

Sitzung am 5.-6. Juni 2024

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 5.-6. Juni 2024, in Frankfurt am Main

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

Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel stellte fest, dass seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 10.-11. April 2024 in großen Industrieländern eine Annäherung des Narrativs an den Finanzmärkten stattgefunden habe. Dieses gehe nun von einem graduelleren Lockerungszyklus aus sowie davon, dass die Zinssätze noch für längere Zeit hoch bleiben würden, da sich die letzte Etappe der Inflationsbekämpfung länger hinziehe. Getrieben werde die Entwicklung an den Finanzmärkten vor allem von einer erstarkten Wirtschaft im Euroraum, einer sich andeutenden Abkühlung der US-Wirtschaft und der hohen Risikoneigung der Anleger.

Die gesamtwirtschaftlichen Daten im Euroraum seien in den vergangenen vier Monaten erneut besser ausgefallen als angenommen, wodurch sich die Einschätzung der Anleger bestätige, dass die wirtschaftliche Erholung erwartungsgemäß verlaufe. Im Gegensatz dazu seien in den Vereinigten Staaten – entgegen den Annahmen – weniger günstige gesamtwirtschaftliche Daten veröffentlicht worden. Die Bedenken der Anleger, dass sich das Federal Reserve System zu einer Wiederanhebung der Leitzinsen veranlasst sehen könne, seien dadurch verringert worden, dass es erste Anzeichen für eine Abkühlung des US-Arbeitsmarkts und eine den Erwartungen entsprechende Inflationsentwicklung gebe.

Was die Auswirkungen der aktuellen Daten auf die Erwartungen zur Geldpolitik der EZB anbelange, so lasse sich feststellen, dass sich der erwartete Zeitpunkt der ersten Leitzinssenkung nicht geändert habe. Die Märkte und die Umfrageteilnehmer seien fast sicher, dass im Juni ein erster Zinsschritt in Höhe von 25 Basispunkten erfolgen werde. Die Terminkurve des Overnight-Index-Swaps (OIS) habe sich jedoch über Juni hinaus leicht erhöht. Die Kurve preise kumuliert eine rund 20 Basispunkte niedrigere Zinssenkung bis Ende 2024 ein, als dies vor der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-

Rats im April der Fall gewesen sei. Der sich aus der Juni-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) ergebende Median der Befragten zeige, dass bis Ende 2024 mit drei Leitzinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte gerechnet werde. Dieser Wert übersteige die in der Preisgestaltung am Markt enthaltenen Zinssenkungen. Allerdings seien die Befragten vor der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats von einer weiteren, vierten Zinssenkung ausgegangen.

Da die Teuerung in den USA seit der Kehrtwende der Federal Reserve vom Dezember 2023 wiederholt unerwartet hoch ausgefallen sei, habe sich auch die Preissetzung am dortigen Markt schrittweise verschoben, sodass nun für 2024 weniger und spätere Zinssenkungen erwartet würden. Zuletzt hätten verhaltenere Wirtschaftsdaten aus den Vereinigten Staaten sowie Inflationsergebnisse, die weitgehend den Erwartungen entsprächen, die Marktteilnehmer dazu veranlasst, abermals einen etwas steileren Lockerungszyklus einzupreisen.

Demzufolge habe sich das Narrativ einer unterschiedlichen Ausrichtung der Geldpolitik diesseits und jenseits des Atlantiks bislang nicht sonderlich ausgewirkt. Bis Ende 2024 würden leicht divergierende Leitzinsschritte erwartet, da die EZB den Annahmen zufolge ihren Lockerungszyklus früher als die Federal Reserve beginnen werde. Allerdings werde davon ausgegangen, dass diese Divergenzen bis Ende 2025 verschwinden würden. Die Geldpolitik dürfte also weiterhin relativ synchron verlaufen, und die Märkte antizipierten für beide Wirtschaftsräume einen gradueller und vorsichtig verlaufenden Lockerungszyklus. Dennoch bleibe die mit diesem graduellen Lockerungszyklus verbundene Unsicherheit auf beiden Seiten des Atlantiks hoch.

Die Markterwartungen eines graduelleren Lockerungszyklus und die erhöhte Unsicherheit im Hinblick auf den Zinspfad beruhten auf der Annahme, dass der Disinflationprozess länger andauern und holpriger verlaufen werde. Anfang 2024 hätten die Anleger noch mit einer raschen und kontinuierlichen Disinflation gerechnet. Zu diesem Zeitpunkt hätten die Märkte eine Rückkehr der Gesamtinflation im Euroraum (ohne Tabakwaren) bis Juni 2024 zum Zielwert von 2 % und deren anschließendes Verweilen in der Nähe dieses Niveaus eingepreist. Seither planten die Märkte Schritt für Schritt ein holprigeres Inflationsprofil ein. Zwar gingen die Anleger nach wie vor davon aus, dass die Teuerung bis Juni 2025 bei nahe 2 % liegen werde, sie rechneten aber bis mindestens Ende 2024 mit einer zwischen 2,3 % und 2,5 % schwankenden Inflationsrate. Zugleich habe sich auch das mittel- und längerfristige Inflationsprofil nach oben bewegt. Dies lege den Schluss nahe, dass die Anleger kein Szenario erwarteten, bei dem die Inflation auf ein Niveau unter dem Zielwert zurückkehre, wie es während der „low-for-long“-Phase beobachtet worden sei.

Die sich wieder annähernden Leitzinserwartungen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten schlugen sich auch in den längerfristigen risikofreien Zinssätzen nieder. Seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats habe sich der Renditeabstand nominaler Anleihen zwischen den USA und dem Eurogebiet gegenüber seinem Höchststand vom April verringert. Schwankungen

der Renditedifferenzen zwischen den beiden Wirtschaftsräumen spiegelten sich im Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar wider. In jüngster Zeit habe der Euro gegenüber dem US-Dollar wieder etwas Boden gutmachen können.

Die Finanzierungsbedingungen im Euroraum seien in den vergangenen Wochen uneinheitlich gewesen, nicht zuletzt wegen des Einflusses der Preise für Risikovermögenswerte. Nachdem die Aktienmärkte Mitte April 2024 mit der Verschiebung der US-Leitzinssenkungen eine Abwärtskorrektur erfahren hatten, hätten sie sich in den meisten großen Volkswirtschaften wieder erholt und im Euroraum und in den Vereinigten Staaten vorübergehend sogar neue Rekordhochs erreicht.

Durch die Kombination aus der positiven Risikostimmung weltweit und der wieder anziehenden binnenwirtschaftlichen Wachstumsdynamik sei es weiterhin gelungen, die Spreads von Staatsanleihen zu begrenzen. Zugleich verlaufe die Marktabsorption an den Staatsanleihemärkten des Euroraums dank günstiger Liquiditätsbedingungen weiterhin reibungslos. Eingedenk der Tatsache, dass sich die Nettoemissionen von Staatsanleihen der Euro-Länder 2024 weiter erhöht habe, sei die reibungslose Absorption über den Markt noch bemerkenswerter. Zusammen mit dem verringerten Engagement des Eurosystems habe dies im Jahr 2024 zu einem Nettoangebot auf Rekordniveau geführt.

Die hohe Risikoneigung der Anleger habe die niedrigen Renditeabstände von Unternehmensanleihen begünstigt. Seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom April hätten sich die Abstände für hochverzinsliche Anleihen dadurch weiter verringert. Aus diesem Grund sei das Risiko für Preiskorrekturen vor allem im Hochzinssegment nach wie vor erhöht. Insgesamt deute die Konfiguration der Vermögenspreise an den Aktienmärkten und im Staatsanleihe- und Unternehmensanleihebereich auf überhöhte Marktbewertungen in risikoreicheren Marktsegmenten hin sowie auf die Gefahr von Preiskorrekturen, sollte die im historischen Vergleich hohe Risikostimmung kippen.

Die Preisgestaltung an den Märkten für risikobehaftete Vermögenswerte werde weiterhin durch die nach wie vor hohe Verfügbarkeit von Zentralbankliquidität gestützt. Die Überschussliquidität im Euroraum sei weiter gesunken und liege 33 % bzw. 1,6 Billionen € unter ihrem höchsten Wert (4,7 Billionen €) vom November 2022. Es gebe kaum Anzeichen dafür, dass sich der Abstand zwischen der Euro Short-Term Rate (€STR) und dem Einlagesatz einengen werde.

Mit -9,3 Basispunkten liege er weiterhin in der Nähe der im vergangenen Jahr beobachteten Stände.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euroraum

Mit Blick zunächst auf die Weltwirtschaft betonte Herr Lane, dass sich der Normalisierungsprozess nach der Pandemie auch 2023 fortgesetzt habe. Die starke Entwicklung des globalen Wachstums sei in hohem Maße auf die Angebotsseite zurückzuführen, während sich die Ausfuhren der Wettbewerber des Euroraums verbilligt hätten. Für die derzeit im Euroraum beobachtete niedrige Inflationsrate bei Waren sei zum Teil der entsprechende statistische Überhang verantwortlich. Was die Perspektiven anbelange, so seien diese für die Weltwirtschaft bis April vor allem aufgrund der „soften“ Daten günstig, für den Welthandel im zweiten Quartal hingegen uneinheitlich.

Mit Blick auf die Zukunft würden die von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2024 auf einem stabilen außenwirtschaftlichen Umfeld beruhen. Deshalb werde erwartet, dass sich das jährliche Wachstum des weltweiten BIP (ohne Eurogebiet) 2024 auf 3,3 % und 2025 auf 3,8 % belaufen werde. Das Wachstum der Auslandsnachfrage im Euroraum dürfte sich im laufenden Jahr erholen und auf 2,1 % nach 0,8 % im Vorjahr steigen. Anschließend werde es erwartungsgemäß mit einer Rate von rund 3 % zunehmen. Seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats sei der Euro sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch in nominaler effektiver Rechnung weitgehend stabil geblieben. Trotz der Aufwertung des Euro seit Jahresbeginn in handelsgewichteter Rechnung sei der EUR/USD-Wechselkurs auch auf längere Sicht im Großen und Ganzen stabil geblieben. Die Ölpreise hätten im vergangenen Jahr beträchtlich geschwankt und seien seit der April-Ratssitzung um 16 % auf 78 USD je Barrel zurückgegangen. Mit Blick auf die Zukunft dürften diese Preise auch aufgrund geopolitischer Risiken volatil bleiben. Die Gaspreise hätten sich indes gegenläufig entwickelt: Seit der letzten EZB-Ratssitzung seien die europäischen Gaspreise um 32 % auf 36 € je Megawatt gestiegen, und das bei zugleich weiterhin gedämpfter Nachfrage und gut gefüllten Gasspeichern.

Was den Euroraum anbelange, so hätte die Gesamtinflation der Schnellschätzung zufolge im Mai 2,6 % betragen und sei damit 0,2 Prozentpunkte höher als im April. Der Preisauftrieb bei Energie habe sich – vor allem aufgrund aufwärtsgerichteter Basiseffekte – von -0,6 % im April auf 0,3 % erhöht. Dagegen sei die Inflation bei Nahrungsmitteln von 2,8 % im April auf 2,6 % im Mai gesunken. Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (Kerninflation) sei von 2,7 % im April auf 2,9 % im Mai gestiegen. Der Rückgang des Preisauftriebs bei Waren um 0,1 Prozentpunkte auf 0,8 % sei durch einen neuerlichen Anstieg der Teuerungsrate für Dienstleistungen kompensiert worden. Letztere habe im Mai bei 4,1 % gelegen und sei damit gegenüber April, als sie sich erstmals seit fünf Monaten verlangsamt habe (auf 3,7 %), gestiegen.

Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation hätten sich weiter abgeschwächt, was den abklingenden Einfluss zurückliegender großer Angebotsschocks und einer schwachen Nachfrage

widerspiegele. Sie bewegten sich in Richtung von 2 %. Zugleich seien einige Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation weiterhin relativ hoch, was darauf zurückzuführen sei, dass die vergangenen Inflationsschocks nur zögerlich abklängen, die Arbeitskosten weiterhin kräftig stiegen und/oder einige Dienstleistungspositionen einmalig neu bepreist worden seien.

Aufgrund der fortdauernden Anpassung an den zurückliegenden Inflationsschub sei das Lohnwachstum nach wie vor erhöht. Die Steigerungsrate der Tarifverdienste liege im ersten Quartal 2024 bei 4,7 % und damit 0,2 Prozentpunkte über dem Wert vom Schlussquartal 2023. Das im ersten Quartal kräftigere Wachstum beinhalte sehr umfangreiche Einmalzahlungen im öffentlichen Sektor der größten Volkswirtschaft des Eurogebiets. Ganz allgemein würden einige mehrjährige Lohnabschlüsse in diesem Land vorsehen, dass für 2024 hohe Lohnsteigerungen gezahlt würden, um die fehlenden vorherigen Anpassungen an den Inflationsschub auszugleichen, während für 2025 wesentlich geringere Steigerungen anstünden.

Die zukunftsorientierten Indikatoren für die Lohnentwicklung deuteten darauf hin, dass diese 2024 weiterhin kräftig verlaufen, sich 2025 jedoch verlangsamen werde. Für das aktuelle Jahr seien zahlreiche Tarifverhandlungen bereits abgeschlossen. Der von Indeed veröffentlichte Lohnindikator sei im April auf 3,4 % gesunken. Auch die Teilnehmenden an der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey – CTS) vom April rechneten für 2024 mit einem Anstieg der Löhne um 4,3 % nach 5,4 % im Jahr 2023. Aus diesem Grund dürfte das Lohnwachstum die Inflation 2024 weiter befeuern, auch wenn der Nettoeffekt des Arbeitskostenanstiegs auf die Preise durch einen niedrigeren Gewinnbeitrag abgefedert werde.

Der BIP-Deflator werde den Erwartungen zufolge im ersten Quartal 2024 weiterhin hoch sein, sich gegenüber dem Schlussquartal 2023 (als er bei 5,3 % lag) jedoch deutlich verringern. Der inländische Preisdruck werde sich daher weiter abschwächen und den Projektionen zufolge noch verlangsamen. Dies ergebe sich aus der anhaltenden Gewinnkomprimierung und einem weiteren Rückgang der Lohnstückkosten, der mit dem Ausmaß der prozyklischen Verbesserung der Produktivität verknüpft sei.

Laut den Projektionen werde die Inflation in den kommenden Monaten um das aktuelle Niveau herum schwanken. Geprägt werde das Profil der Gesamtinflation 2024 von der Rücknahme der finanzpolitischen Maßnahmen und von aufwärtsgerichteten Basiseffekten bei Energie. Die Gesamtinflation werde den Erwartungen zufolge im zweiten Halbjahr 2025 in Richtung des Zielwerts sinken. Verantwortlich hierfür seien ein gegenüber 2024 schwächeres Wachstum der Arbeitskosten im Jahr 2025, das verzögerte Durchwirken der zurückliegenden geldpolitischen Straffung auf die Verbraucherpreise sowie der nachlassende Einfluss der Energiekrise und der Pandemie auf die Preis- und Lohnentwicklung. Die Fachleute des Eurosystems gingen in ihren Projektionen vom Juni davon aus, dass sich die Inflation 2024 auf 2,5 %, 2025 auf 2,2 % und 2026 auf 1,9 % belaufen werde.

Gegenüber den Projektionen der EZB vom März sei die Gesamtinflation sowohl für 2024 als auch für 2025 um jeweils 0,2 Prozentpunkte nach oben revidiert und für 2026 unverändert belassen worden.

Die durchschnittliche Kerninflationsrate werde sich den Projektionen der Fachleute zufolge 2024 auf 2,8 %, 2025 auf 2,2 % und 2026 auf 2,0 % belaufen. Damit seien die Erwartungen für 2024 um 0,2 Prozentpunkte und für 2025 um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert worden, während jene für 2026 unverändert seien.

Ein zentrales Element dieser Projektion sei die allmähliche Verlangsamung des nominalen Lohnwachstums auf der Basis zunächst noch erhöhter Werte. Der durch den Inflationsausgleich bedingte Aufwärtsdruck vor dem Hintergrund einer angespannten Lage am Arbeitsmarkt werde in der kommenden Zeit nachlassen. Eine Erholung des Produktivitätswachstums werde wohl dazu beitragen, dass der Arbeitskostendruck weiter sinke. Darüber hinaus dürfte sich das Gewinnwachstum abschwächen und zum Teil die Überwälzung der Arbeitskosten auf die Preise abfedern.

Die Messgrößen der kürzerfristigen Inflationserwartungen seien gegenüber dem Vorjahr gesunken. Die längerfristigen Inflationserwartungen seien hingegen weitgehend stabil geblieben und lägen mehrheitlich bei rund 2 %.

Zwar seien die Projektionen der Fachleute mit einer gewissen Unsicherheit behaftet, doch sei es aufschlussreich, die Projektionen für das vierte Quartal eines jeden Jahres miteinander zu vergleichen, da das Schlussquartal weniger stark von Überhangeffekten geprägt sei. Nach dem im September 2023 projizierten Ausblick werde auch in den Projektionen vom Dezember 2023, März und Juni 2024 eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum Zielwert erwartet. Die für das Jahresende 2025 erwartete Inflationsrate habe sich in den letzten vier Projektionen als bemerkenswert stabil erwiesen. Darüber hinaus hätten sich die Inflationaussichten für 2026 in den letzten beiden Projektionen bestätigt.

Nachdem die Wirtschaftsaktivität im Euroraum fünf Quartale lang stagniert habe, sei das BIP im ersten Quartal 2024 um 0,3 % gewachsen. Vorläufige Aggregate der bis dato verfügbaren nationalen BIP-Angaben zeigten, dass das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal vor allem von der Nettoausfuhr getragen worden und die Rolle der Binnennachfrage recht begrenzt gewesen sei. Die aktuellen Daten ließen für die kurze Frist darauf schließen, dass das Wachstum anhalten werde. Die Hauptantriebsfedern seien ein höheres Wachstum der Konsumausgaben vor dem Hintergrund steigender real verfügbarer Einkommen und eines zunehmenden Vertrauens. Mittelfristig ließen die negativen Auswirkungen der vorangegangenen geldpolitischen Straffung allmählich nach. Das Wachstum werde auch durch einen widerstandsfähigen Arbeitsmarkt begünstigt; die Arbeitslosenquote gehe ausgehend von ihren historisch niedrigen Ständen weiter zurück.

Der Dienstleistungssektor weise unter anderem aufgrund des Beitrags des Gastgewerbes ein solides Wachstumstempo auf. Die Konjunktur im verarbeitenden Gewerbe habe sich im Mai der Umfrage zum Einkaufsmanagerindex (EMI) zufolge ebenfalls deutlich belebt, befinde sich aber weiterhin im kontraktiven Bereich.

Die Verbraucherumfragen signalisierten eine starke Dynamik bei kontaktintensiven Dienstleistungen. Im Bereich der Einzelhandelswaren und Gebrauchsgüter (z. B. Kraftfahrzeuge) lägen die Umfrageergebnisse deutlich unter dem Normalniveau. Das Verbrauchervertrauen habe sich im Laufe des Jahres 2023 mit der Verbesserung der Terms of Trade eindeutig erholt, doch seit mehreren Monaten verlaufe die Entwicklung recht flach. Die Verbraucherunsicherheit habe zwar abgenommen, sei aber immer noch relativ hoch. Die Wohnungsbauinvestitionen seien im ersten Quartal gestiegen; begünstigend hätten sich hier temporäre Faktoren in der größten Volkswirtschaft des Euroraums, wie z. B. das milde Wetter, ausgewirkt. Die Unternehmensinvestitionen würden laut Projektionen im Jahresverlauf zunehmen.

Im überwiegenden Teil des Jahres 2023 sei die weltweite Einfuhr stärker gewachsen als die Ausfuhr des Euroraums, sodass sich deren Marktanteil verringert habe. Seit Jahresbeginn 2024 hätten die Exporte des Eurogebiets rascher zugenommen als die weltweiten Importe; zudem wüchsen letztere nunmehr verlangsamt. Zukunftsgerichtete EMIs deuteten nach wie vor auf eine verhaltene Exportentwicklung hin. Für den Tourismussektor werde indes eine Belebung erwartet, die freilich hinter der Entwicklung der beiden Vorjahre zurückbleibe.

Die Arbeitslosenquote sei im April leicht auf 6,4 % und damit den niedrigsten Stand seit der Einführung des Euro zurückgegangen. Die Beschäftigung habe im ersten Quartal im Einklang mit der Wirtschaftsaktivität zugenommen; für das zweite Quartal werde ein moderater Anstieg erwartet. Einige Indikatoren deuteten auf eine geringfügige Entspannung der Arbeitsmarktlage hin. Die Vakanzquote sei im ersten Quartal 2024 um 0,1 Prozentpunkte auf 2,8 % gesunken. Mit diesem immer noch hohen Stand habe sich die Quote gegenüber ihrem Höchstwert im zweiten Quartal 2022 dennoch schrittweise weiter verringert. Die Stellenausschreibungen bei Indeed ließen darauf schließen, dass dieser Trend im zweiten Quartal anhalte.

Die finanzpolitische Entwicklung deute darauf hin, dass sich der Finanzierungssaldo auf Euroraumebene in den nächsten Jahren verbessern werde. Die aktive Haushaltskonsolidierung falle 2024 leichter als in den von Einsparungen geprägten Jahren, denn ein Großteil hänge mit der Beendigung staatlicher Subventionen zusammen. Diese sei deutlich weniger einschneidend als Lohnkürzungen oder ein Beschäftigungsabbau. Die fiskalischen Multiplikatoren seien ebenfalls niedriger. Was die Entwicklung anbelange, seien die Haushaltspläne im Vergleich zu den Projektionen vom März nur in begrenztem Umfang revidiert worden.

Die Konjunkturerholung werde sich in den kommenden Quartalen wohl verstärken. Die Fachleute erwarteten in ihren jüngsten Projektionen ein Wirtschaftswachstum von 0,9 % im Jahr 2024, 1,4 % im Jahr 2025 und 1,6 % im Jahr 2026. Gegenüber den Projektionen vom März 2024 sei der Ausblick für das BIP-Wachstum 2024 um 0,3 Prozentpunkte nach oben revidiert worden. Gründe hierfür seien die unerwartet positiven Entwicklungen zu Jahresbeginn und die verbesserten zukunftsbezogenen Daten. Für 2025 habe sich eine geringfügige Abwärtsrevision um 0,1 Prozentpunkte ergeben, während die Erwartung für 2026 unverändert sei.

Seit der letzten geldpolitischen Sitzung seien die risikofreien Zinssätze für die meisten Laufzeiten gestiegen. Vor dem Hintergrund höher als erwartet ausgefallener Inflationszahlen und der Konjunkturbelebung habe der Markt höhere reale Zinssätze eingepreist. Die Finanzierungskosten hätten sich auf einem restriktiven Niveau stabilisiert, da die bisherigen Leitzinserhöhungen nun im Finanzsystem zum Tragen kämen. Die durchschnittlichen Zinssätze für neue Unternehmens- und Hypothekarkredite hätten im April unverändert bei 5,2 % bzw. 3,8 % gelegen. Die Kreditentwicklung sei weiterhin gedämpft. Die Jahreswachstumsrate der Bankkreditvergabe an Unternehmen habe im April bei 0,3 % und damit leicht unter jener des Vormonats gelegen. Bei Krediten an private Haushalte habe sie unverändert 0,2 % betragen. Das jährliche Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 habe sich von 0,9 % im März auf 1,3 % im April erhöht, da der steigende Leistungsbilanzüberschuss des Eurogebiets und die Nachfrage Gebietsfremder nach auf Euro lautenden Wertpapieren zu ausländischen Mittelzuflüssen in den Euroraum geführt hätten.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Insgesamt untermauere die aktualisierte Beurteilung der Inflationsaussichten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission (die drei Elemente der „Reaktionsfunktion“ der EZB) die gestiegene Zuversicht, dass sich die Inflation zeitnah und nachhaltig dem Zielwert annähere. Der Projektion der Fachleute zufolge werde die Teuerung im Schnitt von 5,4 % im Jahr 2023 auf 2,5 % im laufenden Jahr und in der zweiten Jahreshälfte 2025 weiter in Richtung des Zielwerts zurückgehen. Aufgrund der gestiegenen Preise für Energie und Rohstoffe ohne Energie sowie des kürzlich unerwartet hoch ausgefallenen Preisauftriebs bei Dienstleistungen beinhalteten die aktualisierten Projektionen eine etwas langsamer verlaufende Disinflation. Zugleich deuteten die aktuellen Daten auf eine lediglich moderate Konjunkturerholung hin (diese wiederum signalisiere, dass die Risiken eines nachfrageinduzierten Inflationsdrucks begrenzt seien).

Eine granulare Analyse der wichtigsten Bestimmungsfaktoren von Binneninflation, Inflation im Dienstleistungssektor und Lohnwachstum ergebe Hinweise darauf, dass hier 2025 jeweils eine deutliche Verlangsamung gegenüber 2024 zu erwarten sei. Die für das erste Quartal 2024 bereits teilweise vorliegenden Daten zeigten ebenfalls, dass der Rückgang der Stückgewinne zur Abfederung

des Lohnwachstums beitrage. Hierauf gründe sich ein höheres Vertrauen in die Annahme, dass die Gewinne eine wichtige Pufferrolle spielen würden. Mit der Zeit werde die Disinflation durch den restriktiven Kurs der Geldpolitik und die nachlassenden Effekte der vorangegangenen Inflation auf den fortdauernden Preisdruck unterstützt. Zugleich werde der gegenläufige Effekt der Beendigung finanzpolitischer Stützungsmaßnahmen aus der Datenreihe herausfallen.

Gegenüber dem Beginn der Periode unveränderter Leitzinsen im September 2023, als die EZB die Leitzinsen auf ihren derzeitigen Stand angehoben habe, sei die projizierte zeitnahe Rückkehr der Inflation zum Zielwert in den Projektionen vom Dezember 2023 sowie März und Juni 2024 erneut bestätigt worden. Beispielsweise sei die für das Jahresende 2025 projizierte Teuerungsrate in den letzten vier Projektionen bemerkenswert stabil geblieben. So habe sich die in den Projektionen vom September 2023 bis zum Juni 2024 für das vierte Quartal 2025 projizierte jährliche HVPI-Inflationsrate innerhalb eines sehr engen Intervalls von 1,9 % bis 2,0 % bewegt. Die Inflationsaussichten für 2026 seien in den letzten beiden Projektionen bestätigt worden. Darüber hinaus verlaufe die Disinflation insgesamt rascher als erwartet. Im genannten Zeitraum sei die Inflationsrate um 2,6 Prozentpunkte gesunken. Zu Beginn der Periode unveränderter Leitzinsen hätten die Fachleute für 2023 und 2024 durchschnittliche Inflationsraten von 5,6 % bzw. 3,2 % projiziert. Tatsächlich aber habe sich die Teuerung 2023 auf durchschnittlich 5,4 % belaufen, und die Rate für 2024 sei in den jüngsten Projektionen auf 2,5 % nach unten revidiert worden. Die zugrunde liegenden Inflationsindikatoren hätten sich gegenüber dem Beginn der Periode unveränderter Leitzinsen ebenfalls erheblich verbessert und gingen mehrheitlich in Richtung des 2 %-Zielwerts zurück. Die verbesserte Inflationsentwicklung habe das Risiko verringert, welches eine zu lange auf einem zu hohen Niveau liegende Teuerung für die Stabilität der Inflationserwartungen berge, da sie sich unter anderem auf künftige Lohnabschlüsse auswirke. Die Messgrößen der kürzerfristigen Inflationserwartungen seien in den letzten Monaten gesunken, während jene der längerfristigen Inflationserwartungen weitgehend stabil geblieben seien und mehrheitlich bei rund 2 % lägen.

Unterdessen bleibe die Transmission als Bestandteil der Reaktionsfunktion stark. Die Hypothekenzinsen lägen messbar unter ihrem Höchststand vom Herbst, aber die Messgrößen der Finanzierbarkeit von Hypothekarkrediten wiesen noch auf restriktive Bedingungen hin. Die nominalen Zinssätze für Unternehmenskredite hätten sich seitwärts entwickelt (in realer Rechnung mithin aufwärts), was die Nachfrage nach Außenfinanzierungsmitteln dämpfe. Die Wirtschaftsaktivität erhole sich. Allerdings treffe dies weniger auf die Nachfragesegmente zu, die wie das Baugewerbe – von temporären Faktoren abgesehen – oder die Unternehmensinvestitionen ohne Bauten am stärksten auf Zinsänderungen reagierten. Insgesamt signalisierten die aktuellen Daten zu den Finanzierungsbedingungen, dass der geldpolitische Kurs weiterhin restriktiv sei. Dies trage dazu bei, den Disinflationsprozess aufrechtzuerhalten. So hätten sich die realen Zinssätze für Kredite an

Unternehmen und private Haushalte im Vergleich zum Beginn der Periode unveränderter Leitzinsen merklich erhöht.

Ein Zinsbeschluss müsse sich in den vielfältigsten Szenarien als robust erweisen. Bei einem immer noch eindeutig restriktiven Stand des Einlagesatzes von 3,75 % könne selbst umfangreichen, aufwärtsgerichteten Inflationsschocks (einschließlich einer unerwartet hartnäckigen Inflation im Dienstleistungssektor oder einer hinter den Erwartungen zurückbleibenden geldpolitischen Transmission) dadurch entgegengewirkt werden, dass die Zinssenkungen langsamer vorgenommen würden als im Basisszenario der Projektionen unterstellt werde. Zugleich biete ein Leitzinsniveau von 3,75 % einen größeren Schutz vor Abwärtsschocks, als wenn es auf einem Stand von 4,0 % bliebe.

Auf Basis dieser Einschätzung sei es nun angemessen, den Grad der geldpolitischen Straffung nach neun Monaten unveränderter Leitzinsen zu verringern. Daher schlug Herr Lane vor, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte zu senken.

Wie Herr Lane zugleich betonte, implizierten die große Unsicherheit und der immer noch erhöhte Preisdruck, der aus den Indikatoren der Binneninflation, der Teuerung im Dienstleistungssektor und des Lohnwachstums hervorgehe, dass ein restriktiver geldpolitischer Kurs beibehalten werden müsse. Die Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus werde abhängig von der Datenlage und von Sitzung zu Sitzung erfolgen. Im Laufe der Zeit würden die eingehenden Daten Aufschluss über das Gleichgewicht zwischen Einmalfaktoren und der persistenten Inflationskomponente geben. Die Entwicklung der Kostendynamik (einschließlich des Zusammenspiels von Arbeitnehmerentgelten und Produktivität) und der inländischen Preissetzungsmacht würden hingegen von der Stärke und Zusammensetzung der Konjunkturerholung abhängen. Bei der Festlegung des künftigen geldpolitischen Kurses solle der EZB-Rat auch seinen dreiteiligen Evaluierungsrahmen beibehalten, der die Inflationsaussichten, die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und den Stand der geldpolitischen Transmission umfasse.

Der EZB-Rat solle auch seine zuvor kommunizierte Absicht bekräftigen, das PEPP-Portfolio im zweiten Halbjahr um durchschnittlich 7,5 Mrd. € pro Monat zu verringern, und erneut darauf hinweisen, dass er gedenke, die Wiederanlagen im Rahmen des PEPP Ende 2024 einzustellen. Die operationellen Modalitäten für partielle Wiederanlagen von Tilgungsbeträgen aus dem PEPP sollten in enger Anlehnung an die Phase der partiellen Wiederanlagen aus dem APP festgelegt werden. Dies werde dazu beitragen, dass der Prozess transparent bleibe und die Preisgestaltung an den Finanzmärkten möglichst wenig beeinträchtigt werde. Darüber hinaus regte Herr Lane an, dass bei den verbleibenden PEPP-Reinvestitionen weiterhin Flexibilität als wirksame erste Verteidigungslinie gegen Fragmentierungsrisiken zulässig sein solle. Sie solle aber nur bei einer Verschlechterung der Marktbedingungen angewandt werden.

Im Einklang mit der geldpolitischen Strategie hätten die Fachleute die Verflechtungen zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität untersucht. Die Analyse deute darauf hin, dass die Banken im Euroraum nach wie vor widerstandsfähig seien. Die sich aufhellenden Konjunkturaussichten seien der Finanzstabilität zuträglich gewesen, wenngleich die erhöhten geopolitischen Risiken die Lage trübten. Durch eine unerwartete Verschärfung der Finanzierungsbedingungen weltweit könne es zu einer Neubewertung finanzieller und nichtfinanzieller Vermögenswerte kommen, die negative Auswirkungen auf die Wirtschaft im Allgemeinen hätte. Die makroprudenzielle Politik stelle weiterhin die erste Verteidigungslinie gegen den Aufbau von Anfälligkeiten im Finanzsektor dar. Die bereits bestehenden oder bald wirksam werdenden Maßnahmen trügen dazu bei, die Widerstandskraft des Finanzsystems zu erhalten.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

Die jüngsten wie auch harten Daten zum außenwirtschaftlichen Umfeld deuteten auf eine nachhaltige globale Konjunkturdynamik und eine Stärkung des Welthandels im ersten Halbjahr 2024 hin. Die Ratsmitglieder wiesen auf die Unsicherheit im Zusammenhang mit der politischen und wirtschaftlichen Entwicklung in den beiden größten Volkswirtschaften der Welt sowie auf potenzielle Ansteckungseffekte im Euroraum hin. Im Zuge dessen wurde in einer Wortmeldung eine Frage zur Wachstumsstrategie Chinas und deren Auswirkungen auf die Konjunktur und die Inflation im Eurogebiet aufgeworfen. Eine kräftige Ausweitung der Produktionskapazitäten im verarbeitenden Gewerbe werde die chinesischen Exporte ankurbeln und wahrscheinlich einen Verlust von Exportmarktanteilen sowie ein schwächeres Wirtschaftswachstum im Euroraum, verbunden mit stärkeren disinflationären Kräften, nach sich ziehen. Würde ein Großteil der europäischen Produktionskapazitäten aus dem Markt gedrängt, so würde dies zugleich kostspielige Abschreibungen von Investitionen mit möglicherweise inflationstreibenden Folgen auslösen.

Es wurde die Sorge geäußert, dass sich das internationale Handelssystem einer zunehmenden Fragmentierung in getrennte Wirtschaftsböcke gegenübersehen könnte, wenn sich die jeweiligen Behörden gegenseitig mit höheren Zöllen belegten. Zwar ließen die Daten noch keine eindeutige Deglobalisierung erkennen, doch werde diese als ein großes Risiko für die Zukunft eingeschätzt. Dieses Risiko zu quantifizieren sei jedoch schwierig, und die Ergebnisse könnten irgendwo zwischen begrenzten sektorspezifischen Auswirkungen und einem Bruch der Handelsbeziehungen auf breiterer Front liegen. Es wurde angemerkt, dass die Deglobalisierung, ein stärkerer Protektionismus und die

steigenden Kosten des Klimawandels globale Trends darstellten, welche die Angebotsseite der Wirtschaft beeinflussten und längerfristigen Inflationsdruck verursachten.

Mit Blick auf die Wirtschaft des Euroraums hielten die Ratsmitglieder allgemein fest, dass die Fachleute des Eurosystems sowohl das Wirtschaftswachstum als auch die Inflation in ihren Projektionen vom Juni 2024 nach oben revidiert hätten. Es sei davon auszugehen, dass die Teuerung weit bis ins nächste Jahr hinein über dem Zielwert bleiben werde. Gegenüber den Projektionen vom März seien die Gesamtinflation und die Kerninflation für die Jahre 2024 und 2025 nach oben revidiert worden. Die jüngsten Daten zur konjunkturellen Entwicklung stützten die in den vorangegangenen Projektionen erwartete Erholung. Nachdem die Wirtschaft im Euroraum fünf Quartale lang stagniert habe, sei sie im ersten Quartal 2024 um 0,3 % gewachsen.

Das überraschend positive Wachstumsergebnis im ersten Quartal zerstreue die Bedenken, die in den vorangegangenen Diskussionen ermittelten Abwärtsrisiken könnten tatsächlich eintreten. Auch die Befürchtung, die Geldpolitik werde das Wachstum zu sehr bremsen, lasse nach. Es wurde jedoch angemerkt, dass das besser als erwartet ausgefallene Ergebnis auf eine Belebung im Baugewerbe und im Außenhandel zurückzuführen sei, die zum Teil temporären Faktoren zu verdanken sei. Gleichwohl habe das positive Ergebnis die Fachleute dazu veranlasst, ihre Wachstumserwartungen für das Gesamtjahr 2024 deutlich nach oben zu revidieren, nachdem sie diese in mehreren aufeinander folgenden Projektionen nach unten revidiert hätten.

In diesem Zusammenhang wurden einige Zweifel geäußert, ob die Erholung erwartungsgemäß verlaufen werde. Dies sei nämlich von einer Stärkung des privaten Konsums abhängig, für die es bislang keine überzeugenden Hinweise in den Daten gebe. Es wurde auch vorgebracht, dass die Projektionen eine Aufwärtsrevision der Sparquote beinhalteten. Darüber hinaus wurde der Befürchtung Ausdruck verliehen, dass die Sparquote angesichts der innenpolitischen und geopolitischen Unsicherheiten sogar noch höher ausfallen könne als erwartet. In diesem Fall könnte der Konsum längere Zeit eingeschränkt bleiben. Da die Aufwärtsrevision der Ersparnisse der privaten Haushalte allerdings gleichzeitig mit einer Aufhellung der Wachstumsaussichten erfolgt sei – und die Sparquote auch nach der Revision deutlich über dem Vorpandemieniveau gelegen habe –, könne auch von einer höheren Konsumneigung ausgegangen werden; diese ginge mit einem Aufwärtsrisiko für das Konsumwachstum im Basisszenario einher.

Die Investitionstätigkeit habe sich ebenso wie der Konsum im ersten Quartal anhaltend schwach entwickelt. Es wurde darauf hingewiesen, dass sie wahrscheinlich in gewissem Umfang Ersatzinvestitionen widerspiegele, von denen kein starker Konjunkturimpuls erwartet werden könne. Die Unternehmensinvestitionen würden durch eine verhaltene Endnachfrage und hohe Kreditkosten gebremst. Zugleich wurde auch angemerkt, dass die erwartete Erholung der Wirtschaftstätigkeit aus sektoraler Sicht auf einem guten Weg sei. Die Schwäche im verarbeitenden Gewerbe scheine die

Talsole erreicht zu haben, und die jüngsten Umfragedaten deuteten auf eine dienstleistungsgestützte Erholung hin. Die Wirkung der restriktiven Geldpolitik lasse zwar allmählich nach, doch sei der Dienstleistungssektor ohnehin nicht so stark davon betroffen gewesen. Dieser Sektor sei weniger kapitalintensiv und damit weniger zinssensitiv, reagiere aber dennoch über eine allgemeine Drosselung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage auf den indirekten Einfluss der Geldpolitik. Der Tourismus sei eine wichtige Wachstumskomponente im Dienstleistungsgewerbe, der zu einem großen Teil von den inländischen Realeinkommen im Euroraum und in geringerem Maße von der Auslandsnachfrage getragen werde.

Der Arbeitsmarkt hat sich nach Einschätzung der Ratsmitglieder insgesamt anhaltend robust entwickelt. Dies sei ein entscheidendes Element für die weiche Landung der Wirtschaft. Es sei verwunderlich, dass die Marktindikatoren der Arbeitskräftehortung relativ unverändert geblieben seien und es zumindest in der Industrie und im Baugewerbe nicht mehr Stellenabbau und Arbeitslosigkeit gebe. Vor allem im Dienstleistungssektor sei ein anhaltender Arbeitskräftemangel zu beobachten. Zugleich wurde die Meinung vertreten, dass ausgehend von der historisch hohen Beschäftigung und niedrigen Arbeitslosigkeit realistisch gesehen nur mit einer Verlangsamung des Marktgeschehens zu rechnen sei. Darüber hinaus stünden hinter den Netto-Beschäftigungszuwächsen deutlich höhere Umsätze und mehr Neuverträge, was darauf hindeute, dass die Unternehmen diesen Personalaustausch nutzten, um ihre Produktivität zu steigern und so die Lohnkostenerhöhungen abzufedern.

Mit Blick auf die Finanz- und Strukturpolitik hoben die Ratsmitglieder erneut hervor, dass die nationalen Maßnahmen darauf abzielen sollten, die Wirtschaft produktiver und wettbewerbsfähiger zu machen. Dies werde dazu beitragen, das Potenzialwachstum zu steigern und den Preisdruck auf mittlere Sicht zu senken. Eine effektive, rasche und vollständige Umsetzung des Programms „Next Generation EU“ (NGEU), Fortschritte auf dem Weg zu einer Kapitalmarktunion und zur Vollendung der Bankenunion sowie eine Stärkung des Binnenmarkts würden Innovationen fördern und zu höheren Investitionen in den ökologischen und den digitalen Wandel führen. Eine vollständige und unverzügliche Umsetzung der Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU werde den Regierungen dabei helfen, Haushaltsdefizite und Schuldenquoten nachhaltig zu senken. Es wurde betont, dass eine rasche und vollständige Umsetzung der NGEU-Programme für Innovation und ökologischen Wandel dazu beitragen werde, den Preisdruck auch mittelfristig zu mindern. Gewisse Bedenken wurden dahingehend geäußert, dass die Finanzpolitik – angesichts der politischen Unsicherheit und mehrerer Wahlen – bis zum Jahresende weniger Konsolidierungsanstrengungen unternehmen könnte, als in den aktuellen Projektionen unterstellt worden seien.

Vor diesem Hintergrund seien die Risiken für das Wirtschaftswachstum auf kurze Sicht ausgewogen, auf mittlere Sicht jedoch weiterhin abwärtsgerichtet. Eine schwächere Weltwirtschaft oder eine

Verschärfung der Handelsspannungen zwischen großen Volkswirtschaften würde das Wachstum im Euroraum belasten. Zudem gingen von dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und dem tragischen Konflikt im Nahen Osten beträchtliche geopolitische Risiken aus. Ungünstige geopolitische Entwicklungen könnten Unternehmen und private Haushalte weniger zuversichtlich in die Zukunft blicken lassen und Störungen im Welthandel auslösen. Auch wenn die Wirkung der Geldpolitik stärker ausfiele als erwartet, könnte sich dies in einem geringeren Wachstum niederschlagen. Zu einem höheren Wachstum könnte es unterdessen kommen, wenn die Inflation rascher zurückginge als erwartet und die Konsumausgaben aufgrund eines zunehmenden Vertrauens und steigender Realeinkommen stärker stiegen als gedacht oder wenn die Weltwirtschaft kräftiger wachse als angenommen. Es wurde angemerkt, dass Wachstumsrisiken auch aus Lohnsteigerungen resultieren könnten, wenn sich diese von der Geschwindigkeit lösten, in der Unternehmen realistisch in der Lage seien, die Lohnerhöhungen durch Produktivitätszuwächse zu kompensieren. Dies würde zu einem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit und Marktanteilen führen und letztlich einen Rückgang der Investitions- und Wirtschaftstätigkeit zur Folge haben. Aus anderer Perspektive würde eine hinter den Annahmen zurückbleibende Konjunkturerholung die erwarteten Produktivitätssteigerungen schmälern und zu niedrigeren Gewinnmargen führen. Dies würde die Wirtschaft in ihrer Fähigkeit einschränken, die in den Tarifverträgen und im Basisszenario der Projektionen bereits enthaltenen Reallohnsteigerungen zu absorbieren.

In Bezug auf die Preisentwicklung teilten die Ratsmitglieder die Einschätzung von Herrn Lane, dass sich in den jüngsten Daten der für 2024 erwartete holprige Verlauf der Gesamtinflation widerspiegeln. Einerseits wurde angeführt, dass die aktuellen, über den Projektionen vom März 2024 liegenden Zahlen für die Gesamt- und insbesondere die Dienstleistungsinflation die Unsicherheit hinsichtlich des weiteren Disinflationspfades erhöhten. Andererseits wurde argumentiert, dass die zuletzt unerwartet hohen Werte in den Juni-Projektionen berücksichtigt worden seien, ohne dass dies nachfolgend ausgeglichen worden sei, was ein umsichtiges Vorgehen sei.

Es wurde hervorgehoben, dass sich die Rückkehr zum Zielwert aufgrund der Aufwärtsrevision der Inflation für 2024 und 2025 auf Ende 2025 verschoben habe. Die Projektion für 2026 sei zwar unverändert, doch dies beruhe auf der Annahme, dass die Teuerung bei Energie und Nahrungsmitteln unter ihre längerfristigen Durchschnittswerte sinken werde. Angesichts der notorischen Volatilität dieser beiden Komponenten und der Risiken, die sich für sie aus den geopolitischen Entwicklungen sowie dem Klimawandel und den damit verbundenen Transitionsmaßnahmen ergäben, seien diese günstigen Annahmen mit hoher Unsicherheit behaftet. Der für den restlichen Jahresverlauf 2024 projizierte Inflationsspfad verlaufe holprig, was vor allem auf Basiseffekte zurückzuführen und daher erwartbar sei. Bei Bereinigung der Inflationsentwicklung um Basiseffekte wiesen sowohl die aktuellen tatsächlichen Ergebnisse als auch der projizierte Pfad für die kurze Frist eindeutig eine Abwärtstendenz auf. Es wurde allgemein betont, dass der Preisauftrieb im April und Mai zwar

unerwartet hoch gewesen sei, dass in der Gesamtschau aber weiterhin mit einem anhaltenden Inflationsabbau zu rechnen sei.

Die Ratsmitglieder wiesen darauf hin, dass die Inflationszahlen für Mai erst nach dem Stichtag für die Erstellung der Projektionen veröffentlicht worden seien. Die Teuerung bei den Dienstleistungen sei im Mai mit 4,1 % überraschend hoch ausgefallen, habe sich zudem als hartnäckig erwiesen und lasse eine kräftige Dynamik erkennen. In den Projektionen sei aber bereits ein hohes Maß an Persistenz berücksichtigt worden. Daher sollten die jüngsten Ergebnisse nicht als eindeutiger Hinweis auf ein Aufwärtsrisiko für die im aktuellen Basisszenario unterstellte Inflationsentwicklung angesehen werden. Die hohe Dienstleistungsinflation der vergangenen Monate sei größtenteils auf die Preise in Bereichen wie Versicherungen und Gesundheitswesen zurückzuführen, die nur selten geändert würden. Bei den lohnsensiblen Dienstleistungspositionen habe sich der Preisauftrieb weiter abgeschwächt. In Bezug auf die Kerninflation wurde festgestellt, dass die Persistenz der Dienstleistungsinflation bislang im Wesentlichen durch den starken Inflationsrückgang bei den Waren ausgeglichen worden sei. Es könne aber nicht davon ausgegangen werden, dass sich dies fortsetzen werde, da die Umkehr früherer Angebotsschocks inzwischen nicht mehr so stark zu Buche schlage. Darüber hinaus ergäben sich in einer zunehmend von Lieferkettenstörungen, geopolitischer Fragmentierung, Protektionismus und den Folgen des Klimawandels geprägten Welt möglicherweise neue Herausforderungen in Bezug auf die Teuerung von Waren. Demzufolge könne man sich nicht darauf verlassen, dass eine überschießende Dienstleistungsinflation auch in Zukunft durch eine niedrige Inflation bei Waren ausgeglichen werde.

Was den binnenwirtschaftlichen Preisdruck betreffe, so seien nach wie vor kräftige Lohnsteigerungen als Kompensation für den vorangegangenen starken Inflationsanstieg zu beobachten. Sie seien inzwischen der wichtigste Bestimmungsfaktor der Inflationspersistenz. Weil die Lohnanpassungen stufenweise erfolgten und Einmalzahlungen dabei eine große Rolle spielten, dürfte die Inflationsentwicklung noch eine ganze Weile durch den Aufholprozess der Löhne in Relation zu den Preisen beeinflusst werden. Ablesbar sei dies auch an der höheren Wachstumsrate der Tarifverdienste im ersten Quartal. Alle Arbeitskostenindikatoren, einschließlich des neuen Arbeitskostenindex von Eurostat, lägen auf einem sehr hohen Niveau, und die erwartete Mäßigung habe sich bislang noch nicht eingestellt. Zugleich deuteten zukunftsgerichtete Indikatoren darauf hin, dass sich das Lohnwachstum im Jahresverlauf abschwächen werde. Gewinne fingen die kräftig steigenden Lohnstückkosten teilweise auf und verringerten so deren inflationstreibende Wirkung.

Es wurde erneut darauf hingewiesen, dass die Löhne ein wesentlicher Faktor bei der Beurteilung der Inflationsaussichten seien. Dies hänge vor allem damit zusammen, dass ihnen bei der Festlegung der Dienstleistungspreise eine hohe Bedeutung zukomme. Für ein ganzheitliches Bild müssten jedoch noch einige andere Indikatoren berücksichtigt werden. Die Zuwachsrate der Tarifverdienste sei im

ersten Quartal 2024 auf 4,7 % gestiegen. Darüber hinaus deuteten die für mehrere Euro-Länder bereits vorliegenden Daten darauf hin, dass das im Euroraum insgesamt verzeichnete Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im ersten Quartal auf dem erhöhten Niveau des Schlussquartals 2023 bleiben werde.

Es wurde die Meinung vertreten, dass die jüngsten Daten zur Lohnentwicklung größtenteils schon im Basisszenario der Juni-Projektionen berücksichtigt worden seien und somit kein Aufwärtsrisiko darstellten. Diese Daten hätten jedoch bereits dazu beigetragen, dass das Lohnwachstum gegenüber den März-Projektionen nach oben revidiert worden sei. Dies sei eine Warnung, die Stärke der Lohndynamik und den Spielraum für weitere Überraschungen im Jahresverlauf 2024 nicht zu unterschätzen. Zugleich wurde betont, dass der BIP-Deflator, die Lohnstückkosten und die Stückgewinne im Eurogebiet unter Berücksichtigung der verfügbaren länderbasierten Schätzungen im ersten Quartal 2024 vermutlich langsamer gestiegen seien, als in den Juni-Projektionen unterstellt.

Das aktuell hohe Lohnwachstum spiegele weitgehend das Bestreben der Arbeitnehmer wider, die zurückliegenden Kaufkraftverluste auszugleichen. Daher sei davon auszugehen, dass sich die Lohndynamik verlangsamen werde, sobald dieser Prozess abgeschlossen sei und sich die Inflation normalisiere. Es wurde zu bedenken gegeben, dass sich der Aufholprozess dennoch in die Länge ziehen und die Lohnentwicklung holprig verlaufen könnte. Dies hänge davon ab, zu welchem Zeitpunkt der Abschluss neuer Verträge im Zuge der schrittweise erfolgenden Lohnfindung anstehe und welche Inflationsphase damit kompensiert werden solle. Auch Einmalzahlungen wurden thematisiert, die vor allem angesichts der auslaufenden fiskalischen Anreize eine wichtige Rolle spielten. Die Gewerkschaften hätten jedoch durchblicken lassen, dass solche Einmalzahlungen kein vorübergehendes Phänomen sein, sondern künftig in die regulären Lohnerhöhungen einfließen könnten.

Allgemein wurde die Ansicht geäußert, der Aufholprozess könnte dazu führen, dass die Reallöhne angesichts eines anhaltenden Arbeitskräftemangels und möglicher Verschiebungen der Verhandlungsmacht zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern ihr vor dem Krieg oder vor der Pandemie verzeichnetes Niveau bzw. ihr Trendniveau überstiegen. Daneben wurde angemerkt, dass es im Dienstleistungssektor weniger Spielraum gebe, höhere Löhne durch geringere Gewinnmargen abzufedern. Auch sei dieser Sektor dem internationalen Wettbewerb nicht so stark ausgesetzt und weise eine robuste Nachfrage auf. Allerdings unterliege das Lohnwachstum auch Risiken, die in die entgegengesetzte Richtung wirkten. So wurde argumentiert, dass einige der jüngsten hohen Tarifabschlüsse in Sektoren vereinbart worden seien, die in den vergangenen drei Jahren beträchtliche Gewinne erwirtschaftet hätten. Dadurch sei es den Arbeitgebern möglich gewesen, großzügige Lohnerhöhungen zu gewähren und diese zu absorbieren, ohne sie auf die Endpreise aufzuschlagen.

Alles in allem stützten die aktuellen Daten, die den kritischen Zusammenhang zwischen Löhnen, Produktivität und Gewinnen beleuchteten, die von Vorsicht geprägten Inflationsprojektionen und ließen auf einen anhaltenden Disinflationsprozess schließen. Es wurde jedoch auch zu bedenken gegeben, dass dieser Ausblick mit sehr großer Unsicherheit behaftet sei. Nach einer Phase kräftiger Schocks und potenzieller struktureller Veränderungen sei es denkbar, dass dieser Zusammenhang beim Übergang zu einer niedrigeren Inflation nicht mehr den historischen Verlaufsmustern folge. Daher sei bei der Verwendung von Standardmodellen für die Projektionserstellung weiterhin Vorsicht geboten. Zudem seien mehr aktuelle Daten erforderlich, um mit hinreichender Sicherheit sagen zu können, dass sich der Disinflationsprozess fortsetzen und nicht auf dem letzten Stück des Weges zum Erliegen kommen werde. Zugleich wurde festgestellt, dass durch die Verringerung von Projektionsfehlern das Vertrauen in die Projektionen wieder gestärkt werde.

Was die längerfristigen Inflationserwartungen anbelange, so hätten sich deren Messgrößen insgesamt kaum verändert und lägen zumeist bei rund 2 %. Die etwas höheren Werte der marktbasieren Messgrößen spiegelten vor allem höhere Inflationsrisikoprämien wider, während die „tatsächlichen“ Inflationserwartungen weiterhin beim Inflationsziel verankert seien. Zwar könne die aus den Indikatoren hervorgehende Verankerung der Erwartungen als Zeichen der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik gesehen werden, doch werde in der Literatur zu „Erfahrungseffekten“ davor gewarnt, dass längere Phasen mit hoher Inflation die Bildung der Inflationserwartungen dauerhaft beeinflussen könnten. Dadurch könnten sie künftig fragiler werden und schwieriger zu verankern sein. Für Zuversicht unter den Ratsmitgliedern sorgte indes der allmähliche Rückgang der Inflationserwartungen bei den Verbraucherinnen und Verbrauchern, auch wenn die in Haushaltsbefragungen genannten Werte in der Regel über dem Inflationsziel der EZB lägen. Dies wurde als Zeichen des Vertrauens in den Disinflationsprozess gewertet und würde ein sich selbst erfüllendes Element aufweisen, wenn es dadurch zu einer Verringerung der Lohnforderungen und der Preissetzungsmacht der Unternehmen käme.

Die Ratsmitglieder gelangten zu der Einschätzung, dass die Inflation höher ausfallen könnte als zuvor angenommen, falls die Löhne oder die Gewinne deutlicher stiegen als erwartet. Aufwärtsrisiken für die Inflation ergäben sich auch aus den erhöhten geopolitischen Spannungen. Diese könnten die Energiepreise und die Frachtkosten auf kurze Sicht in die Höhe treiben und den Welthandel stören. Zudem könnten Extremwetterereignisse und die fortschreitende Klimakrise im Allgemeinen zu einem Anstieg der Nahrungsmittelpreise führen. Die Teuerung könnte aber auch niedriger ausfallen als angenommen, wenn die Geldpolitik die Nachfrage stärker dämpfe als erwartet oder sich das wirtschaftliche Umfeld in der übrigen Welt überraschend eintrübe. Es wurde angemerkt, dass es möglicherweise weitere Risikofaktoren für die Inflation gebe, beispielsweise im Zusammenhang mit dem erwarteten Anstieg des Produktivitätswachstums oder dem finanzpolitischen Kurs, der bei der

Beurteilung der Inflationsaussichten zugrunde gelegt werde. Diese Faktoren könnten sich jedoch in beide Richtungen entwickeln und seien für die Risikobilanz daher nicht ausschlaggebend.

Vor diesem Hintergrund äußerten die Ratsmitglieder unterschiedliche Ansichten zu möglichen Richtungsänderungen in der Risikobilanz. Zum einen wurde argumentiert, dass die Aufwärtskorrekturen am Basisszenario unter sonst gleichen Bedingungen zu einer Verringerung der verbleibenden Aufwärtsrisiken führten, und die Risiken dadurch ausgewogener seien. Zum anderen wurde vorgebracht, dass das mit einer stärkeren Transmission der Geldpolitik verbundene Abwärtsrisiko allmählich zurückgehe, während die anhaltenden Aufwärtsrisiken, die etwa aus höheren Arbeitskosten resultierten, die Bilanz nach oben verschoben.

Was die monetäre und finanzielle Analyse betreffe, so seien die Marktzinsen seit der letzten Sitzung des EZB-Rats gestiegen, und die Realzinsen hätten sich zuletzt ebenfalls erhöht. Mit Blick auf die Juni-Sitzung preisten die Marktteilnehmer eine Senkung der EZB-Leitzinsen um 25 Basispunkte vollständig ein. Auch ein bis zwei weitere Zinssenkungen seien bis zum Jahresende eingepreist. Da die Inflationsentwicklung zuletzt weltweit Ähnlichkeiten aufgewiesen habe, werde nun auf beiden Seiten des Atlantiks ein flacher verlaufender Lockerungszyklus erwartet.

Die Finanzmärkte profitierten von einer hohen Risikoneigung. Demgegenüber sei die Risikobereitschaft der Verbraucher und Unternehmen im Euroraum begrenzt. Dies weise darauf hin, dass sich im weiteren Verlauf entweder die Stimmung an den Finanzmärkten verschlechtern oder sich die Realwirtschaft positiver entwickeln werde. Auch erhöhte geopolitische Risiken und Unsicherheiten hätten keine Auswirkungen auf die sehr gute Stimmung am Markt gehabt. Die Gefahr von Fehlbewertungen an den Finanzmärkten werde daher – auch unter dem Blickwinkel der Finanzstabilität – genau beobachtet.

Die Finanzierungskosten hätten sich auf einem restriktiven Niveau stabilisiert, da die bisherigen Leitzinserhöhungen nun im Finanzsystem zum Tragen kämen. Die durchschnittlichen Zinssätze für neue Unternehmenskredite und neue Hypothekendarlehen seien im April unverändert gewesen. Die Kreditzinsen seien seit der letzten Zinserhöhung im September 2023 jedoch in realer Rechnung gestiegen.

Die Kreditentwicklung sei weiterhin verhalten. Die sich aus der Summe der Bankkreditvergabe und der Emission von Schuldverschreibungen ergebenden Kreditflüsse an Unternehmen hätten im März und April im Großen und Ganzen stabil auf einem niedrigen Niveau gelegen. Die Nachfrage der Unternehmen nach Krediten zu Investitionszwecken sei nach wie vor sehr schwach. Dies sei auf die niedrige Nachfrage insgesamt, aber auch die anhaltend hohen Finanzierungskosten zurückzuführen. Das Wachstum der Wohnungsbaukredite stagniere noch immer, während sich die Zuwächse der Konsumentenkredite als widerstandsfähiger, wenn auch weiterhin gering erwiesen. Die

Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 setze ihre allmähliche Erholung fort, bleibe aber relativ gedämpft.

Mit Blick auf die nähere Zukunft dürfte das Kreditwachstum nach und nach anziehen. Zugleich wurde betont, dass die Banken ihre Bestände an liquiden Vermögenswerten nicht verringert hätten, auch wenn gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte fällig geworden seien. Dem Anschein nach hätten die Institute eine hohe Liquiditätspräferenz. Die geringere Bereitstellung von Zentralbankliquidität im System könne daher die Kreditvergabebereitschaft der Banken einschränken. In diesem Zusammenhang wurde auch die Ansicht geäußert, dass die Banken nur wenig Anreize hätten, vermehrt risikoreiche Kredite an die Realwirtschaft auszureichen, solange ihre umfangreichen Überschussreserven zum Einlagesatz verzinst würden.

Im Rahmen der halbjährlichen eingehenden Beurteilung des Zusammenhangs zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität stimmten die Ratsmitglieder überein, dass die Banken im Eurogebiet nach wie vor widerstandsfähig seien und weiterhin robuste Kapital- und Liquiditätspositionen aufwiesen. Die sich aufhellenden Konjunkturaussichten seien der Finanzstabilität zugutegekommen. Dies werde auch im kürzlich veröffentlichten Financial Stability Review hervorgehoben. Unterdessen könnten sich die Risiken aufgrund von geopolitischen Faktoren in nächster Zeit erhöhen. Durch eine unerwartete Verschärfung der Finanzierungsbedingungen weltweit könnte es zu einer Neubewertung finanzieller und nichtfinanzieller Vermögenswerte kommen, die negative Auswirkungen auf die gesamte Wirtschaft hätte. Die makroprudenzielle Politik stelle weiterhin die erste Verteidigungslinie gegen den Aufbau von Anfälligkeiten im Finanzsystem dar. Mithilfe der Maßnahmen, die bereits bestünden oder bald wirksam würden, könne die Widerstandskraft des Finanzsystems erhalten werden.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs beurteilten die Ratsmitglieder die seit der letzten geldpolitischen Sitzung neu verfügbaren Daten im Einklang mit den drei Hauptelementen, die der EZB-Rat 2023 kommuniziert und als wichtig für die Ausgestaltung seiner Reaktionsfunktion bezeichnet hatte. Dazu zählten die Inflationsaussichten, die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und die Stärke der geldpolitischen Transmission.

Zunächst wurden die Inflationsaussichten betrachtet. Hier traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung unter den Ratsmitgliedern. Gegenüber den März-Projektionen seien die Projektionen vom Juni in Bezug auf die Gesamtinflation für die Jahre 2024 und 2025 nach oben revidiert worden. Die Inflation dürfte in den kommenden Monaten um das aktuelle Niveau herum schwanken. Grund hierfür seien unter anderem energiepreisbedingte Basiseffekte. Es werde jedoch noch immer damit gerechnet, dass sie sich in der zweiten Hälfte des nächsten Jahres in Richtung des

Zielwerts der EZB von 2 % bewegen werde. Ursächlich dafür seien das schwächere Wachstum der Arbeitskosten, die sich entfaltende Wirkung der restriktiven Geldpolitik der EZB sowie die nachlassenden Folgen der Energiekrise und der Pandemie. Anschließend dürfte die Teuerung nachhaltig in der Nähe des Zielwerts bleiben. Die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen seien ebenfalls weitgehend stabil geblieben und zumeist in etwa beim Inflationsziel von 2 % verankert, auch wenn die marktbasieren Erwartungen in der letzten Zeit gestiegen seien. Die Inflationserwartungen der Verbraucher und Unternehmen seien gleichfalls schrittweise gesunken. In der Gesamtbetrachtung deuteten diese Entwicklungen der Inflationserwartungen auf das Vertrauen und die Zuversicht der Öffentlichkeit hin, dass sich der Disinflationprozess fortsetzen und die Inflation zum Zielwert von 2 % zurückkehren werde.

Die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer brachten ihr allgemeines Vertrauen in den Inflationsausblick zum Ausdruck. Dieser bestätige einen anhaltenden Disinflationprozess, der sich auch in den Projektionen widerspiegele. Allerdings ließen die jüngsten Daten vermuten, dass die Inflation sich als unerwartet hartnäckig erweisen könnte, und die Frage, wie schnell die Rückkehr zum Inflationsziel erfolgen werde, sei ungewiss. Zugleich wurde aus längerfristiger Sicht darauf hingewiesen, dass sich die unterschiedlichen, im vergangenen Jahr erstellten Projektionen bezüglich der Inflationsentwicklung für das Jahr 2025 in einer engen Bandbreite von 2 % bis 2,2 % bewegt hätten. Diese neuerliche Stabilität könnte das Vertrauen in die Zuverlässigkeit und Robustheit der Projektionen steigern. Zudem zeige sie, dass sich die Inflation erwartungsgemäß entwickle und das Ziel auf mittlere Sicht erreichen könne, wenngleich die projizierte Teuerung jeweils nach oben revidiert worden sei. Eine Verringerung von Projektionsfehlern in Bezug auf die Gesamtinflation fördere das Vertrauen in die Inflationsaussichten ebenfalls.

Die Ratsmitglieder waren sich außerdem weitgehend einig, dass weitere Fortschritte hinsichtlich der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation erzielt worden seien. Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seien im April – dem letzten Monat, für den Daten vorlägen – weiter rückläufig gewesen und bestätigten damit den Eindruck eines allmählich nachlassenden Preisdrucks. Der inländische Preisdruck bleibe angesichts des erhöhten Lohnwachstums indes stark. Die aktuellen Eurosystem-Projektionen für die Kerninflation seien gegenüber den Projektionen vom März für die Jahre 2024 und 2025 ebenfalls nach oben revidiert worden, und die Dynamik des Preisauftriebs bei den Dienstleistungen sowie der Kerninflation sei nach wie vor recht kräftig. Es werde daher noch dauern, bis mehr Klarheit über die Entwicklung der wichtigen Triebkräfte der Inflation herrsche. Zur Beurteilung der Frage, inwieweit die Stückgewinne den von den höheren Löhnen ausgehenden Inflationsdruck abfedern könnten und ob das Produktivitätswachstum wie erwartet wieder anziehen werde, sei zudem weitere Evidenz erforderlich.

Darüber hinaus stimmten die Ratsmitglieder generell darin überein, dass die geldpolitische Transmission nach wie vor stark sei. Die realen Zinsen befänden sich in der Nähe ihres Höchststands in diesem geldpolitischen Zyklus. Die Geldpolitik sei weiterhin klar restriktiv ausgerichtet und werde dies für geraume Zeit bleiben, auch wenn die Zinsen erneut gesenkt werden sollten. Dies gelte auch bei einer Aufwärtsverschiebung des natürlichen Zinses. Es wurde die Auffassung geäußert, dass die anhaltende quantitative Straffung bei der Beurteilung des geldpolitischen Kurses ebenfalls berücksichtigt werden müsse. Die restriktive Ausrichtung schlage sich in einer schwachen Kreditdynamik und einer verhaltenen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage nieder. Dies habe dazu beigetragen, dass die Inflation gesunken sei, aber auch das Wachstum belastet. Da sich die Geldpolitik mit langen und variablen Verzögerungen in der Realwirtschaft niederschlage, werde der Transmissionsprozess wohl noch für einige Zeit seine Wirkung entfalten. Zwar habe sich der maximale Einfluss der restriktiven Geldpolitik auf die Finanzierungsbedingungen und das BIP wahrscheinlich bereits gezeigt, doch könnten Verzögerungen zwischen dem Einfluss auf die Produktion und jenem auf die Preise darauf hindeuten, dass die größte Wirkung auf die Inflation noch ausstehe. Innerhalb dieses Prozesses könnte die Transmission auf den Preisauftrieb bei Dienstleistungen schwächer ausfallen und langsamer verlaufen als das entsprechende Durchwirken auf die Inflation bei Waren.

Insgesamt zeigten sich die meisten Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer anhaltend oder zunehmend zuversichtlich, dass sich die Inflation erwartungsgemäß entwickle und den Zielwert von 2 % zeitnah und nachhaltig bis spätestens Ende 2025 erreichen könne. Einige der aktuellen Daten seien etwas ungünstiger ausgefallen, als dies im März und April erwartet oder erhofft worden sei. Man habe jedoch schon damit gerechnet, dass der Pfad des Inflationsabbaus holprig und mit statistischem Rauschen behaftet sein werde und es überraschende Entwicklungen in beide Richtungen geben könnte. Es sei wichtig zu bedenken, dass ein reibungsloser, linear verlaufender Disinflationprozess im Jahr 2024 keine Voraussetzung für das Vertrauen in eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum Zielwert darstelle. Zudem gingen von unterschiedlichen Indikatoren gegensätzliche Signale zum künftigen Disinflationpfad aus.

Ganz allgemein müsse man einen Schritt zurücktreten und das ganze Bild betrachten. Ein übermäßiger Fokus auf einzelne Beobachtungen und die Details der Entwicklung in der Zeit zwischen den Ratssitzungen berge die Gefahr, den Wald vor lauter Bäumen nicht zu sehen. Ein datengestützter Ansatz bedeute nicht nur, die aktuellsten Daten im Blick zu haben, sondern auch, alle drei Elemente der Reaktionsfunktion zu beurteilen und als Entscheidungsgrundlage heranzuziehen. Dazu gehöre auch eine Berücksichtigung der weitergehenden Inflationsaussichten. Die jüngsten Entwicklungen und das statistische Rauschen sollten nicht den Blick auf die längerfristigen Aussichten verstellen, wonach ein steter Inflationsabbau und eine zeitnahe und nachhaltige Rückkehr der Inflation zum Zielwert von 2 % zu erkennen sei. Ungeachtet der jüngsten Volatilität sei der Disinflationprozess insgesamt gut

vorangekommen. Dabei sei seit der letzten Zinsanhebung durch den EZB-Rat im September 2023 ein deutlicher Fortschritt erzielt worden. Dies zeige sich im merklichen und überraschend starken Rückgang der Gesamt- wie auch der Kerninflation seit 2022 und seit der letzten Zinserhöhung. Die Gesamtteuerungsrate habe sich seit der letzten Zinsanhebung von 5,2 % auf 2,6 % halbiert. Auch die Inflationsaussichten – insbesondere jene für 2024 – hätten sich laut den jüngsten Projektionen gegenüber den Projektionsrunden von September und Dezember 2023 aufgehellt. Dies sei ungeachtet der Tatsache der Fall, dass das Tempo des Inflationsabbaus etwas geringer gewesen sei als im März erwartet und dass die projizierte Teuerung für 2025 etwas höher angesetzt werde als noch im September 2023. Die Marktteilnehmer blickten nach wie vor zuversichtlich auf den mittelfristigen Disinflationprozess, auch wenn die Schwankungen der kürzerfristigen Inflationserwartungen Unsicherheit bezüglich des Tempos des Inflationsabbaus erkennen ließen. Es gelte deswegen, in Anbetracht von ungünstigen Daten oder Inflationszahlen in einem bestimmten Monat nicht überzureagieren, denn diese deuteten nicht zwangsläufig auf einen neuen Trend hin und könnten auch durch einmalige Faktoren bedingt sein. Ebenso sei es in den Vormonaten notwendig gewesen, angesichts positiver Daten eine Überreaktion zu vermeiden.

Insgesamt zeigten sich die Ratsmitglieder im Rahmen der Erörterung der Inflationsaussichten und der Risikobeurteilung zuversichtlicher, dass die Inflation in der zweiten Jahreshälfte 2025 in Richtung des Zielwerts von 2 % sinken und in der Folge nachhaltig in etwa auf diesem Niveau bleiben werde. Zugleich wurde betont, dass Entscheidungen über die Zukunft stets mit Unsicherheit behaftet seien. Daher sei unter anderem die Frage, wann genügend Bestätigungen vorlägen und die Zuversicht hoch genug sei, dass die Inflation zeitnah zu ihrem Zielwert zurückkehren werde, von entscheidender Bedeutung. Zu einem bestimmten Zeitpunkt müssten Entscheidungen getroffen werden, und zwar auf Grundlage der verfügbaren Informationen, auch wenn diese Informationen nicht so eindeutig seien, wie man sich dies wünsche. Ein derartiger Ansatz stehe nicht im Widerspruch zum datengestützten Ansatz. Warte man eine umfassende Bestätigung ab, impliziere dies mit nahezu vollständiger Sicherheit, dass die Zinsen zu spät gesenkt würden. Damit ergäbe sich möglicherweise ein signifikantes Risiko, dass das Inflationsziel unterschritten werde.

Zudem wurde hervorgehoben, dass der für eine Rückführung der Inflationsrate von 2,6 % auf 2 % erforderliche geldpolitische Kurs weniger restriktiv ausfallen dürfte als der seit September 2023 verfolgte Kurs. Außerdem würden die Zinsen selbst nach einer Senkung um 25 Basispunkte in Relation zu aktuellen Schätzungen des natürlichen oder neutralen Zinssatzes im restriktiven Bereich bleiben. Dies bedeute, dass eine stärkere Nachfrage die Rückkehr der Inflation zum Zielwert nicht gefährden dürfte. Aufwärtsgerichteten Inflationsschocks könne entgegengewirkt werden, indem die Zinsen langsamer gesenkt würden, als dies der im Basisszenario der Projektionen unterstellte Zinspfad vorsehe. Es bestehe also wohl nur ein sehr geringes Risiko, dass die geldpolitische Ausrichtung wieder umgekehrt werden müsse. Sofern es allerdings zu großen externen Schocks

komme, könne eine solche Kehrtwende durch überzeugende Argumente gerechtfertigt sein. Darüber hinaus biete eine Zinssenkung um 25 Basispunkte einen besseren Schutz vor Abwärtsschocks als eine Beibehaltung des aktuellen Leitzinsniveaus. Eine Zinssenkung zum aktuellen Zeitpunkt erweise sich somit in den vielfältigsten Szenarien als robust und entspreche dabei nach wie vor einem vorsichtigen Ansatz.

Einige Ratsmitglieder äußerten die Einschätzung, dass die seit der letzten Sitzung neu verfügbaren Daten nicht dazu beigetragen hätten, ihre Zuversicht zu stärken, dass sich die Inflation bis 2025 dem Zielwert von 2 % annähern werde, sondern stattdessen auf eine größere Unsicherheit bei den Aussichten hindeuteten. Selbst wenn sich der allgemeine Disinflationstrend alles in allem fortsetze, sei laut diesen Ratsmitgliedern der Vergleich mit den Daten zum Zeitpunkt der letzten geldpolitischen Sitzung oder aber höchstens den vorherigen Projektionen ausschlaggebend. Auf der April-Sitzung seien die Zinsen nicht verändert worden, da man nicht mit hinreichender Sicherheit davon habe ausgehen können, dass die Inflation zeitnah und nachhaltig zum Zielwert von 2 % zurückkehren werde. Seither seien jedoch die Löhne unerwartet stark gestiegen und die Inflation erscheine, vor allem aufgrund des Preisaufrichts bei den Dienstleistungen, hartnäckiger. Die Inflationsdynamik im Dienstleistungssektor sei sehr hoch, und das Tempo des binnenwirtschaftlichen Inflationsabbaus sei zuletzt überschätzt worden. Auch das Lohnwachstum habe sich verstärkt, und es wurde darauf hingewiesen, dass weiterer erheblicher Lohndruck bevorstehe. Die sich hierdurch für die nächste Zeit abzeichnende stärkere Trägheit könne den Preisdruck eine Zeit lang erhöhen, auch wenn die Löhne selbst ein nachlaufender Indikator seien. Darüber hinaus seien die im Juni erstellten Eurosystem-Projektionen für die Gesamt- wie auch die Kerninflation in den Jahren 2024 und 2025 gegenüber den März-Projektionen nach oben korrigiert worden, wobei sich die jüngsten Projektionen für die Kerninflation im Jahr 2024 gegenüber September 2023 kaum geändert hätten. Überdies sei die projizierte Rückkehr der Gesamtinflation auf den Zielwert von 2 % angesichts einer bereits lang anhaltenden Phase hoher Inflationsraten auf das Schlussquartal 2025 verschoben worden. Daher könne jede weitere Verzögerung bei der Rückführung der Inflation auf den Zielwert es erschweren, die Inflationserwartungen auch in Zukunft weiterhin zu verankern. All dies deute darauf hin, dass die letzte Etappe, also die finale Phase der Disinflation, die schwierigste sei.

Die erwähnten Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer waren auch der Ansicht, dass die Risiken für die Inflationssichten aufwärtsgerichtet seien. Dies liege zum Teil daran, dass sich die Abwärtsrisiken für die Inflation seit der letzten Sitzung aufgrund der laufenden Konjunkturerholung, aber auch aufgrund erhöhter geopolitischer Risiken verringert hätten. Es wurde darauf hingewiesen, dass ein leichtes Unterschreiten des Inflationsziels viel weniger kostspielig sei als ein anhaltendes Überschreiten, zumal die Verankerung der Inflationserwartungen nicht als selbstverständlich erachtet werden solle.

Zusammengefasst deuteten diese Überlegungen darauf hin, dass Zinssenkungen nicht vollständig mit dem Grundsatz der Datenabhängigkeit im Einklang stünden und dass es durchaus angebracht sei, die Zinsen auf der aktuellen Sitzung unverändert zu belassen. Gleichwohl wurde trotz der Vorbehalte die Bereitschaft geäußert, Herrn Lanes Vorschlag zu unterstützen.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Hintergrund stimmten fast alle Ratsmitglieder dem Vorschlag von Herrn Lane zu, die drei Leitzinssätze der EZB um je 25 Basispunkte zu senken. Auf Grundlage der aktualisierten Beurteilung der Inflationsaussichten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission wurde es als angemessen erachtet, den Grad der geldpolitischen Straffung zu reduzieren, nachdem die Leitzinsen neun Monate lang unverändert geblieben waren. Seit der Sitzung im September 2023 sei die Inflation um mehr als 2,5 Prozentpunkte zurückgegangen, und die Inflationsaussichten hätten sich seitdem deutlich verbessert. Die Projektionen bezüglich der Inflationsentwicklung im vierten Quartal 2025 hätten sich in diesem Zeitraum in einer sehr engen Bandbreite von 1,9 % bis 2 % bewegt. Dadurch habe sich das Vertrauen in die Zuverlässigkeit, Solidität und Robustheit der Projektionen erhöht, die erkennen ließen, dass die Inflation zeitnah zum Zielwert von 2 % zurückkehren dürfte. Auch die zugrunde liegende Inflation habe sich abgeschwächt, wodurch sich die Anzeichen verdichtet hätten, dass der Preisdruck nachgelassen habe. Die Inflationserwartungen seien unterdessen für alle Zeithorizonte gesunken. Die Geldpolitik habe dafür gesorgt, dass die Finanzierungsbedingungen restriktiv geblieben seien. Durch die Dämpfung der Nachfrage und die feste Verankerung der Inflationserwartungen habe dies maßgeblich zur Rückführung der Inflation beigetragen.

Es wurde die abweichende Auffassung vertreten, dass die seit der letzten Sitzung neu eingegangenen Daten und die bestehenden Aufwärtsrisiken für die Inflation nicht für eine Zinssenkung sprächen. So zeige insbesondere der aktuelle Inflationsdruck, der an den jüngsten Daten abzulesen sei, eine gewisse Hartnäckigkeit der Inflation. Diese Hartnäckigkeit könne durch verschiedene geopolitische Risiken noch verstärkt werden. Darüber hinaus könne eine Abkopplung von der Zinspolitik der Vereinigten Staaten dazu führen, dass der Inflationsdruck über Wechselkurseffekte erhöht würde.

Im Hinblick auf künftige Sitzungen betonten die Ratsmitglieder, dass sie weiterhin entschlossen seien, für eine zeitnahe und nachhaltige Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2 % zu sorgen. Sie bekräftigten, dass sie die Leitzinsen so lange wie erforderlich ausreichend restriktiv halten würden, um dieses Ziel zu erreichen. Angesichts der weiter bestehenden Unsicherheit über den Prozess des Inflationsabbaus und den holprigen Pfad, den es noch zu beschreiten gelte, wurde es als wichtig erachtet, die angemessene Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus weiterhin abhängig von der Datenlage und von Sitzung zu Sitzung festzulegen. Die Festlegung auf einen bestimmten Zinspfad

solle nicht im Voraus erfolgen, damit sämtliche Handlungsoptionen offenblieben. Die Ratsmitglieder hoben zudem erneut hervor, dass die Geldpolitik weiterhin auf den etablierten Elementen der Reaktionsfunktion beruhen solle.

In Bezug auf die Kommunikation herrschte Einigkeit darüber, dass es wichtig sei, das gestiegene Vertrauen in den Disinflationsprozess zum Ausdruck zu bringen, das den geldpolitischen Beschluss gerechtfertigt habe. Zugleich wurde betont, dass hinsichtlich des künftigen Disinflationspfads weiterhin Vorsicht und Geduld und hinsichtlich der zeitnahen Rückführung der Inflation auf den Zielwert anhaltende Entschlossenheit geboten seien.

Die Ratsmitglieder waren mit dem Vorschlag von Herrn Lane einverstanden, zu bestätigen, dass die Wertpapierbestände des Eurosystems aus dem PEPP in der zweiten Jahreshälfte im Durchschnitt um monatlich 7,5 Mrd. € reduziert würden. Der Abbau der PEPP-Bestände werde weitgehend nach den Modalitäten erfolgen, die beim APP zur Anwendung kämen. Darüber hinaus stimmten die Ratsmitglieder darin überein, bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im PEPP-Portfolio weiterhin flexibel zu agieren. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass die frühere Ankündigung des beabsichtigten Abbaus der PEPP-Wertpapierbestände von den Märkten sehr reibungslos absorbiert worden sei.

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 6. Juni 2024](#)

Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse vom 6. Juni 2024](#)

Sitzung des EZB-Rats, 5.-6. Juni 2024

Mitglieder

- Frau Lagarde, Präsidentin

- Herr de Guindos, Vizepräsident
- Herr Centeno
- Herr Cipollone
- Herr Elderson
- Herr Hernández de Cos
- Herr Holzmann
- Herr Kazāks*
- Herr Kažimír
- Herr Knot*
- Herr Lane
- Herr Makhlouf
- Herr Müller
- Herr Nagel
- Herr Panetta
- Herr Patsalides*
- Herr Rehn
- Herr Reinesch
- Frau Schnabel
- Herr Scicluna
- Herr Šimkus
- Herr Stournaras*
- Herr Vasle
- Herr Villeroy de Galhau
- Herr Vujčić*
- Herr Wunsch

* Mitglieder, die im Juni 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 Kroes
- Herr Lünnemann
- Herr Madouros
- Frau Mauderer
- Herr Nicoletti Altimari
- Herr Novo
- Herr Rutkaste
- 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 22. August 2024 vorgesehen.

Europäische Zentralbank
Generaldirektion Kommunikation
Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland
Tel.: +49 69 1344 7455, E-Mail: media@ecb.europa.eu
Internet: www.ecb.europa.eu

Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.