

## Sitzung am 11.-12. September 2024

### Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 11.-12. September 2024, in Frankfurt am Main

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

##### Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel wies darauf hin, dass es seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 17.-18. Juli 2024 wiederholt zu Phasen erhöhter Marktvolatilität gekommen sei, weil Wachstumsbedenken zum dominierenden Marktthema geworden seien. Die Volatilität an den Märkten für risikoreiche Vermögenswerte habe sich dauerhafter auf die Finanzmärkte insgesamt ausgewirkt. Dies stehe im Zusammenhang mit den veränderten Erwartungen hinsichtlich des geldpolitischen Kurses der US-amerikanischen Notenbank Federal Reserve.

Die Neueinschätzung der Erwartungen bezüglich der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten habe auch die Zinserwartungen im Euroraum beeinflusst. Die etwas schwächeren Wirtschaftsdaten und eine deutlich gesunkene Gesamtinflation im Eurogebiet hätten hierbei ebenfalls eine Rolle gespielt. Die Märkte für Tagesgeldsatz-Swaps (Overnight Index Swaps – OIS) preisten derzeit einen steiler verlaufenden und frühzeitigeren Zinssenkungszyklus ein als noch zum Zeitpunkt der letzten EZB-Ratssitzung. Indessen hätten sich die umfragebasierten Erwartungen gegenüber Juli kaum verändert.

Im Zuge des im August veröffentlichten Berichts zur Zahl der Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft in den USA und der Rückabwicklung von Yen-Carry-Trades sei die Volatilität an den US-Aktienmärkten so hoch gewesen wie zuletzt im Oktober 2020. Entsprechend seien die implizite Volatilität an den Aktienmärkten im Euroraum sowie der zusammengesetzte Indikator für systemischen Stress sprunghaft angestiegen. Die Turbulenzen seien jedoch von kurzer Dauer gewesen und die Indikatoren für Volatilität und systemischen Stress rasch wieder gesunken.

Die starken Schwankungen der Risikoaversion der internationalen Anleger seien auch in den Aktienkursen zum Ausdruck gekommen. Die schwächeren Wachstumsaussichten hätten sich dabei

auch in der sektorspezifischen Aktienmarktentwicklung weltweit widergespiegelt. Sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten hätten defensive Sektoren zuletzt besser abgeschnitten als konjunkturabhängige Sektoren. Dies deute darauf hin, dass sich die Anleger am Aktienmarkt auf ein langsamerer Wirtschaftswachstum einstellten.

Zwei Faktoren könnten die Entwicklung am Aktienmarkt verstärkt haben: Erstens könne die Reagibilität der US-Aktienkurse auf makroökonomische Schocks in den USA von den zum entsprechenden Zeitpunkt verzeichneten Bewertungen abhängen. Ein zweiter Faktor sei die größere Bedeutung von spekulativen Marktinstrumenten, etwa von Aktienfonds, die die kurzfristige Marktvolatilität abbildeten.

Die umfassende Neueinschätzung des erwarteten geldpolitischen Kurses in den USA habe sich auf die Zinserwartungen in anderen großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften wie dem Euroraum ausgewirkt. Die OIS-Terminzinskurve im Euroraum habe sich – verglichen mit den Annahmen zum Zeitpunkt der Ratssitzung im Juli – merklich nach unten verlagert. Anders als die Markterwartungen hätten sich Umfragen als wesentlich stabiler erwiesen. Die in der jüngsten Umfrage geldpolitischer Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) geäußerten Erwartungen hätten sich seit der vorangegangenen Umfragerunde nicht geändert und ließen auf einen eher graduellen Zinspfad schließen.

Die gegenüber Umfragen höhere Volatilität der Markterwartungen sei weit verbreitet gewesen; dies lasse sich an der im Jahresverlauf verzeichneten Entwicklung der markt- und umfragebasierten Erwartungen zu den Leitzinsen erkennen. Letztere würden anhand der Einschätzungen zu den für die Zeit bis Ende 2024 bzw. Ende 2025 angenommenen Zinssenkungen insgesamt ermittelt, die sich aus der Marktentwicklung sowie der SMA-Befragung ergäben. Seit Anfang 2024 hätten die marktbasieren Erwartungen geschwankt und sich dabei um ein stabiles Niveau der aus der SMA abgeleiteten Erwartungen bewegt. Die Haupttriebkräfte an den Zinsmärkten im Zeitraum zwischen den Ratssitzungen und auch für den größten Teil des Jahres 2024 seien tatsächlich US-amerikanische und weniger inländische euroraumspezifische Faktoren gewesen. Damit lasse sich möglicherweise zum Teil erklären, weshalb die Erwartungen der Analysten geringer auf die jüngsten Daten reagiert hätten.

Zugleich hätten sich die Erwartungen zur Divergenz der Geldpolitik im Euroraum und in den Vereinigten Staaten umgekehrt: So rechneten die Märkte inzwischen damit, dass der Lockerungszyklus der US-amerikanischen Notenbank steiler verlaufen werde.

Vor allem die niedrigeren erwarteten Realzinsen seien wohl für den Rückgang der Nominalzinsen in den USA verantwortlich, der seit der letzten Sitzung des EZB-Rats über alle Laufzeiten hinweg zu beobachten gewesen sei. Dies zeige sich, wenn man die OIS-Sätze für unterschiedliche Laufzeiten in

den Inflationsausgleich und die Realzinsen zerlege. Dagegen seien die niedrigeren Nominalzinsen im Eurogebiet in erster Linie einem rückläufigen Inflationsausgleich geschuldet gewesen.

Die Neubewertung der Inflationsaussichten im Euroraum und in den Vereinigten Staaten habe dazu geführt, dass die einjährigen inflationsindexierten Swapsätze in einem Jahr in beiden Wirtschaftsräumen weitgehend parallel zueinander gesunken seien. Die Tatsache, dass sich die Anleger weltweit nun verstärkt auf Wachstums- statt auf Inflationsbedenken konzentrierten, könnte dafür gesorgt haben, dass sich der von den Investoren geforderte Ausgleich für aufwärtsgerichtete Inflationsrisiken verringert habe. Ein weiterer Bestimmungsfaktor für den Inflationsausgleich sei die deutliche Verbilligung von Energie seit der Ratssitzung im Juli gewesen. In den vergangenen Jahren habe eine enge Korrelation zwischen den kurzfristigen Inflationsaussichten an den Märkten und den Energiepreisen bestanden.

Die marktbasieren Inflationserwartungen hätten sich erneut um ein weitgehend stabiles Niveau der umfragebasierten Erwartungen bewegt. Dies zeige ein Vergleich der seit Jahresbeginn verzeichneten Entwicklung der Erwartungen aus der SMA-Umfrage und der Marktbepreisung der Inflationsraten zum Jahresende 2024 bzw. 2025.

Dass die aktuelle Entwicklung an den Finanzmärkten und die Divergenz der Erwartungen hinsichtlich der Leitzinsen im Eurogebiet und in den USA überwiegend von US-amerikanischen Faktoren bestimmt worden sei, habe sich auch in der Wechselkursentwicklung bemerkbar gemacht. So habe der Euro im Vergleich zum US-Dollar an Wert gewonnen. Grund hierfür seien die Neubewertung der geldpolitischen Erwartungen in den USA und die Eintrübung der dortigen gesamtwirtschaftlichen Aussichten gewesen. In nominaler effektiver Rechnung sei der Euro-Wechselkurs hingegen leicht gesunken: Kursgewinne gegenüber dem US-Dollar und weiteren Währungen seien durch Kursverluste zum Schweizer Franken und dem japanischen Yen aufgezehrt worden.

Die Staatsanleihemärkte hätten sich abermals widerstandsfähig gegenüber der Volatilität in den Marktsegmenten für risikoreichere Vermögenswerte gezeigt. Die Renditeabstände zehnjähriger Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen hätten sich im Gefolge der Turbulenzen etwas ausgeweitet, sich kurz darauf aber wieder verengt. Was Unternehmenskredite anbelange, so hätten sich die Kosten für eine Prolongierung dieser Kredite im Euroraum und in den USA in allen Ratingkategorien gegenüber ihren Höchstständen merklich verringert.

Das erste längerfristige Refinanzierungsgeschäft mit dreimonatiger Laufzeit, das sich bis in den Zeitraum der neuen Zinsgestaltung für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte erstreckte, sei nur in begrenztem Maße in Anspruch genommen worden. Wie im März bekannt gegeben, werde der Abstand zwischen dem Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und dem Zinssatz für die Einlagefazilität ab dem 18. September 2024 von 50 Basispunkten auf 15 Basispunkte verringert.

Zudem rechneten die Märkte derzeit nur mit einer langsam steigenden Inanspruchnahme und erwarteten keine Reaktion der Geldmärkte auf diese Anpassung.

## Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euroraum

Herr Lane ging zunächst auf die Inflationsentwicklung im Euroraum ein. Die Gesamtteuerungsrate sei im August laut Schnellschätzung auf 2,2 % zurückgegangen. Damit liege sie 0,4 Prozentpunkte unter ihrem Wert vom Juli. Dies spiegele hauptsächlich einen deutlich schwächeren Preisauftrieb bei Energie wider. Die Inflationsrate sei hier aufgrund abwärtsgerichteter Basiseffekte von 1,2 % im Juli auf -3,0 % im August gesunken. Die Teuerungsrate bei Nahrungsmitteln habe im August bei 2,4 % gelegen und sei damit etwas höher als im Vormonat (2,3 %). Die Kerninflation – gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) ohne Energie und Nahrungsmittel – habe sich im August um 0,1 Prozentpunkte auf 2,8 % verlangsamt. Grund hierfür sei gewesen, dass der Rückgang der Inflation bei Waren (auf 0,4 %) den Anstieg der Teuerung bei den Dienstleistungen (auf 4,2 %) mehr als ausgeglichen habe.

Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seien im Juli weitgehend unverändert geblieben. Die Binneninflation sei allerdings weiterhin hoch, da die Löhne nach wie vor in einem erhöhten Tempo anstiegen. Der von den Arbeitskosten ausgehende Druck lasse jedoch nach, und die niedrigeren Gewinne federten die Auswirkungen der höheren Löhne auf die Inflation teilweise ab. Das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer sei im zweiten Quartal 2024 weiter zurückgegangen und habe bei 4,3 % gelegen. Trotz einer schwachen Produktivität sei bei den Lohnstückkosten ein geringeres Wachstum zu verzeichnen gewesen (4,6 % gegenüber 5,2 % im ersten Quartal). Das jährliche Wachstum der Stückgewinne sei mit -0,6 % weiter rückläufig gewesen. Im ersten Quartal habe die entsprechende Änderungsrate noch bei -0,2 % und im Schlussquartal 2023 bei +2,5 % gelegen. Das Wachstum der Tariflöhne werde im restlichen Jahresverlauf weiterhin hoch und volatil bleiben, da Einmalzahlungen in einigen Ländern eine bedeutende Rolle spielten und die Lohnanpassungen stufenweise erfolgten. Der zukunftsorientierte Indikator für die Lohnentwicklung deute ebenfalls darauf hin, dass das Lohnwachstum auf kurze Sicht kräftig sein, sich 2025 jedoch verlangsamen werde.

Die Gesamtinflation dürfte gegen Ende des laufenden Jahres wieder ansteigen. Dies sei zum Teil der Tatsache geschuldet, dass vorangegangene Rückgänge der Energiepreise aus den Jahreswachstumsraten herausfallen würden. Den jüngsten Projektionen der EZB zufolge werde die Gesamtinflation 2024 im Durchschnitt bei 2,5 %, 2025 bei 2,2 % und 2026 bei 1,9 % liegen. Den Wert von 2,0 % werde sie dabei vermutlich in der zweiten Jahreshälfte 2025 erreichen. Im Vergleich zu den Juni-Projektionen sei das Profil der Gesamtinflation unverändert. Inflationsprojektionen, bei denen die

Kosten für selbst genutztes Wohneigentum berücksichtigt würden, seien ein hilfreiches Werkzeug zur Gegenprüfung. Für die Projektionen vom September ergäben sich dadurch jedoch keine wesentlichen Unterschiede, da der Anstieg der Mieten und jener des Preisindex für selbst genutztes Wohneigentum ein sehr ähnliches Profil aufgewiesen hätten wie die Projektion für die HVPI-Gesamtinflation. Hinsichtlich der Kerninflation seien die Projektionen für die Jahre 2024 und 2025 geringfügig nach oben revidiert worden. Grund hierfür sei die über den Erwartungen liegende Teuerungsrate für Dienstleistungen. Die Fachleute der EZB rechneten weiterhin mit einem raschen Rückgang der Kerninflation von 2,9 % im laufenden Jahr auf 2,3 % im Jahr 2025 und 2,0 % im Jahr 2026. Aufgrund der schwächeren Wirtschaftsentwicklung und des geringeren Lohndrucks werde in den Projektionen nun von einem schnelleren Inflationsabbau im Jahresverlauf 2025 ausgegangen, sodass die Vorausschätzung für die Kerninflation im vierten Quartal 2025 von 2,2 % auf 2,1 % revidiert worden sei.

Mit Blick auf die Weltwirtschaft betonte Herr Lane, dass sich die globale Konjunktur (ohne Euroraum) weiterhin als widerstandsfähig erweise und der Welthandel im zweiten Quartal 2024 gewachsen sei. Zurückzuführen sei dies auf vorgezogene Bestellungen von Unternehmen, die damit rechneten, dass es vor Weihnachten zu Lieferverzögerungen kommen könnte. Zugleich nähmen die Abwärtsrisiken zu, wobei die Indikatoren auf eine Abschwächung im verarbeitenden Gewerbe hindeuteten. Durch die Vorverlagerung von Bestellungen in die erste Jahreshälfte könnte sich der Handel im zweiten Halbjahr schwächer entwickeln.

Seit der Sitzung des EZB-Rats im Juli habe der Euro gegenüber dem US-Dollar aufgewertet (+1,0 %), sei aber in effektiver Rechnung weitgehend stabil geblieben. Was die Energiemärkte anbelange, so seien die Preise für Rohöl der Sorte Brent seit der Juli-Sitzung um 14 % auf rund 75 USD je Barrel gesunken. Die europäischen Erdgaspreise seien vor dem Hintergrund der anhaltenden Sorgen über die geopolitische Lage um 16 % gestiegen und lägen bei rund 37 € je Megawattstunde.

Nach einem Wachstum von 0,3 % im ersten Quartal habe sich das reale BIP des Euroraums im zweiten Quartal dieses Jahres um 0,2 % erhöht (der Wert sei zuvor nach unten korrigiert worden). Damit sei es hinter den jüngsten Projektionen für das reale BIP zurückgeblieben. Es sei wichtig, der Abschwächung im zweiten Quartal 2024 keine zu hohe Bedeutung zuzumessen. Sie falle geringer aus, wenn der hohe und volatile Beitrag der immateriellen Investitionen in einer kleinen Volkswirtschaft im Eurogebiet aus der Berechnung ausgeklammert werde. Jedoch sei zu bedenken, dass die Wirtschaft des Euroraums zwar weiter wachse, diese Expansion jedoch nicht von der privaten Binnennachfrage, sondern vor allem vom Außenbeitrag und den Staatsausgaben getragen werde. Die private Binnennachfrage sei zurückgegangen, da die privaten Haushalte weniger konsumierten, die Unternehmen ihre Investitionen zurückgefahren hätten und die Wohnungsbauinvestitionen deutlich gesunken seien. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums sei der

Schnellschätzung zufolge von 50,2 Punkten im Juli auf 51,2 Punkte im August gestiegen. Während der Dienstleistungssektor weiter wachse, gehe die Aktivität im zinssensibleren verarbeitenden Gewerbe noch immer zurück. Damit setze sich die Entwicklung fort, die bereits über weite Strecken der vergangenen beiden Jahre zu beobachten gewesen sei. Gemäß der Schnellschätzung habe sich der EMI für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor im August auf 53,3 Punkte erhöht, während der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe mit 45,7 Zählern weiterhin deutlich im kontraktiven Bereich liege. Das Gesamtbild gebe Anlass zur Sorge. Da sich sowohl die Aktivität als auch die Auftragseingänge sehr ähnlich entwickelten, gebe es keine Hinweise darauf, dass sich das verarbeitende Gewerbe bald erholen werde. Das Verbrauchervertrauen bleibe verhalten, und die Industrieproduktion sei weiterhin heftigem Gegenwind ausgesetzt, wobei sich der stark vernetzte Industriesektor in der größten Volkswirtschaft des Eurogebiets in einer anhaltenden Flaute befinde. In Bezug auf den Handel sei auch beunruhigend, dass die EMIs für neue Exportaufträge sowohl im Dienstleistungssektor als auch im verarbeitenden Gewerbe in den letzten ein bis zwei Monaten nach einer Verbesserung wieder gesunken seien.

Den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September zufolge dürfte das weltweite reale BIP nach einem Wachstum von 3,5 % im Jahr 2023 in den Jahren 2024 und 2025 um jeweils 3,4 % und im Jahr 2026 um 3,3 % zunehmen. Verglichen mit den Projektionen vom Juni sei das Wachstum des weltweiten realen BIP für jedes Jahr des Projektionszeitraums um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert worden. Auch wenn sich der Ausblick für die Weltwirtschaft leicht verbessert habe, seien die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums nach unten revidiert worden. Dies dürfte den Disinflationsdruck im Eurogebiet insbesondere im Jahr 2025 verstärken.

Der Arbeitsmarkt des Euroraums entwickle sich weiterhin robust, wobei die Arbeitslosenquote im Juli mit 6,4 % weitgehend unverändert geblieben sei. Im zweiten Quartal habe die Beschäftigung um 0,2 % zugenommen. Zugleich habe sich der Anstieg der Erwerbspersonenzahl verlangsamt. Die jüngsten Umfrageindikatoren deuteten auf eine weitere Abschwächung der Nachfrage nach Arbeitskräften hin. Die Vakanzquote sei von 2,9 % im ersten Quartal auf 2,6 % im zweiten Quartal gesunken und liege damit nahe ihrem vor der Pandemie verzeichneten Höchststand von 2,4 %. Frühindikatoren der Arbeitsmarktdynamik signalisierten eine weitere Verlangsamung im dritten Quartal. Der EMI für die Beschäftigung habe im August ein weitgehend neutrales Niveau von 49,9 Punkten aufgewiesen.

Den Projektionen zufolge werde das Produktionswachstum 2024 bei 0,8 % liegen. Im Jahr 2025 dürfte es auf 1,3 % und 2026 auf 1,5 % anziehen. Gegenüber den Juni-Projektionen seien die Wachstumsaussichten für jedes Jahr des Projektionszeitraums um 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert worden. Die Abwärtsrevision für 2024 sei dadurch bedingt, dass die BIP-Daten unerwartet schwach ausgefallen seien und sich die kurzfristigen Konjunkturindikatoren verhalten entwickelt hätten. Die Abwärtsrevisionen der durchschnittlichen Jahreswachstumsraten für die Jahre 2025

und 2026 seien auf etwas schwächere Beiträge des Außenhandels und der Binnennachfrage zurückzuführen.

Mit Blick auf die Finanzpolitik werde sich der Finanzierungssaldo im Euroraum den Projektionen zufolge schrittweise verbessern, wenn auch weniger stark, als in der vorangegangenen Projektionsrunde angenommen. Er dürfte von -3,6 % im Jahr 2023 auf -3,3 % im Jahr 2024, -3,2 % im Jahr 2025 und -3,0 % im Jahr 2026 steigen.

Was die monetäre und finanzielle Analyse betreffe, so seien die risikofreien Marktzinsen seit der letzten geldpolitischen Sitzung merklich gesunken. Ursächlich hierfür seien vor allem die eingetrübten Aussichten für das Wachstum der Weltwirtschaft und geringere Bedenken hinsichtlich des Inflationsdrucks. Die im Sommer beobachteten Spannungen an den globalen Märkten hätten zu einer temporären Verschärfung der Finanzierungsbedingungen in den risikoreicheren Marktsegmenten geführt. Im Euroraum und andernorts seien die Terminzinsen jedoch über alle Laufzeiten hinweg gesunken. Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte seien weiterhin restriktiv, da die geldpolitische Transmission der vorangegangenen Leitzinserhöhungen noch andauere. Die durchschnittlichen Zinssätze für neue Unternehmenskredite und neue Immobilienkredite seien im Juli mit 5,1 % bzw. 3,8 % hoch geblieben. Die monetäre Dynamik sei inmitten der ausgeprägten Volatilität der monatlichen Ströme weitgehend stabil, wobei die Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums nach wie vor die wichtigste Triebfeder der Geldschöpfung gewesen seien. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 habe sich im Juli auf 2,3 % belaufen. Damit sei sie gegenüber Juni unverändert geblieben, verglichen mit Mai (1,5 %) jedoch gestiegen. Das Kreditwachstum entwickle sich angesichts der schwachen Nachfrage weiter schleppend.

## Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

In Bezug auf die Beurteilung der Inflationsaussichten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission kam Herr Lane zu dem Schluss, dass das Vertrauen in eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum Zielwert durch eine nachlassende Unsicherheit im Hinblick auf die Projektionen, so auch hinsichtlich deren Stabilität über die einzelnen Runden hinweg, gestützt werde. Gestärkt werde das Vertrauen auch dadurch, dass eine Reihe von Indikatoren der Inflationserwartungen nach wie vor mit einer zeitnahen Annäherung an den Zielwert im Einklang stünden. Die aktuellen Daten zu Löhnen und Gewinnen hätten den Erwartungen entsprochen. Im Basisszenario werde von einer Konjunkturerholung ausgegangen, die von der Nachfrage getragen werde. Dadurch erhöhe sich die Arbeitsproduktivität, sodass die Unternehmen den erwarteten Anstieg der Arbeitskosten absorbieren könnten, ohne zu starke Einbußen in ihrer Ertragskraft hinnehmen zu müssen. Dies sollte den durch die höheren Löhne ausgelösten Kostendruck abfedern und den

Preisanstieg dämpfen. Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation, einschließlich jener mit einem hohen Prognosegehalt für die künftige Teuerung, lägen stabil auf einem Niveau, das mit einer hinreichend zeitnahen Rückkehr der Inflation zum Zielwert vereinbar sei. Während die Binneninflation aufgrund der Lohnsteigerungen nach wie vor erhöht sei, dürfte die projizierte Verlangsamung des Lohnwachstums im kommenden Jahr einen wesentlichen Beitrag zur letzten Phase des Inflationsabbaus in Richtung des Zielwerts leisten.

Auf Basis dieser Einschätzung sei es nun angemessen, einen weiteren Schritt zur Reduzierung des geldpolitischen Straffungsgrads zu gehen. Daher schlug Herr Lane vor, den Zinssatz für die Einlagefazilität – den Zinssatz, mit dem der EZB-Rat den geldpolitischen Kurs steuere – um 25 Basispunkte zu senken. Dieser Beschluss erweise sich über zahlreiche Szenarien hinweg als robust. Bei einem immer noch eindeutig restriktiven Stand des Einlagesatzes von 3,50 % könne aufwärtsgerichteten Inflationsschocks, die eine zeitnahe Rückkehr der Inflationsrate zum Zielwert infrage stellten, dadurch entgegengewirkt werden, dass die Zinssenkungen in den kommenden Quartalen langsamer vorgenommen würden, als im Basisszenario der Projektionen unterstellt werde. Zugleich biete dieses Niveau im Vergleich zur Beibehaltung des Einlagesatzes bei 3,75 % auch einen besseren Schutz vor Abwärtsrisiken, die zu einer Unterschreitung des Zielwerts im späteren Verlauf des Projektionszeitraums führen könnten. Zu diesen Abwärtsrisiken zählten auch Risiken, die mit einer übermäßig langsamen Rückführung des Zinsstraffungszyklus einhergingen.

Mit Blick auf die Zukunft sei ein schrittweiser Ansatz zur Rücknahme der restriktiven Geldpolitik angemessen, wenn die eingehenden Daten mit der Basisprojektion im Einklang stünden. Gleichzeitig sollten die Handlungsoptionen hinsichtlich des Tempos der Zinsanpassungen offenbleiben. Deuteten die aktuellen Daten auf eine anhaltende Beschleunigung des Inflationsabbaus oder eine wesentliche Verlangsamung der Konjunkturerholung (mit Auswirkungen auf die mittelfristige Teuerung) hin, könnten raschere Zinsanpassungen erforderlich sein. Legten die aktuellen Daten hingegen den Schluss nahe, dass der Disinflationsprozess langsamer verlaufe als erwartet oder sich die Wirtschaft rascher erhole, könnte eine langsamere Zinsanpassung geboten sein. Diese Erwägungen verdeutlichten, dass es wichtig sei, Zinsbeschlüsse von Sitzung zu Sitzung und in Abhängigkeit von der Datenlage zu treffen. Bei diesem Ansatz blieben Handlungsoptionen in beide Richtungen sowie Flexibilität bei künftigen Zinsbeschlüssen gewahrt. Entsprechend sei erneut darauf hinzuweisen, dass a) die Leitzinsen so lange wie erforderlich ausreichend restriktiv gehalten würden, um eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum Zielwert zu erreichen, b) die Festlegung der Zinspolitik auch in Zukunft von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung festgelegt werde und c) die Reaktionsfunktion mit ihren drei Elementen – die Beurteilung der Inflationsaussichten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission durch den EZB-Rat – beibehalten werde.

Wie im März angekündigt, würden einige Änderungen am geldpolitischen Handlungsrahmen zu Beginn der nächsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode am 18. September 2024 in Kraft treten. Der

Abstand zwischen dem Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und dem Zinssatz für die Einlagefazilität werde auf 15 Basispunkte verringert. Der Abstand zwischen dem Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und dem Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte bleibe unverändert bei 25 Basispunkten. Diese technischen Anpassungen implizierten, dass der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität in der Folgewoche um 60 Basispunkte auf 3,65 % bzw. 3,90 % gesenkt würden. Angesichts dieser Änderungen sollte der EZB-Rat in seiner Kommunikation betonen, dass er den geldpolitischen Kurs über die Anpassung des Zinssatzes für die Einlagefazilität steuere.

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

### Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld nahmen die Ratsmitglieder die von Herrn Lane dargelegte Einschätzung zur Kenntnis. Die aktuellen Daten bestätigten ein robustes Wachstum der Weltwirtschaft, wenngleich die zuletzt unerwartet negativen Werte des EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe auf eine mögliche Eintrübung der kurzfristigen Aussichten hindeuteten. Während der Dienstleistungssektor kräftig wachse, schrumpfte das verarbeitende Gewerbe. Der Preisauftrieb bei Waren gehe stark zurück, wohingegen sich die Inflation bei den Dienstleistungen als hartnäckig erweise. Der Welthandel habe im zweiten Quartal die Erwartungen übertroffen, was wahrscheinlich einer vorzeitigen Lageraufstockung zuzuschreiben sei. Im dritten Quartal dürfte er sich jedoch wieder verlangsamen. Anschließend werde er sich den Projektionen zufolge erholen und im restlichen Projektionszeitraum im Gleichlauf mit der globalen Konjunktur wachsen. Die Auslandsnachfrage im Euroraum entwickle sich ähnlich wie der Welthandel. Für 2024 seien die Projektionen für die Auslandsnachfrage (vor allem aufgrund guter Daten) nach oben revidiert worden. Der Außenbeitrag sei in den vergangenen beiden Quartalen die wichtigste Nachfragekomponente gewesen, die die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum gestützt habe. Mit Blick auf die Zukunft zeichne sich indes eine schwächere Auslandsnachfrage ab, da die Auslandsbestellungen und die EMIs rückläufig seien.

Insgesamt hätten sich die Wachstumsaussichten in den September-Projektionen gegenüber den Juni-Projektionen leicht verbessert. Dies gelte sowohl für die Wachstumsperspektiven weltweit als auch für jene der großen Volkswirtschaften, was darauf hindeute, dass die Befürchtungen einer erheblichen globalen Abschwächung überzeichnet sein könnten. In den Vereinigten Staaten entwickle sich die Konjunktur trotz Anzeichen einer Anpassung am Arbeitsmarkt immer noch robust. Der jüngste Anstieg der Arbeitslosigkeit sei in erster Linie auf eine zunehmende Zahl an Erwerbspersonen (infolge einer

höheren Erwerbsbeteiligung und einer starken Zuwanderung) und nicht auf eine schwächere Arbeitsnachfrage oder eine erhöhte Unterauslastung am Arbeitsmarkt zurückzuführen. In China habe sich das Wachstum im zweiten Quartal deutlich verlangsamt, da der anhaltende Abschwung am Immobilienmarkt die Nachfrage der privaten Haushalte weiter dämpfe. Die Exporte seien nach wie vor der wichtigste Wachstumsmotor. Die sinkenden chinesischen Exportpreise verdeutlichten die anhaltenden Überkapazitäten im Baugewerbe und im Hochtechnologie produzierenden Gewerbe.

Was die Rohstoffe betreffe, so seien die Ölpreise seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats kräftig gesunken. Der Rückgang spiegele positive Meldungen auf der Angebotsseite, eine verhaltene Risikoeinschätzung und eine Konjunkturabkühlung vor allem in China wider. Die Terminkurve weise auf einen Abwärtstrend bei den Ölpreisen hin. Dagegen seien die europäischen Gaspreise infolge der Sorgen über die geopolitische Lage und lokale Lieferstörungen gestiegen. Die internationalen Preise für Metalle und Nahrungsmittelrohstoffe seien leicht gesunken. Aufgrund der guten Weizenernte in Kanada und den Vereinigten Staaten hätten sich die Nahrungsmittelpreise verringert. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass der Rückgang der Rohstoffpreise als Gradmesser für die Stimmung mit Blick auf das Weltwirtschaftswachstum verstanden werden könne.

In Bezug auf die Wirtschaft im Euroraum stimmten die Ratsmitglieder der Einschätzung von Herrn Lane zu und räumten ein, dass das Wachstumsergebnis im zweiten Quartal schwächer ausgefallen sei als erwartet. Zwar äußerten die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer breite Zustimmung zu den aktuellen gesamtwirtschaftlichen Projektionen, doch wurde betont, dass die neuen Daten eine Abwärtsrevision der Wachstumsaussichten gegenüber der vorangegangenen Projektionsrunde implizierten. Darüber hinaus wurde angemerkt, dass die private Binnennachfrage das zweite Quartal in Folge negativ zum BIP-Wachstum beigetragen habe und seit Mitte 2022 weitgehend stagniere.

Es wurde angeführt, dass Eurostat die Daten für die jüngsten Quartale seit dem Stichtag für die Projektionen revidiert habe, wobei sich die Zusammensetzung des Wachstums merklich verändert habe. Außerdem seien in früheren Veröffentlichungen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen bereits umfangreiche Korrekturen der zurückliegenden Daten, darunter Aufwärtskorrekturen der Wirtschaftstätigkeit, vorgenommen worden, die in den September-Projektionen weitgehend Berücksichtigung gefunden hätten. In der jüngsten Veröffentlichung deuteten die Nachfragekomponenten für das zweite Quartal auf einen noch ungünstigeren Beitrag des Konsums und der Investitionen hin und zeichneten daher ein pessimistischeres Bild als die September-Projektionen. Auch der Leistungsbilanzüberschuss im Euroraum lasse auf eine weiterhin schwache Binnennachfrage schließen. Es wurde auf eine mögliche nachteilige nichtlineare Dynamik hingewiesen, die sich aus der gegenwärtigen Konjunkturschwäche – beispielsweise aus schwächeren

Bilanzen der privaten Haushalte und Unternehmen – oder aus dem Arbeitsmarkt ergebe, da große Unternehmen in einigen Ländern zuletzt begonnen hätten, Personal zu entlassen.

Es wurde betont, dass die vom Konsum getragene Erholung im Euroraum, die seit Langem erwartet werde, bislang nicht eingetreten sei. Dies werfe die Frage auf, ob die Projektionen zu stark davon abhängen, dass der Konsum der maßgebliche Faktor für die Erholung sei. Die jüngsten Daten zeigten, dass die privaten Haushalte bei ihren Ausgaben weiterhin sehr zurückhaltend gewesen seien. Die Sparquote sei erhöht. Trotz der bereits großen Ersparnisbildung sei sie in den vergangenen Quartalen wieder gestiegen, auch wenn das Ausgangsniveau nach den Revisionen zurückliegender Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen niedriger gewesen sei. Dies könnte darauf hindeuten, dass sich die Verbraucher um ihre wirtschaftlichen Aussichten Sorgen machten und wenig Vertrauen in eine robuste Erholung hätten, auch wenn dies mit dem beobachteten Trendanstieg des Verbrauchervertrauens nicht vollständig im Einklang stehe. In diesem Zusammenhang wurden mehrere Faktoren genannt, die für die erhöhte Vorsicht der privaten Haushalte ausschlaggebend sein könnten. Dazu zählten die Unsicherheit über die geopolitische Lage, die Finanzpolitik, die wirtschaftlichen Auswirkungen des Klimawandels und der Transitionsmaßnahmen, die demografische Entwicklung sowie die Wahlergebnisse. In einem derart unsicheren Umfeld könnten Unternehmen und private Haushalte vorsichtiger sein und abwarten, wie sich die Lage entwickeln werde.

Gleichzeitig wurde vorgebracht, dass das Hochzinsumfeld wesentlich zur Erhöhung der Sparquote beitrage. Während die Elastizität der Ersparnisse gegenüber den Zinssätzen in den Modellen typischerweise relativ gering sei, sei der Zinsanstieg seit Anfang 2022 äußerst signifikant ausgefallen, nachdem es zuvor eine lange Phase niedriger oder negativer Zinsen gegeben habe. Vor diesem Hintergrund impliziere schon eine geringe Elastizität einen erheblichen Einfluss auf das Konsum- und Sparverhalten. Ferner wurde auf die von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikatoren für die Verbraucherstimmung verwiesen. Seit einiger Zeit habe sich diesen zufolge das Vertrauen unter den Verbrauchern allmählich erholt (im Einklang mit der niedrigeren Inflation), während ihre wahrgenommene Unsicherheit rückläufig sei. Daher dürfte die hohe Sparquote nicht in erster Linie durch Vorsichtsmotive zu erklären sein. Vielmehr spiegele sie die anhaltende geldpolitische Transmission wider, die sich jedoch im Zeitverlauf allmählich abschwächen dürfte. So habe bei den Einlagen- und Kreditzinsen ein Rückgang eingesetzt. Umfragen deuteten bereits auf einen Ausgabenanstieg bei den privaten Haushalten hin. In diesem Zusammenhang wurde nochmals auf die Verzögerungen bei der geldpolitischen Transmission hingewiesen. So müssten private Haushalte, die bisher noch keine höheren Hypothekenzahlungen zu leisten hätten, nach Ablauf ihrer Zinsbindungsfrist höhere Zinszahlungen hinnehmen. Auch dies könnte ein Faktor sein, der eine Ersparnisbildung begünstige.

Darüber hinaus wurde auf das Konzept des permanenten Einkommens als wichtige Bestimmungsgröße der Konsumausgaben verwiesen. Wenn private Haushalte befürchteten, dass ihr permanentes Einkommen aufgrund struktureller Entwicklungen der Wirtschaft nicht genauso stark gestiegen sei wie ihr derzeit verfügbares Einkommen, dann sei es nicht überraschend, dass sie ihre Ausgaben einschränkten.

Insgesamt wurde allgemein die Auffassung vertreten, dass eine Rezession im Euroraum nach wie vor unwahrscheinlich sei. Die projizierte Erholung beruhe auf einer Belebung der Konsum- und Investitionsausgaben, die weiterhin plausibel sei und mit gängigen ökonomischen Zusammenhängen im Einklang stehe, da die fundamentalen Voraussetzungen hierfür größtenteils gegeben seien. Die verhaltenen Ausgaben spiegelten eine verzögerte Reaktion auf die sich im Zeitverlauf realisierenden höheren Realeinkommen wider. Darüber hinaus impliziere der Anstieg bei den Ersparnissen der privaten Haushalte einen Puffer, der – wie in den Vereinigten Staaten – eine Zunahme der Ausgaben zu einem späteren Zeitpunkt unterstützen könnte, wenngleich sich das Konsum- und das Sparverhalten auf beiden Seiten des Atlantiks deutlich unterschieden.

Angesichts der Bedeutung von Investitionen sowohl für die Nachfrage- als auch für die Angebotsseite der Wirtschaft wurden insbesondere Bedenken hinsichtlich der Investitionsschwäche in diesem und im kommenden Jahr geäußert. Es wurde angemerkt, dass die wirtschaftliche Erholung keine große Unterstützung durch den Kapitalaufbau erhalten dürfte. Dies sei zum Teil auf die anhaltend restriktiven Finanzierungsbedingungen sowie auf die hohe Unsicherheit und strukturelle Schwächen zurückzuführen. Zudem wurde betont, dass die Gewinne einer der wichtigsten wirtschaftlichen Treiber für Investitionen seien. Sie hätten sich in den vergangenen Quartalen abgeschwächt, während sich gleichzeitig die Liquiditätspuffer der Unternehmen zurückgebildet hätten. Des Weiteren seien die Investitionsaussichten in den Projektionen nach unten revidiert worden und fielen nach wie vor verhalten aus. Dies sei atypisch für eine Konjunkturerholung und stehe in starkem Kontrast zu dem sehr hohen Investitionsbedarf, der im Bericht von Mario Draghi über die Zukunft der europäischen Wettbewerbsfähigkeit hervorgehoben worden sei.

Was den Arbeitsmarkt betreffe, so sei seine Widerstandsfähigkeit nach wie vor bemerkenswert. Die Arbeitslosenquote verharre vor dem Hintergrund eines anhaltend robusten, wenn auch langsameren Beschäftigungswachstums auf einem historischen Tiefstand. Gleichzeitig sei das Produktivitätswachstum niedrig geblieben und überraschend schwach ausgefallen. Dies deute darauf hin, dass der Anstieg der Arbeitsproduktivität nicht wie projiziert erfolgen dürfte. Die rückläufige Vakanzquote sei jedoch auf eine geringere Arbeitsnachfrage zurückzuführen, wenngleich sie weiterhin über ihrem Höchststand vor der Pandemie liege. Es wurde angemerkt, dass ein Rückgang der offenen Stellen in der Regel mit einem größeren Arbeitsplatzabbau zusammenfalle und daher ein Abwärtsrisiko für die Beschäftigung und die Konjunktur im Allgemeinen darstelle. Der Rückgang der

offenen Stellen decke sich auch mit einem geringeren Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer, was als Zeichen einer Abkühlung des Arbeitsmarkts wahrgenommen werde.

Die Ratsmitglieder betonten, dass es nach wie vor unklar sei, inwieweit die niedrige Produktivität konjunkturell bedingt sei oder eher strukturelle Veränderungen mit Auswirkungen auf das Wachstumspotenzial widerspiegele. Wenn konjunkturelle Faktoren für die niedrige Arbeitsproduktivität ausschlaggebend seien, bedürfe es beim projizierten Anstieg der Arbeitsproduktivität keiner Veränderung der unterstellten Innovationsrate europäischer Unternehmen oder der totalen Faktorproduktivität. Der projizierte Anstieg der Arbeitsproduktivität könnte einfach auf eine höhere Kapazitätsauslastung (bei anhaltender Unterauslastung) infolge einer höheren Nachfrage zurückzuführen sein. In einem Szenario, in dem die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nicht steige, würde sich dies aus konjunktureller Sicht früher oder später auf den Arbeitsmarkt auswirken. Auch wenn sich die Nachfrage im weiteren Verlauf erholen sollte, könnte immer noch ein strukturelles Problem vorliegen, und das Wachstum der Arbeitsproduktivität könnte auf mittlere Sicht verhalten bleiben. Einerseits wurde vorgebracht, dass in einem solchen Fall das Potenzialwachstum geringer ausfallen würde, wobei die Lohnstückkosten und der Preisdruck höher wären. Solche strukturellen Probleme ließen sich nicht durch niedrigere Zinsen lösen und müssten von anderen Politikbereichen angegangen werden. Andererseits wurde die Auffassung vertreten, dass eine strukturelle Schwäche durch hohe Zinssätze verstärkt werden könnte. Derartige strukturelle Herausforderungen könnten daher für die Geldpolitik künftig von Belang sein, wenn dadurch der natürliche Zinssatz sinken und infolgedessen möglicherweise häufiger unkonventionelle Maßnahmen ergriffen würden.

Ferner wurde auf die Unterschiede bei den Wachstumsaussichten der einzelnen Länder verwiesen, die als zusätzliche Herausforderung für die Geldpolitik wahrgenommen wurden. Da sich der Anteil des verarbeitenden Gewerbes an der Bruttowertschöpfung (sowie die Handelsoffenheit) je nach Volkswirtschaft unterscheide, litten einige Länder des Euroraums stärker als andere unter der Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit in der Industrie. Vor allem das schwache Wachstum in der größten Volkswirtschaft des Euroraums bremse das Wachstum im Eurogebiet. Während die dortige Schwäche teilweise konjunkturell bedingt sein dürfte, spielten in diesem Land auch erhebliche strukturelle Herausforderungen eine Rolle. Viele andere Länder des Euroraums hätten dagegen ein robustes Wachstum verzeichnet, wozu die Binnennachfrage maßgeblich beigetragen habe. Zudem wurde betont, dass der Kurs der jeweiligen nationalen Finanzpolitik nach wie vor mit einer sehr großen Unsicherheit behaftet sei, da die nationalen Haushaltspläne verhandelt werden müssten, während sich die Europäische Kommission in einer Übergangsphase befinde. In diesem Zusammenhang verschleierte die in den Projektionen enthaltene allmähliche Verbesserung der aggregierten Haushaltslage des Euroraums erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Eine vollständige, transparente und unverzügliche Umsetzung der Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU werde den Regierungen dabei helfen, Haushaltsdefizite und

Schuldenquoten nachhaltig zu senken. Der Einfluss einer expansiven Finanzpolitik auf die Wirtschaft sei im aktuellen Umfeld besonders ungewiss und trage möglicherweise zu einer höheren Ersparnisbildung statt zu höheren Ausgaben privater Haushalte bei (sodass die Effekte eher ricardianisch als keynesianisch sein würden).

Vor diesem Hintergrund wurde die Forderung nach finanz- und strukturpolitischen Maßnahmen zur Stärkung der Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft vorgebracht. Dies würde dazu beitragen, das Potenzialwachstum zu steigern und den Preisdruck auf mittlere Sicht zu senken. Der Bericht von Mario Draghi über die Zukunft der europäischen Wettbewerbsfähigkeit sowie der Bericht von Enrico Letta über die Stärkung des Binnenmarkts verdeutlichten, dass Reformen dringend erforderlich seien, und enthielten hierzu konkrete Vorschläge. Die Regierungen sollten nun in ihrer mittelfristigen Planung zur Finanz- und Strukturpolitik entschlossen diese Richtung einschlagen.

Der Bericht von Mario Draghi zeige die strukturellen Faktoren, die der Wachstumslücke zwischen Europa und den Vereinigten Staaten und der geringeren Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Industrie zugrunde lägen, sehr klar auf. Er liefere eine langfristige Perspektive der Herausforderungen, vor denen Europa stehe. Dabei gehe es um die grundlegende Frage, wie die Europäer in der Lage bleiben könnten, ihr Schicksal selbst zu bestimmen. Wenn Europa dem Aufruf zu mehr Investitionen nicht Folge leiste, werde die europäische Wirtschaft immer weiter hinter die Vereinigten Staaten und China zurückfallen.

Vor diesem Hintergrund erachteten die Ratsmitglieder die Risiken für das Wirtschaftswachstum weiterhin als abwärtsgerichtet. Eine geringere Nachfrage nach Exporten des Euroraums, etwa aufgrund einer schwächeren Weltwirtschaft oder einer 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. Unternehmen und private Haushalte könnten deshalb womöglich weniger zuversichtlich in die Zukunft blicken, und es könnte zu Störungen des Welthandels kommen. Sollten die verzögerten Auswirkungen der geldpolitischen Straffung stärker ausfallen als erwartet, könnte dies ebenfalls ein niedrigeres Wachstum zur Folge haben. Zu einem höheren Wachstum könnte es indessen 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.

Mit Blick auf die Preisentwicklung stimmten die Ratsmitglieder der eingangs von Herrn Lane dargelegten Einschätzung zu und betonten, dass der jüngste Inflationsrückgang eine erfreuliche Entwicklung darstelle. Die aktuellen Daten hätten das Vertrauen darauf gestärkt, dass die Inflation bis Ende 2025 wieder zum Zielwert zurückkehren werde. Die sinkende Inflation, das sich verlangsamende Lohnwachstum, das rückläufige Wachstum der Lohnstückkosten sowie die Tatsache, dass höhere

Kosten zunehmend von den Gewinnen absorbiert würden, deuteten darauf hin, dass der Disinflationprozess auf dem richtigen Weg sei. In den aktuellen Projektionen der EZB-Fachleute sei der im Basisszenario für die Gesamtinflation projizierte Pfad unverändert geblieben. Dies bestärke die Zuversicht, dass die Inflation bis Ende 2025 wieder auf den Zielwert zurückgehen werde.

Es wurde jedoch auch betont, dass die Kerninflation sehr hartnäckig sei. Insbesondere sei die Teuerung im Dienstleistungssektor erneut stärker gestiegen als vorhergesagt und habe sich seit November vergangenen Jahres seitwärts bewegt. Der jüngste Rückgang der Gesamtinflation sei maßgeblich von den niedrigeren Energiepreisen beeinflusst worden, doch diese seien bekanntermaßen sehr volatil. Darüber hinaus hänge der im Basisszenario angenommene Pfad in Richtung 2 %-Ziel entscheidend von einem geringeren Lohnwachstum sowie von einer Beschleunigung des Produktivitätswachstums auf Werte ab, die seit vielen Jahren nicht mehr zu beobachten gewesen seien und über dem historischen Durchschnitt lägen.

Dem wurde entgegengestellt, dass die Inflation zuletzt etwas schneller als erwartet zurückgegangen sei, sodass nun sogar ein nicht zu vernachlässigendes Risiko bestehe, dass der Zielwert unterschritten werden könne. Die von Eurostat veröffentlichte HVPI-Schnellschätzung vom August habe bereits gezeigt, dass die Projektionen in Bezug auf das Disinflationstempo auf kurze Sicht zu pessimistisch seien. Darüber hinaus hätten sich die Rohstoffpreise seit dem Stichtag weiter verringert, was den Abwärtsdruck auf die Inflation erhöht habe. Die Rohstoffpreise, die Energiekosten und die Exportpreise der Wettbewerber seien alle gesunken, während der Euro gegenüber dem US-Dollar aufgewertet habe. Darüber hinaus wirkten sich die niedrigeren internationalen Preise nicht nur kurzfristig auf die Gesamtinflation im Euroraum aus, sondern – über die Preise von Dienstleistungen wie Verkehr (z. B. die Flugpreise) – letztlich auch indirekt auf die Kerninflation. In diesem konkreten Fall werde das Ausmaß des Abwärtseffekts jedoch von der Erwartung abhängen, wie persistent sich der Rückgang der Energiepreise erweisen werde. Was die längerfristige Perspektive betreffe, so wurde betont, dass in den letzten Projektionsrunden bereits mehrmals in Folge ein Erreichen des 2 %-Ziels bis Ende 2025 vorhergesagt worden sei.

Gleichzeitig wurde darauf hingewiesen, dass Vorsicht geboten sei, weil das aktuelle Niveau der Gesamtinflation die Herausforderungen, denen sich die Geldpolitik nach wie vor gegenübersehe, nicht gänzlich widerspiegele. Angesichts der derzeit hohen Volatilität der Energiepreise seien die Zahlen zur Gesamtinflation in Bezug auf den mittelfristigen Preisdruck nicht sehr aussagekräftig. Insgesamt wurde die Auffassung vertreten, dass die Kerninflation der weiteren Beobachtung bedürfe. Die Quartalsprojektionen zur Kerninflation bis zum dritten Quartal 2025 seien für einige Quartale um bis zu 0,3 Prozentpunkte nach oben revidiert worden; dies zeige, dass der Kampf gegen die Inflation noch nicht gewonnen sei. Zudem sei die Binneninflation mit 4,4 % weiterhin hoch. Darin spiegele sich der anhaltende Preisdruck im Dienstleistungssektor wider, wo das Voranschreiten des Inflationsabbaus

seit November letzten Jahres praktisch zum Stillstand gekommen sei. Die Dienstleistungsinflation sei im August auf 4,2 % gestiegen und habe damit zuletzt über dem Niveau der vorangegangenen neun Monate gelegen.

Mit Blick auf die Inflationsaussichten im Dienstleistungssektor sei Vorsicht geboten, denn die Persistenz der Dienstleistungsinflation könnte mehreren strukturellen Faktoren geschuldet sein: Erstens gebe es in einigen Dienstleistungsbereichen einen globalen Arbeitskräftemangel, der sich als strukturell herausstellen könnte. Zweitens vollziehe sich bei den Freizeitdienstleistungen womöglich gerade eine strukturelle Veränderung der Präferenzen, die eine weitere Beobachtung erforderlich mache. Die Projektionen zur Preisentwicklung bei den Industrieerzeugnissen deuteten darauf hin, dass sich die sektorale Inflationsrate bei etwa 1 % einpendeln werde. Dies entspreche dem Niveau, das in der Phase der starken Globalisierung vor der Pandemie vorgeherrscht habe. In einer Welt der Fragmentierung, der Deglobalisierung und negativer Angebotsschocks sei es jedoch angebracht, mit stärkeren Preiserhöhungen bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie zu rechnen. Hier seien die Preissteigerungen zwar derzeit gering, doch dies werde nicht unbedingt von Dauer sein.

Die Ratsmitglieder betonten, dass der Lohndruck ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Persistenz der Inflation im Dienstleistungssektor sei. Das Lohnwachstum schein sich zwar allmählich abzuschwächen, bleibe aber hoch und volatil. Der zukunftsorientierte Indikator für die Lohnentwicklung bewege sich nach wie vor aufwärts. So wurde argumentiert, dass ein unerwartet starker Lohndruck weiterhin eines der größten Aufwärtsrisiken für die Inflation darstelle, insbesondere über den Preisaufrtrieb bei den Dienstleistungen. Dies stütze die Auffassung, dass man sich auf ein Risikoszenario konzentrieren sollte, in dem sich das Lohnwachstum nicht wie projiziert verlangsamt, das Produktivitätswachstum niedrig bleibe und höhere Kosten weniger stark durch die Gewinne absorbiert würden als erwartet. Zwar hätten die jüngsten eingehenden Daten das Basisszenario gestützt, doch mittelfristig gebe es Aufwärtsrisiken für die Inflation, da der Weg zurück zur Preisstabilität von einer Reihe kritischer Annahmen abhängen, die sich erst noch bewahrheiten müssten.

Es wurde jedoch auch darauf hingewiesen, dass das Lohnwachstum insgesamt überwiegend einen Abwärtstrend aufweise. Dieser sei besonders augenscheinlich, wenn man das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer betrachte. Das nominale Lohnwachstum sei in der ersten Jahreshälfte niedriger ausgefallen als in den Projektionen vom Juni vorhergesagt. Dabei weise das Wachstum der Tarifverdienste möglicherweise unter anderem aufgrund von Einmalzahlungen eine erhöhte Volatilität auf. Die Lohndrift – die Differenz zwischen der Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und jener der Tarifverdienste – sei indessen anfälliger für die derzeitige Konjunkturschwäche. Auch könne trotz des anhaltenden Aufholprozesses der Reallöhne davon ausgegangen werden, dass der derzeit unerwartet rasche Inflationsabbau letztlich einen

weiteren Abwärtsdruck auf die Lohnforderungen ausüben werde, zumal Zweitrundeneffekte während des jüngsten Inflationsanstiegs begrenzt geblieben seien. So seien keine Anzeichen für die Entwicklung von Lohn-Preis-Spiralen zu erkennen.

Mit Blick auf die längerfristigen Inflationserwartungen seien die marktbasieren Messgrößen merklich gesunken und nach wie vor weitgehend bei 2 % verankert. Dies spiegele die Einschätzung der Marktteilnehmer wider, dass die Inflation rasch nachlassen werde. Ein starker Rückgang der Ölpreise, der vor allem auf günstige Angebotsbedingungen und eine geringere Risikoeinschätzung zurückzuführen sei, habe die Inflationserwartungen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum auf die niedrigsten Werte seit Langem sinken lassen. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass sich das Risiko, dass sich die Inflationserwartungen nach unten entkern könnten, wegen der schwachen Konjunktur und des unerwartet raschen und breit angelegten Inflationsabbaus erhöht habe. Hier wurde insbesondere auf die Preise für Inflations-Fixings (Swap-Kontrakte, die an bestimmte monatliche Veröffentlichungen der jährlichen HVPI-Teuerungsrate im Euroraum ohne Tabakwaren gekoppelt seien) verwiesen. Diese ließen den Schluss zu, dass die Inflation auf sehr kurze Sicht deutlich unter 2 % liegen und erheblich früher unter die 2 %-Marke fallen werde als in den September-Projektionen angenommen. Sie seien zwar nicht vollständig mit der gemessenen HVPI-Teuerungsrate vergleichbar und zum Teil durch negative Inflationsrisikoprämien verzerrt, doch ihre niedrigen Werte seien ein Indiz, dass die Inflationsrisiken ausgeglichen oder – zumindest kurzfristig – womöglich sogar abwärtsgerichtet seien. Es wurde jedoch auch angemerkt, dass Inflations-Fixings eng mit den Ölpreisen korrelierten und über die kurze Sicht hinaus nur begrenzte Prognosekraft besäßen.

Vor diesem Hintergrund gelangten die Ratsmitglieder zu der Einschätzung, dass die Inflation im Falle eines unerwartet kräftigen Lohn- oder Gewinnwachstums höher ausfallen könnte als angenommen. Aufwärtsrisiken für die Inflation ergäben sich auch aus den erhöhten geopolitischen Spannungen. Diese könnten die Energiepreise und 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 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 Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer weitgehend die von Frau Schnabel und Herrn Lane in ihrer Einleitung dargelegte Einschätzung. Die Marktzinsen seien seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juli deutlich gefallen. Die Marktteilnehmer preisten nun für die September-Sitzung eine Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität um 25 Basispunkte vollständig ein und mäßen einer weiteren Zinssenkung im Oktober eine Wahrscheinlichkeit von 35 % bei. Insgesamt würden jetzt zwei bis drei Zinssenkungen

bis zum Jahresende eingepreist, während man unmittelbar nach der Juni-Sitzung noch mit zwei Zinsschritten gerechnet habe. Der zweijährige OIS-Satz habe sich seit der Juli-Sitzung ebenfalls verringert, und zwar um mehr als 40 Basispunkte. Allgemein wurde angemerkt, dass die Finanzmärkte den kompletten Lockerungszyklus vorwegnehmen. Dies habe bereits eine zusätzliche unmittelbare Lockerung des geldpolitischen Kurses bewirkt, die sich in einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen zeige.

Ausschlaggebend für den Rückgang der Marktzinsen im Euroraum und weltweit seien vor allem die eingetrübten Aussichten für das Weltwirtschaftswachstum sowie die Erwartung einer geldpolitischen Lockerung infolge geringerer Bedenken hinsichtlich des Inflationsdrucks. Die Marktzinsen im Euroraum seien erheblich durch Übertragungseffekte aus den Vereinigten Staaten beeinflusst worden, während sich die Daten für den Euroraum – insbesondere die Aussichten für die Binneninflation – nicht übermäßig verändert hätten, wie die Projektionen der EZB zeigten. Zudem wurde angemerkt, dass ein niedrigerer Zinsverlauf in den USA zwar die Einschätzung der Inflations- und Beschäftigungsaussichten der Federal Reserve im Rahmen ihres Doppelmandats widerspiegele, normalerweise aber davon auszugehen sei, dass niedrigere Zinsen die Weltwirtschaft und damit auch die Wirtschaft im Euroraum stimulieren würden. Angesichts des gleichzeitigen starken Rückgangs der globalen Ölpreise könnte dieser Übertragungseffekt jedoch durch Befürchtungen einer schwächeren weltwirtschaftlichen Entwicklung ausgeglichen werden, was sich naturgemäß auch im Euroraum niederschlagen würde.

Die Spannungen an den internationalen Märkten im August hätten zu einer vorübergehenden Verschärfung der Bedingungen in einigen risikoreicheren Marktsegmenten geführt, die aber größtenteils rasch wieder rückgängig gemacht worden sei. Im Vergleich zum Jahresbeginn habe sich die Stimmung der Marktteilnehmer allgemein verändert. Sie seien nun nicht mehr besorgt, dass die Inflation angesichts eines robusten Wachstums längere Zeit erhöht bleiben könnte, sondern befürchteten eher, dass das Wachstum zu schwach ausfallen könne, was im Zuge des nachlassenden Inflationsdrucks den Auftakt zu einer harten Landung darstellen könnte. Bislang zeichne sich zwar weder in den Vereinigten Staaten noch im Euroraum eine harte Landung ab. Doch die Ereignisse von Anfang August hätten gezeigt, dass die Finanzmärkte sehr sensibel auf enttäuschende Wachstumszahlen in wichtigen Volkswirtschaften reagierten. Hieraus könnten Instabilität und Abwärtsrisiken erwachsen, obwohl die Marktentwicklung im August darauf hindeute, dass die Anleger weiterhin bereit seien, Risiken einzugehen. Es wurde jedoch auch die Ansicht geäußert, dass die hohe Volatilität und die Marktturbulenzen im August unter anderem darauf zurückzuführen seien, dass Carry-Trades aufgelöst worden seien, als die japanische Zentralbank ihren geldpolitischen Kurs nach einer längeren Phase der geldpolitischen Akkommodierung gestrafft habe. Zudem sei die Korrektur angesichts der weiterhin hohen Bewertungen an den Aktienmärkten und niedriger Risikoprämien bei einer Reihe von Vermögenswerten nur von kurzer Dauer gewesen.

Die Finanzierungskosten im Euroraum seien gemessen an den Zinssätzen für am Markt begebene Schuldverschreibungen und Bankkredite weiterhin restriktiv, da die geldpolitische Transmission der vorangegangenen Leitzinserhöhungen noch andauere. Die durchschnittlichen Zinssätze für neue Unternehmenskredite und neue Immobilienkredite seien im Juli mit 5,1 % bzw. 3,8 % hoch geblieben. Es wurde angemerkt, dass andere Elemente der allgemeineren Finanzierungsbedingungen nicht so restriktiv seien, wie es das Niveau der Kreditzinsen oder die weiter gefassten Indikatoren der Finanzierungsbedingungen nahelegten. So seien während der gesamten Phase des Inflationsabbaus umfangreiche Finanzierungen über Eigenkapital erfolgt, und die Kreditspreads seien sehr gering gewesen. Gleichzeitig wurde argumentiert, dass dies möglicherweise bloß durch eine schwache Investitionsnachfrage bedingt gewesen sei. Die Unternehmen hätten also keine Mittel aufnehmen müssen oder wollen und seien somit nicht bereit gewesen, Schuldverschreibungen zu hohen Zinssätzen zu begeben.

Vor diesem Hintergrund sei das Kreditwachstum aufgrund einer geringen Nachfrage schwach geblieben. Das Wachstum der Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte habe im Juli erneut nahe null gelegen. Dabei habe sich die Dynamik der Unternehmenskredite gegenüber Juni etwas abgeschwächt, die der Kredite an private Haushalte hingegen etwas belebt. Das jährliche Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 sei im Juli mit 2,3 % weiterhin recht verhalten gewesen und gegenüber Juni unverändert geblieben.

Die schwache Kreditentwicklung sei auch auf die nach wie vor restriktiven Finanzierungsbedingungen zurückzuführen, die über das gesamte Jahr 2025 hinweg für ein weiterhin verhaltenes Kreditwachstum sorgen dürften. Überdies wurde argumentiert, dass die Banken vor Herausforderungen stünden, da ihr Kurs-Buchwert-Verhältnis zwar höher als in früheren Jahren sei, aber im Allgemeinen noch immer unter eins liege. Es wurde ferner angebracht, dass ein höheres Kreditrisiko, wenn es mit einer Verschlechterung der Qualität der Kreditbestände einhergehe, das Kreditangebot einschränken könne. Gleichwohl hätten sich die Finanzierungskosten der Banken im Zuge der im Juni erfolgten Zinssenkung und der Erwartung weiterer Zinssenkungen bereits leicht verringert. Zudem seien die Banken weiterhin äußerst profitabel und wiesen robuste Bewertungen auf. Ein Kurs-Buchwert-Verhältnis von unter eins sei auch nicht ungewöhnlich, und die Banken hätten keine Schwierigkeiten, sich Kapital zu beschaffen. Der wichtigste Bremsfaktor für das Kreditwachstum sei die Kreditnachfrage, zumal die Investitionen nach wie vor besonders schwach ausfielen. Mit Blick auf die privaten Haushalte wurde darauf hingewiesen, dass deren Nachfrage nach Hypothekarkrediten angesichts der Belebung der Wohnimmobilienmärkte zunehmen dürfte.

## Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

In Bezug auf den geldpolitischen Kurs beurteilten die Ratsmitglieder die seit der letzten geldpolitischen Sitzung neu verfügbaren Daten im Einklang mit den drei Hauptelementen der Reaktionsfunktion des EZB-Rats.

Zunächst wurden die Inflationsaussichten betrachtet. Hier hätten die jüngsten, von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen die in den Juni-Projektionen enthaltenen Inflationsaussichten bestätigt. Es sei zu erwarten, dass die Teuerung gegen Ende des laufenden Jahres wieder ansteige. Dies sei zum Teil darauf zurückzuführen, dass vorangegangene starke Rückgänge der Energiepreise aus den Jahreswachstumsraten herausfallen würden. Im Lauf des zweiten Halbjahrs 2025 dürfte die Inflation dann in Richtung des Zielwerts sinken. Unterstützt werde der Inflationsrückgang durch den nachlassenden Arbeitskostendruck und die zurückliegende geldpolitische Straffung, die allmählich auf die Verbraucherpreise durchschlage. Anschließend dürfte die Teuerungsrate nachhaltig in der Nähe des Zielwerts bleiben. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen bei rund 2 %. Die marktbasierten Messgrößen seien seit der letzten EZB-Ratssitzung gefallen und hätten sich dabei diesem Niveau angenähert.

Die Ratsmitglieder stimmten darin überein, dass die jüngste Wirtschaftsentwicklung das Basisszenario weitgehend bestätigt habe, was sich in den unveränderten Projektionen für die Gesamtinflation widerspiegele. Zudem wiesen sie darauf hin, dass der Pfad des Inflationsabbaus gut voranschreite und robuster werde. Die Inflation sei auf dem richtigen Weg. Im Großen und Ganzen sei davon auszugehen, dass die Teuerungsrate bis Ende 2025 wieder auf den Zielwert von 2 % zurückkehren werde, auch wenn die Gesamtinflation im restlichen Jahresverlauf 2024 volatil bleiben dürfte. Dieser holprige Inflationsverlauf bedeute allerdings auch, dass die letzte Phase des Disinflationsprozesses auf 2 % erst 2025 beginnen dürfte und auf einer Reihe von Annahmen beruhe. Daher müsse sorgfältig überwacht werden, ob sich die Teuerung zeitnah und nachhaltig am Zielwert einpendeln werde. Angesichts des Risikos von Verzögerungen beim Erreichen des Inflationsziels der EZB sei eine gewisse Vorsicht geboten, um eine zu frühe Rücknahme der geldpolitischen Straffung zu vermeiden. Zugleich wurde auch argumentiert, dass die Geldpolitik selbst im Fall von Schocks mittelfristig ausgerichtet bleiben müsse und das Risiko eines Unterschreitens des Zielwerts im späteren Verlauf des Projektionszeitraums an Bedeutung gewinne.

Was die zugrunde liegende Inflation anbelange, so stellten die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer fest, dass die meisten Messgrößen im Juli weitgehend unverändert geblieben seien. Die Binneninflation sei nach wie vor hoch, wobei insbesondere von den Löhnen ein starker Preisdruck ausgehe. Die Kerninflation liege immer noch auf einem relativ hohen Niveau, sei seit Jahresbeginn hartnäckig geblieben und falle weiterhin höher als erwartet aus. Hinsichtlich der Kerninflation seien die Projektionen für 2024 und 2025 geringfügig nach oben revidiert worden. Grund hierfür sei die über

den Erwartungen liegende Teuerungsrate für Dienstleistungen. Von wesentlichem Belang bleibe auch weiterhin die Entwicklung der Arbeitskosten, da der für das kommende Jahr projizierte Rückgang der Kerninflation und des Preisauftriebs im Dienstleistungssektor von zentralen Annahmen für die Entwicklung der Löhne, der Produktivität und der Gewinne abhängt. Die diesbezüglich vorliegenden Daten fielen nach wie vor uneinheitlich aus. So sei die Produktivität niedrig und habe sich noch nicht erholt, wohingegen das Lohnwachstum trotz einer allmählichen Abschwächung immer noch hoch und volatil sei. Enttäuschende Daten zum Produktivitätswachstum könnten Anlass zur Sorge geben, da die Fähigkeit der Gewinne, steigende Lohnstückkosten zu absorbieren, möglicherweise an ihre Grenzen stoße. In diesem Fall müsste das Lohnwachstum sogar noch stärker abnehmen, damit die Inflation wieder nachhaltig zum Zielwert zurückkehre. Diese Faktoren könnten dazu führen, dass sich die Kerninflation und die Teuerung bei den Dienstleistungen als hartnäckiger erweisen und nicht so stark sinken würden wie derzeit erwartet.

Ungeachtet dieser Risiken könne die Tatsache zuversichtlich stimmen, dass die Dynamik des Preisauftriebs im Dienstleistungssektor – wenngleich ausgehend von einem hohen Niveau – allmählich nachlasse und den Erwartungen zufolge auch noch weiter zurückgehen werde, was unter anderem wesentlichen Basiseffekten zuzuschreiben sei. Der Aufholprozess bei den Löhnen sei weit fortgeschritten. So verlangsame sich das Lohnwachstum bereits stärker als zuvor projiziert und dürfte sich im kommenden Jahr sogar noch schneller abschwächen, ohne dass Anzeichen einer Lohn-Preis-Spirale erkennbar seien. Wenn die Lebenshaltungskosten aufgrund niedrigerer Energiepreise oder anderer Faktoren nun sanken, sollte dies im kommenden Jahr Abwärtsdruck auf die Lohnforderungen ausüben.

Die Ratsmitglieder stimmten schließlich generell darin überein, dass die geldpolitische Transmission der zurückliegenden Straffung die Konjunktur weiterhin dämpfe, auch wenn sie ihren Höhepunkt wahrscheinlich überschritten habe. Die Finanzierungsbedingungen seien nach wie vor restriktiv. Dies spiegele sich in einer verhaltenen Kreditentwicklung wider, die den Konsum und die Investitionen und damit die Konjunktur allgemein geschwächt habe. Die vorangegangene geldpolitische Straffung habe nach und nach auf die Verbraucherpreise durchgewirkt und damit den Disinflationsprozess unterstützt. Es gebe viele weitere Gründe, warum die Geldpolitik immer noch auf die Wirtschaft durchschlage. Forschungsergebnisse deuteten darauf hin, dass sich noch jahrelang verzögerte Effekte ergeben könnten, bevor sich der Gesamteffekt vollständig zurückbilde. So seien beispielsweise die Liquiditätspuffer von Unternehmen und privaten Haushalten geschrumpft, sodass diese mittlerweile stärker als zuvor höheren Zinsen ausgesetzt seien. Dadurch könnten auch die Banken mit größeren Kreditrisiken konfrontiert sein. Gleichwohl dürfte sich die Transmission der Geldpolitik nun, da die letzte Leitzinserhöhung bereits ein Jahr zurückliege, ausgehend von ihrem Höhepunkt sukzessive abschwächen, zumal die Kredit- und Einlagenzinsen seit fast einem Jahr – wenn auch sehr moderat – sanken. Der Konsum und die Investitionen dürften somit im weiteren Verlauf von den allmählich

nachlassenden Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik profitieren. Die anhaltende Unsicherheit hinsichtlich Wirksamkeit und zeitlichem Verlauf des Transmissionsmechanismus mache allerdings deutlich, dass es nach wie vor wichtig sei, die Stärke der geldpolitischen Transmission zu überwachen.

## Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Hintergrund erwogen die Ratsmitglieder den von Herrn Lane unterbreiteten Vorschlag, den Zinssatz für die Einlagefazilität – den Zinssatz, mit dem der EZB-Rat den geldpolitischen Kurs steuere – um 25 Basispunkte zu senken. Wie am 13. März 2024 bekannt gegeben worden sei, würden am 18. September auch einige Änderungen am geldpolitischen Handlungsrahmen in Kraft treten. Insbesondere werde der Abstand zwischen dem Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und dem Zinssatz für die Einlagefazilität auf 15 Basispunkte festgelegt. Der Abstand zwischen dem Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und dem Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte bleibe unverändert bei 25 Basispunkten. Dementsprechend werde der Zinssatz für die Einlagefazilität auf 3,50 % herabgesetzt. Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität würden auf 3,65 % bzw. 3,90 % gesenkt.

Auf der Grundlage der aktualisierten Beurteilung der Inflationsaussichten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission sei es nun angemessen, einen weiteren Schritt zur Reduzierung des geldpolitischen Straffungsgrads zu gehen. Die aktuellen Daten und die nahezu unveränderten Projektionen der EZB hätten die Ratsmitglieder in ihrer Zuversicht bestärkt, dass die Disinflation stetig voranschreite und die Inflation auf dem richtigen Weg sei, um den Zielwert von 2 % zeitnah und nachhaltig zu erreichen. Die Gesamtinflation sei im August auf ein Niveau gesunken, das zuletzt im Sommer 2021 vor dem Teuerungsschub verzeichnet worden sei. Außerdem gebe es Anzeichen für nachlassende Spannungen am Arbeitsmarkt, da sich das Lohnwachstum verlangsamt und die Lohnstückkosten verringerten. Obwohl in den kommenden Monaten teils volatile Daten erwartet würden, bleibe das Gesamtbild eines anhaltenden disinflationären Trends bestehen, der sich in solidem Tempo fortsetze und mehr oder weniger planmäßig ausfalle. Die jüngsten Daten hätten insbesondere die Erwartungen des EZB-Rats bestätigt, dass die deutlichen Lohnsteigerungen durch niedrigere Gewinne abgefedert worden seien. Sowohl die umfrage- als auch die marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen seien weiterhin fest verankert. Zudem seien die längerfristigen Inflationserwartungen über einen langen Zeitraum, der auch Zeiten mit erhöhter Unsicherheit einschließe, in der Nähe der 2 %-Marke verblieben. Die jüngste Stabilität und höhere Genauigkeit der gesamtwirtschaftlichen Projektionen hätten das Vertrauen in sie

gestützt. Es gehe aus den letzten drei Projektionsrunden hervor, dass die Teuerung auf dem richtigen Weg sei, um das Inflationsziel bis Ende 2025 zu erreichen.

Unterdessen wurde angemerkt, dass die gesamtwirtschaftlichen Aussichten für den Euroraum mehr Grund zur Sorge gäben und die projizierte Erholung fragil sei. Die Konjunktur bleibe verhalten, wobei die Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum überwögen und die kurzfristigen Wachstumsrisiken zunähmen. Diese Bedenken spiegelten sich auch in den gegenüber den Juni-Projektionen niedrigeren Wachstumsprojektionen für die Jahre 2024 und 2025 wider. Angesichts der zunehmenden Annäherung der Inflation an ihren Zielwert dürfte die realwirtschaftliche Aktivität für die Kalibrierung der Geldpolitik immer relevanter werden, so eine Wortmeldung.

Vor diesem Hintergrund unterstützten alle Ratsmitglieder den Vorschlag von Herrn Lane, den Grad der geldpolitischen Straffung zu verringern und die Leitzinsen zum zweiten Mal um 25 Basispunkte zu senken. Eine solche Leitzinssenkung werde über zahlreiche Szenarien hinweg als robust angesehen, um für künftige Entscheidungen eine Optionalität in beide Richtungen zu ermöglichen.

Mit Blick auf die Zukunft betonten die Ratsmitglieder, dass sie weiterhin entschlossen seien, für eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2 % zu sorgen und dass sie die Leitzinsen so lange wie erforderlich ausreichend restriktiv halten würden, um dieses Ziel zu erreichen. Die Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus werde auch in Zukunft von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung erfolgen. Man solle sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad festlegen. Dementsprechend sei es besser, sich für die nächste Zeit sämtliche Optionen offenzuhalten, um auf alle neu verfügbaren Daten reagieren zu können.

Es wurde betont, dass die Geschwindigkeit, mit der der Grad der geldpolitischen Straffung verringert werden solle, von der Entwicklung der neu verfügbaren Daten abhängen. Hierbei stellten die drei Elemente der verlaublichen geldpolitischen Reaktionsfunktion einen festen Anker für die Analyse sowie die Entscheidungsfindung dar. Eine solche Datenabhängigkeit sei jedoch nicht mit einer Abhängigkeit von Datenpunkten gleichzusetzen. Außerdem könnten die kurzfristigen Entwicklungen der Gesamtinflation, der Kerninflation oder einer anderen Einzelstatistik nicht mechanisch gewichtet werden. Vielmehr müssten die Auswirkungen sämtlicher Daten auf die mittelfristigen Inflationsaussichten bewertet werden. So sei es manchmal angemessen, die Volatilität der Ölpreise zu ignorieren. Andererseits sei es mitunter wichtig, auf Ölpreisbewegungen zu reagieren, wenn diese aller Wahrscheinlichkeit nach erheblich auf die Wirtschaft ausstrahlen würden.

Es herrschte weitgehend Einigkeit unter den Ratsmitgliedern, dass ein schrittweiser Ansatz zur Rücknahme der restriktiven Geldpolitik angemessen sei, wenn zukünftige Daten mit den Basisprojektionen im Einklang stünden. Dies entspreche auch der Erwartung, dass eine allmähliche Lockerung der Finanzierungsbedingungen die Konjunktur und auch die dringend benötigten

Investitionen zur Steigerung der Arbeitsproduktivität und der totalen Faktorproduktivität stützen würden.

Derzeit erscheine ein schrittweiser und vorsichtiger Ansatz angemessen, da nicht vollkommen sicher sei, dass das Inflationsproblem bereits gelöst sei. Auch angesichts der Aufwärtskorrektur der Kerninflation in den Quartalsprojektionen und der zuletzt überraschend hohen Teuerung im Dienstleistungssektor sei es daher zu früh, die Inflation für besiegt zu erklären. Trotz eines Rückgangs sei die Unsicherheit weiterhin hoch. Einige wesentliche dem Basisszenario zugrunde liegende Bestimmungsfaktoren und Annahmen – unter anderem in Bezug auf die Löhne, die Produktivität, die Kerninflation und die Inflation im Dienstleistungssektor – müssten zudem erst noch eintreten bzw. würden sich nur langsam entwickeln. Diese Faktoren müssten genau beobachtet werden. Die Bewährungsprobe stünde dann 2025 bevor, wenn klarer werde, ob das Lohnwachstum gesunken, das Produktivitätswachstum wie projiziert gestiegen und das Durchwirken der höheren Arbeitskosten moderat genug gewesen sei, damit der Preisdruck gedämpft bleibe.

Zugleich wurde argumentiert, dass die anhaltende Unsicherheit ein Risiko für das Basisszenario in zwei Richtungen mit sich bringe. Dies weise nicht nur darauf hin, dass die Beibehaltung eines datengestützten Ansatzes wichtig sei, sondern auch auf die Bedeutung wesentlicher Risikosteuerungsüberlegungen. Insbesondere wurde betont, dass es alternative Szenarien in beide Richtungen gebe. Beispielsweise wäre wohl ein rascheres Tempo bei den Zinssenkungen angemessen, wenn die Abwärtsrisiken für die Binnennachfrage und für die Wachstumsaussichten einträten oder wenn etwa eine unerwartet geringe Inflation bei den Dienstleistungen das Risiko erhöhen würde, dass das Inflationsziel unterschritten werde. Daher sei es wichtig, einen Ansatz beizubehalten, bei dem der EZB-Rat von Sitzung zu Sitzung entscheide.

Umgekehrt gebe es Szenarien, in denen eine zwischenzeitliche Unterbrechung der Zinssenkungsphase erforderlich werden könne. Die sei der Fall, wenn es beispielsweise zu einem strukturellen Konjunkturrückgang käme oder andere Faktoren einträten, die zu einer unerwartet hohen Kerninflation führten.

Einvernehmen herrschte darüber, dass in der Kommunikation zum Ausdruck gebracht werden müsse, dass die jüngsten Inflationsdaten weitgehend den Erwartungen entsprächen und die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2024 die bisherigen Inflationsaussichten bestätigten. Um das Risiko einer Fehlinterpretation der kurzfristigen Inflationsdaten zu verringern, solle indes auch erläutert werden, dass die Inflation gegen Ende des laufenden Jahres – teilweise aufgrund von Basiseffekten – wieder steigen dürfte. Im Lauf des zweiten Halbjahrs 2025 dürfte sie dann in Richtung ihres Zielwerts sinken. Es solle erneut bekräftigt werden, dass der EZB-Rat auch in Zukunft einen datengestützten Ansatz verfolgen und von Sitzung zu Sitzung entscheiden werde. Er lege sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest und seine

Geldpolitik werde weiterhin auf den etablierten Elementen der Reaktionsfunktion beruhen. Angesichts der zuvor angekündigten Änderung des Abstands zwischen dem Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und dem Zinssatz für die Einlagefazilität müsse auch zu Beginn der Kommunikation deutlich gemacht werden, dass der EZB-Rat den geldpolitischen Kurs über den Zinssatz für die Einlagefazilität steuere.

Der Vorschlag des Direktoriums, bei der teilweisen Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im Portfolio des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) weiterhin flexibel zu agieren, fand bei den Ratsmitgliedern Zustimmung.

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 12. September 2024](#)

## **Pressemitteilung**

[Geldpolitische Beschlüsse vom 12. September 2024](#)

## **Sitzung des EZB-Rats, 11.-12. September 2024**

### **Mitglieder**

- Frau Lagarde, Präsidentin
- Herr de Guindos, Vizepräsident
- Herr Centeno\*
- Herr Cipollone
- Herr Demarco, vorübergehende Vertretung von Herrn Scicluna\*
- Herr Elderson
- Herr Escrivá
- 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 Šimkus
- Herr Stournaras
- Herr Vasle\*
- Herr Villeroy de Galhau\*
- Herr Vujčić
- Herr Wunsch

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

### **Sonstige Anwesende**

- Herr Dombrovskis, Exekutiv-Vizepräsident der EU-Kommission\*\*
- Frau Senkovic, Sekretärin, Generaldirektorin Sekretariat
- Herr Rostagno, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Geldpolitik
- Herr Winkler, Stellvertretender Sekretär für Geldpolitik, Senior Adviser, GD Volkswirtschaft

\*\* Nach Artikel 284 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union.

### **Begleitpersonen**

- Frau Bénassy-Quéré
- Herr Gavilán

- Herr Haber
- Herr Horváth
- Herr Kroes
- Herr Luikmel
- Herr Lünnemann
- Herr Madouros
- Herr Nicoletti Altimari
- Herr Novo
- Frau Papageorgiou
- Herr Rutkaste
- Frau Schembri
- Herr Šiaudinis
- Herr Šošić
- Herr Tavlas
- Herr Ulbrich
- 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 14. November 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.*