

## Sitzung am 24.-25. Januar 2024

### Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 24.-25. Januar 2024, in Frankfurt am Main

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

### Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel stellte fest, dass die rasche Lockerung der Finanzierungsbedingungen, die nach der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 25.-26. Oktober 2023 zu beobachten gewesen sei, seit der Sitzung am 13.-14. Dezember 2023 zum Stillstand gekommen und inzwischen auch leicht zurückgenommen worden sei.

Die Finanzierungsbedingungen seien im November und Dezember deutlich lockerer geworden, da sich das Narrativ an den Finanzmärkten verschoben habe. Inzwischen werde nicht mehr mit einer über einen längeren Zeitraum anhaltenden höheren Inflationsrate („higher for longer“), sondern mit einer schnellen Disinflation und einer bevorstehenden geldpolitischen Lockerung gerechnet. Nach der Sitzung des EZB-Rats vom 13.-14. Dezember hätten sich die Finanzierungsbedingungen zunächst bis Ende Dezember weiter entspannt, im Anschluss aber wieder leicht verschärft. Dies sei auf die Kommunikation der EZB zurückzuführen, die effektiv gegengesteuert habe, als die Märkte einen bereits im März 2024 einsetzenden Zinssenkungszyklus offensiv einpreisten.

Aktuell mäßen die Märkte einer Leitzinssenkung um 25 Basispunkte im April eine Wahrscheinlichkeit von rund 60 % bei, und vollständig eingepreist sei eine erste Zinssenkung nun erst für Juni. Das Gesamtausmaß der bis zum Jahresende erwarteten Zinssenkungen habe sich seit der Dezember-Sitzung leicht auf rund 130 Basispunkte verringert. Auch in den Vereinigten Staaten seien die Leitzinserwartungen an den Terminmärkten zurückgenommen worden, wenngleich in etwas geringerem Maße. Dort preisten die Märkte eine erste Leitzinssenkung um 25 Basispunkte im Mai ein, und die Wahrscheinlichkeit, dass bereits im März ein erster Zinsschritt erfolgen werde, werde mit 40 % beziffert. Zudem erwarteten die Anleger in den USA im Verlauf des Jahres 2024 fast dasselbe

Ausmaß an Zinssenkungen wie im Euroraum, was auf einen weltweit synchronisierten Normalisierungszyklus schließen lasse.

Diese Einschätzung des geldpolitischen Kurses sei allerdings mit einer hohen Unsicherheit behaftet, was sich auch an der anhaltenden Volatilität der Anleihemärkte zeige. Die Lockerung der globalen Finanzierungsbedingungen im November und Dezember 2023 sei mit einer geringeren Volatilität an den Märkten für risikoreiche Anlagen einhergegangen. Die implizite Volatilität an den Aktienmärkten des Euroraums sei trotz der erheblichen geopolitischen Spannungen und der Gefahr einer anhaltenden Konjunkturschwäche auf den niedrigsten Stand seit dem Ausbruch der Corona-Pandemie im Februar 2020 gesunken. Allerdings gehe die geringere implizite Volatilität an den Märkten für risikoreiche Anlagen nicht mit einer signifikant niedrigeren impliziten Volatilität an den Anleihemärkten einher, denn diese habe sich von der Aktienmarktvolatilität entkoppelt.

Diese erhöhte geldpolitische Unsicherheit ergebe sich potenziell aus zwei Aspekten. Der erste betreffe den Anfangszeitpunkt und das Tempo der bevorstehenden geldpolitischen Anpassung, der zweite ihr Ausmaß. Die Erwartungen in Bezug auf das Tempo der im Jahresverlauf bevorstehenden Zinssenkungen seien in der letzten Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) zwar angehoben worden, die umfragebasierten Erwartungen seien aber weiterhin vorsichtiger als die Erwartungen an den Finanzmärkten. Diese rechneten aktuell bis zum Jahresende mit kumulierten Zinssenkungen von rund 130 Basispunkten, die Befragten der SMA hingegen nur mit insgesamt 100 Basispunkten. Diese Diskrepanz hänge möglicherweise mit unterschiedlichen Einschätzungen der Inflationsaussichten zusammen. So seien die Inflationsaussichten der Anleger an den Finanzmärkten deutlich optimistischer als der Median der SMA-Umfrage. Außerdem passten die beiden Gruppen ihre Erwartungen womöglich unterschiedlich schnell an neue Informationen an. Während des Zinsstraffungszyklus in den Jahren 2022 und 2023 hätten die Erwartungen an den Märkten durchgängig einen meist mehrmonatigen Vorlauf gegenüber den umfragebasierten Erwartungen aufgewiesen.

Der zweite Aspekt der Ungewissheit über den mittelfristigen Leitzinspfad betreffe das Ausmaß der Anpassung, die erforderlich sei, um zu einem neutralen Leitzins zurückzukehren, und die Unsicherheit, mit der Schätzungen eines solchen Leitzinses behaftet seien. Der sich aus der SMA-Umfrage ergebende Median der längerfristigen Leitzinserwartungen sei gegenüber dem Niveau vor Beginn des zurückliegenden Straffungszyklus merklich gestiegen.

Die erwartete Umkehr der im Jahr 2023 vorgenommenen geldpolitischen Straffung manifestiere sich auch am langen Ende der Zinsstrukturkurve. Der zehnjährige reale Zinssatz für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Satz) im Euroraum liege weiterhin in der Nähe des Niveaus von Anfang 2023 und leicht unter seinem Niveau zum Zeitpunkt der letzten Leitzinsanhebung der EZB im September 2023. Der entsprechende nominale OIS-Satz sei mittlerweile sogar niedriger als Anfang 2023. In den Vereinigten Staaten habe sich der zehnjährige reale OIS-Satz seit Ende Oktober ähnlich stark verringert, liege

aber weiterhin über dem Niveau von Anfang 2023. Zusammen mit den neusten Meldungen zu den Wachstumsaussichten und zur Entwicklung der öffentlichen Finanzen sei die Neubewertung der geldpolitischen Aussichten der wichtigste Bestimmungsfaktor des Rückgangs der Anleiherenditen seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Oktober gewesen.

Auch an den Märkten für risikoreiche Anlagen habe sich bemerkbar gemacht, dass Leitzinssenkungen nicht mehr so offensiv eingepreist würden. Die Aktienmärkte des Euroraums hätten sich jedoch seit der Dezember-Sitzung kaum verändert. Eine längerfristige Betrachtung der Entwicklung seit Anfang 2023 zeige, dass die Aktienmärkte wie auch andere Märkte für risikoreiche Anlagen robust seien und somit in Richtung einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen gewirkt hätten. Dass die Neubewertung der geldpolitischen Erwartungen im Euroraum etwas ausgeprägter sei als in den Vereinigten Staaten, spiegele sich in einer leichten Aufwertung des Euro wider. Allerdings habe sich der US-Dollar auch gegenüber einer Vielzahl anderer Währungen abgeschwächt.

Innerhalb des Euroraums seien die Renditeabstände von Staatsanleihen weiter gesunken, da der Markt die Ankündigung der EZB, die Reinvestitionen im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) auslaufen zu lassen, gut absorbiert habe und einige Staatsanleihen eine Rekordnachfrage verzeichnet hätten. Weder die Ankündigung zum PEPP noch der allmähliche, vorhersehbare Abbau der Bestände aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) hätten die Sensitivität der Spreads gegenüber Änderungen der risikofreien Zinssätze erhöht. Dies deute darauf hin, dass die Fragmentierungsrisiken gering blieben.

Die Staatsanleihenmärkte des Euroraums hätten das entsprechende Angebot dank der günstigen Liquiditätsbedingungen und der Rückkehr ausländischer Investoren und Investmentfonds gut absorbiert. Somit sei die Aussicht auf einen reibungslosen und gesunden Absorptionsprozess im Jahr 2024 weiterhin im Großen und Ganzen gegeben. Auch die Handelsaktivität und das Funktionieren des Repomarkts um das Jahresende seien Ausdruck der günstigen Marktbedingungen. Die Reposätze an den Märkten für allgemeine (General Collateral) und nicht allgemeine (Non-General Collateral) Sicherheiten seien deutlich weniger stark gesunken als zum Jahresende 2021 und 2022.

## Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euroraum

Mit Blick auf das internationale Umfeld stellte Herr Lane fest, dass sich die Wirtschaftstätigkeit im vierten Quartal 2023 weltweit abgeschwächt habe. Zugleich nehme das Wachstum des Welthandels im Zuge der Normalisierung nach der Pandemie zu. Die jüngsten Spannungen am Roten Meer und am Golf von Aden stellten jedoch ein Abwärtsrisiko für den Handel dar, da sie sich negativ auf die Lieferzeiten und die Seefrachtkosten auswirken könnten. Dies betreffe insbesondere die Handelsrouten zwischen China und Europa. Seit Ende Dezember seien die Transitvolumen stark

gesunken, und teilweise würden Schiffe um Afrika herumgeleitet. Bislang habe sich dies nicht auf die Charterraten für Containerschiffe ausgewirkt, was vermutlich auf Kapazitätsreserven zurückzuführen sei. Dagegen hätten die Seefrachtkosten bereits angezogen.

Die Ölförderung dürfte von den Entwicklungen im Roten Meer nicht beeinflusst werden. In den jüngsten Prognosen der Internationalen Energieagentur werde davon ausgegangen, dass Ölangebot und -nachfrage im ersten Quartal 2024 weitgehend im Gleichgewicht bleiben und die Märkte im weiteren Jahresverlauf Überschüsse ausweisen würden. Allerdings seien die Energiepreise starken Schwankungen ausgesetzt. Die Preise für Öl-Terminkontrakte lägen deutlich über den zum Zeitpunkt der Dezember-Sitzung des EZB-Rats verzeichneten Niveaus, während sich die Preise für Gas-Terminkontrakte deutlich darunter bewegten. Herr Lane wies darauf hin, dass es bei der Analyse der Energiepreise auch wichtig sei, die Entwicklungen im EU-Emissionshandelssystem (EU-EHS) in den Blick zu nehmen. Die Preise für Emissionszertifikate seien in den ersten drei Januarwochen um 22 % gesunken, was auf eine schwache Nachfrage aus dem Industrie- und dem Stromsektor zurückzuführen sei. Im Stromsektor sei diese Entwicklung durch den zunehmenden Einsatz erneuerbarer Energien bedingt.

Die weltweiten Rohstoffpreise für Nahrungsmittel und Metalle hätten sich seit der letzten Sitzung des EZB-Rats kaum verändert. Auch beim Euro-Wechselkurs hätten sich in diesem Zeitraum sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch in nominaler effektiver Rechnung nur begrenzte Veränderungen ergeben.

Mit Blick auf das Euro-Währungsgebiet erinnerte Herr Lane daran, dass sich die Inflation aufgrund energiepreisbedingter Basiseffekte von 2,4 % im November auf 2,9 % im Dezember erhöht habe. Damit sei der Anstieg jedoch geringer ausgefallen als erwartet. Während der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen mit 4,0 % stabil geblieben sei, hätten sich die Teuerungsraten für Nahrungsmittel und Industrieerzeugnisse ohne Energie weiter verringert. Die Gesamtinflation und die Kerninflation – gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) bzw. am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel – dürften ihren Abwärtstrend im weiteren Verlauf fortsetzen.

Die Binneninflation sei mit 4,5 % hoch geblieben, was auf das erhöhte Tempo der Lohnsteigerungen und die abnehmende Arbeitsproduktivität zurückzuführen sei, doch habe auch sie inzwischen zu sinken begonnen. Die Indikatoren der Gesamtinflation und ihrer Komponenten seien weiter rückläufig. Das annualisierte Dreimonatswachstum der saisonbereinigten Kerninflationsraten sei unter 1,5 % gesunken, wobei die Teuerungsrate für Waren bei null und jene für Dienstleistungen und Nahrungsmittel nahe 2 % lägen. Zahlreiche Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seien im Dezember ebenfalls zurückgegangen. Darin komme zu Ausdruck, dass die Auswirkungen der vorangegangenen Schocks nachließen und sich die Nachfrage abschwäche. Ursächlich hierfür sei zum Teil die anhaltend starke Transmission der restriktiveren Geldpolitik. Die persistente und

gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI), die der beste Indikator für die Inflation in ein und zwei Jahren sei, habe sich auf 2 % verringert.

Insgesamt lieferten die Inflationszahlen vom Dezember weitere Hinweise darauf, dass der Disinflationprozess gut voranschreite und sogar schneller vonstattengehen könnte als zuvor erwartet. Allerdings dürfte die Inflationsdynamik aufgrund verschiedener Faktoren wieder an Fahrt aufnehmen. Dies komme auch in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember zum Ausdruck. So spiele der Lohndruck eine immer größere Rolle für die Entwicklung der Kerninflation, während sowohl die Effekte der vorangegangenen Energiepreiserückgänge als auch der Disinflationdruck, der sich durch die Beseitigung der Lieferengpässe ergeben habe, nachließen.

In der Vergangenheit sei es schwierig gewesen, aus den Einkaufsmanagerindizes (EMIs) für Preise die Entwicklung der Waren- und Dienstleistungsinflation abzulesen. Seit 2020 hätten sich die Korrelationen jedoch verbessert, und die EMIs wiesen nun einen Vorlauf von sechs Monaten gegenüber den Warenpreisen und von neun Monaten gegenüber den Dienstleistungspreisen auf. So lege die Entwicklung der EMIs nun nahe, dass sich der Abwärtsdruck auf die Teuerung bei Waren und Dienstleistungen auf kurze Sicht fortsetzen dürfte. An den jüngsten Werten sei jedoch eine leichte Umkehr abzulesen, was darauf schließen lasse, dass dieser Druck nachlasse.

Die erwartete Abschwächung des Disinflationprozesses zeige sich auch anhand einer Zerlegung der Dienstleistungsinflation in „lohnintensive“ und „nicht lohnintensive“ Komponenten. Bislang seien die Rückgänge durch die nicht lohnintensive Komponente bedingt gewesen, während sich der Beitrag der lohnintensiven Komponente nur sehr allmählich verringert habe.

Das Tempo des Lohnwachstums sei zwar weiterhin erhöht, doch gebe es erste Anzeichen einer Verlangsamung. Im dritten Quartal 2023 seien die Lohnstückkosten um 6,7 % und das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer um 5,3 % gestiegen. Das Wachstum der Tarifverdienste sei von 4,8 % im September auf 4,6 % im Oktober gesunken. Der zukunftsgerichtete Indikator der Lohnentwicklung signalisiere, dass die Lohndynamik weitgehend mit der in den Dezember-Projektionen erwarteten Entwicklung im Einklang stehe. Herr Lane erinnerte zudem daran, dass der Indikator der Lohnentwicklung sowohl Informationen zu alten als auch zu neuen Verträgen beinhalte, die zu unterschiedlichen Zeitpunkten neu verhandelt würden. In den Ende 2023 unterzeichneten neuen Verträgen seien – unter Berücksichtigung von Einmalzahlungen – weiterhin Lohnerhöhungen von über 5 % vereinbart worden. Zudem dürften viele für das erste Quartal 2024 angesetzte Tarifverhandlungen im Februar oder März abgeschlossen sein.

Aus umfragebasierten Messgrößen der Lohnerwartungen gehe hervor, dass Unternehmen und professionelle Prognostiker für 2024 mit einem Rückgang der Lohndynamik rechneten. Laut der Telefonumfrage bei Unternehmen vom Januar dürfte das Lohnwachstum von 5,3 % im Jahr 2023 auf

4,4 % im Jahr 2024 zurückgehen. Damit seien die Erwartungen nun etwas niedriger als in den vorangegangenen Umfragerunden. Auch im jüngsten Survey of Professional Forecasters deuteten die Erwartungen für das jährliche Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer darauf hin, dass sich das Lohnwachstum ab 2024 abschwächen werde. Für die längeren Zeithorizonte seien sie nach unten korrigiert worden. So liege der erwartete Lohnzuwachs ab 2026 unter 3 %, was allgemein als der trendmäßige Anstieg angesehen werde, der mit dem mittelfristigen Inflationsziel der EZB von 2 % im Einklang stehe.

Der Beitrag der Stückgewinne zum binnenwirtschaftlichen Preisdruck habe sich im dritten Quartal 2023 weiter verringert. Dies deute darauf hin, dass ein Teil des von den Lohnerhöhungen ausgehenden Preisdrucks – wie erwartet – durch die Gewinnmargen absorbiert werde. Aus der Telefonumfrage bei Unternehmen vom Januar gehe auch hervor, dass die Unternehmen ihre Gewinnmargen im Jahr 2023 angepasst hätten. Zwar seien die Gewinnmargen nach Angaben der Unternehmen am Jahresende leicht gestiegen, doch blieben sie weiterhin unter ihrem langfristigen Durchschnitt, nachdem sie von Anfang 2021 bis Mitte 2023 darüber gelegen hätten. Dadurch werde nochmals bestätigt, dass die inflationäre Wirkung der Lohnerhöhungen inzwischen von den Gewinnen abgemildert werde.

Die Inflation dürfte im Jahresverlauf 2024 weiter zurückgehen, da sich die Effekte der vergangenen Energiepreisschocks, der Angebotsengpässe und des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach der Pandemie weiter abschwächen würden und die straffere Geldpolitik die Nachfrage eindämme.

Die Messgrößen der kürzerfristigen Inflationserwartungen seien deutlich gesunken, während jene der längerfristigen Inflationserwartungen im Großen und Ganzen bei rund 2 % lägen. Die aus Fixing-Kontrakten abgeleiteten marktbasieren Messgrößen für Inflationskompensation spiegelten die Erwartung der Anleger wider, dass die Inflation bereits im April auf 2 % zurückgehen und sich im restlichen Jahresverlauf zumeist bei 2 % oder Werten darunter einpendeln werde. Diese Messgrößen würden aus Swap-Kontrakten gewonnen, die auf sehr kurzfristige Inflationszahlen des Euroraums bezogen seien. Aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen gehe hervor, dass die Wahrnehmung hinsichtlich der Inflationsentwicklung in den letzten Monaten schließlich zurückgegangen sei. Die Erwartungen der privaten Haushalte für die Teuerung in einem Jahr seien in der Zeit von Oktober bis Dezember merklich gesunken, während sich die Erwartungen für die Inflation in drei Jahren seit Oktober seitwärts bewegt hätten. Die Inflationserwartungen der professionellen Prognostiker hätten sich über den gesamten Zeithorizont hinweg nach unten verschoben. Auf die längere Frist werde nun mit einem Wert von 2 % gerechnet.

Zu den Aufwärtsrisiken für die Inflation zählten die erhöhten geopolitischen Spannungen, insbesondere im Nahen Osten. Sie könnten die Energiepreise und die Frachtkosten auf kurze Sicht nach oben treiben und den Welthandel beeinträchtigen. Zudem könnte die Teuerung höher ausfallen als gedacht, wenn die Löhne deutlicher stiegen als erwartet oder sich die Gewinnmargen weiterhin

robust zeigten. Die Teuerung könnte aber auch niedriger ausfallen als angenommen, wenn die Geldpolitik die Nachfrage stärker dämpfe als erwartet oder wenn sich das wirtschaftliche Umfeld in der übrigen Welt überraschend eintrübe. Darüber hinaus könnte die Inflation auf kurze Sicht rascher sinken, wenn sich die Energiepreise so entwickelten, wie es die aktuelle Abwärtsverschiebung der Markterwartungen für die künftige Öl- und Gaspreisentwicklung nahelege.

Die Wirtschaft des Euroraums habe aller Voraussicht nach im vierten Quartal 2023 stagniert, nachdem das reale BIP im Vorquartal leicht geschrumpft sei. Die jüngsten Datenveröffentlichungen zur Produktion im Dienstleistungssektor und in der Industrie wiesen einen Rückgang gegenüber dem dritten Jahresviertel aus, und auch die Umfrageindikatoren einschließlich der EMIs lägen nach wie vor auf einem Niveau, das eine schwächere Aktivität impliziere. Allerdings legten die zukunftsgerichteten Indikatoren im Januar nahe, dass das Wachstum in der kommenden Zeit etwas anziehen werde.

Mit Blick auf die Nachfragekomponenten sei der private Konsum den Schätzungen zufolge Ende 2023 verhalten geblieben. Herr Lane erinnerte daran, dass die gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember eine kräftige Erholung der privaten Konsumausgaben für 2024 vorhergesagt hätten. Für das erste Quartal lägen noch keine Indikatoren vor. Die Erwartungen der Unternehmen für den Einzelhandel seien jedoch immer noch gedämpft, während sie sich in Bezug auf die kontaktintensiven Dienstleistungen über den historischen Durchschnittswerten hielten.

Die Wohnungsbauinvestitionen seien die Nachfragekomponente des BIP, bei der sich der Einfluss der geldpolitischen Transmission am deutlichsten zeige. Diese seien in den vergangenen zwei Jahren und Schätzungen zufolge auch im Schlussquartal 2023 gesunken. Die Dezember-Projektionen gingen nunmehr von einem langsameren Rückgang aus. Zugleich liege der EMI für die Produktion im Wohnungsbau nach wie vor tief im negativen Bereich, wenngleich sich hier eine Bodenbildung abzeichne.

Bei den Unternehmensinvestitionen ergebe sich ein gemischtes Bild. Im Jahr 2023 hätten sie noch zugelegt, doch die Projektionen vom Dezember gingen von einer Verringerung im vierten Quartal aus. Es habe sich ein gewisser Bestand an fertigen Investitionsgütern aufgebaut, der den Investitionsrückgang in der jüngeren Vergangenheit abgedeckt haben könnte. Auch die Auftragslage im Investitionsgütersektor trage dazu bei, das Investitionswachstum im positiven Bereich zu halten. Gleichwohl gingen die Neuaufträge immer noch deutlich zurück, was auf eine anstehende Investitionsschwäche schließen lasse.

Der Welthandel habe sich zwar erholt, doch hätten sich die Exporte des Eurogebiets zum Jahresende 2023 weiter verhalten entwickelt. Die Einfuhrfähigkeit sei aufgrund einer ungünstigen Zusammensetzung der Nachfrage sowie des Abbaus von Lagerbeständen ebenfalls schwach geblieben, und zwar sowohl auf globaler Ebene als auch im Euroraum.

Der Arbeitsmarkt zeige sich nach wie vor robust. So sei die Arbeitslosenquote im November auf 6,4 % gefallen, wobei die Zahl der Erwerbspersonen sogar gestiegen sei. Der Arbeitsmarkt habe von der Zunahme der Gewinnmargen im Jahr 2022 profitiert, da diese den Unternehmen erlaubt habe, Arbeitskräfte trotz der abflauenden Nachfrage zu halten. Zugleich schwäche sich die Nachfrage nach Arbeitskräften ab, und die Zahl der Stellenausschreibungen sei rückläufig.

Im Hinblick auf finanzpolitische Maßnahmen gebe es nicht viel Neues zu berichten. Die wenigen Maßnahmen, die ergriffen worden seien, neutralisierten sich gegenseitig auf der aggregierten Ebene des Eurogebiets, da einige Länder neue Maßnahmen eingeleitet und andere ihre früheren Pläne zurückgefahren hätten.

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum seien nach wie vor abwärtsgerichtet. Das Wachstum könnte geringer ausfallen als angenommen, wenn die Geldpolitik eine stärkere Wirkung entfalten sollte als erwartet. Auch eine schwächere Weltwirtschaft oder eine weitere Verlangsamung des Welthandels würden das Wachstum im Euroraum belasten. Von dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und dem tragischen Konflikt im Nahen Osten gingen wesentliche geopolitische Risiken aus. Diese könnten zur Folge haben, dass Unternehmen und private Haushalte weniger zuversichtlich in die Zukunft blickten und es zu Störungen des Welthandels komme. Das Wachstum könnte indes höher ausfallen, wenn die Konsumausgaben aufgrund der steigenden Realeinkommen stärker zunähmen oder wenn die Weltwirtschaft kräftiger wachse als erwartet.

Was die monetäre und finanzielle Analyse anbelange, so hätten sich die Marktzinsen seit der letzten Sitzung des EZB-Rats weitgehend seitwärts bewegt. Ebenso hätten sich die risikofreien Zinssätze und Staatsanleiherenditen am längeren Ende der Zinsstrukturkurve insgesamt kaum verändert, wengleich in der Zwischenzeit gewisse Schwankungen aufgetreten seien.

Die Geldmengenaggregate seien auf Jahressicht erneut gesunken und befänden sich nahe ihren historischen Tiefständen. Die breit gefasste Geldmenge M3 habe sich im November 2023 um 0,9 % gegenüber dem Vorjahr verringert. Dies stehe im Einklang mit der stagnierenden aggregierten Kreditvergabe; in realer Rechnung ergebe sich indessen ein noch viel stärkerer Rückgang. Die eng gefasste Geldmenge M1, die den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen umfasse, sei im November vor dem Hintergrund von Portfolioumschichtungen abermals sehr deutlich gesunken.

Der restriktive geldpolitische Kurs wirke weiterhin außerordentlich stark auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen durch. Die Zinssätze für Unternehmenskredite seien im November geringfügig auf 5,2 % gesunken. Dabei hätten sie sich aber in der Nähe ihrer historischen Höchstwerte gehalten. Die Hypothekenzinsen seien weiter gestiegen und lägen nun bei 4,0 %. Die Umfrage zum Kreditgeschäft vom Januar lasse darauf schließen, dass die gestiegenen Kreditzinsen und die damit verbundene Begrenzung der Investitionsvorhaben und Hauskäufe im vierten Quartal zu einer weiteren Drosselung der Kreditnachfrage geführt hätten. In diesem Umfeld habe sich die



Kreditentwicklung zwar etwas verbessert; sie sei jedoch im November insgesamt gedämpft geblieben, obwohl die Vergabe kurzfristiger Kredite an Unternehmen – wahrscheinlich aufgrund eines höheren Bedarfs an Betriebskapital – gestiegen sei. Gleichzeitig sei die im Januar gemeldete weitere Verschärfung der Kreditrichtlinien für Unternehmen recht moderat ausgefallen. Dies sei ein Zeichen dafür, dass der Trend zu immer restriktiveren Kreditbedingungen, der in den vergangenen beiden Jahren zu beobachten gewesen sei, nun möglicherweise auslaufe.

## Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Insgesamt hätten die aktuellen Daten weitgehend die bisherige Einschätzung des EZB-Rats zu den mittelfristigen Inflationsaussichten, zur Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und zur Stärke der geldpolitischen Transmission bestätigt. Die Inflation näherte sich dem Inflationsziel von 2 % möglicherweise rascher an als bislang erwartet. Das gegenwärtige Niveau der Leitzinsen werde wesentlich zur Erreichung dieses Ziels beitragen, wenn es lange genug aufrechterhalten werde. Um den Leitzinspfad insgesamt bewerten zu können, müsse der Disinflationsprozess zunächst weiter vorangeschritten sein. Erst dann könne der EZB-Rat mit hinreichender Sicherheit davon ausgehen, dass die Inflation zeitnah zu ihrem Zielwert zurückkehren und sich dauerhaft auf diesem Niveau einpendeln werde. Daher schlug Herr Lane vor, die drei Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen.

Die drei Elemente der Reaktionsfunktion des EZB-Rats bildeten einen robusten Rahmen, um die Daten zu bewerten und um eine Orientierungshilfe für die Beschlüsse auf den kommenden geldpolitischen Sitzungen zu geben. Bei der Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus solle der EZB-Rat nach wie vor einen datengestützten Ansatz verfolgen. Seine Zinsbeschlüsse sollten weiterhin vor allem auf seiner Einschätzung der Inflationsaussichten vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation sowie der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren.

Ferner schlug Herr Lane vor, an der Möglichkeit festzuhalten, bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im Portfolio des PEPP flexibel zu agieren, um den immer noch vorhandenen pandemiebedingten Risiken für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken.

## 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 vorgetragene Einschätzung zur Kenntnis, dass sich das BIP-Wachstum weltweit im vierten Quartal 2023 verlangsamt habe. Zugleich wiesen aktuelle Handelsdaten jedoch darauf hin, dass sich die Dynamik im Warenhandel wieder ins Positive kehre. Dies stehe im Einklang mit der Einschätzung, dass eine Normalisierung des Lagerhaltungszyklus und der Konsumverteilung auf Waren und Dienstleistungen den Handel stützen dürfte. Darüber hinaus wirkten sich die jüngsten Entwicklungen im Roten Meer bislang nur begrenzt auf den Welthandel aus. In Bezug auf die führenden Volkswirtschaften der Welt sei anzumerken, dass die Vereinigten Staaten auf eine weiche Landung zusteuerten, während sich das BIP-Wachstum in China im letzten Quartal 2023 verlangsamt habe. Angesichts der schwächeren Inlandsnachfrage in China wurde angemerkt, dass die chinesischen Exporte die internationalen Preise zusätzlich unter Abwärtsdruck setzen würden. Die Schwäche Chinas habe sich auch negativ auf die Exporte des Euroraums ausgewirkt und die Unsicherheit über die Konjunkturaussichten erhöht.

Was die Energierohstoffe betreffe, so seien die Ölpreise seit der Sitzung des EZB-Rats im Dezember 2023 gestiegen. Die europäischen Gaspreise seien indessen weiter gesunken, da die Nachfrage immer noch gedämpft sei und die Gasspeicher gut gefüllt seien. Die Wirtschaft des Euroraums unterliege in besonderem Maße geopolitischen Risiken. Diese Gefahr dürfte auf Jahre hinaus erhöht bleiben. Zum einen sei der Krieg in der Ukraine immer noch ein wichtiger Risikofaktor. Zum anderen habe der Konflikt im Nahen Osten aufgrund der jüngsten Angriffe auf Frachtschiffe im Roten Meer und im Golf von Aden steigende Frachtkosten und längere Lieferzeiten nach sich gezogen. Bislang habe es keine größeren Störungen im Handel gegeben. Am stärksten sei hier zu Buche geschlagen, dass Schiffe einen Umweg um Afrika hätten in Kauf nehmen müssen, wodurch sich die Seefrachtraten erhöht und die Lieferzeiten verlängert hätten. Vereinzelt scheine es hierdurch im Euroraum allerdings bereits zu Produktionsstillständen aufgrund fehlender Komponenten gekommen zu sein. Vor diesem Hintergrund der erhöhten globalen Unsicherheit sei es erstaunlich, dass sich die internationalen Energiepreise insgesamt weiterhin sehr günstig entwickelt hätten.

Im Hinblick auf die Konjunktorentwicklung stimmten die Ratsmitglieder mit Herrn Lane überein, dass die Wirtschaft im Euroraum im letzten Quartal 2023 wohl stagniert habe. Auf kurze Sicht deuteten die eingegangenen Daten weiterhin auf eine schwache Entwicklung hin. Allerdings legten einige zukunftsgerichtete Umfrageindikatoren nahe, dass das Wachstum anschließend anziehen werde. Der Arbeitsmarkt sei nach wie vor robust. Die Arbeitslosenquote sei im November mit 6,4 % auf ihren niedrigsten Stand seit Einführung des Euro gefallen, und mehr Menschen gingen einer

Erwerbstätigkeit nach. Zugleich schwäche sich die Nachfrage nach Arbeitskräften ab, und die Zahl der Stellenausschreibungen gehe zurück. Die Regierungen sollten die Rücknahme energiebezogener Stützungsmaßnahmen fortsetzen, um zu verhindern, dass sich der mittelfristige Inflationsdruck erhöhe. Finanz- und strukturpolitische Maßnahmen sollten darauf ausgerichtet sein, die Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft im Euroraum zu steigern sowie die hohen öffentlichen Schuldenquoten allmählich abzubauen. Strukturelle Reformen und Investitionen zur Verbesserung der Angebotskapazitäten des Euroraums – die durch die vollständige Umsetzung des Programms „Next Generation EU“ gefördert würden – könnten auf mittlere Sicht zu einer Verringerung des Preisdrucks beitragen. Zugleich könnten sie den ökologischen und digitalen Wandel unterstützen. Nachdem sich der ECOFIN-Rat kürzlich auf eine Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU verständigt habe, sollte das Gesetzgebungsverfahren rasch abgeschlossen werden, damit die neuen Regelungen unverzüglich umgesetzt werden könnten. Außerdem sei es unerlässlich, auf dem Weg zur Kapitalmarktunion und zur Vollendung der Bankenunion schneller voranzukommen.

Die Ratsmitglieder waren sich weitgehend einig, dass das Wachstum auf kurze Sicht voraussichtlich schwächer ausfallen werde als zuvor erwartet. Bislang gehe der Inflationsrückgang jedoch mit relativ geringen konjunkturellen Rückschlägen einher. Zum einen deuteten Umfrageindikatoren darauf hin, dass die Wirtschaft ihre Talsohle durchschritten haben könnte. So hätten sich die EMI-Indikatoren stabilisiert und seien sogar leicht gestiegen. Dies trage zum Narrativ einer weichen Landung bei. Den EMI-Schnellschätzungen für Januar zufolge liege die Wirtschaftstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe zwar nach wie vor klar im negativen Bereich, weise aber einen Aufwärtstrend auf. Die zukunftsgerichteten EMIs für den Dienstleistungssektor hätten sich merklich erhöht, und auch die Beschäftigungserwartungen seien leicht gestiegen. Zum anderen wurde darauf verwiesen, dass die Wirtschaft nun wohl das fünfte Quartal in Folge stagniert habe. Zudem werde sich der Beginn der Erholung in den nächsten gesamtwirtschaftlichen Projektionen wahrscheinlich abermals um ein oder zwei Quartale nach hinten verschieben. Das Verbrauchervertrauen bleibe schwach, und der EMI für den Dienstleistungssektor sei im Januar hinter den Erwartungen der Analysten zurückgeblieben. Aus dem Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen gehe hervor, dass sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen nach Auffassung der Befragten nicht verschlechtert, aber auch nicht verbessert hätten. Der EZB-Rat warte daher noch immer auf deutlichere Anzeichen dafür, dass die Erholung auf dem richtigen Weg sei.

Den Projektionen vom Dezember 2023 zufolge dürfte der Konsum die Haupttriebfeder der erwarteten Erholung sein. Er dürfte sich infolge des allmählich steigenden realen Einkommens der privaten Haushalte beleben. Ein weiterer möglicher Wachstumsfaktor seien die Investitionen. Die Wohnungsbauinvestitionen seien fast zwei Jahre lang recht schwach gewesen, könnten sich aber nach und nach erholen, da die Hypothekenzinsen inzwischen ihren Höchststand überschritten hätten. In diesem Zusammenhang wurde auf die Umfrage zum Kreditgeschäft verwiesen, in der für das erste

Quartal 2024 eine steigende Nachfrage der privaten Haushalte nach Wohnungsbaukrediten prognostiziert werde. Die Unternehmensinvestitionen hätten sich besser behauptet als erwartet. Diese Entwicklung könne sich fortsetzen, besonders wenn die Finanzierungsbedingungen weiter gelockert würden. Die Auftragsbestände im Investitionsgüterbereich seien nämlich noch immer hoch, und die Gewinne lägen weiterhin über ihrem vor der Pandemie verzeichneten Trend. Dies alles stelle im Hinblick auf die schwache Investitionsentwicklung, die in den Dezember-Projektionen vorhergesagt worden sei, vor allem kurzfristig ein Aufwärtsrisiko für die wirtschaftlichen Aussichten dar. Zugleich wurde hervorgehoben, dass weiterhin eine sehr starke Transmission der geldpolitischen Straffung insbesondere auf den Wohnimmobiliensektor zu beobachten sei. Dies zeige sich auch in der schwachen Entwicklung der Wohnungsbaukredite.

Die Situation am Arbeitsmarkt sei nach wie vor sehr angespannt. Die Arbeitslosenquote liege noch immer auf einem historischen Tiefstand. Daher könne man argumentieren, dass sich das Opferverhältnis der Rückführung der hohen Inflation praktisch auf null belaufen habe. In Anbetracht der sehr angespannten Arbeitsmarktlage sei es angebracht, dass der EZB-Rat mit Blick auf die Aussichten für die Lohnentwicklung Vorsicht walten lasse und auf Belege dafür warte, dass sich das Lohnwachstum tatsächlich – wie für 2024 projiziert – abschwäche. Es wurde angeführt, dass dem EZB-Rat zunächst gesicherte Daten vorliegen müssten, die bestätigten, dass die Lohndynamik einen Wendepunkt erreicht habe. Unterdessen wurde aber auch hervorgehoben, dass es am Arbeitsmarkt klare Anzeichen für eine Abkühlung gebe, die sich aller Wahrscheinlichkeit nach dämpfend auf das künftige Lohnwachstum auswirken werde. Da in erheblichem Umfang Arbeitskräfte gehortet würden, müsse sich entweder die Konjunktur bald erholen oder das Beschäftigungs- und Lohnwachstum sinken. Eine gewisse Eintrübung der Situation am Arbeitsmarkt sei bereits zu beobachten, denn die Zahl der offenen Stellen gehe zurück. Dies sei in der Regel die erste Variable, bei der es zu Anpassungen komme.

Vor diesem Hintergrund erachteten die Ratsmitglieder die Risiken für das Wirtschaftswachstum als weiterhin abwärtsgerichtet. Das Wachstum könnte geringer ausfallen, wenn die Geldpolitik eine stärkere Wirkung entfalten sollte als erwartet. Auch eine schwächere Weltwirtschaft oder eine weitere Verlangsamung des Welthandels würden das Wachstum im Euroraum belasten. Zudem gingen von dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und dem tragischen Konflikt im Nahen Osten wesentliche geopolitische Risiken aus. Diese könnten zur Folge haben, dass Unternehmen und private Haushalte weniger zuversichtlich in die Zukunft blickten und es zu Störungen im Welthandel komme. Das Wachstum könnte höher ausfallen, wenn die Konsumausgaben aufgrund der steigenden Realeinkommen stärker zunähmen oder wenn die Weltwirtschaft kräftiger wachse als erwartet.

In diesem Zusammenhang wurde die Ansicht geäußert, dass die in den Projektionen vom Dezember 2023 enthaltenen Risiken für das Wachstum und für die Inflation insgesamt zunehmend abwärtsgerichtet seien. Ein niedrigeres Wirtschaftswachstum im vierten Quartal 2023 – also eine

Stagnation oder gar ein Schrumpfen der Wirtschaft – würde mechanisch dazu führen, dass das Wachstum im Jahr 2024 aufgrund eines statistischen Unterhangs erheblich geringer ausfiele. Darüber hinaus werde die Wachstumsrate 2023 und auch 2024 deutlich hinter ihrem Potenzial zurückbleiben. Verantwortlich hierfür seien in erster Linie die restriktiveren Finanzierungsbedingungen, die gedämpfte Stimmung, die Rückführung der fiskalischen Hilfsmaßnahmen sowie die verzögerten Auswirkungen der geldpolitischen Straffung.

Da das Wachstum im Euroraum auch mittelfristig betrachtet nach wie vor enttäuschend sei, müsse die Notwendigkeit von Strukturreformen hervorgehoben werden, mit deren Hilfe der niedrigen Produktivität und angebotsseitigen Hemmnissen begegnet werden könnte. Das geringe Potenzialwachstum in Europa mache deutlich, wie wichtig es sei, Fortschritte auf dem Weg hin zu einer Kapitalmarktunion zu erzielen und die Funktionsfähigkeit des Binnenmarkts und anderer Faktor- und Gütermärkte zu verbessern. Hierzu wurde angemerkt, dass die Regierungen auf nationaler Ebene vor verschiedenen strukturellen Herausforderungen stünden. Dazu gehörten die Bevölkerungsalterung sowie der ökologische und digitale Wandel, die allesamt vor dem Hintergrund der erhöhten geopolitischen Risiken bewältigt werden müssten. Auch wenn sich die Wirtschaftstätigkeit und die Stimmung im verarbeitenden Gewerbe langsam verbesserten, seien die Unternehmen nach wie vor strukturellen Belastungen ausgesetzt. Diese stünden in keinem Zusammenhang mit der Geldpolitik der EZB und müssten in erster Linie von den Regierungen mithilfe von Strukturreformen angegangen werden.

In Bezug auf die Reform des finanzpolitischen Steuerungsrahmens der EU wurde betont, dass die Europäische Kommission und der Europäische Rat die neuen Regeln so transparent und effizient wie möglich umsetzen sollten. Zudem müsse die Umsetzung so erfolgen, dass weitere Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung ermöglicht würden und gleichzeitig Spielraum für Investitionen geschaffen werde. Es wurde auch daran erinnert, dass die Regierungen die hohen öffentlichen Schuldenquoten zurückführen und gleichzeitig bereit sein müssten, ihren Beitrag zur Schließung der Investitionslücke beim ökologischen Wandel und der Anpassung an den Klimawandel zu leisten. Sie müssten also nicht nur den Pfad der Finanzpolitik insgesamt anpassen, sondern auch die Struktur ihrer Haushaltsbudgets, um eine wahrhaft nachhaltige Wirtschaftstätigkeit zu ermöglichen, die sich auch angesichts des zunehmend plausiblen Szenarios, dass die Welt die Ziele des Pariser Klimaschutzabkommens verfehlen werde, als widerstandsfähig erweise.

Im Hinblick auf die Preisentwicklung teilten die Ratsmitglieder die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung. Die Inflation habe sich im Dezember 2023 auf 2,9 % erhöht, da einige der zurückliegenden finanzpolitischen Maßnahmen, die zur Abfederung der Auswirkungen hoher Energiepreise ergriffen worden waren, aus der Jahresinflationsrate herausgefallen seien. Allerdings sei der Wiederanstieg schwächer als erwartet. Lasse man diesen Basiseffekt außer Acht, setze sich der allgemeine Abwärtstrend der Inflation fort. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln habe sich im

Dezember auf 6,1 % abgeschwächt. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel sei ebenfalls erneut zurückgegangen, und zwar auf 3,4 %. Dies sei einer Verringerung des Preisauftriebs bei Waren auf 2,5 % zuzuschreiben. Bei den Dienstleistungen liege die Teuerung unverändert bei 4,0 %. Die Inflation dürfte im Jahresverlauf 2024 weiter nachlassen, da sich die Effekte der vergangenen Energieschocks und Angebotsengpässe sowie des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach der Pandemie abschwächen würden und die Nachfrage weiterhin durch die straffere Geldpolitik gedämpft würde. Fast alle Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seien im Dezember 2023 weiter zurückgegangen. Aufgrund der erhöhten Lohnsteigerungen und einer abnehmenden Arbeitsproduktivität bleibe der binnenwirtschaftliche Preisdruck hoch, wenngleich auch dieser allmählich nachlasse. Die Stückgewinne seien zurückgegangen, wodurch sich der Inflationseffekt der steigenden Lohnstückkosten abgeschwächt habe. Die Messgrößen der kürzerfristigen Inflationserwartungen seien deutlich zurückgegangen, während jene der längerfristigen Inflationserwartungen zumeist bei rund 2 % lägen.

Die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer unterstrichen, dass der jüngste Inflationsrückgang eine gute Nachricht sei. Die Raten der Gesamtinflation und der zugrunde liegenden Inflation hätten in letzter Zeit kontinuierlich unterhalb des jeweils vorhergesagten Niveaus gelegen. Dies lasse auf einen überraschend schnellen Disinflationsprozess schließen. Daher sei bei der nächsten Projektionsrunde im März mit einer Abwärtskorrektur der Inflationsentwicklung für das Jahr 2024 zu rechnen. Hierbei wurde aber auch darauf hingewiesen, dass die Projektionen die Veränderungen der Inflationsdynamik in beide Richtungen tendenziell unterschätzten. Darüber hinaus gingen derzeit unerwartet niedrige Inflationsraten mit ebenfalls unerwartet niedrigen Wachstumszahlen und wiederholten Anzeichen einer überraschend starken geldpolitischen Transmission einher. Zudem rechneten die Marktteilnehmer insbesondere für 2024 mit einem niedrigeren Inflationsverlauf. Dies deute darauf hin, dass die Risiken für die Inflationsprojektionen vor allem auf die kurze Sicht stärker abwärtsgerichtet ausfallen könnten.

Es wurde jedoch betont, dass die Inflationsaussichten auf kurze Sicht weiterhin besonders unklar seien. Saisonale Effekte könnten hier eine überproportional große Rolle spielen. So hätten viele Unternehmen zu Jahresbeginn neue Preise ausgewiesen. Dies dürfte die Interpretation neuer Inflationszahlen erschweren. Außerdem wurde hervorgehoben, dass die aus Monatsdaten herausgefilterten Signale über die mittelfristige Inflationsentwicklung mit erheblicher Unsicherheit behaftet seien. Nach wie vor entscheidend seien in diesem Zusammenhang die mittelfristige Komponente der Lohndynamik und die Entwicklung der Inflationserwartungen. Es sei auch weiterhin unklar, wie sich die pandemiebedingten Veränderungen der Dienstleistungspreise im Verhältnis zu denen der Warenpreise zurückbilden würden. So könnte es entweder zu einer anhaltenden Deflation der Warenpreise kommen, oder die Dienstleistungspreise könnten längere Zeit außerordentlich stark

ansteigen. Dabei seien die Dienstleistungspreise in der Regel starrer und würden stärker durch die Löhne bestimmt.

Zwar entwickle sich die Gesamtinflation der allgemeinen Einschätzung entsprechend hin zum Inflationsziel der EZB von 2 %, jedoch sei der Inflationspfad insbesondere mittelfristig weiterhin mit beträchtlicher Unsicherheit behaftet. Der Ausblick, dass die Inflation zeitnah und nachhaltig zum Zielwert zurückkehren werde, bleibe daher fragil und hänge davon ab, dass sich eine Reihe günstiger Annahmen tatsächlich bestätige. Dies betreffe insbesondere den projizierten Rückgang des rekordhohen Wachstums der Lohnstückkosten, der auf einer Erholung der Produktivität und einer gleichzeitigen Abschwächung des Lohnwachstums im laufenden Jahr basiere. Außerdem gingen die Annahmen davon aus, dass die höheren Arbeitskosten nach wie vor über die Gewinne absorbiert würden. Dies sei am projizierten geringeren Beitrag der Stückgewinne zur Binneninflation abzulesen. Es wurde auch nochmals auf die Schwierigkeiten der „letzten Etappe“ verwiesen, wonach das letzte Stück des Weges zum Inflationsziel schwerer zu bewältigen sei als die Phasen davor. Dies stelle ein Risiko dar, da die rasche Disinflation nach der Umkehr der Angebotsschocks und der kraftvollen geldpolitischen Straffung bald nachlassen werde. Auch könnten sich die binnenwirtschaftlichen Inflationskomponenten als dauerhafter erweisen, und neue Schocks könnten den Fortschritt beeinträchtigen. So habe sich die Dienstleistungsinflation zwar in ihrer Dynamik abgeschwächt, aber die Jahreswachstumsrate sei mit 4 % im Dezember nach wie vor hoch gewesen. Auch die Binneninflation sei zurückgegangen, sei aber weiterhin höher als andere Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation. Außerdem sei nicht sicher, dass höhere Inputkosten durch geringere Gewinnmargen absorbiert würden, wie der Anstieg der Verkaufspreiserwartungen den dritten Monat in Folge nahelege.

In Bezug auf die Lohnentwicklung im Detail merkten die Ratsmitglieder nochmals an, dass der Lohndruck für die mittelfristigen Inflationsaussichten entscheidend sei. Bislang sei das Lohnwachstum kräftig geblieben und habe im Verbund mit dem negativen Produktivitätswachstum dazu geführt, dass die Lohnstückkosten im dritten Quartal 2023 mit 6,7 % so stark gestiegen seien wie nie zuvor. Die Differenz zwischen dem aktuellen Lohnwachstum von rund 5 % und einem trendmäßigen Lohnzuwachs von 3 % oder 2½ %, der – unter der Annahme eines trendmäßigen Produktivitätswachstums von 1 % oder ½ % – mit dem Inflationsziel von 2 % im Einklang stünde, sei recht signifikant. Diese Differenz dürfe erst im Laufe der Zeit allmählich abnehmen. Es bleibe abzuwarten, ob das Wachstum der Lohnstückkosten 2024 tatsächlich, wie in den Projektionen vom Dezember unterstellt, stark sinken werde. Die Projektionen basierten unter anderem auf der Annahme einer recht kräftigen Erholung des Produktivitätswachstums bei einer gleichzeitigen Abschwächung des Lohnwachstums.

Trotz einer Stagnation schaffe die Wirtschaft weiterhin neue Arbeitsplätze. Die Arbeitslosenquote liege deutlich unter allen verfügbaren Schätzungen der inflationsstabilen Arbeitslosenquote (NAIRU) für den

Euroraum. Daher könnten sich die Gewerkschaften noch immer in einer recht starken Verhandlungsposition sehen. Außerdem sollte berücksichtigt werden, dass der Aufschub von Lohnerhöhungen in einigen Ländern einen länger anhaltenden Druck auf das Lohnwachstum verursache, der sich bis weit ins Jahr 2025 bemerkbar machen werde. Andererseits sei die Annahme, dass es im laufenden Jahr zu einer deutlichen Verbesserung der Lohnstückkosten kommen werde, darin begründet, dass in den Dezember-Projektionen mit einer kräftigen Erholung der Wirtschaft gerechnet werde. Dem Basisszenario zufolge könnten die Unternehmen ihre Produktionsleistung dieses Jahr also erhöhen, ohne zwangsläufig Beschäftigung aufzubauen, und durch eine Verbesserung der Produktivität wäre sichergestellt, dass die Lohnstückkosten rascher sanken als die Löhne. Bei einem geringeren Wirtschaftswachstum würden die Lohnstückkosten möglicherweise nicht zurückgehen, und der Inflationsdruck könnte fortbestehen. Es wurde aber auch angeführt, dass dies unwahrscheinlich sei, da die Unternehmen mit einer schwächeren Nachfrage und einer geringeren Preissetzungsmacht konfrontiert seien, sodass sie letztlich mit Entlassungen reagieren würden. Dies würde einem weiteren Rückgang der Arbeitsproduktivität entgegenwirken.

Es wurde auch angemerkt, dass der jüngste Nominallohnzuwachs – der sich laut den zuletzt verfügbaren Daten zum Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im dritten Quartal 2023 auf rund 5 % belaufen habe – in einer Aufholphase nicht unbedingt als übermäßig hoch anzusehen sei. Schließlich seien die Reallöhne seit Beginn des Inflationsanstiegs um etwa 7 % gesunken. Eine Erholung der Reallöhne, wie sie auch in den Projektionen vom Dezember enthalten sei, könnte als notwendig betrachtet werden, damit die Wirtschaft des Euroraums ihre aktuelle Stagnationsphase überwinden könne. Vor dem Hintergrund einer schwachen Nachfrage dürfte dies keinen Aufwärtsdruck auf die Inflation ausüben. Sollten sich Beschäftigung und Löhne hingegen zu stark abschwächen, laufe die Wirtschaft Gefahr, schnell wieder in ein Umfeld mit niedrigen Wachstums- und Inflationsraten zu geraten. Angesichts der raschen Disinflation sei es zudem wahrscheinlich, dass die Gewerkschaften niedrigere Nominalloohnerhöhungen akzeptieren würden, um denselben Reallohnanstieg zu erzielen. Es wurde davor gewarnt, das Signal des gegenwärtigen Lohnwachstums überzubewerten, da der Arbeitsmarkt in der Regel der Wirtschaftsleistung nachlaufe. Die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung dürften sich daher ebenfalls mit einer zeitlichen Verzögerung im Lohnwachstum niederschlagen.

Vor diesem Hintergrund war man weithin der Auffassung, dass das Lohnwachstum im ersten Quartal des laufenden Jahres wichtige Signale liefern werde, da in den kommenden Monaten zahlreiche Tarifverträge abgeschlossen werden dürften. Es sei aktuell noch unklar, wie die Arbeitnehmer auf das neue Umfeld einer sinkenden Inflation reagieren würden, da das Preisniveau verglichen mit dem Lohnniveau noch immer hoch sei. Die eingehenden Informationen aus dem Indikator für die Lohnentwicklung stünden weitgehend mit dem Basisszenario der Dezember-Projektionen im Einklang. In diesem Zusammenhang wurde die Frage aufgeworfen, ob die neuen Tarifvereinbarungen die



zuletzt beobachteten, mit den Projektionen im Einklang stehenden ersten Zeichen einer Abschwächung bestätigen würden und ob die Unternehmen ihre Margen weiter schmälern würden. Beides wäre mit der mittelfristigen Rückkehr der Inflation auf den Zielwert konsistent. Zudem wurde auch daran erinnert, dass die Tarifverdienste in der Regel ein nachlaufender Indikator des Wirtschaftswachstums seien, wohingegen die Lohndrift – die andere Komponente des Lohnwachstums – deutlich zeitnäher auf den Konjunkturzyklus reagiere. Da die Wirtschaft nahezu eineinhalb Jahre stagniert habe, dürfte diese Komponente des Lohnwachstums also schwächer ausfallen, als dies die Informationen zu den Tarifverdiensten aus dem Indikator für die Lohnentwicklung nahelegten.

Es wurde noch ein weiterer Grund angeführt, weshalb die Inflation möglicherweise trotz steigender Löhne absinke. Da die Löhne nur rund 40 % der Gesamtkosten der Unternehmen ausmachten und die meisten Indikatoren der Vorleistungskosten derzeit rückläufig seien, ergebe sich bei gemeinsamer Betrachtung der Löhne und Vorleistungskosten anhand der Gesamtkosten ein rückläufiger Druck auf die Inflation. Erzeugerpreisänderungen gingen Anpassungen bei den Verbraucherpreisen in der Regel einige Quartale voraus. Daher dürfte der Rückgang des Kostendrucks in den nächsten Quartalen auf die Verbraucherpreise durchwirken. Angesichts der Tatsache, dass sich die Vorleistungskosten gegenwärtig entgegengesetzt zur Lohnentwicklung bewegten, reiche das Lohnwachstum als Indikator nicht aus, um den Gesamtkostendruck in der Wirtschaft abzubilden, da die Preise in der Regel einen Aufschlag auf die Gesamt- und nicht nur die Lohnkosten darstellten.

Überdies kam die Frage auf, ob die Gewinnmargen in nächster Zeit ausreichend Spielraum bieten würden, um den Anstieg der Lohnstückkosten weiterhin zu absorbieren. Andernfalls könnten die Unternehmen die hohen Lohnstückkosten zunehmend über die Preise weitergeben. Die Unternehmensgewinne lägen bei Weitem nicht mehr auf dem außergewöhnlich hohen Niveau des Jahres 2022, als die Unternehmen die hohe Inflation scheinbar ausgenutzt hätten, um ihre Gewinnmargen auszuweiten. Tatsächlich seien die Gewinnmargen bereits so weit gesunken, dass die anekdotische Evidenz den Schluss zulasse, einige Unternehmen hätten inzwischen begonnen, Investitionen zurückzufahren, da sie ihrer Einschätzung nach durch eine mangelnde Ertragskraft eingeschränkt würden. Die Ertragslage im vom internationalen Wettbewerb abhängigen verarbeitenden Gewerbe habe sich abgeschwächt, sodass Gewinne möglicherweise weiterhin als Puffer gegen eine Anpassung der Lohnstückkosten eingesetzt werden müssten. Im Gegensatz dazu sei der Dienstleistungssektor weitgehend vor dem globalen Wettbewerb geschützt und verzeichne eine nach wie vor robuste Nachfrage. Aus diesem Grund dürfte es dort wohl leichter sein, die hohen Lohnstückkosten über die Preise weiterzugeben. In diesem Zusammenhang wurde auch angemerkt, dass die Aktienrenditen auf eine insgesamt nach wie vor hohe Ertragslage der Unternehmen schließen ließen. Des Weiteren bestehe erhebliche Unsicherheit hinsichtlich des Zusammenhangs zwischen Löhnen und Preissetzung, und es wurde betont, dass sich der EZB-Rat nicht nur auf wenige

Indikatoren verlassen dürfe, sondern ein breites Spektrum an Variablen beobachten müsse, um zu verstehen, wie sich die derzeitige Arbeitsmarktlage letztlich auf die Inflation auswirken werde.

Mit Blick auf die längerfristigen Inflationserwartungen seien die marktbasieren Messgrößen merklich gesunken und nach wie vor weitgehend bei 2 % verankert. Dies spiegele die Einschätzung des Marktes wider, der zufolge die Inflation rasch nachlassen und sich bei rund 2 % stabilisieren werde. Vor diesem Hintergrund wurde auf das Risiko einer Entankerung der Inflationserwartungen nach unten hingewiesen, das sich aus der wirtschaftlichen Flaute und einer unerwartet raschen und weitreichenden Disinflation ergäbe. Zugleich wurde jedoch auch die Ansicht geäußert, dass es keine Hinweise auf eine Entankerung der Erwartungen nach unten gebe. Vielmehr tendierten die Inflationserwartungen der privaten Haushalte und Unternehmen nach oben. Insgesamt herrschte die Auffassung vor, die Entwicklung gehe in die richtige Richtung.

Aufwärtsrisiken für die Inflation ergäben sich vor diesem Hintergrund unter anderem durch die erhöhten geopolitischen Spannungen, insbesondere im Nahen Osten. Sie könnten die Energiepreise und die Frachtkosten auf kurze Sicht in die Höhe treiben und den Welthandel beeinträchtigen. Zudem könnte die Inflation höher ausfallen als gedacht, wenn die Löhne stärker anziehen als erwartet oder wenn sich die Gewinnmargen als robuster erwiesen. Die Inflation könnte aber auch niedriger ausfallen als angenommen, wenn die Geldpolitik die Nachfrage stärker dämpfe als erwartet oder sich das wirtschaftliche Umfeld in der übrigen Welt überraschend eintrübe. Darüber hinaus könnte die Inflation auf kurze Sicht rascher sinken, wenn sich die Energiepreise so entwickelten, wie es die aktuelle Abwärtsverschiebung der Markterwartungen bezüglich der künftigen Entwicklung der Öl- und Gaspreise nahelege.

Was die monetäre und finanzielle Analyse anbelange, so hätten sich die Marktzinsen (trotz erheblicher Schwankungen) seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats kaum verändert. Der bis etwa zum Jahreswechsel beobachtete rasche Rückgang der Marktzinsen habe sich anschließend umgekehrt, da durch Äußerungen von EZB-Ratsmitgliedern die Erwartungen hinsichtlich unmittelbar bevorstehender Leitzinssenkungen geschmälert worden seien. Dies habe dazu geführt, dass die Märkte eine geringere Wahrscheinlichkeit dafür einpreisten, dass die Leitzinsen auf den kommenden EZB-Ratssitzungen gesenkt würden. Dennoch erwarteten die Märkte derzeit für das Jahr 2024 insgesamt fast doppelt so starke Leitzinssenkungen wie in den Dezember-Projektionen angenommen, die von einem Rückgang um insgesamt 75 Basispunkte ausgingen. Zudem wurde angeführt, dass die Märkte deshalb mit niedrigeren Zinsen rechneten, weil sie davon ausgingen, dass die Wachstums- und Inflationsraten vor allem 2024 niedriger ausfallen würden als projiziert.

Vor diesem Hintergrund wurde weitgehend die Ansicht vertreten, dass die aktuelle Bepreisung der künftigen Zinssätze am Markt kein Anzeichen dafür sei, dass die Märkte die Reaktionsfunktion der EZB nicht verstünden. Vielmehr scheine es so zu sein, dass die Märkte einfach davon ausgingen, dass die Inflationsrate vor allem im Jahr 2024 niedriger sein werde als in den Dezember-Projektionen

projiziert. Da sich die Markterwartungen bezüglich der Teuerung und der künftigen Entwicklung der nominalen Zinssätze im Gleichlauf nach unten bewegt hätten, habe sich das Profil der erwarteten realen Zinssätze kaum verändert. Die Einschätzung der Märkte dürfe nicht abgetan werden, und bei der Beurteilung der Markterwartungen für Inflation und Zinssätze sei Bescheidenheit geboten. Dies bedeute allerdings nicht, dass der EZB-Rat diesen Erwartungen folgen oder sie validieren müsse. Die Marktpreise dürften sowohl auf neue Daten als auch auf die vom EZB-Rat kommunizierte eigene Einschätzung reagieren.

Nach Ansicht der Ratsmitglieder sei die Entwicklung an den Aktienmärkten des Euroraums 2023 recht dynamisch gewesen, und auch 2024 zeige sie sich trotz der schwächeren Wirtschaftsaussichten weiterhin robust. Dies könnte unter anderem auf eine Neubewertung der Zinsaussichten durch die Finanzmärkte zurückzuführen sein, in der das Risiko eines flacheren geldpolitischen Lockerungszyklus zu niedrig eingepreist werde. Die Stärke an den Aktienmärkten könne aber auch als Zeichen dafür interpretiert werden, dass die Finanzmarktteilnehmer von weiterhin widerstandsfähigen Gewinnen ausgingen, was die gegenwärtigen Aktienkurse vor allem der weltweit tätigen Unternehmen erklären könnte.

Die Ratsmitglieder wiesen ferner darauf hin, dass die Finanzmärkte im Euroraum weiterhin gut funktionierten. So hielten sich die Spreads von Staats- und Unternehmensanleihen allgemein in Grenzen und seien zudem überwiegend rückläufig. Vor dem Hintergrund der sich normalisierenden Bilanz des Eurosystems gebe es keine Hinweise auf eine Fragmentierung des Marktes. Dies sei eine begrüßenswerte Entwicklung. Insgesamt seien die Finanzierungsbedingungen seit der geldpolitischen Sitzung vom Oktober 2023, auf der der EZB-Rat seinen im Juli 2022 begonnenen Zinserhöhungszyklus erstmals pausiert habe, stark gelockert worden. Seit ihrem Tiefstand gegen Ende 2023 seien die Finanzierungsbedingungen nur geringfügig verschärft worden.

Die Mitglieder stimmten darin überein, dass die restriktive Geldpolitik der EZB stark auf die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte durchgeschlagen habe. Dabei hätten sich in jüngster Zeit Hinweise darauf ergeben, dass die Kreditkosten einen Höchststand erreicht haben könnten. Die Kreditzinsen der Banken für Unternehmen seien im November 2023 erstmals seit langer Zeit gesunken. Zudem deute die Umfrage zum Kreditgeschäft trotz eines weiteren Anstiegs der Hypothekenzinsen auf eine gewisse Abflachung der Verschärfungstendenz bei den Kreditrichtlinien und eine Lockerung der Bedingungen für Wohnungsbaukredite hin. Allerdings wurde darauf hingewiesen, dass selbst unter der Annahme, dass die Zinssätze für Neukredite vor einem Wendepunkt stünden, die Höherverzinsung der vorhandenen Kreditbestände aber zum Großteil noch ausstehe.

Die Kreditdynamik habe etwas zugenommen, sei aber insgesamt nach wie vor schwach. Darin spiegeln sich die Auswirkungen der zurückliegenden geldpolitischen Straffung wider, die laut der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken auch zu einem weiteren Rückgang der

Kreditnachfrage im vierten Quartal 2023 beigetragen habe. Auf der Kreditangebotsseite könnte, so wurde angeführt, auch eine Rolle gespielt haben, dass die Banken wenig Anreiz hatten, Kredite zu vergeben. Die Banken verfügten über attraktive Alternativen für den Einsatz ihrer Liquidität. Dazu zählten Investitionen an den Anleihemärkten und die Platzierung von Mitteln in der Einlagefazilität der EZB. Gleichwohl lasse die anekdotische Evidenz darauf schließen, dass das Kreditangebot von den Unternehmen nicht als bedeutsames Problem angesehen werde. Andere Gründe wie die Regulierung und der Mangel an qualifizierten Arbeitskräften seien nach Angaben der Unternehmen wichtiger. Insgesamt wurde die geldpolitische Transmission auf das Kreditvolumen insbesondere bei Hypothekarkrediten weiterhin als stark eingeschätzt. Zugleich stehe die Kreditentwicklung augenscheinlich im Einklang mit dem Narrativ einer weichen Landung der Wirtschaft. Darüber hinaus sei die Tatsache, dass die monatlichen Kreditströme an Unternehmen ihren höchsten Stand seit mehr als einem Jahr erreicht hätten und auch die Kreditvergabe an private Haushalte gestiegen sei, ein mögliches Indiz dafür, dass die Kreditdynamik kurz vor einer Kehrtwende stehe und die Transmission der Geldpolitik auf das Volumen der Bankkreditvergabe ihren Höhepunkt erreicht haben könnte.

Schließlich wurde angemerkt, dass sich die Refinanzierungsstrategien der Banken als Reaktion auf Veränderungen des geldpolitischen Straffungsgrades allmählich normalisierten. Dies gelte sowohl für die Zinsgestaltung der Banken als auch für deren Rückgriff auf die Bilanz des Eurosystems. Die Banken hätten den Vorteil gehabt, auf gut funktionierende Refinanzierungsmärkte mit stabilen und tragfähigen Spreads zurückgreifen zu können. Stärker diversifizierte Refinanzierungsstrategien könnten zwar einen Anstieg der aggregierten Refinanzierungskosten der Banken zur Folge haben, trügen aber zu robusten Bankbilanzen bei und erhöhten somit im aktuell unsicheren makrofinanziellen Umfeld die Widerstandsfähigkeit der Banken gegenüber Schocks. Dies würde auch eine ordnungsgemäße und reibungslose Transmission der Geldpolitik unterstützen, falls Schocks auftreten sollten.

## Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs beurteilten die Ratsmitglieder die seit der letzten 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. Insgesamt stehe die jüngste Entwicklung der Konjunktur und der Inflation im Einklang mit dem aktuellen geldpolitischen Kurs. Bei allen drei Elementen der Reaktionsfunktion seien weitere Fortschritte erzielt worden. Dies gebe Anlass zur Zuversicht, dass die Geldpolitik ihre Wirkung entfalte.

Was zunächst die Inflationsaussichten betreffe, so deuteten die seit der letzten Sitzung veröffentlichten Daten darauf hin, dass der Disinflationprozess im Großen und Ganzen planmäßig oder sogar etwas schneller als zuvor erwartet verlaufe. Es wurde angeführt, dass die im März anstehenden gesamtwirtschaftlichen Projektionen – ausgehend von den derzeit vorliegenden Informationen und aktualisierten Annahmen und insbesondere angesichts der niedrigeren Energiepreise – eine Abwärtskorrektur der Inflation für 2024 enthalten dürften. Die aus geldpolitischer Sicht wichtige Frage sei jedoch, inwieweit sich die Meldungen zur kurzfristigen Inflationsentwicklung in veränderten mittelfristigen Inflationsaussichten niederschlagen würden. Wenngleich die neu verfügbaren Daten die bisherige Einschätzung des mittelfristigen Inflationsausblicks weitgehend bestätigt hätten, sei es zu früh, diesbezüglich endgültige Schlussfolgerungen zu ziehen. Hierzu bedürfe es einer umfassenderen Bewertung anhand der März-Projektionen. Die Teuerung gehe zwar schneller zurück als erwartet, doch sei dies zum Teil Sonderfaktoren und der Entwicklung der Energiepreise zuzuschreiben, die ohne Weiteres entfallen bzw. sich wieder umkehren könnten. Bei der Beurteilung der mittelfristigen Inflationsaussichten müsse eine Vielzahl an Variablen berücksichtigt werden, insbesondere die Frage, inwieweit die Disinflation zu niedrigeren Lohnforderungen führen werde.

Für die neuen Stabsprojektionen seien zudem die vorherrschenden Markterwartungen bezüglich der Zinsentwicklung als konditionierende Annahmen von Bedeutung. Die Markterwartungen seien derzeit deutlich niedriger als jene, die den Projektionen vom Dezember zugrunde gelegen hätten. Da der aktuell am Markt erwartete niedrigere Zinspfad zum Teil eine endogene Reaktion auf den schwächeren Preisauftrieb sei, müsse sorgfältig geprüft werden, inwieweit niedrigere Nominalzinsen in der Zukunft zu einem höheren Wachstum und einer höheren Inflation führen würden. Dabei müsse auch darauf geachtet werden, wie sich die erwartete Entwicklung der Realzinsen bei neuen Annahmen in den Projektionen verändern würde.

Die Ratsmitglieder stellten fest, dass die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation ihren Höchststand überschritten hätten und seit dem Sommer rückläufig seien. Zudem sei die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel schwächer ausgefallen als in den jüngsten Datenveröffentlichungen prognostiziert. Auch bei jenen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation, die nach wie vor relativ hohe Werte aufwiesen (wie etwa der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen und die Binneninflation), habe sich die Dynamik abgeschwächt. Bei den Löhnen seien indes weiterhin kräftige Zuwächse zu verzeichnen, und es gebe diesbezüglich bislang nur geringe Anzeichen für eine Kehrtwende. Darüber hinaus hätten sich die Lohnstückkosten stark erhöht, was unter anderem auf ein schwaches Produktivitätswachstum zurückzuführen sei. Es bleibe abzuwarten, ob der Anstieg der Lohnstückkosten tatsächlich so langsam vonstattengehe wie in den Projektionen unterstellt. Diese basierten auf der Annahme einer Erholung des Produktivitätswachstums und einer Abschwächung des Lohnwachstums. Weitere Unsicherheit ergebe sich aus der Frage, inwieweit der Beitrag der

Stückgewinne zur Binneninflation wie projiziert weiter sinken werde und die Unternehmen höhere Arbeitskosten absorbieren würden, anstatt sie an die Verbraucher weiterzugeben.

Mit Blick auf die Beurteilung der geldpolitischen Transmission merkten die Ratsmitglieder an, dass belastbare Belege für ein Durchwirken der Geldpolitik auf die Finanzmärkte, die Finanzierungs- und die Kreditbedingungen vorlägen. Dabei sei der Effekt aller Wahrscheinlichkeit nach stärker gewesen als erwartet. Allerdings sei nach wie vor ungewiss, wann der Effekt seinen Höhepunkt erreichen und wie sich die geldpolitische Straffung letztendlich insgesamt auf die Realwirtschaft und die Inflation auswirken werde.

Alles in allem signalisierten die Mitglieder, dass nach wie vor Kontinuität, Vorsicht und Geduld erforderlich seien, da der Disinflationsprozess fragil bleibe und ein zu frühes Nachlassen einige der erzielten Fortschritte zunichtemachen könne. Während sich der anfängliche Inflationsschock weitgehend wieder zurückgebildet habe, stehe als Nächstes die Umkehr von Zweitrundeneffekten an, die sich als hartnäckiger erweisen könnten. Unterdessen zeigten sich die Ratsmitglieder zunehmend zuversichtlich, dass die Inflation zeitnah in Richtung des Zielwerts von 2 % zurückgeführt werde. Es wurde darauf hingewiesen, dass die Risiken für das Erreichen des Inflationsziels erstmals seit vielen Sitzungen als weitgehend oder zumindest als stärker ausgewogen angesehen würden. Zugleich wurde die Ansicht geäußert, dass nach mehreren Jahren, in denen das Inflationsziel deutlich überschritten worden sei, die Kosten eines weiteren Überschreitens höher sein dürften als die Kosten eines Unterschreitens.

In diesem Zusammenhang betonten die Mitglieder, dass das Inflationsziel der EZB symmetrisch sei. Dementsprechend müsse sowohl ein Unterschreiten als auch ein Überschreiten vermieden werden, solange die Leitzinsen nicht in der Nähe der effektiven Zinsuntergrenze lägen. Auf dem Weg hin zum 2 %-Ziel dürfte es indessen zu gewissen Schwankungen bei der Inflation kommen, und es könnten neue Schocks eintreten. Auch wenn die Inflationsrate den Projektionen zufolge vorübergehend bei unter 2 % liegen werde, laute die geldpolitische Schlussfolgerung im Einklang mit der mittelfristigen Ausrichtung der EZB, dass der EZB-Rat nicht unbedingt darauf reagieren müsse, solange es sich nicht um eine starke oder dauerhafte Abweichung handele. Da die geldpolitische Strategie der EZB kein durchschnittliches Inflationsziel vorschreibe, solle der EZB-Rat allerdings keine Unterschreitung anstreben. Jedwede dauerhafte Abweichung vom Inflationsziel, gleich welcher Richtung, erfordere eine geldpolitische Reaktion.

## Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Hintergrund stimmten alle Ratsmitglieder dem Vorschlag von Herrn Lane zu, die drei Leitzinssätze der EZB auf ihrem aktuellen Niveau zu belassen. Es wurde bekräftigt, dass weitere Fortschritte im Disinflationsprozess notwendig seien, bevor der EZB-Rat hinreichend zuversichtlich

sein könne, dass die Teuerungsrate den Zielwert der EZB zeitnah und nachhaltig erreichen werde. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sei es wichtig, dass die Geldpolitik auf Kurs bleibe und der EZB-Rat weiterhin mit ruhiger Hand agiere. Unterdessen betonten die Mitglieder, dass die Geldpolitik nach wie vor von der Datenlage abhängt. Wie nochmals betont wurde, sei der EZB-Rat auf Grundlage seiner aktuellen Beurteilung der Auffassung, dass sich die EZB-Leitzinsen auf einem Niveau befänden, das – wenn es lange genug aufrechterhalten werde – einen erheblichen Beitrag zu einer zeitnahen Rückkehr der Inflation auf den mittelfristigen Zielwert leisten werde. Die zukünftigen Beschlüsse würden dafür sorgen, dass die Leitzinsen so lange wie erforderlich auf einem ausreichend restriktiven Niveau festgelegt würden.

Die Sitzungsteilnehmer waren sich weitgehend darin einig, dass es verfrüht sei, auf der aktuellen Sitzung über Zinssenkungen zu beraten. Um diese Ansicht zu untermauern, wurden dabei vielfach Überlegungen zum Risikomanagement angeführt. Das Risiko einer zu frühen Herabsetzung der Leitzinsen wiege dabei nach wie vor stärker als das Risiko einer zu späten Leitzinssenkung. Eine notwendige Kurskorrektur für den Fall, dass die Konjunktur stärker anziehe als erwartet, sich das Lohnwachstum beschleunige oder ein erneuter Inflationsdruck entspreche, könne hohe Reputationskosten nach sich ziehen. Zudem werde das Risiko einer unbeabsichtigten geldpolitischen Überstraffung dadurch abgemildert, dass die Finanzmärkte bereits eine Reihe von Zinssenkungen im Jahr 2024 einpreisten, was zu einer Entspannung der Lage an den Finanzmärkten und einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen beitrage. Allerdings wurde auch argumentiert, dass eine solche Lockerung verfrüht sein könnte und eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum Zielwert verhindern oder verzögern könne. In jedem Fall stimmten die Mitglieder darin überein, dass es wichtig sei, einen datengestützten und keinen kalenderbasierten Ansatz zu verfolgen. Dies stehe im Einklang mit den Elementen der Reaktionsfunktion, die der EZB-Rat im vergangenen Jahr kommuniziert habe.

Der Vorschlag des Direktoriums, bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im PEPP-Portfolio 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 25. Januar 2024](#)

## Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse von 25. Januar 2024](#)

### Sitzung des EZB-Rats, 24.-25. Januar 2024

#### Mitglieder

- Frau Lagarde, Präsidentin
- Herr de Guindos, Vizepräsident
- Herr Centeno\*
- Herr Cipollone
- Herr Elderson
- Herr Hernández de Cos
- Herr Herodotou
- Herr Holzmann\*
- Herr Kazāks
- Herr Kažimír
- Herr Knot\*
- Herr Lane
- Herr Makhlouf
- Herr Müller
- Herr Nagel
- Herr Panetta
- Herr Reinesch\*
- Frau Schnabel
- Herr Scicluna\*
- Herr Šimkus
- Herr Stournaras
- Herr Välimäki, Interimsvertreter für Herrn Rehn
- Herr Vasle
- Herr Villeroy de Galhau
- Herr Vujčić
- Herr Wunsch



\* Mitglieder, die im Januar 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 Dabušinskas
- Herr Demarco
- Herr Gavilán
- Herr Haber
- Herr Kaasik
- Herr Koukoularides
- Herr Lünemann
- Herr Madouros
- Herr Martin
- Frau Mauderer
- Herr Nicoletti Altimari
- Herr Novo
- Herr Pösö
- Herr Rutkaste
- Herr Sleijpen
- Herr Šošić
- 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 4. April 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.*