

Sitzung am 11.-12. Dezember 2024

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

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

Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel stellte fest, dass sich das Narrativ an den Finanzmärkten seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 16.-17. Oktober 2024 aufgrund der zunehmenden Unsicherheit im Hinblick auf den Handel und die Wirtschaftspolitik verändert habe. Die Anleger hätten sich zunehmend auf die divergierenden Wachstumsaussichten für den Euroraum und die Vereinigten Staaten konzentriert. Dadurch hätten sich die Anleiherenditen und Aktienkurse im Euroraum und in den Vereinigten Staaten auseinanderentwickelt, und der Euro habe sich gegenüber dem US-Dollar deutlich abgeschwächt. Während sich die aus den Marktpreisen ablesbaren kurzfristigen Inflationsaussichten im Euroraum nach oben verschoben hätten, sei der Inflationsausgleich bei den längeren Laufzeiten gesunken. Folglich rechneten die Anleger nun damit, dass die EZB ihre Zinssenkungen vorziehen werde, und sie erwarteten eine niedrigere Terminal Rate. Aufgrund dieser Erwartungen zum Zinssenkungszyklus, der Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar und der nach wie vor günstigen Preiskonstellation für risikoreiche Vermögenswerte hätten sich die Finanzierungsbedingungen weiter gelockert.

In der Zeit zwischen den Ratssitzungen hätten zwei wesentliche Faktoren die Entwicklung der Finanzmärkte im Euroraum geprägt, nämlich die US-Präsidentschaftswahl und die sprunghaft gestiegene politische Unsicherheit in den beiden größten Volkswirtschaften des Euroraums. Bisher habe sich die Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit jedoch nicht in einer höheren Volatilität an den Finanzmärkten niedergeschlagen. Vielmehr sei die Volatilität seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats sogar gesunken. Doch auch in einem Umfeld allgemein günstiger Finanzmarktbedingungen könne eine höhere wirtschaftliche und politische Unsicherheit das Wirtschaftsklima beeinflussen und auf die Vermögenspreise ausstrahlen. Dies zeige sich etwa im schwachen Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Euroraum im November 2024. Nach der

geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Oktober hätten die gesamtwirtschaftlichen Daten sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euroraum zunächst durchweg die Erwartungen übertroffen. Im November sei der – nach den US-Präsidentenwahlen erstellte – EMI für den Euroraum jedoch enttäuschend ausgefallen, wodurch der Citigroup Economic Surprise Index wieder in den negativen Bereich gerutscht sei. Der entsprechende Index für die Vereinigten Staaten sei indessen deutlich positiv geblieben.

Im Zuge der zunehmenden Unsicherheit und der Divergenz der gesamtwirtschaftlichen Daten der beiden Wirtschaftsräume hätten sich auch die geldpolitischen Erwartungen stark auseinanderentwickelt. Im Euroraum habe sich die Overnight-Index-Swap-Terminzinskurve (OIS-Terminzinskurve) verglichen mit den Erwartungen zum Zeitpunkt der vorherigen Ratssitzung nach unten verschoben. Die Märkte rechneten nun mit einem weiteren Vorziehen von Zinssenkungen und erwarteten eine Terminal Rate von 1,66 %, verglichen mit 1,84 % zum Zeitpunkt der Ratssitzung im Oktober. Auch aus der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) vom Dezember gehe hervor, dass die Befragten inzwischen mit früheren Leitzinssenkungen rechneten. Ihre Erwartungen in Bezug auf die Terminal Rate hätten sie allerdings gegenüber der Umfrage vom Oktober nicht gesenkt.

Die Terminkurve für Kontrakte auf Tagesgeld am US-Interbankenmarkt (Federal Funds Futures) habe sich indes in die entgegengesetzte Richtung bewegt, da die Anleger ihre Erwartungen hinsichtlich weiterer Zinssenkungen durch das Federal Reserve System zurückgenommen hätten. Während die internationalen Anleger über große Strecken des Jahres 2024 mit einem weitgehend synchronen Zinssenkungszyklus in den beiden Wirtschaftsräumen gerechnet hätten, habe sich das Bild inzwischen merklich verändert. Aktuell belaufe sich die Differenz zwischen der erwarteten Terminal Rate der EZB und der des Federal Reserve System auf fast 200 Basispunkte.

Die risikofreien Zinssätze im Euroraum und in den Vereinigten Staaten hätten sich über alle Laufzeiten hinweg auseinanderentwickelt. Ursächlich hierfür sei in erster Linie die Divergenz der Realzinsen. Dies gehe aus einer Zerlegung der OIS-Sätze im Euroraum und in den Vereinigten Staaten in den Inflationsausgleich und die Realzinsen hervor.

Gemessen anhand von Inflations-Fixings (Swap-Kontrakten, die an bestimmte monatliche Veröffentlichungen der jährlichen HVPI-Teuerungsrate im Euroraum ohne Tabakwaren gekoppelt seien) seien die kurzfristigen Inflationserwartungen nicht durch die Wahrnehmung erhöhter Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum unter Druck geraten. Zuletzt seien die Inflations-Fixings sogar deutlich gestiegen und hätten somit einen Teil ihres vorangegangenen Rückgangs wieder wettgemacht. Sie lägen derzeit nahe 2 % und hätten sich damit dem Inflationspfad angenähert, der sich aus den Dezember-Projektionen der Fachleute des Eurosystems ergebe. Was die längerfristigen Messgrößen des Inflationsausgleichs betreffe, so sei der fünfjährige inflationsindexierte Termin-

Swapsatz in fünf Jahren weiter gesunken und liege aktuell bei 2 %. Aus den Optionspreisen lasse sich ablesen, dass die Inflationsrisiken weitgehend ausgewogen seien.

Was die Entwicklung an den Devisenmärkten betreffe, so sei der EUR/USD-Wechselkurs vor allem durch die große Zinsdifferenz zwischen den beiden Wirtschaftsräumen geprägt worden. Die Neubewertung der Erwartungen hinsichtlich der Geldpolitik der EZB habe zu einem Rückgang der risikofreien OIS-Zinssätze geführt, und dies habe auf die Staatsanleihemärkte des Euroraums durchgewirkt. So seien die Staatsanleiherenditen seit der Oktobersitzung des EZB-Rats in allen Ländern des Euroraums gesunken. Zugleich hätten sich in mehreren Euro-Ländern die Spreads zwischen Staatsanleiherenditen und OIS-Sätzen ausgeweitet. Dies sei vor allem darauf zurückzuführen, dass sich die Verfügbarkeit von Staatsanleihen infolge des Abbaus der geldpolitischen Anleihebestände des Eurosystems sowie der Aussichten auf eine erhöhte Nettoemission verbessert habe.

Die strukturellen Faktoren, die zuletzt die Asset-Swap-Spreads bestimmt hätten, hätten auch die Dynamik am Repomarkt geprägt. Durch die Bilanzverkleinerung des Eurosystems und die rückläufige Überschussliquidität stelle sich am Repomarkt zunehmend ein Überschuss an Sicherheiten ein – ein Trend, der bis ins Jahr 2025 anhalten dürfte. Die steigende Verfügbarkeit von Sicherheiten habe dazu beigetragen, dass sich die Reposätze in allen Ländern dem Einlagesatz angenähert hätten.

Auch an den Aktienmärkten spiegele sich wider, dass die Marktteilnehmer eine Divergenz der Wachstumspfade wahrnahmen. So seien die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten auf neue historische Höchststände gestiegen, im Euroraum hingegen vorübergehend wieder in etwa auf das Niveau von Anfang 2024 gesunken, bevor Anfang Dezember eine allmähliche Erholung eingesetzt habe. Die besseren Ergebnisse an den US-Aktienmärkten seien insbesondere den Sektoren zuzuschreiben, die von der neuen US-Regierung am meisten profitieren dürften. Während sich die Risikoprämien im Euroraum erhöht hätten, seien sie in den Vereinigten Staaten weiter gesunken. Dadurch habe sich eine historisch große Bewertungsdifferenz zwischen den Aktienmärkten der USA und des Euroraums ergeben.

Die jüngsten Finanzmarktentwicklungen hätten sich auch auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen ausgewirkt. Diese hätten sich, längerfristig betrachtet, seit der letzten Zinserhöhung des EZB-Rats im September 2023 deutlich gelockert und seien derzeit ähnlich akkommodierend wie Anfang 2019. Insbesondere seien die realen risikofreien Zinsen im Euroraum über alle Laufzeiten hinweg weiter spürbar gesunken. Die jüngsten Entwicklungen hätten die Lockerung der Finanzbedingungen im Euroraum insgesamt beschleunigt. Die Inflationserwartungen hätten sich indessen um das Inflationsziel der EZB von 2 % eingependelt.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euroraum

Herr Lane ging zunächst auf die Inflationsentwicklung im Euroraum ein. Er erinnerte daran, dass sich die Gesamtinflation im November der Schnellschätzung von Eurostat zufolge auf 2,3 % belaufen habe. Damit sei sie 0,3 Prozentpunkte höher ausgefallen als im Oktober. Der Anstieg sei erwartet worden und spiegele in erster Linie die Entwicklung der Teuerungsrate bei Energie wider. Diese habe sich vor allem aufgrund von Basiseffekten von -4,6 % im Oktober auf -1,9 % im November erhöht. Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln sei indes im November leicht auf 2,8 % gesunken, verglichen mit 2,9 % im Oktober. Die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) sei mit 2,7 % unverändert geblieben.

Unter Herausrechnung des Indikators der Binneninflation hätten sich die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation in einer Spanne von 2 % bis 2,8 % bewegt. Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation mit der stärksten Vorhersagekraft für die Gesamtinflation deuteten auf eine nachhaltige Rückkehr der Inflation zum Zielwert hin. So liege die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) weiterhin bei rund 2,0 %. Der Indikator der Binneninflation, der der Teuerung bei Dienstleistungen eng folge, habe im Oktober erneut leicht nachgegeben, sei aber mit 4,2 % hoch geblieben. Zurückzuführen sei dies auf den starken Lohndruck und die Tatsache, dass sich die Preise einiger Dienstleistungskomponenten noch an den zurückliegenden Inflationsschub angepasst hätten.

Gleichzeitig ließen die aktuellen Daten auf eine Abschwächung der Inflationsdynamik im Dienstleistungssektor schließen, was einem Rückgang der Binneninflation zuträglich sein dürfte. Die saisonbereinigte dreimonatige Teuerungsrate für Dienstleistungen sei von 3,4 % im Oktober auf 2,6 % im November gesunken und deute somit auf eine weitere Verlangsamung der Dynamik hin. Unterdessen klappe zwischen der Teuerung im Dienstleistungssektor und ihrem mittelfristigen zugrunde liegenden Trend, der von der PCCI für Dienstleistungen erfasst werde und aktuell bei 2,5% liege, eine beträchtliche Lücke. Dies lege nahe, dass sich die Dienstleistungsinflation in den kommenden Monaten weiter nach unten anpassen sollte. Die Lücke lasse den Schluss zu, dass der derzeit hohe Preisauftrieb im Dienstleistungssektor teilweise mit idiosynkratischen und nicht persistenten Faktoren zusammenhänge. Der letzte Schritt zur Erreichung des Inflationsziels bestünde in einer Abschwächung der Dienstleistungsinflation. Diese werde den Projektionen zufolge in der ersten Jahreshälfte 2025 spürbar zurückgehen.

Die aktuellen Lohndaten bestätigten weitgehend die bisherige Einschätzung, dass der Lohndruck erhöht sei, aber nachlasse. Die Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer habe sich von 4,7 % im zweiten Quartal auf 4,4 % im dritten Quartal 2024 verringert und liege damit 0,1 Prozentpunkte unter dem in den Projektionen vom Dezember angenommenen Wert. Die Steigerungsrate der Lohnstückkosten sei von 5,2 % auf 4,3 % gesunken. Die Gewinnmargen federten

weiterhin die Auswirkungen der erhöhten Arbeitskosten auf die Inflation ab. So sei das jährliche Wachstum der Stückgewinne im dritten Quartal negativ geblieben. Die zukunftsorientierten Indikatoren der Lohnentwicklung legten nach wie vor eine merkliche Verlangsamung des Lohnanstiegs im Jahr 2025 nahe.

Die Gesamtinflation dürfte auf kurze Sicht um ihr aktuelles Niveau schwanken, da vorangegangene starke Rückgänge der Energiepreise weiterhin aus den Jahreswachstumsraten herausfielen. Anschließend dürfte sich die Teuerung im Jahresverlauf 2025 nachhaltig um den mittelfristigen Zielwert von 2 % einpendeln. Hierzu dürften der nachlassende Arbeitskostendruck und die anhaltende Wirkung der vorherigen geldpolitischen Straffungsmaßnahmen der EZB auf die Verbraucherpreise beitragen.

In ihren aktuellen Projektionen bezifferten die Fachleute des Eurosystems die Gesamtinflation für 2024 auf durchschnittlich 2,4 %, für 2025 auf 2,1 % und für 2026 auf 1,9 %. Im Jahr 2027 dürfte sie dann infolge der Ausweitung des EU-Emissionshandelssystems (EHS) auf 2,1 % steigen. Es werde nach wie vor ein rascher Rückgang der Kerninflation von 2,9 % im Jahr 2024 auf 2,3 % im Jahr 2025 und anschließend auf 1,9 % in den Jahren 2026 und 2027 projiziert. Gegenüber den Projektionen vom September seien die projizierte Gesamtinflation für 2024 und 2025 um jeweils 0,1 Prozentpunkte und die projizierte Kerninflation für 2026 ebenfalls um 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert worden. Die jüngsten Inflationserwartungen, die aus der Umfrage der EZB unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) hervorgingen, stimmten weitgehend mit den Dezember-Projektionen für die Gesamtinflation überein. Auch die marktbasieren Indikatoren des Inflationsausgleichs stünden mit einer zeitnahen Rückkehr der Inflation zum Zielwert im Einklang und ließen zudem einen spürbaren Rückgang der Inflationsrisikoprämien bei den mittleren und längeren Laufzeiten erkennen. Dies könnte ein Indiz sein, dass die Marktteilnehmer mittlerweile das Risiko künftiger negativer Angebotsschocks niedriger, das Risiko künftiger negativer Nachfrageschocks hingegen höher einschätzten.

Was das internationale Umfeld anbelange, so entwickle sich die Weltwirtschaft zwar weiterhin dynamisch, sei aber anfällig gegenüber der in Bezug auf die Handelspolitik herrschenden Unsicherheit. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) sei im November weiter auf 53,2 Punkte gestiegen, nachdem er im Oktober noch bei 52,8 Punkten gelegen habe. Dieser Anstieg sei auf Verbesserungen sowohl im Dienstleistungssektor als auch im verarbeitenden Gewerbe zurückzuführen. Die Erwartung von Zollerhöhungen könne zu einem weiteren Vorziehen von Importen führen und damit dem Warenhandel kurzfristig Auftrieb verleihen. Eine tatsächliche Umsetzung solcher Maßnahmen würde den Handel jedoch letztlich belasten. Die Fachleute des Eurosystems erwarteten in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember einen Anstieg des weltweiten realen BIP um 3,4 % im Jahr 2024 und 3,5 % im Jahr 2025. In den Jahren 2026 und 2027 dürfte sich das Wachstum

dann auf 3,3 % bzw. 3,2 % verlangsamen. Der Ausblick sei somit gegenüber den von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen vom September weitgehend unverändert geblieben.

Seit der Sitzung des EZB-Rats im Oktober habe der Euro in nominaler effektiver Rechnung um 1,2 % und in Relation zum US-Dollar um 3,0 % abgewertet. Die Ölpreise hätten sich sehr volatil entwickelt, und die Terminkurve habe Schwankungen aufgewiesen. Insgesamt habe die Terminkurve aber tiefer gelegen als in den September-Projektionen der EZB angenommen. Sie weise zudem über die kommenden Jahre ein leicht negatives Profil auf. Die Gaspreise seien recht kräftig gestiegen. Sie seien allerdings zu Jahresbeginn sehr niedrig gewesen und lägen weiterhin deutlich unter den im Jahr 2022 erreichten Höchstständen. Darüber hinaus weise die Gas-Terminkurve einen absteigenden Verlauf auf. Dies sei zum Teil dadurch bedingt, dass nicht sofort, sondern erst in Zukunft erweiterte globale Lieferkapazitäten verfügbar würden. Auch die Preise für Nahrungsmittelrohstoffe seien recht volatil gewesen und hätten sich seit Jahresbeginn um etwa 40 % erhöht.

Die Wirtschaft des Euroraums sei im dritten Quartal um 0,4 % gewachsen und habe damit die Projektionen vom September übertroffen. Ohne die Daten aus Irland habe sich das Wirtschaftswachstum auf 0,3 % belaufen. Haupttriebfedern des Wachstums seien zum einen höhere Konsumausgaben gewesen, in denen sich teilweise einmalige Faktoren widerspiegelten, die dem Tourismus in den Sommermonaten Auftrieb verliehen hätten, und zum anderen der Lageraufbau durch die Unternehmen. Diese Faktoren hätten den negativen Beitrag des Außenhandels überwogen. Insgesamt sei die private Binnennachfrage nach wie vor verhalten, da die Investitionen (unter Ausschluss des Beitrags der irischen Daten zum Euroraum-Aggregat) zurückgegangen seien. Auf der Produktionsseite sei das Wachstum von den Dienstleistungen getragen worden. Das zinssensible verarbeitende Gewerbe habe indes weiterhin eine Kontraktion verzeichnet. Verantwortlich hierfür seien Verluste an Wettbewerbsfähigkeit, die nach wie vor verhältnismäßig hohen Energiepreise, die zunehmende Unsicherheit, hohe regulatorische Kosten sowie die verzögerten Effekte der zurückliegenden geldpolitischen Straffung.

Die aktuellen Daten ließen darauf schließen, dass sich die Konjunktur auf kurze Sicht abkühlen werde. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums sei von 50,0 Punkten im Oktober auf 48,3 Punkte im November gefallen. Diese Verschlechterung sei weiterhin über alle Länder und Teilindizes breit angelegt. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe sei von 45,8 Punkten im Oktober auf 45,1 Punkte im November gesunken. Der zukunftsgerichtete EMI für den Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe habe sich ebenfalls verringert, was einen schwachen kurzfristigen Ausblick für die Industrie signalisiere. Der EMI für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor sei erstmals seit Januar 2024 in den kontraktiven Bereich gefallen. Er sei von 51,6 Punkten im Oktober auf 49,5 Punkte im November gesunken. Das Unternehmer- und das Verbrauchervertrauen seien in einem von hoher Unsicherheit geprägten Umfeld nach wie vor schwach. Dies führe dazu, dass die privaten Haushalte hohe Ersparnisse

bildeten und die Unternehmen Investitionen zurückhielten. Die monatlichen Indikatoren deuteten auf eine Abschwächung des Wachstums der privaten Konsumausgaben und einen anhaltenden Rückgang der Wohnungsbau- und Unternehmensinvestitionen hin. Auch der Exportsektor habe sich offenbar weiter abgekühlt.

Der Arbeitsmarkt sei nach wie vor robust. Die Beschäftigung habe im dritten Quartal um 0,2 % und damit erneut stärker als erwartet zugenommen. Die Arbeitslosenquote sei im Oktober auf ihrem historischen Tiefstand von 6,3 % geblieben. Allerdings schwäche sich die Nachfrage nach Arbeitskräften weiter ab. Die Vakanzquote sei im dritten Quartal auf 2,5 % gesunken und habe sich somit 0,8 Prozentpunkte unter ihrem Höchststand befunden. Darüber hinaus seien Umfragen zufolge im vierten Quartal weniger neue Arbeitsplätze geschaffen worden.

Was die Finanzpolitik betreffe, so sei es bereits nach der Pandemie zu einer deutlichen Korrektur des Finanzierungssaldos im Euroraum gekommen. Der in den Projektionen unterstellte weitere Abbau der nationalen Defizite spiegele die gemäß den Vorgaben des reformierten wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU erstellten finanz- und strukturpolitischen Pläne der Länder wider. Diese Pläne müssten auch wirklich umgesetzt werden.

Mit Blick auf die Zukunft seien die Voraussetzungen für eine Steigerung des Wachstums im Projektionszeitraum gegeben. Den Beurteilungen der Fachleute zufolge hätten zwar strukturelle Faktoren die Wirtschaft im Euroraum und insbesondere das verarbeitende Gewerbe belastet, doch sei die seit 2022 beobachtete Schwäche des Produktivitätswachstums auch einer bedeutenden konjunkturellen Komponente zuzuschreiben. Diese sei im Wesentlichen durch die zurückliegende Straffung der Geldpolitik und die schwache Auslandsnachfrage bedingt. Die Binnennachfrage dürfte von steigenden Reallöhnen, dem allmählichen Abklingen der Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik und der anhaltenden Erholung der Weltwirtschaft profitieren. Wenngleich die Finanzpolitik wohl insgesamt auf einem Konsolidierungspfad bleiben werde, würden die Investitionen auch in den kommenden zwei Jahren durch Mittel aus dem Programm „Next Generation EU“ gestützt. Im Hinblick auf die Außenwirtschaft werde das Exportwachstum des Euroraums den Erwartungen zufolge durch die anziehende Auslandsnachfrage begünstigt. Gleichwohl habe die Unsicherheit im Handel erheblich zugenommen, und die Auswirkungen möglicher Zollerhöhungen auf die Wirtschaft des Euroraums würden vom Umfang sowie vom Zeitpunkt und der Größenordnung etwaiger tarifärer und nichttarifärer Maßnahmen sowie von den Reaktionen der EU und anderer Staaten abhängen.

Die Fachleute des Eurosystems gingen in ihren Dezember-Projektionen davon aus, dass sich das Wachstum des realen BIP in den Jahren 2024, 2025, 2026 und 2027 auf durchschnittlich 0,7 %, 1,1 %, 1,4 % bzw. 1,3 % belaufen werde. Gegenüber den Projektionen vom September sei das Wachstum für 2024 um 0,1 Prozentpunkte, für 2025 um 0,2 Prozentpunkte und für 2026 um 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert worden. Die jüngste Umfrage der EZB unter geldpolitischen

Analysten deute darauf hin, dass das Wachstum niedriger ausfallen werde als in den Projektionen für 2025, 2026 und 2027 angenommen.

Seit der EZB-Ratssitzung im Oktober seien die Marktzinsen im Euroraum weiter zurückgegangen und spiegelten damit die wahrgenommene Eintrübung der Konjunkturaussichten wider. Was die monetäre und finanzielle Analyse anbelange, so sei eine gewisse Normalisierung der monetären Dynamik zu beobachten gewesen. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 sei von 2,9 % im August auf 3,4 % im Oktober gestiegen. Auch das Wachstum des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 habe sich weiter erholt. Hier sei die Jahresänderungsrate im Oktober mit 0,2 % erstmals seit Dezember 2022 wieder positiv ausgefallen. Bislang werde die aktuelle monetäre Dynamik größtenteils von erheblichen monetären Nettozuflüssen aus der übrigen Welt bestimmt.

Aufgrund der zurückliegenden Leitzinssenkungen der EZB vergünstige sich die Kreditaufnahme für Unternehmen und private Haushalte allmählich. So habe der durchschnittliche Zinssatz für neue Unternehmenskredite im Oktober 4,7 % betragen und somit mehr als einen halben Prozentpunkt unter seinem Höchststand im Vorjahr gelegen. Die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung der Unternehmen seien seit ihrem Rekordhoch um mehr als einen Prozentpunkt gesunken. Der durchschnittliche Zinssatz für neue Hypothekarkredite sei ebenfalls gefallen, und zwar auf 3,6 % im Oktober. Damit habe er sich rund einen halben Prozentpunkt unter seinem Höchststand im Jahr 2023 befunden.

Allerdings seien die Finanzierungsbedingungen weiterhin restriktiv. Die Kosten für neue Unternehmenskredite seien im historischen Vergleich insbesondere in realer Rechnung erhöht; auch die kumulierte Verschärfung der Kreditrichtlinien seit Beginn des Zinserhöhungszyklus sei insgesamt noch immer beträchtlich. Der durchschnittliche Zinssatz für ausstehende Hypothekarkredite dürfte steigen, da festverzinsliche Kredite nach Ablauf der Zinsbindung höher bepreist würden.

Die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen habe ausgehend von einem niedrigen Niveau nur allmählich zugenommen, wobei sich die Jahresänderungsrate im Oktober auf 1,2 % erhöht habe. Die Jahreswachstumsrate der von Unternehmen begebenen Schuldverschreibungen (nach Abzug der Tilgungen) habe sich im Oktober auf 3,1 % belaufen und sei damit innerhalb der in den letzten Monaten beobachteten engen Spanne geblieben. Mit einer Jahresänderungsrate von 0,8 % habe die Vergabe von Hypothekarkrediten im Oktober weiterhin sukzessive zugenommen.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Insgesamt zeigten die aktuellen Daten und die jüngsten Projektionen, dass der Disinflationsprozess gut voranschreite. Die Binneninflation sei zwar nach wie vor hoch, dürfte jedoch zurückgehen, da sich

die Inflationsdynamik im Dienstleistungssektor abschwäche und der Arbeitskostendruck nachlasse. Die jüngsten Leitzinssenkungen der EZB wirkten allmählich auch auf die Finanzierungskosten durch. Dennoch seien die Finanzierungsbedingungen über den gesamten Transmissionsprozess hinweg noch immer restriktiv. Dies gelte vom Zinssatz für die Einlagefazilität bis hin zu den Zinssätzen, die Finanzintermediäre privaten Haushalten und Unternehmen in Rechnung stellten. Gegenüber den Projektionen vom September gingen die Fachleute nun von einer langsameren wirtschaftlichen Erholung aus. Damit seien die Wachstumsaussichten verglichen mit den jüngsten Projektionsrunden erneut nach unten angepasst worden. Zwar habe das Wachstum im dritten Quartal 2024 angezogen, doch ließen Umfrageindikatoren auf eine Verlangsamung im vierten Quartal 2024 schließen.

Den Basisprojektionen vom Dezember zufolge seien niedrigere Leitzinsen und eine weitere Lockerung der Finanzierungsbedingungen Voraussetzungen für eine nachhaltige Stabilisierung der Inflation beim Zielwert von 2 %. Daher schlug Herr Lane vor, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte zu senken. Ein Beschluss zur Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität – den Zinssatz, mit dem der EZB-Rat den geldpolitischen Kurs steuere – sei durch die aktualisierte Beurteilung der Inflationsaussichten, die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und die Stärke der geldpolitischen Transmission gerechtfertigt.

Im gegenwärtigen, von hoher Unsicherheit geprägten Umfeld sei es ratsam, weiterhin agil zu handeln, indem man von Sitzung zu Sitzung entscheide und sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad festlege. Mit Blick auf das Risikomanagement könnte die geldpolitische Lockerung im Falle von Aufwärtsschocks auf die Inflationsaussichten und/oder die wirtschaftliche Dynamik auch langsamer erfolgen als in den Dezember-Projektionen angenommen. Ebenso könnte das Tempo im Falle von Abwärtsschocks auf die Inflationsaussichten und/oder die wirtschaftliche Dynamik erhöht werden.

Die Geldpolitik sei zwar weiterhin restriktiv und belaste die Nachfrage, doch sei der Disinflationsprozess nun hinreichend fortgeschritten, um eine Fokusanpassung der Kommunikation zu rechtfertigen. Anstatt die Entschlossenheit zu betonen, die „Rückkehr der Inflation zum Zielwert“ sicherzustellen, könne man nun die Zusage kommunizieren, „für eine nachhaltige Stabilisierung der Inflation beim mittelfristigen Zielwert von 2 % zu sorgen.“ Diese alternative Formulierung trage dem kontinuierlichen Charakter der vorrangigen Aufgabe des EZB-Rats besser Rechnung. In diesem Zusammenhang sollte die bisher geäußerte Absicht, die Leitzinsen ausreichend restriktiv zu halten, durch eine eher zweiseitige Zusage ersetzt werden, den angemessenen Kurs zu verfolgen, um die Inflation nachhaltig beim Zielwert zu stabilisieren. Zugleich schlug Herr Lane vor, bei den anderen wichtigen Kommunikationselementen Kontinuität zu wahren. Hierzu zähle die Verpflichtung, bei der Festlegung der Leitzinsen von Sitzung zu Sitzung, in Abhängigkeit von der Datenlage und unter Berücksichtigung der Reaktionsfunktion mit ihren drei Elementen zu entscheiden. Auch solle davon

abgesehen werden, sich im Voraus auf Tempo und Umfang der geldpolitischen Lockerung bei künftigen Sitzungen festzulegen.

Im Einklang mit der geldpolitischen Strategie des EZB-Rats sei eine regelmäßige Beurteilung des Zusammenhangs zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität vorgenommen worden. Daraus gehe hervor, dass die Banken im Euroraum nach wie vor widerstandsfähig seien und es nur wenige Hinweise auf Spannungen an den Finanzmärkten oder einen Aufbau von Anfälligkeiten im Finanzsektor gebe. Dennoch seien die Risiken für die Finanzstabilität nach wie vor erhöht. Die makroprudenzielle Politik stelle weiterhin die erste Verteidigungslinie gegen das Entstehen von Anfälligkeiten im Finanzsektor dar. Sie erhöhe die Widerstandsfähigkeit und sichere den makroprudenziellen Spielraum.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

In Bezug auf das außenwirtschaftliche Umfeld nahmen die Ratsmitglieder die von Herrn Lane dargelegte Einschätzung zur Kenntnis. Die weltweite Konjunktur habe sich besser entwickelt als erwartet, und den Dezember-Projektionen zufolge sei das globale Wachstum insgesamt nach wie vor solide. Sowohl die Vereinigten Staaten als auch China dürften ein stärkeres Wachstum verzeichnen als in den September-Projektionen angenommen, wenngleich die Wachstumsraten beider Länder während des Projektionszeitraums voraussichtlich leicht sinken würden. Die Auslandsnachfrage im Euroraum habe sich 2024 erholt und dürfte im restlichen Projektionszeitraum im Einklang mit der weltweiten Konjunktur steigen. Das vorherrschende Risiko für diesen Ausblick ergebe sich vor allem aus der zunehmenden Fragmentierung und dem Handelsprotektionismus, insbesondere in den Vereinigten Staaten. Diese könnten den Handel und die Konjunkturentwicklung dämpfen und zugleich die Verbraucherpreise in den Vereinigten Staaten – und im Falle von Gegenmaßnahmen auch die Verbraucherpreise weltweit – in die Höhe treiben. Ungeachtet dieses Risikos dürfte die globale Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte 2024 robust geblieben sein. Das starke Handelswachstum im dritten Quartal sei wahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass Wareneinfuhren angesichts der Unsicherheit über die Handelspolitik der künftigen US-Regierung vorgezogen worden seien. Die Containerfrachtraten für Lieferungen aus Asien nach Europa und in die Vereinigten Staaten seien im Sommer gestiegen, im Herbst jedoch wieder gesunken. In den USA habe sich die Konjunktur im dritten Quartal dynamisch entwickelt und werde sich wohl auch weiterhin robust zeigen. Das Wachstum des realen BIP für das Jahr 2025 sei in den Dezember-Projektionen nach oben revidiert worden, und die Unsicherheit bezüglich der Basisprojektion habe nachgelassen. In China habe die Konjunktur – unterstützt durch die Konsumententwicklung – angezogen. Der Wohnimmobilienmarkt sei

die größte Schwachstelle und dürfte das Wachstum auf absehbare Zeit weiterhin bremsen. Seit der letzten EZB-Ratssitzung habe der Euro in nominaler effektiver Rechnung an Wert verloren. Während die Ölpreise nach wie vor weitgehend stabil und die Metallpreise gesunken seien, hätten sich Gas und Nahrungsmittelrohstoffe verteuert. Nach den Präsidentschaftswahlen in den Vereinigten Staaten habe der US-Dollar auf breiter Basis aufgewertet, da die Märkte begonnen hätten, für 2025 weniger Zinssenkungen durch die Federal Reserve einzupreisen. Die Diskrepanz zwischen den gesamtwirtschaftlichen Aussichten für den Euroraum und die Vereinigten Staaten habe den Euro belastet.

Die Ratsmitglieder betonten, dass die geopolitische und wirtschaftspolitische Unsicherheit seit der letzten EZB-Ratssitzung zugenommen habe. Ursächlich hierfür sei die größere Unsicherheit in Bezug auf die Handels-, Migrations- und Verteidigungspolitik der USA sowie die künftige multilaterale Zusammenarbeit. Es wurde angemerkt, dass die inflationssteigernden Effekte der vorab angekündigten US-Politik in den Vereinigten Staaten größer ausfallen dürften als in der übrigen Welt. Allerdings sei es wichtig, ein besseres Verständnis dafür zu entwickeln, wie die Reaktion Chinas auf die wahrscheinliche Erhöhung der Zölle auf chinesische Produkte ausfallen könnte. Zudem müsse man auch besser verstehen, inwieweit dies zu einer Umlenkung chinesischer Exporte aus den Vereinigten Staaten in den Euroraum führen könnte. Unterdessen bestehe neben der Unsicherheit hinsichtlich der US-Politik nun auch eine größere politische Unsicherheit in Europa. Frankreich müsse eine neue, stabile Regierung bilden, während in Deutschland im Februar vorgezogene Neuwahlen zu erwarten seien. Vor diesem Hintergrund betonten die Ratsmitglieder, wie wichtig es sei, dass die europäischen Institutionen – mit der gerade erst neu ins Amt gewählten Europäischen Kommission – eine Führungsrolle übernähmen und sich als Stabilitätsanker erwiesen.

Mit Blick auf die Konjunktorentwicklung im Euroraum teilten die Mitglieder weitgehend die von Herrn Lane vorgetragene Einschätzung. Die Wirtschaft sei im dritten Quartal um 0,4 % gewachsen, was die Erwartungen übertroffen habe. Haupttriebfedern des Wachstums seien zum einen die unerwartet hohen Konsumausgaben gewesen, in denen sich zum Teil einmalige Faktoren widerspiegeln, die dem Tourismus in den Sommermonaten Auftrieb verliehen hätten, und zum anderen der Lageraufbau durch die Unternehmen. Die jüngsten Informationen deuteten indes darauf hin, dass die Wachstumsdynamik nachlasse. Umfrageergebnisse zeigten, dass sich das verarbeitende Gewerbe weiter rückläufig entwickle und sich das Wachstum im Dienstleistungssektor verlangsamen. Die Unternehmen hielten sich angesichts der schwachen Nachfrage und der sehr unsicheren Aussichten mit Investitionsausgaben zurück. Auch die Exporte seien schwach, und einige Branchen in Europa hätten Schwierigkeiten, wettbewerbsfähig zu bleiben. Zugleich sei der Arbeitsmarkt jedoch nach wie vor robust. Die Konjunktur dürfte im Laufe der Zeit anziehen, wenn auch weniger stark als zuvor erwartet. Der Anstieg der Reallöhne sollte die Ausgaben der privaten Haushalte ankurbeln. Erschwinglichere Kredite dürften den Konsum und die Investitionen ankurbeln. Angesichts einer

steigenden weltweiten Nachfrage würden die Exporte die Erholung voraussichtlich unterstützen, sofern die Handelsspannungen nicht eskalierten.

Die jüngsten von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen stießen auf breite Zustimmung. Allerdings wurde darauf hingewiesen, dass das Basisszenario auch nach der Abwärtsrevision des BIP-Wachstums im gesamten Projektionszeitraum wohl nach wie vor zu optimistisch sei. Es basiere auf der Annahme, dass die Handelspolitik der wichtigsten Handelspartner Europas unverändert bleiben werde und die Exporte des Euroraums durch eine stärkere Auslandsnachfrage gestützt würden. Wenngleich Einigkeit herrschte, dass die Projektionen in solch unsicheren Zeiten angemessen seien, wurde angemerkt, dass sich vor allem die Handelspolitik in den Vereinigten Staaten nachteilig entwickeln könnte. Die Auswirkungen auf das Wachstum im Euroraum wären zwar eindeutig negativ, die Folgen für die Inflation seien jedoch eher ungewiss. Da die handelspolitische Unsicherheit im Basisszenario der Projektionen nicht unmittelbar berücksichtigt worden sei, werde ihrem negativen Einfluss auf die Aussichten nur teilweise durch die Berücksichtigung von Marktpreisen wie Realzinsen, Aktienkursen und dem Außenwert des Euro als konditionierende Annahmen Rechnung getragen. Die Unsicherheit in Bezug auf die Handelspolitik habe wahrscheinlich auch die zukunftsgerichtete Komponente des jüngsten EMI beeinflusst. Somit sei die handelspolitische Unsicherheit zumindest teilweise indirekt in das Basisszenario eingeflossen.

Zugleich wurde darauf hingewiesen, dass sich die kurzfristigen Wirtschaftsaussichten des Euroraums weitgehend im Einklang mit den Projektionen vom September entwickelt hätten, auch wenn seitdem erhebliche neue Herausforderungen und Unsicherheiten entstanden seien. Während Umfragen nach wie vor auf ein geringeres Wirtschaftswachstum hindeuteten, hätten die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das dritte Quartal positiv überrascht. So sei das Konsumwachstum deutlich stärker ausgefallen als erwartet und auch stärker als in den Dezember-Projektionen angenommen, was dem Narrativ einer konsumgetragenen Erholung entspreche. Gestützt werde dies auch durch das zunehmende Vertrauen im Einzelhandel sowie durch höhere Verbrauchererwartungen in Bezug auf größere Anschaffungen in den kommenden zwölf Monaten. Darüber hinaus habe sich der Arbeitsmarkt erneut unerwartet widerstandsfähig gezeigt, auch wenn sich in einigen Ländern die Anzeichen für eine Abschwächung mehrten. An den Wohnimmobilienmärkten habe es zudem erste Hinweise auf eine Trendwende gegeben: In vielen Ländern stiegen die Wohnimmobilienpreise, und die Nachfrage nach Hypothekarkrediten belebe sich wieder. Ebenso erhole sich die Fremdfinanzierung der Unternehmen, was zu einem großen Teil auf einen Wiederanstieg der Emission von Schuldverschreibungen zurückzuführen sei. Dies wiederum sei durch einen Rückgang der Zinsen begünstigt worden, der jenen der Zinssätze für Bankkredite übertrafen habe. Darüber hinaus könnte die Zunahme der Lagerbestände der Unternehmen auf eine bevorstehende Trendwende im Lagerzyklus hindeuten, wodurch eine erhebliche Wachstumsbremse gelöst würde. Es gebe daher deutliche Anzeichen dafür, dass die Rücknahme der geldpolitischen

Straffung bereits jetzt auf die Finanzierungsbedingungen und die Wirtschaft durchwirke. Darüber hinaus lege die umfangreiche Aufwärtsrevision der Sparquote in den Projektionen nahe, dass das Konsumwachstum höher ausfallen könnte als erwartet, denn es erscheine unplausibel, dass die Sparquote weiterhin deutlich über ihrem vor der Pandemie verzeichneten Durchschnitt liegen werde.

Die Unternehmensinvestitionen stellten indes weiterhin die größte Schwachstelle dar, da hier noch keine Anzeichen für eine Trendwende erkennbar seien. Es wurde vorgebracht, dass die Wirtschaft des Euroraums insgesamt nach wie vor fragil sei. Die Erholung des BIP-Wachstums im dritten Quartal, nachdem sich das BIP im zweiten Quartal unerwartet schwach entwickelt habe, könnte sich als temporär herausstellen. Der im Sommer beobachtete Anstieg der privaten Konsumausgaben könnte von kurzer Dauer sein, worauf auch die schwächeren Einzelhandelsumsätze im Oktober hindeuteten. Außerdem habe die Industrie einen weiteren Rückgang verzeichnet, und der EMI für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor sei im November unter 50 Punkte gesunken. In diesem Zusammenhang wurde auch darauf hingewiesen, dass das Wachstum bislang durch die staatlichen Konsum- und Investitionsausgaben gestützt worden sei. Dies sei nicht nachhaltig, da der fiskalische Kurs den Erwartungen zufolge im Projektionszeitraum nicht expansiv ausfallen werde. Die Projektionen für das Wirtschaftswachstum seien erneut nach unten revidiert worden. Kumuliert belaufe sich die Abwärtsrevision gegenüber den September-Projektionen für 2025 und 2026 auf rund 0,3 Prozentpunkte. Diese Anpassung sei vorgenommen worden, obwohl die Märkte einen niedrigeren Zinspfad einpreisten. Das lasse darauf schließen, dass die Einschätzung bestehe, die Geldpolitik mildere lediglich die Auswirkungen eines sich verschlechternden gesamtwirtschaftlichen Umfelds ab. Einige aktuelle Entwicklungen deuteten auf eine schwächere private Binnennachfrage hin.

Vor diesem Hintergrund wurde angemerkt, dass die seit einiger Zeit erwartete konsumgetragene Erholung im Euroraum bislang – mit Ausnahme der Evidenz für das dritte Quartal – kaum eingetreten sei. Es bleibe abzuwarten, ob sich die vorhergesagte Erholung des Konsums lediglich verzögere – unter anderem infolge des verzögerten Aufholprozesses der Reallöhne – oder ob andere Faktoren eine Rolle spielten. Analysen zur größten Volkswirtschaft des Euroraums legten nahe, dass die anhaltend höhere Sparquote auf einen größeren Beitrag des Nichterwerbseinkommens zurückzuführen sei, das in den vergangenen beiden Jahren einen erheblichen Anteil am Haushaltseinkommen ausgemacht habe. Das Nichterwerbseinkommen weise bekanntermaßen einen schwachen Zusammenhang mit den privaten Konsumausgaben auf, da diese Art des Einkommens eher gespart werde. Auch die große Unsicherheit habe zur hohen Sparquote beigetragen. In den kommenden drei Jahren sei daher mit einem erneuten Rückgang der Sparquote zu rechnen, da der Anteil der Finanzerträge am Gesamteinkommen geringer ausfallen dürfte. Außerdem wurde vorgebracht, dass die Finanzierungsbedingungen das Wachstum nicht mehr lange beeinträchtigen dürften. Es wurde argumentiert, dass das aktuelle Zinsniveau mit dem Niveau der Jahre 2006 und 2007 vergleichbar sei. Folglich sollten die Finanzierungsbedingungen die gesamtwirtschaftliche

Nachfrage nicht in demselben Maße belasten wie in der Vergangenheit. Aufgrund der anhaltend hohen Unsicherheit könnte es allerdings eine Weile dauern, bis sich die Ersparnisbildung normalisiere.

Ferner wurde hervorgehoben, dass die privaten Haushalte die Entwicklung ihres real verfügbaren Einkommens nach wie vor pessimistisch beurteilten. Ihre Einschätzung zur Höhe des real verfügbaren Einkommens sei zudem negativer, als die verfügbaren Daten rechtfertigten. Solche Fehleinschätzungen könnten auch erklären, weshalb die privaten Haushalte noch immer mehr sparten als früher, was den Konsum weiter dämpfe. Umfrageergebnisse ließen darauf schließen, dass die Inflationswahrnehmung der privaten Haushalte stärker durch das Preisniveau – vor allem bei häufig gekauften Waren – als durch die jährliche Inflationsrate geprägt werde. Dies gelte vor allem für häufig gekaufte Waren. Mit Blick auf die Zukunft könnte ein geringes Verbrauchervertrauen die privaten Konsumausgaben somit weiterhin dämpfen.

Ähnlich besorgt äußerten sich die Ratsmitglieder in Bezug auf die Investitionsaussichten, denn die wirtschaftliche Erholung dürfte keine große Unterstützung durch den Kapitalaufbau erhalten. Diese Nachfragekomponente sei in einem von Unsicherheit geprägten Umfeld besonders sensibel. Insgesamt deuteten die Projektionen auf eine Phase mit relativ niedrigem Wachstum hin. Dies würde die Investitionen in Sach- und Humankapital begrenzen und durch eine Verringerung des Produktionspotenzials das mittelfristige Wachstum dämpfen. Dadurch stoße das Wachstumstempo früher an seine Grenzen. Am Ende des Prognosehorizonts dürfte der Anteil der Investitionen am BIP trotz eines starken Anstiegs der öffentlichen Investitionen 2 Prozentpunkte niedriger sein als 2023.

Mit Blick auf den Arbeitsmarkt stellten die Ratsmitglieder fest, dass dieser bislang widerstandsfähig geblieben sei. Die Arbeitslosenquote verharre vor dem Hintergrund eines anhaltenden, wenn auch nachlassenden Beschäftigungswachstums auf einem historischen Tiefstand. Das Beschäftigungswachstum habe in den letzten Jahren besser abgeschnitten als das BIP-Wachstum, und seine Verlangsamung sei nicht unbedingt als eine Abschwächung des Arbeitsmarkts zu interpretieren, sondern vielmehr als eine Rückkehr zum historischen Zusammenhang zwischen den Arbeitsmarktbedingungen und dem BIP-Wachstum. Strukturell könnte der Arbeitsmarkt des Euroraums besser aufgestellt sein als derzeit eingeschätzt. Die robuste Arbeitsmarktentwicklung der vergangenen Jahre könnte mit Abwärtsrevisionen der inflationsstabilen Arbeitslosenquote (NAIRU) im Einklang stehen, da nach wie vor eine niedrige Arbeitslosigkeit mit einem relativ moderaten Lohnwachstum zusammenfielen. Gleichzeitig hätten sich die Arbeitsmarktströme verringert, was in der Regel ein erstes Anzeichen für eine Abnahme der Zahl offener Stellen sei. Die Zahl der Abgänge aus der Beschäftigung sei insgesamt recht stabil, wobei diese Messgröße verberge, dass sich Kündigungen und Entlassungen im Konjunkturzyklus in der Regel gegenläufig bewegten.

Es wurde der projizierte Anstieg der Arbeitsproduktivität hinterfragt, der in den Projektionen durch eine höhere Kapazitätsauslastung als Reaktion auf eine höhere Nachfrage erklärt werde. So wurden gewisse Zweifel daran geäußert, inwieweit die niedrige Arbeitsproduktivität auf konjunkturelle Faktoren zurückzuführen sei. Sollten sich in der niedrigen Produktivität auch strukturelle Herausforderungen der Wirtschaft des Euroraums widerspiegeln, werde sich zeigen, ob die projizierte Erholung des Produktivitätswachstums auch tatsächlich zum Tragen kommen werde. Angesichts der erhöhten Energiekosten und anderer Herausforderungen sehe sich das verarbeitende Gewerbe in Europa einer längerfristigen Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit gegenüber. Dies verdeutliche noch einmal, wie schwierig es sei, konjunkturelle von strukturellen Faktoren in Echtzeit zu unterscheiden. Das Produktionspotenzial dürfte 2024 zwar höher ausgefallen sein, aber auf längere Sicht habe sich das Potenzialwachstum wohl abgeschwächt. Allerdings sei zu bedenken, dass größere Neubewertungen hier nur begrenzt möglich seien. Dazu wären mehr Daten erforderlich, die erst sukzessive verfügbar werden würden.

Es wurde jedoch auch angeführt, dass die Wirtschaft vor allem von einem Nachfragemangel gekennzeichnet sei und nicht ihr Potenzial ausschöpfe. Hierauf lasse unter anderem der steigende Leistungsbilanzüberschuss schließen. Durch etwaige neue Handelshemmnisse könnte sich die Lücke zwischen dem Potenzialwachstum und dem tatsächlichen Wachstum noch vergrößern. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass man hinterfrage könne, weshalb man die Wirtschaft unterhalb ihres Potenzialwachstums laufen lasse, wenn ein nachhaltiges Wachstum in Höhe der Potenzialrate die Bewältigung der strukturellen Probleme erleichtern würde. Für eine Erhöhung des Kapitalstocks seien mehr Investitionen erforderlich. Eine höhere Erwerbersonnenzahl sei die beste Möglichkeit, um Arbeitskräfte umzuschulen und ihnen den Erwerb der erforderlichen Qualifikationen für die neue digitale Wirtschaft zu ermöglichen. In einer Wirtschaft, die ihr Potenzial ausschöpfe, wäre es auch viel leichter, Strukturreformen umzusetzen. Zwar sei ein erheblicher Teil der Herausforderung, ein höheres Wirtschaftswachstum zu erzielen, zweifelsohne strukturell bedingt, wie Mario Draghi in seinem jüngst erschienenen Bericht dargelegt habe, doch sei nicht zu vernachlässigen, dass ein Teil auch konjunkturell bedingt sei. Vor dem Hintergrund einer sinkenden Inflation und einer hohen Sparquote dürfe nicht verkannt werden, dass die schwache gesamtwirtschaftliche Nachfrage – zumindest kurzfristig – Teil des Problems sei.

Vor diesem Hintergrund bekräftigten die Ratsmitglieder, dass die Wirtschaft durch finanz- und strukturpolitische Maßnahmen produktiver, wettbewerbsfähiger und widerstandsfähiger werden sollte. Es sei von entscheidender Bedeutung, den Vorschlägen von Mario Draghi zur Steigerung der europäischen Wettbewerbsfähigkeit und denen von Enrico Letta zur Stärkung des Binnenmarkts rasch konkrete und ehrgeizige strukturpolitische Maßnahmen folgen zu lassen. Die Ratsmitglieder begrüßten die Bewertung der mittelfristigen Planung der Regierungen zur Finanz- und Strukturpolitik durch die Europäische Kommission im Rahmen der Reform des wirtschaftspolitischen

Steuerungsrahmens der EU. Nun sollten sich die Regierungen darauf konzentrieren, ihre Verpflichtungen gemäß diesem Rahmen vollständig und unverzüglich zu erfüllen. Dies würde dazu beitragen, die Haushaltsdefizite und Schuldenquoten nachhaltig zu senken; zugleich würden wachstumsfördernde Reformen und Investitionen priorisiert.

Mit Blick auf die Finanzpolitik wurde vorgebracht, dass der künftige fiskalische Kurs wahrscheinlich lockerer ausfallen werde als derzeit erwartet. Im aktuellen geopolitischen Kontext sei eine vollständige Umsetzung der Fiskalpläne zu bezweifeln – allein schon wegen des zunehmenden Drucks, die Verteidigungsausgaben zu erhöhen. Allgemein bestehe die Möglichkeit, dass die Finanzpolitik auch weiterhin deutlich lockerer bleiben werde als vor der Pandemie. Zugleich wurde angemerkt, dass der fiskalische Kurs im Euroraum nach wie vor straffer ausfalle als in den Vereinigten Staaten. Auch sei unklar, ob und in welchem Umfang die Finanzpolitik letztlich zum Wirtschaftswachstum im Euroraum beitragen werde.

Vor diesem Hintergrund erachteten die Ratsmitglieder die Risiken für das Wirtschaftswachstum weiterhin als abwärtsgerichtet. Das Risiko größerer Spannungen im Welthandel könnte das Wachstum im Euroraum belasten, da es zu sinkenden Exporten und einer Abschwächung der globalen Konjunktur führen könnte. Ein geringeres Vertrauen könnte zur Folge haben, dass sich die Konsum- und Investitionsausgaben nicht so rasch erholen wie erwartet. Dies könnte durch geopolitische Risiken verstärkt werden, zu denen etwa der ungerechtfertigte Krieg Russlands gegen die Ukraine und der tragische Konflikt im Nahen Osten zählten. Dadurch könnten Energielieferungen und der Welthandel beeinträchtigt werden. Sollten die verzögerten Auswirkungen der geldpolitischen Straffung länger anhalten als erwartet, könnte dies ebenfalls ein niedrigeres Wachstum zur Folge haben. Das Wachstum könnte indes höher ausfallen, wenn günstigere Finanzierungsbedingungen und eine sinkende Inflation eine raschere Erholung der inländischen Konsum- und Investitionsausgaben ermöglichen.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf allgemeine Zustimmung. Nach einhelliger Auffassung der Ratsmitglieder hätten die aktuellen Daten das Vertrauen darauf gestärkt, dass die Inflation im Jahresverlauf 2025 wieder zum Zielwert zurückkehren werde. Die Ratsmitglieder zeigten sich zufrieden, dass die geldpolitischen Maßnahmen einen Rückgang der Inflation bewirkt hätten. Den Projektionen zufolge werde die Gesamtinflation im Jahr 2025 wieder auf den Wert von 2 % zurückkehren und sich dann in der Nähe des Zielwerts bewegen. Zwar sei es nach allgemeinem Dafürhalten noch zu früh, die Inflation für besiegt zu erklären, doch ihre Rückkehr zum Zielwert liege in Reichweite. Das Inflationsbild, so wurde zu Bedenken gegeben, werde allerdings in gewissem Maße dadurch beschönigt, dass die Energiepreise unerwartet stark gesunken seien und auch der Preisauftrieb bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie weitaus niedriger sei als vor einigen Monaten erwartet. Gleichzeitig zeige sich an den

gestiegenen Gas- und Nahrungsmittelpreisen, dass sich die Inflationsaussichten sehr schnell eintrüben könnten, wenn erneut ein Schock eintrete. Die Bevölkerung verfolge die Inflationsentwicklung derzeit weiterhin sehr aufmerksam. Angesichts dessen müsse besonders auf das Eintreten neuer, potenziell inflationärer Schocks für die Wirtschaft geachtet werden. Die für das Jahr 2027 projizierte Inflation berücksichtige bereits die geschätzte Wirkung des erweiterten EU-Emissionshandelssystems (EHS). Ohne Berücksichtigung dieses Effekts würde die Inflation 2027 unter den Zielwert sinken. Dies wurde als überraschend angesehen und vor allem darauf zurückgeführt, dass für das Jahr 2027 ein sehr schwacher, weit unter dem historischen Durchschnitt liegender Energiepreisanstieg projiziert werde. Auch für den Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln werde eine Entwicklung unter dem historischen Durchschnitt angenommen, obwohl die Häufigkeit von Extremwetterereignissen aufgrund des Klimawandels steige. Daher wurde die Auffassung geäußert, dass die Inflationsprojektion für 2027 mit deutlichen Aufwärtsrisiken behaftet sei.

Zudem wurde auf die Möglichkeit erheblicher Angebots- und Nachfrageschocks hingewiesen. Diese könnten es künftig erschweren, die Inflation in der Nähe des Zielwerts zu halten. Es sei zu bedenken, dass die geopolitischen Risiken, die wirtschaftliche Fragmentierung und die anhaltenden Klima- und Umweltkrisen zu immer häufigeren, immer intensiveren und immer dauerhafteren Beeinträchtigungen der Produktionskapazität der Wirtschaft führen könnten. So könnte die Inflation deutlich steigen, wenn potenzielle politische Schocks auf der anderen Seite des Atlantiks über den Wechselkurskanal in Form einer Aufwertung des US-Dollar übertragen würden, zumal sich der Wechselkurseffekt bei einer hohen Inflation tendenziell rascher auf die Preise auswirke. Vergeltungsmaßnahmen hingegen könnten auf direktem Wege eine Verteuerung der Importe bewirken. Darüber hinaus könnten – über den Handelskanal in Form eines Angebotschocks – abermals Engpässe in den globalen Lieferketten auftreten. Ihre Wirkung wäre möglicherweise höher als der inflationsenkende Effekt einer schwächeren Nachfrage.

Vor diesem Hintergrund wurde daran erinnert, dass sich der disinflationäre Pfad noch nicht in all seinen Teilen manifestiert habe und die Arbeit noch nicht ganz getan sei, auch wenn die letzte Etappe offenbar schon etwas kürzer geworden sei. So habe die Binneninflation im Oktober bei 4,2 % gelegen, was vor allem mit der hohen Teuerung im Dienstleistungssektor (4,0 % im Oktober und 3,9 % im November) zusammenhänge. Hierzu wurde angemerkt, dass die Inflationsdynamik des Dienstleistungssektors zwar auf eine Abschwächung hindeute, die Saisonbereinigung jedoch möglicherweise durch Veränderungen im Konsumverhalten der privaten Haushalte verzerrt werde. Daher könnte die tatsächliche Dynamik höher sein, als es sich in der Statistik zeige. Auch das Signal der gesunkenen Kerninflation müsse mit Vorsicht interpretiert werden, denn die Kerninflation sei tendenziell volatil. Vielmehr sei der kontinuierlichen Verringerung des Lohndrucks ein höheres Gewicht beizumessen. Vor allem die Abkühlung am Arbeitsmarkt und neue Informationen zu den Tarifverdiensten schienen zu bestätigen, dass sich das Lohnwachstum abschwäche. Zugleich könnte

das Produktivitätswachstum, wenn es geringer ausfalle als projiziert, Aufwärtsdruck auf die Lohnstückkosten und somit auch auf die Inflation ausüben. Die Inflationsprojektionen für 2025 entsprächen in etwa den Umfrageergebnissen und den Prognosen von Consensus Economics, die über die kurze Frist hinausgingen. Am Markt werde hingegen die Erwartung eingepreist, dass die Inflation niedriger sein werde als in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen, was möglicherweise eine etwas pessimistischere Einschätzung des mittelfristigen Wachstums im Euroraum widerspiegele. Die Inflationsrisiken schienen nun insgesamt weniger einseitig zu sein.

Zugleich seien die Risiken für die Inflation auf mittlere Sicht eher abwärtsgerichtet, insbesondere wegen der höheren Wahrscheinlichkeit eines schwächeren Wachstums. In diesem Zusammenhang wurde auch angemerkt, dass die projizierte Inflationswirkung des erweiterten EHS wahrscheinlich nicht vollständig eintreten werde, da die Verbraucherinnen und Verbraucher mit der Zeit ihr Ausgabeverhalten ändern und emissionsärmere Energiequellen bevorzugen würden. Des Weiteren wurde argumentiert, dass eine höhere Besteuerung – ähnlich wie Zölle und Protektionismus – in der Regel mittelfristig zu einer geringeren Wirtschaftstätigkeit führe und letztlich Abwärtsdruck auf die Inflation ausüben würde.

Mit Blick auf die Teuerung bei Dienstleistungen – einer Inflationskomponente, die genau beobachtet werden müsse – wurde hervorgehoben, dass die im November verzeichnete monatliche Änderungsrate zu den größten monatlichen Rückgängen seit der Pandemie zähle. Die Inflationsdynamik im Dienstleistungssektor habe sich vor allem bei den lohnsensiblen Komponenten deutlich verringert. Bei den nicht lohnsensiblen Komponenten gebe es hingegen einige spezifische idiosynkratische Elemente, die wegfallen würden. Für eine Reihe von Dienstleistungen stehe jedoch zum Jahreswechsel eine Preisanpassung an. Es sei daher nicht auszuschließen, dass es erneut zu unerwarteten Entwicklungen kommen könne. Da die Preisänderungen, die sich noch immer auf die aktuelle Inflation auswirkten, überwiegend in der ersten Jahreshälfte eingetreten seien, werde die Entwicklung in den ersten Monaten des neuen Jahres 2025 wichtige Informationen zur Inflation im weiteren Jahresverlauf liefern.

Die anhaltende Inflation im Dienstleistungssektor werde maßgeblich vom Lohndruck bestimmt, und das Lohnwachstum sei weiterhin hoch und volatil. Der Rückgang des Lohnwachstums, der bislang in den Projektionen und im zukunftsgerichteten EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) erwartet werde, müsse noch durch harte Daten bestätigt werden. Gleichzeitig deute eine Reihe von Indikatoren darauf hin, dass sich das Lohnwachstum von seinem derzeit hohen Niveau ausgehend verlangsamen dürfte. Die bisherige Erfolgsbilanz des Wage Trackers bei der Vorhersage des Lohnwachstums rechtfertige die zunehmende Zuversicht, dass das Lohnwachstum künftig gedämpfter ausfallen werde. Dies werde aller Voraussicht nach auch dazu beitragen, die Inflation im Dienstleistungssektor zu senken. Insgesamt müsse sich der Lohnanstieg auf dem Wert der

angestrebten Inflationsrate plus dem trendmäßigen Produktivitätswachstum einpendeln, damit die Inflation nachhaltig das Ziel von 2 % erreiche.

Mit Blick auf die längerfristigen Inflationserwartungen nahmen die Ratsmitglieder die jüngsten Entwicklungen der marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs und der umfragebasierten Indikatoren zur Kenntnis. Einige marktbasieren Messgrößen der mittelfristigen Inflationserwartungen seien nun auf unter 2 % gesunken, während die längerfristigen Inflationserwartungen nahe 2 % lägen. Im November seien die Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher deutlich gestiegen, vor allem für den Zeithorizont von drei Jahren.

Vor diesem Hintergrund gelangten die Ratsmitglieder mit Blick auf die Risiken für die Inflationsaussichten 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 darüber hinaus 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 allgemein dazu führen, dass die Nahrungsmittelpreise stärker stiegen als erwartet. Die Inflation könnte aber auch niedriger ausfallen als angenommen, wenn ein geringes Vertrauen sowie Bedenken bezüglich geopolitischer Ereignisse dazu führten, dass sich die Konsum- und Investitionsausgaben nicht so rasch erholten wie antizipiert, wenn die Geldpolitik die Nachfrage stärker dämpfe als erwartet oder wenn sich das wirtschaftliche Umfeld in der übrigen Welt überraschend eintrübe. Größere Spannungen im Welthandel könnten zu mehr Unsicherheit bei den Inflationsaussichten im Euroraum führen.

Was die monetäre und finanzielle Analyse betreffe, so seien die Marktzinsen seit der EZB-Ratssitzung im Oktober weiter gesunken. Darin spiegelten sich die wahrgenommene Verschlechterung der Konjunkturaussichten und eine Neubewertung der Leitzinserwartungen wider. An den Finanzmärkten sei es nach der Veröffentlichung der jüngsten EMI-Daten zu besonders starken Preiskorrekturen gekommen. Außerdem rechneten die Märkte damit, dass die Zinsen bis zum Herbst abermals deutlich gesenkt würden. Es herrsche eine erhebliche Unsicherheit hinsichtlich der Implikationen der politischen Veränderungen in den USA, und auch für den Euroraum seien die politischen Aussichten ungewiss. In diesem Umfeld manifestierten sich die Abwärtsrisiken an den Finanzmärkten in Form sinkender Realzinsen, niedrigerer Aktienkurse und eines schwächeren Euro-Wechselkurses.

Die zurückliegenden Leitzinssenkungen hätten im Zusammenspiel mit der Erwartung weiterer Zinsschritte zu einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen beigetragen. Die Kreditvergabe der Banken an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte erhole sich langsam. Dies deute darauf hin, dass die Wirkung der vergangenen geldpolitischen Straffung auf das Kreditwachstum nachlasse und die Rücknahme dieser Straffung nun allmählich sichtbare Effekte zeige. Die Nettoemission von Unternehmensschuldverschreibungen, deren Zinssätze bereits stärker

gesunken seien als die Zinsen für Bankkredite, habe sich belebt. An den Wohnimmobilienmärkten gebe es erste Anzeichen einer Wende. In vielen Ländern zögen die Wohnimmobilienpreise an, und die Nachfrage nach Hypothekarkrediten erhole sich.

Im Rahmen der halbjährlichen eingehenden Beurteilung des Zusammenhangs zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität stimmten die Ratsmitglieder darin überein, dass die Banken im Eurogebiet nach wie vor widerstandsfähig seien und weiterhin solide Kapital- und Liquiditätspositionen aufwiesen. Sie hätten die Phase der geldpolitischen Straffung insgesamt gut überwunden, auch wenn weiterhin Bedenken hinsichtlich ihrer Unternehmensführung, der operationellen Resilienz und des Risikomanagements – auch in Bezug auf Klima- und Umweltrisiken – bestünden. Die Risiken für die Finanzstabilität seien jedoch nach wie vor erhöht. Ursächlich hierfür seien überhöhte Bewertungen an den US-Aktienmärkten, das Risiko einer Finanzmarktderegulierung sowie die zunehmenden globalen Aktivitäten im Bereich Kryptowerte. Letztere beträfen Nichtbank-Finanzintermediäre, in geringerem Maße aber auch den Bankensektor. Es wurde darauf hingewiesen, dass die Finanzmärkte geopolitische Risiken oft erst vollständig einpreisten, wenn diese tatsächlich einträten. Dies könnte zu einer abrupten Neubewertung von Risiken führen und die Eigenkapitalausstattung der Banken gefährden. Es wurde einmal mehr betont, dass die makroprudenzielle Politik weiterhin die erste Verteidigungslinie gegen den Aufbau von Anfälligkeiten im Finanzsektor darstelle.

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. Diese seien a) die Auswirkungen der neu eingegangenen Wirtschafts- und Finanzdaten auf die Inflationsaussichten, b) die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation und c) die Stärke der geldpolitischen Transmission.

In Bezug auf die Inflationsaussichten waren die Ratsmitglieder zunehmend zuversichtlich, dass die Inflation in der ersten Jahreshälfte 2025 wieder zum Zielwert zurückkehren werde – und damit früher als in den vorherigen Projektionen erwartet. Noch sei die Arbeit nicht ganz getan, doch die Erreichung des Zielwerts rücke den Projektionen zufolge näher. Darüber hinaus werde in den aktuellen Projektionen bereits für das zweite Quartal 2025 mit einer Inflationsrate von rund 2 % gerechnet. Auf kurze Sicht werde eine deutlich niedrigere Teuerung erwartet als in den Projektionen vom September 2024 angenommen. Ferner wurde angemerkt, dass die von den Fachleuten erstellten Inflationsprojektionen in den vergangenen zwei Jahren bemerkenswert zuverlässig gewesen seien. Zudem seien die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen trotz des großen Inflationsschocks der letzten drei Jahre weiterhin gut verankert.

Es sei jedoch klar, dass der EZB-Rat auch auf den letzten Metern des Disinflationsprozesses wachsam bleiben müsse. So müssten insbesondere einige der den Projektionen zugrunde liegenden Annahmen noch durch harte Daten untermauert werden und gälten nur unter der Voraussetzung, dass die Geldpolitik ihren Beitrag leiste und auf die Wirtschaft durchwirke. Die Inflationsaussichten seien nach wie vor mit zahlreichen Auf- und Abwärtsrisiken behaftet, und wichtige Aspekte der Projektionen, beispielsweise die Erholung des Produktivitätswachstums, müssten noch bestätigt werden. Unsicherheit bestehe bezüglich der künftigen Politik der neuen US-Regierung. Dabei gehe es unter anderem um die Auswirkungen von Zöllen und möglichen Vergeltungsmaßnahmen, die Unsicherheit in der Finanz- und Handelspolitik sowie die Entwicklung des Wechselkurses und dessen Durchwirken auf die Inflation. Hinzu kämen politische Unwägbarkeiten im Euroraum und die Aussichten für die Energie- und Nahrungsmittelpreise. In diesem Zusammenhang wurde daran erinnert, dass der EZB-Rat nur ein einziges Mandat habe, nämlich die Gewährleistung von Preisstabilität. Er verfüge nicht über ein Doppelmandat, bei dem zwischen Preisstabilität einerseits und Wachstums- und Beschäftigungsüberlegungen andererseits abgewogen werden müsste. Dennoch müsse man anerkennen, dass eine schwächere Wirtschaft auch mit Abwärtsdruck auf die Inflation einhergehen könnte. Wenn sich die Wirtschaft nicht erhole, steige die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflation im weiteren Verlauf den Zielwert unterschreiten werde.

Zuversichtlich stimmten die Inflationsprojektionen der Fachleute für 2025, die nahe an den Markterwartungen wie auch den Umfrageergebnissen lägen. Über die kurze Frist hinaus preisten die Märkte eine geringere Inflation ein, als dies in den Dezember-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems erwartet werde. Freilich beinhalteten marktbasierende Indikatoren auch Risikoprämien, und diese seien in der mittleren Frist negativ. Dies könne bedeuten, dass die Märkte die Inflationsaussichten ähnlich einschätzten wie die Fachleute in ihren Projektionen, aber einen höheren Ausgleich für mittelfristige Abwärtsrisiken forderten.

Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation deuteten nach einhelliger Auffassung der Ratsmitglieder darauf hin, dass die Inflation zeitnah auf den Zielwert zurückkehren werde. Die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI), die gute Prognoseeigenschaften für die mittelfristige Teuerung aufweise, sei erheblich gesunken. Allerdings sei die Binneninflation nach wie vor hoch. Hierfür ausschlaggebend sei der starke Preisauftrieb bei Dienstleistungen; auch die Kerninflation liege seit mehreren Quartalen auf einem hartnäckig hohen Niveau. Obgleich wichtige Daten zur verlässlichen Bestätigung der für die Löhne projizierten Wachstumsverlangsamung erst im Jahresverlauf 2025 verfügbar würden, stünden die Entspannung am Arbeitsmarkt sowie die aktuellen Angaben zu den Tarifverdiensten mit einem allmählichen Nachlassen des Arbeitskostendrucks im Einklang.

In Bezug auf die Transmission der Geldpolitik bleibe der geldpolitische Kurs trotz der mehrmaligen Senkung des Einlagesatzes nach seinem Höchststand von 4 % restriktiv. Da einige der verzögerten Effekte der vergangenen geldpolitischen Straffung noch auf die Gesamtwirtschaft durchwirkten, seien auch die Finanzierungsbedingungen – einschließlich der markt- und bankbasierten Finanzierung – insgesamt weiterhin restriktiv. Die Kosten für neue Unternehmenskredite seien im historischen Vergleich insbesondere in realer Rechnung erhöht; auch die kumulierte Verschärfung der Kreditrichtlinien seit Beginn des Zinserhöhungszyklus sei nach wie vor beträchtlich. Zudem werde der durchschnittliche Zinssatz für den ausstehenden Hypothekenbestand steigen, da festverzinsliche Kredite nach Ablauf der Zinsbindung höher bepreist würden. Gleichzeitig wurde angemerkt, dass sich die Zinsstruktur der realen risikofreien Zinssätze bei Laufzeiten von einem Jahr und mehr bereits an neutrale Niveaus angeglichen habe, da die Finanzmärkte weitere Zinssenkungen erwarteten. Die Zurücknahme der geldpolitischen Straffung in den zurückliegenden Monaten wirke derzeit ebenfalls noch auf die Finanzierungsbedingungen durch. Zwar sei dieser Prozess noch nicht abgeschlossen, doch seien die Zinsen für neue Kredite an Unternehmen und private Haushalte allmählich rückläufig. Der schrittweise nachlassende Restriktionsgrad der Geldpolitik habe die Realwirtschaft erreicht und werde in Zukunft wohl das Konsum- und Investitionswachstum stützen.

Zugleich wurde angemerkt, dass die Reagibilität der Kreditnachfrage auf das Zinsniveau gering sei; dies sei ein Zeichen dafür, dass die Straffung des geldpolitischen Kurses bereits spürbar nachgelassen habe. In der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum, die sich auf das dritte Quartal 2024 beziehe, habe ein großer Teil (93 %) der Banken angegeben, dass das allgemeine Zinsniveau derzeit keine Auswirkungen auf die Gesamtnachfrage nach Unternehmenskrediten (inklusive Kreditlinien) habe. Demgegenüber hätte ein Jahr zuvor nahezu die Hälfte der befragten Banken Auswirkungen gemeldet. Das jüngste Umfrageergebnis spiegele auch die Erwartung weiterer Zinssenkungen wider.

In einem Wortbeitrag wurde angeführt, dass das allgemeine Zinsniveau und damit auch die Refinanzierungskosten der Banken vor der Weltfinanzkrise weitaus höher als derzeit gewesen seien. Bei der Beurteilung, wie restriktiv die Finanzierungsbedingungen seien, gelte es die Höhe des natürlichen oder neutralen Zinssatzes zu berücksichtigen. Es wurde das Argument vorgebracht, seit Pandemiebeginn hätten möglicherweise mehrere Faktoren den Zinssatz in die Höhe getrieben. Zu diesen zählten die weltweit steigende Staatsverschuldung, der Bedarf an umfangreichen Investitionen für den digitalen und ökologischen Wandel sowie die weltweite Fragmentierung; all dies habe zu einer Umkehr der globalen Sparschwemme beitragen. Faktoren, die den natürlichen Zinssatz hingegen sinken lassen könnten, hingen mit der Entwicklung von Demografie und Produktivität sowie einer höheren Sparneigung zusammen. Die Produktivitätsentwicklung sei mit großer Unsicherheit behaftet. Hierfür ursächlich seien die gegenläufigen Einflüsse des strukturellen Rückgangs des traditionellen verarbeitenden Gewerbes und der verstärkten Nutzung künstlicher Intelligenz. Der natürliche oder

neutrale Zinssatz sei zwar ein nützliches Analysekonzept, doch könnten die verfügbaren Schätzungen aufgrund der sehr hohen Modell- und Parameterunsicherheit nur grob darüber Auskunft geben, wie restriktiv die Geldpolitik sei. Daher wurde das Argument vorgebracht, dass ein allmähliches Vorgehen erforderlich sei, um beurteilen zu können, ob die Leitzinsen ein weitgehend neutrales Niveau erreicht hätten. Die Verzögerungen in der Transmission seien hierbei angemessen zu berücksichtigen.

Generell sei es ratsam, bei der Schätzung oder Modellierung des natürlichen Zinssatzes und der Beurteilung des Restriktionsgrades eine breite Palette von Ansätzen zu verfolgen und auch das Zusammenspiel von Produktion, Inflation und Zinssätzen zu betrachten. Unter Berücksichtigung der Verzögerungen bei der Transmission könne auch die Kreditdynamik Hinweise auf den Restriktionsgrad der Geldpolitik geben. In einem stark bankbasierten Finanzsystem wie jenem des Euroraums sei es angesichts der Bedeutung der Banken für kleine und mittlere Unternehmen auch notwendig, die durchschnittlichen Finanzierungskosten zu bewerten und dabei nicht nur den Anleihemarkt, sondern auch Bankkredite zu betrachten.

Schließlich wurde angemerkt, dass der geldpolitische Kurs nicht nur auf den Zinssätzen, sondern auch auf der Bilanzsumme des Eurosystems beruhe. Diese werde ab Januar 2025 monatlich um rund 40 Mrd. € abnehmen. Gleichzeitig wurde daran erinnert, dass die Bilanzverkürzung des Eurosystems weit im Voraus angekündigt worden sei und zum Zeitpunkt dieser Ankündigung bereits in erheblichem Umfang eingepreist worden sein müsste.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Hintergrund befürworteten die Ratsmitglieder einstimmig den Vorschlag von Herrn Lane, die drei Leitzinssätze der EZB um je 25 Basispunkte zu senken. Diese Größenordnung stehe im Einklang mit einem kontrollierten Lockerungstempo und gebe einen Anhaltspunkt für die weitere Zinsentwicklung. Die Projektionen beruhten zwar auf einem Abwärtspfad der Leitzinsen, der eine weitere Zinssenkung im Januar impliziere. Wie jedoch betont wurde, sei die künftige Zinsentwicklung aufgrund der Datenabhängigkeit keinesfalls vorgezeichnet. Ein maßvolles Zinssenkungstempo stehe im Einklang mit der allgemeinen Idee, dass weitere Etappenziele passiert werden müssten, um erkennen zu können, ob die Disinflation weiterhin auf Kurs sei, und biete die Option, im weiteren Verlauf Anpassungen vorzunehmen. Angesichts der bestehenden Unsicherheiten und einer Reihe von Faktoren, die einen raschen Rückgang der Inflation auf den Zielwert behindern könnten, sei diese vorsichtige Vorgehensweise noch immer geboten. Bestätige sich aber die Basisprojektion für die Inflation in den nächsten Monaten und Quartalen, sei eine allmähliche Rücknahme des restriktiven Kurses angemessen.

Einige Ratsmitglieder bemerkten, dass einiges dafür spreche, in der aktuellen Sitzung eine Zinssenkung um 50 Basispunkte zu beschließen, und sie es befürwortet hätten, wenn die Möglichkeit solch eines größeren Zinsschritts stärker in Erwägung gezogen worden wäre. Diese Sitzungsteilnehmer betonten, dass sich die Konjunkturaussichten im Euroraum nun in mehreren aufeinanderfolgenden Projektionen eingetrübt hätten; vor dem Hintergrund vieler politischer Ungewissheiten weltweit wie auch im Eurogebiet überwögen ferner die Abwärtsrisiken für das Wachstum. Eine Absicherung gegen diese böte eine stärkere Zinssenkung. Wenn sich die Wirtschaft nicht erhole, erhöhe sich zudem das Risiko, dass die Inflation den Zielwert unterschreite. Damit könne die Geldpolitik möglicherweise zu restriktiv werden, denn die Zinsen seien noch nicht auf einem neutralen Niveau angelangt. In diesem Zusammenhang wurde betont, dass der EZB-Rat sein Bekenntnis zur Symmetrie des Inflationsziels deutlich machen müsse; auch gelte es wachsam zu bleiben, um das Eintreten von Aufwärts- wie Abwärtsrisiken für die Inflation zu verhindern.

Angesichts der allmählichen, aber noch nicht vollkommen erfolgreichen Fortschritte bei der nachhaltigen Rückführung der Inflation auf den Zielwert von 2 % sowie der bestehenden Risiken und Unsicherheiten waren sich die Ratsmitglieder indes weitgehend darin einig, dass eine Leitzinssenkung um 25 Basispunkte angemessen sei. Sofern die Wirtschaft in den kommenden Jahren – wie in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen erwartet – im Einklang mit dem Produktionspotenzial wachse, dürfte die Inflation den Zielwert von 2 % nicht wesentlich über- oder unterschreiten. Außerdem wurde betont, dass die EZB ohnehin kein Doppelmandat, sondern nur ein einziges Mandat habe: die Gewährleistung von Preisstabilität. Da der Disinflationprozess noch nicht abgeschlossen sei, sei es daher verfrüht, die Leitzinsen stärker zu senken. Auch wurde angemerkt, dass eine Senkung um 50 Basispunkte dahingehend wahrgenommen werden könne, dass die EZB die Wirtschaftslage negativer einschätze als dies tatsächlich der Fall sei. Dies sei nur im Falle zusätzlicher negativer Schocks sinnvoll. Zudem habe der EZB-Rat bereits seine Entschlossenheit bewiesen, auf die Eintrübung des gesamtwirtschaftlichen Ausblicks und die damit einhergehende Abschwächung des Inflationsdrucks zu reagieren, indem er mit seiner Zinssenkung im Oktober das Zinsanpassungstempo erhöht habe..

Es wurde ferner darauf hingewiesen, dass die Preise in einer Phase schwachen Wachstums oder beim Auftreten negativer Schocks aller Wahrscheinlichkeit nach seltener angepasst würden, was auf einen flacheren Verlauf der Phillips-Kurve hindeute. Mithin seien die Voraussetzungen für eine Änderung um 50 Basispunkte während der Zinssenkungsphase andere als in der vorherigen Zinserhöhungsphase. Auch dürften sich die Inflationserwartungen in der Zinssenkungsphase weniger rasch entankern, eine etwaige Entankerung könnte sich aber wegen der Zinsuntergrenze als persistenter erweisen. Daher löse eine deutliche Eintrübung der Wachstumsaussichten bei einer flachen Phillips-Kurve unter Umständen nicht zwangsläufig einen massiven Rückgang der Inflation aus. Dies impliziere, dass die Abwärtsrisiken für die Inflation nicht sonderlich groß seien. Dennoch

sollte ein entschiedeneres Handeln nicht ausgeschlossen werden, falls es zu adversen Szenarios oder einer Versteilung der Phillips-Kurve komme.

Die Ratsmitglieder wiesen ferner darauf hin, dass die Konjunkturabschwächung zum Großteil strukturell bedingt sei. Dem abzuhelpen liege nicht im Einflussbereich der Geldpolitik, sondern in der Verantwortung der Regierungen. Konjunkturell bedingt sei die Wirtschaftsschwäche nur zum Teil. Unter diesen Bedingungen sei es nicht möglich, das Potenzialwachstum mit einer akkommodierenden Geldpolitik zu steigern, wenn Unternehmen aus strukturellen Gründen von Investitionen absähen. Es wurde allerdings auch damit argumentiert, dass eine raschere geldpolitische Normalisierung, die darauf abziele, dass die Wirtschaft zu ihrem Potenzialwachstum zurückfinde, den Regierungen mehr Spielraum für die Bewältigung struktureller Probleme böte. Allerdings könne die Geldpolitik strukturelle Schwächen nicht wirksam lösen. Sie könne keine Verantwortung für das langfristige Wachstum übernehmen; diese obliege vielmehr den Regierungen. Der beste Beitrag, den die Geldpolitik leisten könne, sei die Gewährleistung von Preisstabilität, durch die sie einen wichtigen Unsicherheitsfaktor beseitige.

Die Mitglieder sprachen sich überdies dafür aus, weiterhin von Sitzung zu Sitzung und in Abhängigkeit von der Datenlage darüber zu entscheiden, welches Leitzinsniveau angemessen sei. Dabei würden Verzögerungen bei der Transmission berücksichtigt. Außerdem bedeute „in Abhängigkeit von der Datenlage“, dass nicht nur bisherige Daten, sondern auch die mittelfristigen Aussichten einzubeziehen seien. Es wurde angemerkt, dass die Datenabhängigkeit einen analytischen Ansatz impliziere, bei dem neben harten Daten sowie Umfrageindikatoren auch Wirtschaftsmodelle und Beurteilungen zugrunde gelegt würden, um Trends der Inflationsdynamik zu projizieren und die Risiken für die Aussichten zu bewerten.

In Bezug auf die Kommunikation unterstützten die Ratsmitglieder die vorgeschlagene Formulierungsänderung in der Erklärung zur Geldpolitik, um die Straffungstendenz zu eliminieren. Die bisher geäußerte Absicht, dass die Leitzinsen „ausreichend restriktiv bleiben“ sollten, solle durch eine eher zweiseitige Zusage ersetzt werden, den angemessenen Kurs zu verfolgen, um „für eine nachhaltige Stabilisierung der Inflation beim mittelfristigen Zielwert von 2 % zu sorgen“. Diese Änderung in der Kommunikation untermauere die Zinssenkung.

Insgesamt befanden die Ratsmitglieder, dass durch die vorgeschlagenen Änderungen in der Kommunikation ein Balanceakt gelinge. Der Verweis auf eine Aufrechterhaltung der restriktiven Geldpolitik falle weg, und gleichzeitig würden Signale vermieden, dass der Zinsanpassungspfad schon vorgezeichnet sei. Die Änderung der Kommunikation sei somit eine Anpassung, um die Reaktionsfunktion der EZB angesichts der aktuellen Lage besser widerzuspiegeln, und stelle keine geänderte Durchführung der Geldpolitik dar.

Die Ratsmitglieder stimmten auch dem Vorschlag von Herrn Lane zu, die Wiederanlage von Tilgungsbeträgen der Wertpapiere, die im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) erworben wurden, Ende 2024 einzustellen. Dies entspreche der in der Juni-Sitzung 2024 geäußerten Absicht des EZB-Rats. Außerdem wurde darauf hingewiesen, dass die Banken im Dezember 2024 die verbleibenden Beträge zurückzahlen würden, die sie im Rahmen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte aufgenommen hätten. Damit gehe dieser Teil des Bilanznormalisierungsprozesses zu Ende.

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 zu Geldpolitik

[Erklärung zur Geldpolitik vom 12. Dezember 2024](#)

Pressemitteilung

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

Sitzung des EZB-Rats, 11.-12. Dezember 2024

Mitglieder

- Frau Lagarde, Präsidentin
- Herr de Guindos, Vizepräsident
- Herr Centeno
- Herr Cipollone
- Herr Demarco, vorübergehend 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 Dezember 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

- Herr Arpa
- Herr Garnier
- Herr Gavilán
- Herr Gilbert
- Herr Horváth

- Herr Kaasik
- Herr Kelly
- Herr Koukoularides
- Herr Lünnemann
- Herr Nicoletti Altimari
- Herr Novo
- 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 27. Februar 2025 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.