Jahres 2024 nur allmählich erholen. Der allgemeine Trend der zugrunde liegenden Inflation schwäche sich weiter ab. Indes seien einige wichtige Messgrößen, darunter die Binneninflation, nach wie vor erhöht. Bei den projizierten Aussichten für das Lohnwachstum und die Stückgewinne bedürfe es hingegen noch einer weiteren Bestätigung. Das dritte Kriterium – die anhaltend starke Transmission der Geldpolitik – werde bestätigt, auch wenn sich angesichts der Erwartung künftiger Zinssenkungen eine gewisse Stabilisierung abzeichne.

Auf der Grundlage dieser drei Kriterien befänden sich die EZB-Leitzinsen auf einem Niveau, das – wenn es lange genug aufrechterhalten werde – einen erheblichen Beitrag zu einer zeitnahen Rückkehr der Inflation auf den mittelfristigen Zielwert der EZB leisten werde. Bei der Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus sei auch künftig ein datengestützter Ansatz geboten. Gleichzeitig werde dafür gesorgt, dass die Leitzinsen so lange wie erforderlich auf ein ausreichend restriktives Niveau festgelegt würden. Aus der gemeinsamen Beurteilung der Entwicklung der Inflationsaussichten (einschließlich der neuen Projektionen), der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission in den letzten Monaten lasse sich eine Gesamtbewertung des Leitzinspfads ableiten. Die hier beobachteten Entwicklungen sollten das Vertrauen darin stärken, dass mit den bereits gefassten geldpolitischen Beschlüssen das mittelfristige Inflationsziel der EZB erreicht werde, insbesondere angesichts der bereits für 2024 projizierten Verringerung des Abstands zum Zielwert. Zugleich könne der EZB-Rat erst im Zuge des weiteren Voranschreitens des Disinflationsprozesses mit hinreichender Sicherheit davon ausgehen, dass die Inflation zeitnah zu ihrem Zielwert zurückkehren und sich dauerhaft auf diesem Niveau einpendeln werde.

Herr Lane schlug darüber hinaus vor, an der Möglichkeit festzuhalten, bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im Portfolio des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) flexibel zu agieren, um den pandemiebedingten Risiken für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken.



## 2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

### Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

Was das außenwirtschaftliche Umfeld anbelange, so bleibe das weltweite BIP-Wachstum zwar gedämpft, doch gebe es erste Anzeichen einer Verbesserung. Verschiedenste Frühindikatoren ließen darauf schließen, dass das globale Wachstum im gesamten Jahr 2023 rückläufig gewesen sei. Verantwortlich hierfür sei der restriktive geldpolitische Kurs gewesen, der sich nach und nach auf die Weltwirtschaft durchgeschlagen habe, sowie die nachlassenden den Konsum begünstigenden Faktoren, wozu etwa die pandemiebedingten Ersparnisüberschüsse zählten. Nach einer Wachstumsabschwächung im vierten Quartal 2023 dürfte das Weltwirtschaftswachstum im ersten Quartal 2024 wieder anziehen. Dies lasse sich aus der Verbesserung der Indikatoren zum Jahreswechsel ablesen. Auch beim Welthandel habe sich zu Jahresbeginn 2024 zaghaft eine Erholung abgezeichnet. Die nach der Pandemie zum Tragen gekommenen Faktoren, die den Handel 2023 belastet hätten (beispielsweise die Verlagerung der Nachfrage von Waren hin zu Dienstleistungen), sollten in nächster Zeit an Wirkung verlieren. Mit Blick auf die in der Welt führenden Volkswirtschaften sei in den Vereinigten Staaten das Wachstum im vierten Quartal 2023 unerwartet hoch ausgefallen, und der Arbeitsmarkt habe sich robust gezeigt. In China werde die Wirtschaft indes weiterhin durch eine Abschwächung im Wohnimmobiliensektor beeinträchtigt. Insgesamt wurde betont, dass die Aussichten für die Weltwirtschaft noch immer unsicher seien.

Was die Energierohstoffe betreffe, so dürften die Ölpreise infolge des Angebotsüberschusses am Weltmarkt sinken. Dieser Überschuss werde den Erwartungen zufolge auch 2024 weiter bestehen, obgleich die OPEC+-Länder Förderkürzungen angekündigt hätten. Die europäischen Gaspreise seien seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats weiter zurückgegangen, da die Nachfrage weiterhin verhalten ausfalle und die Gasspeicher nach wie vor vergleichsweise gut gefüllt seien. Es wurde allerdings darauf hingewiesen, dass sich die Gaspreise volatil entwickelten. An den Faktoren, die den Anstieg der Verbraucherpreise auf internationaler Ebene beeinflussten, lasse sich ablesen, dass der Preisdruck trotz der Spannungen am Roten Meer begrenzt sei. Grund hierfür sei, dass die Nachfrage nach Waren noch immer schwach sei und die Lagerbestände weiterhin hoch seien.

Im Hinblick auf die Konjunkturentwicklung im Euroraum stimmten die Ratsmitglieder mit Herrn Lane darin überein, dass sich die Wirtschaft nach wie vor schwach entwickle. Die Verbraucher hielten sich mit ihren Ausgaben weiterhin zurück, die Investitionstätigkeit habe sich abgeschwächt und die Unternehmen exportierten weniger. Zurückzuführen sei dies auf eine geringere Auslandsnachfrage und einen gewissen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit. Umfragen deuteten jedoch auf eine allmähliche Erholung im Verlauf dieses Jahres hin. Angesichts einer sinkenden Inflation und anhaltender

Lohnzuwächse würden die Realeinkommen wieder steigen, was das Wachstum unterstütze. Der dämpfende Effekt vergangener Zinserhöhungen werde zudem allmählich nachlassen, und die Nachfrage nach Ausfuhren des Euroraums sollte zunehmen. Die Arbeitslosenquote liege auf dem niedrigsten Stand seit Einführung des Euro. Die Beschäftigung sei im vierten Quartal 2023 um 0,3 % und damit erneut stärker als die Wirtschaftsleistung gestiegen. Infolgedessen habe sich die Produktion je Beschäftigten weiter verringert. Die Zahl der Stellenausschreibungen sei unterdessen zurückgegangen. Gleichzeitig berichteten weniger Unternehmen, dass ihre Produktion durch einen Mangel an Arbeitskräften eingeschränkt sei.

Die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer waren sich weitgehend einig, dass das Wachstum in der kurzen Frist schwächer als erwartet ausfallen dürfte. Die Konjunktur habe fünf Quartale in Folge stagniert und dürfte zwei weitere Quartale schwach bleiben. Darüber hinaus würden die Risiken als abwärtsgerichtet eingeschätzt. So wiesen die mechanischen Instrumente für Gegenwartsprognosen (Nowcasting) gegenüber den März-Projektionen für das erste und das zweite Quartal 2024 immer noch niedrigere Werte aus. Dementsprechend gingen von der Wirtschaft im Euroraum bislang keine überzeugenden Signale einer Verbesserung aus. Dies würde eine Stagnation von sechs Quartalen bedeuten. Auch nach Sektoren betrachtet gebe es weder im verarbeitenden Gewerbe noch im Baugewerbe Anzeichen einer Erholung. Die privaten Konsumausgaben, die Investitionen und die Auslandsnachfrage seien im Jahr 2023 insgesamt schwach geblieben.

Indessen wurde auch darauf hingewiesen, dass die seit der letzten Sitzung des EZB-Rats verfügbar gewordenen Daten bestätigt hätten, dass die Wirtschaft im Eurogebiet die Talsohle durchschritten habe. Diese Entwicklung werde von der wieder steigenden Auslandsnachfrage und dem anhaltend robusten Wachstum in den Vereinigten Staaten sowie von zuletzt positiveren Nachrichten aus China gestützt. Die jüngsten EMIs für den Euroraum seien besser als erwartet ausgefallen. Der EMI für den Dienstleistungssektor sei wieder in den expansiven Bereich zurückgekehrt, während jener für das verarbeitende Gewerbe schwach geblieben sei, auch wenn er deutlich oberhalb des Tiefstands des vergangenen Sommers liege. Die Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe wie auch im Dienstleistungssektor seien seit November ebenfalls kontinuierlich angestiegen.

Mit Blick auf die aktuellen gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB äußerten die Ratsmitglieder breite Zustimmung. Es wurde betont, dass das Wachstum in den Projektionen vom März das fünfte Mal in Folge nach unten korrigiert worden sei. Die Projektionen für die Inflationsentwicklung für das Jahr 2024 seien das zweite Mal nach unten revidiert worden, und auch für 2025 sei hier eine Abwärtskorrektur vorgenommen worden. Die gesamtwirtschaftlichen Projektionen stimmten nun für 2024 und 2025 weitgehend mit den Prognosen von Consensus Economics überein.

Dabei wurde auch angemerkt, dass die Projektionen für das Wachstum und die Inflation sowie die Entwicklung der Kreditvergabe einen günstigen Ausblick signalisierten. Demzufolge könnten eine

harte Landung und auch eine Kreditklemme wohl vermieden werden. Die gesamtwirtschaftlichen Projektionen stimmten insgesamt zuversichtlich. Man sei den Aussichten entsprechend auf einem guten Weg, um die Inflation auf den Zielwert zurückzuführen. Es würden immer geringere Korrekturen vorgenommen, weshalb ein größeres Vertrauen in die Basisprojektionen gerechtfertigt sei, auch wenn die Risiken für den Wachstumsausblick zumindest auf kurze Sicht noch immer abwärtsgerichtet seien. Zudem sei es in Echtzeit schwierig, zwischen dem Beitrag konjunktureller und struktureller Faktoren zum Wachstum und zum längerfristigen Potenzialwachstum zu unterscheiden.

Haupttriebfedern der zu erwartenden Erholung seien die steigenden Realeinkommen, höhere Konsumausgaben des Staates, die Verbesserung der Terms of Trade und die weniger restriktiv ausgerichtete Geldpolitik. Es werde damit gerechnet, dass der private Konsum zunehmen werde, sobald sich die realen Einkommen der privaten Haushalte schrittweise erholten. Dies werde auch einer gleichzeitigen Belebung der Unternehmensinvestitionen zugutekommen. Diesbezüglich wäre es wichtig, dass sich die Investitionen in dem Maße erhöhten, wie es für den digitalen und den ökologischen Wandel notwendig sei. Dies würde letztlich auch die Risiken für die mittelfristige Preisstabilität mindern und sich förderlich auf die Geldpolitik auswirken, weil dadurch die Angebotsseite der Wirtschaft robuster werde.

Des Weiteren sei im Projektionszeitraum auch die Finanzpolitik ein wichtiger Faktor für das Wirtschaftswachstum. Dies gelte sowohl für die Konsumausgaben des Staates als auch für die öffentlichen Investitionen, insbesondere jene aus dem Programm „Next Generation EU“ (NGEU). Die Veröffentlichung der endgültigen Angaben zu den öffentlichen Defiziten für das Jahr 2023 in den kommenden Wochen sollte eine klarere Einschätzung des finanzpolitischen Kurses ermöglichen. Mehrere Länder wiesen übermäßig hohe Defizite auf, was im weiteren Zeitverlauf Probleme verursachen könnte. Es wurde jedoch darauf hingewiesen, dass in einigen Staaten die Haushaltsungleichgewichte vor allem von Steuerausfällen, die auf die schwache Wirtschaftsentwicklung zurückzuführen seien, und nicht etwa von Ausgabenüberschreitungen herrührten.

Es wurde erneut bekräftigt, dass die Regierungen die Rücknahme energiebezogener Stützungsmaßnahmen fortsetzen sollten, damit der Disinflationsprozess nachhaltig voranschreiten könne. Finanz- und strukturpolitische Maßnahmen sollten verstärkt werden, um die Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft im Euroraum zu steigern, die Angebotskapazität zu erhöhen sowie die hohen öffentlichen Schuldenquoten allmählich zu verringern. Eine raschere Umsetzung des NGEU-Programms und ein entschlosseneres Vorgehen beim Abbau nationaler Barrieren für eine tiefere und bessere Integration des Bankensektors und der Kapitalmärkte könnten zu höheren Investitionen in den ökologischen und den digitalen Wandel sowie zu einem geringeren Preisdruck auf

mittlere Sicht beitragen. Die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU sollte unverzüglich umgesetzt werden.

In Bezug auf den Arbeitsmarkt wurde allgemein betont, dass ein umfassendes Verständnis der Marktsituation nach wie vor unerlässlich sei, um die Lohn- und Inflationsaussichten beurteilen zu können. Dies gelte nicht nur für die Lohndynamik, sondern auch für die Arbeitsproduktivität. Nach wie vor gäben viele Unternehmen an, dass ihre Produktion durch einen Arbeitskräftemangel beschränkt werde. Der Anteil sei jedoch gesunken, was auf eine geringere Anspannung am Arbeitsmarkt hindeute. Allerdings horteten die Unternehmen weiterhin Arbeitskräfte, was als Zeichen dafür gewertet werden könne, dass sie versuchten, künftige Engpässe zu vermeiden. Eine Arbeitskräftehortung würde es ihnen ermöglichen, eine künftige Wiederbelebung der Nachfrage mit bereits vorhandenen Arbeitskräften zu bewältigen. Dies würde sich positiv auf die Arbeitsproduktivität auswirken.

Darüber hinaus wurde angemerkt, dass die geldpolitische Transmission nach wie vor stark sei. Die jüngsten Abwärtskorrekturen der Wachstumsaussichten schienen zu einem wesentlichen Teil der Tatsache geschuldet, dass sich die Geldpolitik stärker auf das Wachstum auswirke als erwartet. Mit Blick auf die Zukunft wurde angeführt, dass die projizierte Verbesserung der Konjunktur auch darauf beruhe, dass die Leitzinsen so gesenkt würden, wie in den Projektionen auf Basis der Annahmen zu den Marktzinsen unterstellt.

Vor diesem Hintergrund erachteten die Ratsmitglieder die Risiken für das Wirtschaftswachstum als weiterhin abwärtsgerichtet. Das Wachstum könnte geringer ausfallen, wenn die Geldpolitik eine stärkere Wirkung entfalten sollte als erwartet. Auch eine schwächere weltwirtschaftliche Entwicklung oder eine weitere Verlangsamung des Welthandels würden das Wachstum im Euroraum belasten. Zudem gingen von dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und dem tragischen Konflikt im Nahen Osten erhebliche geopolitische Risiken aus. Unternehmen und private Haushalte könnten deshalb womöglich weniger zuversichtlich in die Zukunft blicken, und es könnte zu Störungen des Welthandels kommen. Das Wachstum könnte indes höher ausfallen, wenn die Inflation rascher sinke als erwartet und die Konsumausgaben aufgrund der steigenden Realeinkommen stärker anziehen als gedacht oder wenn die Weltwirtschaft kräftiger wachse als angenommen.

Es wurde darauf hingewiesen, dass zwei Szenarien denkbar seien, wenn Abwärtsrisiken für die Wirtschaftstätigkeit zum Tragen kämen. In einem möglichen Szenario würde eine schwache Nachfrage zu einer Verlangsamung des Gewinn- und Lohnwachstums führen, und die Inflation würde gedämpft. In einem alternativen Abwärtsszenario würde hingegen die projizierte Produktivitätserholung nicht eintreten. Angesichts der anhaltend kräftigen Lohndynamik könnte sich das schwächere Wirtschaftswachstum in höheren Lohnstückkosten niederschlagen. Dies würde den binnenwirtschaftlichen Preisdruck verstärken und den Disinflationsprozess somit bremsen.

Mit Blick auf die Preisentwicklung stimmten die Ratsmitglieder der eingangs von Herrn Lane dargelegten Einschätzung zu und begrüßten den jüngsten Inflationsrückgang, in dem zum Ausdruck komme, dass der Disinflationsprozess rascher voranschreite als erwartet. Dies sei zum Teil auf das Abklingen vergangener Angebotsschocks zurückzuführen. Es sei aber auch ein Zeichen dafür, dass die Geldpolitik funktioniere. Im vergangenen Jahr sei sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflation um mehrere Prozentpunkte gesunken, und sogar im Dienstleistungssektor habe sich die Teuerung in den letzten sechs Monaten abgeschwächt. Die jüngsten von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen deuteten darauf hin, dass die Inflation bereits in der zweiten Jahreshälfte 2024 – und somit erheblich früher als erwartet – zumindest vorübergehend einen Tiefstand nahe dem Zielwert erreichen werde. Angesichts dieser Entwicklung wurde die Ansicht geäußert, dass der Disinflationsprozess gute Fortschritte mache.

Zugleich sei der Disinflationsprozess jedoch nach wie vor holprig und fragil. Für eine zeitnahe und nachhaltige Rückkehr zum Zielwert gemäß den Projektionsannahmen bedürfe es daher weiterhin eines hinreichend restriktiven geldpolitischen Kurses. Die Inflationsdynamik – gemessen als annualisierte Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum – sei bei allen HVPI-Komponenten außer Nahrungsmitteln sprunghaft angestiegen. So gehe auch aus den jüngsten EMIs hervor, dass seit November immer mehr Dienstleistungsunternehmen steigende Verkaufspreise meldeten. Dies berge Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten, vor allem für die Kerninflation. Ein bedeutendes Aufwärtsrisiko betreffe die Energiepreise, die zuletzt deutlich gesunken seien. An den aus Optionen abgeleiteten Verteilungen lasse sich ablesen, dass die Risiken insbesondere bei den Gaspreisen stark aufwärtsgerichtet seien. Man dürfe nicht vergessen, dass sich falsche Annahmen zu den Energiepreisen letztlich auf alle Inflationskomponenten übertragen würden, entweder über die Vorleistungspreise oder indirekt über die Löhne. Die in den jüngsten Projektionen zugrunde gelegten günstigen Inflationsaussichten hingen also entscheidend von den positiven Annahmen für die Energiepreise ab. Darüber hinaus führe das gleichzeitige Auftreten von El Niño und La Niña in Verbindung mit den Auswirkungen der Erderwärmung und des Klimawandels zu Aufwärtsrisiken für die Nahrungsmittelpreise. Es wurde auch angeführt, dass die monatliche Rate der Kerninflation in den letzten Monaten wieder gestiegen sei. Deshalb sei mit Blick auf die Inflationsaussichten nach wie vor Vorsicht geboten.

Die Inflationsrate für Dienstleistungen habe zuletzt bei 3,9 % gelegen und sei somit verglichen mit 4 % im November fast unverändert geblieben. Damit bestätige sich, dass sich die „letzte Etappe“ der Teuerungskämpfung bei dieser Inflationskomponente weiterhin schwierig gestalte. Im Januar seien die Preise diverser Positionen des Dienstleistungskorbs, die im gewichteten Aggregat rund 90 % des gesamten Korbs ausmachten, noch mit einer Jahresänderungsrate von über 2 % gestiegen. Die Trendwende bei der Inflation im Dienstleistungssektor habe erst spät eingesetzt, nämlich im Juli 2023. Der Preisanstieg bei den Dienstleistungen, der sich seit Ausbruch der Pandemie auf 4 Prozentpunkte

belaufen habe, habe sich bislang nur um 1,7 Prozentpunkte abgeschwächt. Angesichts des hohen und steigenden Anteils der Dienstleistungen an der Wertschöpfung im Euroraum habe diese Trägheit der Dienstleistungspreise den gesamten Disinflationsprozess erheblich verzögert. Zugleich könnte die Transmission der Geldpolitik auf die Dienstleistungsinflation schwächer und langsamer ausfallen als im verarbeitenden Gewerbe, da Dienstleistungen tendenziell weniger kapitalintensiv und daher weniger von Veränderungen der Außenfinanzierungsbedingungen betroffen seien. In der Telefonumfrage bei Unternehmen vom Oktober 2023 hätten die befragten Dienstleistungsunternehmen angegeben, dass sich die Finanzierungsbedingungen kaum auf ihre bisherige oder künftige Aktivität auswirkten, was zum Teil auf ihre großen Liquiditätsreserven zurückzuführen sei. Dadurch, dass die Dienstleistungsunternehmen weniger dem globalen Wettbewerbsdruck ausgesetzt seien, sähen sie sich zudem weniger gezwungen, steigende Kosten durch eine Verringerung ihrer Margen zu absorbieren. Insgesamt stehe diese Evidenz im Einklang mit der Vorstellung, dass die Transmission der Geldpolitik auf die Dienstleistungsinflation hauptsächlich indirekt erfolge, und zwar durch den Einfluss der Geldpolitik auf die Inflationserwartungen und die Löhne sowie durch eine allgemeine Dämpfung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Darüber hinaus könnten die Rückverlagerung des Konsums von Waren hin zu Dienstleistungen und die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarkts sogar diesen indirekten Transmissionskanal geschwächt haben. All dies spreche dafür, die Geldpolitik auch weiterhin hinreichend restriktiv zu halten. Zwar seien die Fortschritte bei der Bekämpfung der Inflation in der Tat ermutigend gewesen, doch sei die Teuerungsrate für Februar ein Warnsignal dafür, dass die „letzte Etappe“ wahrscheinlich unsicherer, langsamer und holpriger vonstattengehen werde.

Zugleich wurde daran erinnert, dass der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen seit jeher persistenter gewesen sei. Dieser habe sich zwar in den letzten vier Monaten hartnäckig auf einem hohen Niveau gehalten, doch das sei zu erwarten gewesen und bereits in den Projektionen berücksichtigt. Zudem liege die durchschnittliche Inflation im Dienstleistungssektor aufgrund des schwächeren Produktivitätswachstums traditionell über der Gesamtinflation. Die Jahreswachstumsrate der Dienstleistungsinflation sei im Februar noch zu hoch gewesen, ihre Dynamik weise aber seit April 2023 einen rückläufigen Trend auf. Im Januar 2024 habe sie nahe 2 % gelegen, auch wenn sie im Februar wieder auf 3,1 % gestiegen sei. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass die Teuerung bei den Dienstleistungen von November bis Januar durch die Entwicklungen im Bereich der Transport- und Versicherungsdienstleistungen sowie der Pauschalreisen nach oben getrieben worden sei. Diese Komponenten würden nicht als lohnsensibel eingestuft. Allgemein wurde argumentiert, dass die lohnsensiblen Komponenten seit Juni vergangenen Jahres keinen besonderen Aufwärtsdruck auf die Dienstleistungsinflation ausgeübt hätten. Dienstleistungen hätten sich vor allem deshalb stärker verteuert als Waren, weil sich die Nachfrage im Gefolge der Pandemie von Waren hin zu Dienstleistungen verlagert habe. Dadurch habe die Dienstleistungsinflation später zu steigen

begonnen, später ihren Höchststand erreicht und erst später wieder zu sinken begonnen. Ein weiterer Grund dafür, dass die Teuerung bei den Dienstleistungen höher sei als in normalen Disinflationsphasen, bestehe darin, dass die Löhne langsamer auf den durch die Energiepreise ausgelösten Angebotsschock reagiert hätten. Angesichts der Lücke zwischen dem Niveau der Waren- und der Dienstleistungspreise sei derzeit nicht klar, ob sich die Preise für Dienstleistungen an die Warenpreise annähern würden oder umgekehrt.

Im Hinblick auf die Lohn- und Gewinnentwicklung erinnerten die Ratsmitglieder daran, dass Informationen über die Wechselwirkungen zwischen Löhnen, Gewinnen und Produktivität nach wie vor von entscheidender Bedeutung seien, um Vertrauen in Bezug auf die Inflationsaussichten herzustellen. Bei allen drei Faktoren gebe es noch Fragezeichen. Daher sei weitere Evidenz erforderlich, um schlussfolgern zu können, dass die Inflation eine dauerhafte Wende genommen habe. In den Projektionen vom März 2024 werde mit einem deutlichen Rückgang der Wachstumsrate der Lohnstückkosten gerechnet, die gegenüber den Projektionen vom Dezember 2023 für 2025 und 2026 nach unten korrigiert worden sei. Es gebe jedoch noch keine überzeugenden Belege dafür, dass das nominale Lohnwachstum wie erwartet zurückgehe und die Unternehmen die höheren Lohnstückkosten über ihre Gewinne absorbierten. Die gegenüber den Dezember-Projektionen vorgenommenen Revisionen implizierten, dass die Stückgewinne deutlich höhere Beiträge zur Binneninflation leisteten als erwartet. Der BIP-Deflator habe sich bislang hartnäckig bei über 5 % gehalten. Zwar seien die jüngsten Daten zu den Gewinnen im Jahr 2023 ermutigend, doch müsste im Verlauf des Jahres 2024 eine deutlich stärkere Absorption der höheren Arbeitskosten durch niedrigere Gewinnmargen erfolgen.

Darüber hinaus gingen die Projektionen von einer kontinuierlichen Erholung des Produktivitätswachstums über den Projektionszeitraum hinweg aus. Diese könnte ausbleiben, wenn die beobachtete Verlangsamung des Produktivitätswachstums nicht nur auf konjunkturelle Faktoren wie Arbeitskräftehortung zurückzuführen sei, sondern auch auf Faktoren wie eine veränderte Zusammensetzung der Erwerbsspersonen, einen strukturell höheren Krankenstand oder eine Verlagerung der Beschäftigung in Richtung Dienstleistungssektor, was zu einer dauerhafteren Produktivitätsverlangsamung führen könnte. Allgemeiner betrachtet könnte sich die derzeitige Schwäche im verarbeitenden Gewerbe großenteils als strukturell herausstellen. Dies hätte andere Implikationen für die Inflationsentwicklung, insbesondere da sich frühere Abwärtskorrekturen des Potenzialwachstums als unzureichend erweisen könnten. Zugleich wurde angemerkt, dass die Arbeitsproduktivität im Euroraum prozyklisch sei, sodass eine schwache Produktivitätsentwicklung bei einer gedämpften Konjunktur auch als Zeichen einer übermäßigen geldpolitischen Straffung interpretiert werden könnte.

Aktuelle Informationen zu den Löhnen in vielen Ländern deuteten darauf hin, dass die Lohnentwicklung weiterhin genau beobachtet werden müsse. Daten zum Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer für das vierte Quartal 2023 lägen zwar noch nicht für den gesamten Euroraum vor, für 15 Länder seien aber bereits Daten verfügbar. Diese Informationen deuteten darauf hin, dass sich das Lohnwachstum im vierten Quartal des vergangenen Jahres deutlich verlangsamt habe. Der BIP-Deflator für das vierte Quartal sei bereits für einige Länder veröffentlicht und in den von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen vom März berücksichtigt worden. Das aktuelle Lohnwachstum im ersten Vierteljahr 2024 gemäß dem von Indeed entwickelten, auf Stellenanzeigen basierenden Indikator könne als Vorlaufindikator für die Tarifverdienste angesehen werden. Es lasse darauf schließen, dass sich die Dynamik der Tarifverdienste weiter verlangsamen könnte. Vor allem im Vergleich zum Inflationsausblick in den Projektionen vom September 2023 habe sich aufgrund der nachfolgenden unerwartet niedrigen Inflationszahlen die Notwendigkeit verringert, die Nominallöhne an die vergangene Inflation anzupassen.

Die Frage wurde aufgeworfen, ob die Gewinnmargen auch in der nächsten Zeit noch den Anstieg der Lohnstückkosten auffangen könnten. Andernfalls würden die Unternehmen die höheren Lohnstückkosten möglicherweise zunehmend in Form von Preissteigerungen weitergeben. Im Jahr 2022 sei das Gewinnniveau ungewöhnlich hoch gewesen. Dies ließe darauf schließen, dass ausreichend Spielraum für eine Verringerung der Margen vorhanden sei und die Gewinne wahrscheinlich durch die niedrige Nachfrage beeinträchtigt würden.

Mit Blick auf die längerfristigen Inflationserwartungen nahmen die Ratsmitglieder die von Frau Schnabel und Herrn Lane vorgetragenen Einschätzungen zu den jüngsten Entwicklungen der marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs und der umfragebasierten Indikatoren zur Kenntnis. Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs hätten sich merklich verringert und blieben im Großen und Ganzen bei 2 % verankert.

Zu den Aufwärtsrisiken für die Inflation zählten die erhöhten geopolitischen Spannungen, insbesondere im Nahen Osten. Sie könnten die Energiepreise und Frachtkosten auf kurze Sicht in die Höhe treiben und den Welthandel stören. Zudem könnte die Teuerung höher ausfallen als gedacht, wenn die Löhne stärker stiegen als erwartet oder sich die Gewinnmargen als robuster erwiesen. Die Inflation könnte aber auch niedriger ausfallen als angenommen, sollte die Geldpolitik die Nachfrage stärker als erwartet dämpfen oder sich das wirtschaftliche Umfeld in der übrigen Welt überraschend eintrüben.

In Bezug auf die monetäre und finanzielle Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Herrn Lane und Frau Schnabel in ihren Einleitungen dargelegte Einschätzung. Die Marktzinsen seien seit der vorangegangenen Sitzung des EZB-Rats gestiegen und hätten sich den Analystenschätzungen angenähert. Für 2024 seien nun drei Zinssenkungen weniger eingepreist, und die Wahrscheinlichkeit,



dass es im Juni zu einer ersten Zinssenkung komme, liege bei 85 %. Diese Neubewertung, so wurde angeführt, spiegele die Erkenntnis wider, dass die Disinflation langsamer und unsicherer vonstattengehen werde als zuvor angenommen. Darüber hinaus wurde auch auf die Übertragungseffekte höherer Marktzinsen in den Vereinigten Staaten verwiesen. Die Mitglieder waren weitgehend der Ansicht, dass die Markterwartungen bezüglich der künftigen Zinsentwicklung im Einklang mit den gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten stünden, darunter die in den jüngsten Projektionen enthaltenen Inflationsaussichten und Zinsannahmen.

Die Finanzmärkte hätten weiterhin reibungslos funktioniert, allerdings preisten sie für einige Anlagekategorien möglicherweise ein zu geringes Risiko ein. Die Spreads hochverzinslicher Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum seien auf ihren tiefsten Stand seit 15 Jahren gesunken, könnten sich aber bei steigenden Zahlungsausfällen ausweiten. Auch die Renditeabstände von Staatsanleihen seien weiter rückläufig, könnten infolge fiskalischer Risiken jedoch steigen. Die Aktienmärkte zeigten sich dynamisch, und zwar vor allem in den Vereinigten Staaten. Unterdessen habe sich der Euro-Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar und in nominaler effektiver Rechnung kaum verändert.

Die Mitglieder stimmten darin überein, dass der restriktive geldpolitische Kurs der EZB stark auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte durchgewirkt habe und diese Bedingungen angespannt blieben. Es wurde angemerkt, dass eine geringere Liquiditätsversorgung ebenfalls zur geldpolitischen Straffung beitrage. Die Liquidität verringere sich durch den laufenden und geplanten Abbau von Beständen aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und dem PEPP, aber auch durch die Fälligkeit der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte. Im Dezember und Januar hätten sich die Zinsen für Unternehmenskredite weitgehend stabilisiert, während die Zinsen für Hypothekarkredite gesunken seien. Dies habe zu einer leichten Entspannung der Finanzierungsbedingungen beigetragen. Dennoch lägen die Kreditzinsen nach wie vor auf einem historisch hohen Niveau. Weiterhin werde die starke Transmission der zurückliegenden Zinsanhebungen auch durch die fortgesetzte Neubewertung des ausstehenden Kreditbestands unterstützt. Die Banken sähen sich hohen Refinanzierungskosten gegenüber und verschärften ihre Kreditvergaberichtlinien, wobei sie angesichts des steigenden Bonitätsrisikos der Kreditnehmer zunehmend sicherere Vermögenswerte bevorzugten. Dies wirke sich nicht zuletzt auch negativ auf das Kreditangebot aus. Zudem dürften die risikobereinigten Kosten neuer Kredite aufgrund ihres geringeren Risikogehalts sogar noch steigen.

Es gebe Anzeichen dafür, dass sich das Jahreswachstum der Bankkreditvergabe an Unternehmen auf einem niedrigen Niveau stabilisiere, obwohl um den Jahreswechsel gewisse monatliche Schwankungen bei den Kreditströmen zu beobachten gewesen seien. Unterdessen schwäche sich das Wachstum der Kreditvergabe an private Haushalte in jährlicher Betrachtung weiter ab. Das

jährliche Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 sei verhalten, und die annualisierte Dreimonatsrate gewinne seit Mitte 2023 wieder etwas an Dynamik. Es wurde auch darauf verwiesen, dass sich die Kreditverknappung stärker als erwartet auswirke. Dies gelte vor allem für die Vergabe von Hypothekarkrediten. Darüber hinaus blieben die Aussichten für die Kreditvergabe gemäßigt, was auf die über den Projektionszeitraum hinweg verzeichneten beträchtlichen Auswirkungen der hohen Zinssätze und der strengen Kreditvergaberichtlinien zurückzuführen sei. Hinsichtlich der Annahme, dass beim Kreditwachstum ein Wendepunkt erreicht worden sei, sei Vorsicht geboten. Eine Untersuchung lege den Schluss nahe, dass das Verhältnis von Unternehmenskrediten zum BIP auf einen historischen Tiefstand von unter 35 % sinken könne. Zugleich wurde angemerkt, dass in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen für den Euroraum nicht von einer Kreditklemme ausgegangen werde. Die Kreditdynamik schein überdies nach wie vor auf eine weiche Landung der Wirtschaft hinzudeuten, da es immer mehr Belege dafür gebe, dass das Lohnwachstum einen Tiefstand erreicht habe. Darüber hinaus dürften sinkende Refinanzierungskosten der Banken auch eine leichte Verringerung der Kreditzinsen im Neugeschäft begünstigen. In diesem Zusammenhang wurde angeführt, dass die Stärke der geldpolitischen Transmission in Bezug auf das Volumen der Bankkreditvergabe ihren Höhepunkt bereits erreicht haben könnte.

Einige Mitglieder äußerten Bedenken hinsichtlich sich bildender Finanzstabilitätsrisiken, denn die einkommensschwachen Haushalte zeigten Anzeichen für Finanzstress. Der Anteil an Hypothekeneinhabern, die ihre Zahlungen nur unter großen Schwierigkeiten leisten könnten, näherte sich in schnellem Tempo dem historischen Höchststand. Diese Entwicklung dürfte zudem länger anhalten. Daneben wurden auch die Risiken, denen einige nichtfinanzielle Unternehmen gegenüberstünden, sowie jene im Bereich Gewerbeimmobilien hervorgehoben. Vor diesem Hintergrund hätte die Zahl der notleidenden Bankkredite und der Kredite mit erhöhtem Ausfallrisiko zugenommen, was nichtfinanziellen Unternehmen den Zugang zu Bankkrediten erschweren dürfte. Durch enge Spreads hochverzinslicher Anleihen dürfte die Situation derzeit abgemildert werden. Sollten aber die Spreads aufgrund höherer Ausfallraten steigen, könnte sich der Zugang nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften zu Fremdfinanzierungsmitteln verschlechtern. Zugleich seien die Notierungen von Bankaktien insgesamt weiterhin hoch, sodass sich die Risiken in Bezug auf die Qualität von Vermögenswerten weiterhin in Grenzen halten dürften.

## Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs beurteilten die Ratsmitglieder die seit der letzten geldpolitischen Sitzung verfügbaren Daten im Einklang mit den drei Hauptelementen, die der EZB-Rat 2023 kommuniziert und als wichtig für die Ausgestaltung seiner Reaktionsfunktion bezeichnet hatte. Diese seien a) die Auswirkungen der neu eingegangenen Wirtschafts- und Finanzdaten auf die

Inflationsaussichten, b) die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation und c) die Stärke der geldpolitischen Transmission. Bei allen drei Elementen seien weitere Fortschritte erzielt worden. Dies gebe Anlass zu wachsender Zuversicht, dass die Teuerungsrate wie geplant den Zielwert der EZB zeitnah und nachhaltig erreichen werde. Darüber hinaus bedürfe es jedoch weiterer Daten und Belege, bis der EZB-Rat von dieser Entwicklung hinreichend überzeugt sei.

Zunächst wurden die Inflationsaussichten betrachtet: Hier traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung unter den Ratsmitgliedern. Die Inflation sinke wie weitgehend erwartet weiter in Richtung des Zielwerts von 2 % – ein guter Fortschritt, der als ermutigend angesehen werde. Die Tatsache, dass die Inflation im Februar etwas höher als erwartet ausgefallen sei, ändere nichts an diesem allgemeinen Bild. Allerdings sei die damit verbundene zunehmende Dynamik aller HVPI-Komponenten ohne Nahrungsmittel, gemessen anhand der annualisierten Veränderung der Teuerungsrate gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum, ein Warnsignal. Die Disinflation könnte künftig unsicherer, langsamer und holpriger vonstattengehen. Dennoch sei davon auszugehen, dass die Inflation in den kommenden Monaten ihren Abwärtstrend fortsetzen werde – die kurzfristigen Projektionen seien gegenüber den Projektionen vom Dezember nach unten korrigiert worden – und dass die Teuerung 2024 weiter sinken werde. Für die Zeit nach dem Sommer sei aufgrund von Basiseffekten mit einem holprigen Verlauf und einem Tiefstand zu rechnen. Anschließend sei die Inflation aufgrund sinkender Arbeitskosten und der nachlassenden Effekte im Zusammenhang mit den vergangenen Energiepreisschocks, Angebotsengpässen und dem Wiederhochfahren der Wirtschaft nach der Pandemie auf dem richtigen Weg, um auf den Zielwert von 2 % zurückzugehen. Den jüngsten Euroraum-Projektionen zufolge dürfte die Inflation mittelfristig wieder den Zielwert erreichen – oder sogar leicht darunter liegen – und zwar früher als zuvor erwartet, insbesondere im Vergleich zu den Projektionen vom September 2023.

Die Mitglieder stimmten darin überein, dass die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seit der letzten geldpolitischen Sitzung weiter gesunken seien und dies darauf zurückzuführen sei, dass die indirekten Effekte der niedrigeren Energiepreise nachließen, die Auswirkungen der vergangenen Angebotsschocks schwächer würden und die restriktive Geldpolitik die Nachfrage dämpfe. Auch die Euroraum-Projektionen für die Kerninflation seien nach unten korrigiert worden, sodass nunmehr davon ausgegangen werde, dass sie 2026 auf 2 % sinken werde. Der binnenwirtschaftliche Preisdruck sei jedoch nach wie vor erhöht, was auf eine Kombination aus robustem Lohnwachstum, abnehmender Arbeitsproduktivität und einer hartnäckigen Inflation im Dienstleistungssektor zurückzuführen sei. Es bleibe abzuwarten, ob die Lohnstückkosten wie projiziert sinken würden. Die Projektionen basierten darauf, dass sich das Produktivitätswachstum erholen und es zugleich zu einer Abschwächung des Lohnwachstums kommen werde. Weitere Unsicherheit herrsche dahingehend, inwieweit der Beitrag der Stückgewinne zum BIP-Deflator wie projiziert weiter sinken werde und inwieweit die Unternehmen höhere Arbeitskosten absorbieren würden, anstatt sie

an die Verbraucher weiterzugeben. Ferner wurde angemerkt, dass die im März von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen für die Kerninflation über den gesamten Zeithorizont hinweg am unteren Ende einer Bandbreite anderer Prognosen lägen. Die anhaltende Unsicherheit darüber, wie sich die Verflechtung von Löhnen, Gewinnen und Produktivität auf die Binneninflation auswirken werde, mache deutlich, dass Vorsicht geboten sei und mehr Belege für ein weiteres Absinken der Kerninflation vonnöten seien. Zugleich gebe es Anzeichen dafür, dass beim Lohnwachstum eine Mäßigung eingesetzt habe. Überdies würden Gewinne einen Teil der steigenden Arbeitskosten auffangen, wodurch die entsprechenden inflationären Effekte verringert würden. Darüber hinaus sei davon auszugehen, dass die Inflation bei Dienstleistungen länger andauern und anderen Inflationskomponenten verzögert folgen werde.

Die Ratsmitglieder stimmten allgemein darin überein, dass die geldpolitische Transmission gut funktioniere. Die Stärke der Transmission sei mit weniger Unsicherheit behaftet als zu Zeiten fortgesetzt steigender Zinsen. Die Geldpolitik wirke robust auf die Finanzmärkte, die Finanzierungsbedingungen, die Kreditbedingungen und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durch. Dies habe dazu beigetragen, die Inflation zu senken, habe aber auch das Wachstum belastet, und dies möglicherweise stärker als erwartet und mit messbaren Effekten auf kleine und junge Unternehmen. Allerdings sei ein signifikanter Teil der geldpolitischen Transmission noch nicht abgeschlossen: Die zuvor erfolgte geldpolitische Straffung werde in den kommenden Quartalen weiterhin auf die Refinanzierungsbedingungen der Banken, die allgemeinen Finanzierungsbedingungen, das Kreditvolumen und die Realwirtschaft durchwirken. Zudem wurde angeführt, dass sich die Finanzierungsbedingungen 2024 aufgrund der schrumpfenden Bilanz des Eurosystems etwas verschärfen würden. Gleichwohl lasse der geldpolitische Straffungsimpuls allmählich nach. Es wurde darauf hingewiesen, dass sich die Finanz- und Finanzierungsbedingungen – und damit auch der effektive geldpolitische Kurs – bereits entspannt hätten und sich diese Entwicklung fortsetzen könnte, da die Märkte ihre Zinserwartungen neu bewerteten. Darüber hinaus verlaufe im Fall der Dienstleistungsinflation die Transmission schwächer und langsamer, da Dienstleistungen tendenziell weniger kapitalintensiv und daher weniger stark auf Außenfinanzierungsmittel angewiesen seien.

Insgesamt zeigten sich die Ratsmitglieder zunehmend zuversichtlich, dass die Inflation auf dem richtigen Weg sei, um den Zielwert von 2 % zeitnah und nachhaltig zu erreichen. Allerdings seien nach wie vor Geduld und Vorsicht geboten, und es seien weitere Belege und Daten erforderlich, damit der EZB-Rat mit hinreichender Sicherheit von einer Erfüllung dieser Aufgabe ausgehen könne. Es gebe daher keineswegs Anlass zur Sorglosigkeit, denn der disinflationäre Prozess bleibe fragil und hänge von einer Reihe günstiger Annahmen zu den Löhnen, Gewinnen und der Produktivität ab. Darüber hinaus sei eine reibungslose und nachhaltige Rückkehr der Inflation zu ihrem Zielwert – wie in den Projektionen impliziert – auch davon abhängig, dass der geldpolitische Kurs ausreichend lange

restriktiv genug bleibe. Zugleich herrschte allgemein die Ansicht, dass zwar eindeutig Risiken für die Aussichten bestünden, die Geldpolitik jedoch ihre Wirkung entfalte und der Disinflationsprozess nach wie vor solide und robust sei. Die Risiken, dass das symmetrische Inflationsziel der EZB mittelfristig über- oder unterschritten werde, seien weitgehend ausgeglichen oder glichen sich zunehmend aus.

## Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Alle Ratsmitglieder stimmten dem Vorschlag von Herrn Lane zu, die drei Leitzinssätze der EZB auf ihrem aktuellen Niveau zu belassen. Sie waren sich darin einig, dass es verfrüht wäre, in der aktuellen Sitzung über Zinssenkungen zu beraten. Stattdessen wurde bekräftigt, dass der Disinflationsprozess weiter vorangeschritten sein müsste und zusätzliche Belege gesammelt werden müssten. Erst dann könne der EZB-Rat hinreichend sicher sein, dass die Inflation zeitnah und nachhaltig zu ihrem Zielwert zurückkehren werde. Wie nochmals betont wurde, sei der EZB-Rat auf Grundlage seiner aktuellen Beurteilung der Auffassung, dass sich die EZB-Leitzinsen auf einem Niveau befänden, das – wenn es lange genug aufrechterhalten werde – einen erheblichen Beitrag zu einer zeitnahen Rückkehr der Inflation auf den mittelfristigen Zielwert von 2 % leisten werde. Die zukünftigen Beschlüsse würden dafür sorgen, dass die Leitzinsen so lange wie erforderlich auf einem ausreichend restriktiven Niveau festgelegt würden.

Die Ratsmitglieder betonten die Notwendigkeit, dass sich die Geldpolitik weiterhin nach der Datenlage richte und auch künftig auf den bereits kommunizierten Elementen der Reaktionsfunktion beruhe. Wenngleich es sinnvoll sei, neue Daten und Belege abzuwarten, spreche immer mehr dafür, Zinssenkungen in Betracht zu ziehen. Grundlage für diese Einschätzung seien die jüngsten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB, die weiteren Fortschritte bei den drei vom EZB-Rat im Jahr 2023 festgelegten Kriterien, geringere Projektionsfehler und die Einschätzung, dass die Risiken ausgewogener seien. Hierdurch rücke der Zeitpunkt einer ersten Zinssenkung stärker ins Blickfeld. Des Weiteren wurde daran erinnert, dass Fokus und Mandat der EZB auf Preisstabilität ausgerichtet seien, auch wenn Übertragungseffekte aus anderen bedeutenden politischen Domänen natürlich berücksichtigt würden.

Es wurde hervorgehoben, dass dem EZB-Rat in der Juni-Sitzung neben den neuen Projektionen deutlich mehr Daten und Informationen, insbesondere zur Lohnentwicklung, zur Verfügung stehen würden. Dagegen seien die neuen Informationen, die rechtzeitig zur Sitzung im April vorlägen, erheblich begrenzter. Dies erschwere es, bereits dann mit hinreichender Sicherheit davon auszugehen, dass der Disinflationsprozess nachhaltig sei. Aufgrund der unsicheren Aussichten für das Lohnwachstum, das Produktivitätswachstum und die Gewinnmargen blieben Fragen zur Nachhaltigkeit des Disinflationsprozesses offen – insbesondere was den Preisauftrieb bei Dienstleistungen und die inländische Teuerung betreffe. Um zuversichtlicher sein zu können, dass die

Inflation nachhaltig zum Zielwert der EZB zurückkehre, müssten neue Daten bestätigen, dass wichtige Annahmen und Prognosen zu diesen Indikatoren in den Euroraum-Projektionen vom März tatsächlich zuträfen.

Die Ratsmitglieder stimmten dem Vorschlag von Herrn Lane zu, bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im PEPP-Portfolio weiterhin flexibel zu agieren (gemäß dem eingangs von Frau Schnabel vorgestellten Vorschlag des Direktoriums).

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen fasste der EZB-Rat auf Vorschlag der Präsidentin die in der Pressemitteilung zu den geldpolitischen Beschlüssen dargelegten Beschlüsse. Im Anschluss finalisierten die Ratsmitglieder die Erklärung zur Geldpolitik, die die Präsidentin und der Vizepräsident wie üblich in einer Pressekonferenz nach der EZB-Ratssitzung vortrugen.

#### **Erklärung zur Geldpolitik**

[Erklärung zur Geldpolitik vom 7. März 2024](#)

#### **Pressemitteilung**

[Geldpolitische Beschlüsse vom 7. März 2024](#)

### **Sitzung des EZB-Rats, 6.-7. März 2024**

#### **Mitglieder**

- Frau Lagarde, Präsidentin
- Herr de Guindos, Vizepräsident
- Herr Centeno
- Herr Cipollone
- Herr Elderson
- Herr Hernández de Cos\*
- Herr Herodotou
- Herr Holzmann
- Herr Kazāks
- Herr Kažimír\*
- Herr Knot
- Herr Lane

- Herr Makhlouf
- Herr Müller
- Herr Nagel
- Herr Panetta
- Herr Reinesch
- Herr Rehn\*
- Frau Schnabel
- Herr Scicluna
- Herr Šimkus
- Herr Stournaras
- Herr Vasle\*
- Herr Villeroy de Galhau
- Herr Vujčić
- Herr Wunsch\*

\* Mitglieder, die im März 2024 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

### **Sonstige Anwesende**

- Frau Senkovic, Sekretärin, Generaldirektorin Sekretariat
- Herr Rostagno, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Geldpolitik
- Herr Winkler, Stellvertretender Sekretär für Geldpolitik, Senior Adviser, GD Volkswirtschaft

### **Begleitpersonen**

- Frau Bénassy-Quéré
- Herr Dabušinskas
- Herr Demarco
- Herr Gavilán
- Herr Haber
- Herr Horváth
- Herr Kaasik

- Herr Koukoularides
- Herr Lünnemann
- Herr Madouros
- Frau Mauderer
- Herr Nicoletti Altimari
- Herr Novo
- Herr Sleijpen
- Herr Šošić
- Herr Tavlas
- Herr Välimäki
- Herr Vanackere
- Frau Žumer Šujica

#### **Sonstige Beschäftigte der EZB**

- Herr Proissl, Generaldirektor Kommunikation
- Herr Straub, Berater der Präsidentin
- Frau Rahmouni-Rousseau, Generaldirektorin Finanzmarktoperationen
- Herr Arce, Generaldirektor Volkswirtschaft
- Herr Sousa, Stellvertretender Generaldirektor Volkswirtschaft

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für den 10. Mai 2024 vorgesehen.

#### **Europäische Zentralbank**

Generaldirektion Kommunikation

Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland

Tel.: +49 69 1344 7455, E-Mail: [media@ecb.europa.eu](mailto:media@ecb.europa.eu)

Internet: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

*Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.*