

Sitzung am 10.-11. April 2024

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 10.-11. April 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 Finanzmärkte seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 6.-7. März 2024 eine gewisse Divergenz zwischen dem im Euroraum und in den Vereinigten Staaten erwarteten geldpolitischen Kurs einpreisten. Dies spiegelte sich in einer Ausweitung der Zinsdifferenzen wider. In den Vereinigten Staaten habe die Veröffentlichung einer Reihe solider Wirtschaftsdaten signalisiert, dass sich die US-Wirtschaft gegenüber dem aktuellen Zinsniveau als widerstandsfähig erweise. Dies habe dazu geführt, dass die Finanzmärkte eine erste Zinssenkung nun erst zu einem späteren Zeitpunkt erwarteten. Zudem gingen sie nun davon aus, dass die geldpolitische Lockerung insgesamt weniger umfangreich als erwartet ausfallen werde.

Im Euroraum hingegen hätten sich die Erwartungen hinsichtlich des geldpolitischen Kurses der EZB nicht so stark geändert. Dank der Kommunikation des EZB-Rats und der aktuellen Wirtschaftsdaten aus dem Euroraum seien die Übertragungseffekte der US-Zinserwartungen auf das kurze Ende der Zinsstrukturkurve im Eurogebiet nach wie vor begrenzt. Die Anleger gingen davon aus, dass eine Zinssenkung auf der aktuellen Sitzung so gut wie ausgeschlossen sei. Sie hätten diese aber für Juni bereits vollständig eingepreist und rechneten im weiteren Jahresverlauf noch mit zwei weiteren Zinssenkungen. Dies stehe im Einklang mit den Erkenntnissen aus der Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) vom April.

Die zunehmende Divergenz zwischen der erwarteten Entwicklung der kurzfristigen Zinsen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten spiegelte sich auch in einer erkennbaren Divergenz der längerfristigen Zinsen in beiden Volkswirtschaften wider. Die längerfristigen Zinssätze für Tagesgeld-Swaps (OIS-Sätze) im Eurogebiet seien seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 6.-7. März 2024 nur geringfügig gestiegen, während sich die OIS-Sätze in den USA im selben Zeitraum

spürbar erhöht hätten. Der Anstieg in den Vereinigten Staaten spiegele eine Zunahme sowohl der Realzinsen als auch des Inflationsausgleichs wider. Dies habe nicht auf den Euroraum übergegriffen, was auf eine gewisse Entkopplung am längeren Ende der Zinsstrukturkurve hindeute. Eine beispiellose Kombination aus gesamtwirtschaftlichen und geldpolitischen Schocks in beiden Wirtschaftsräumen habe dazu geführt, dass der Gleichlauf der Zinsen in den USA und im Euroraum in den Jahren 2022 und 2023 so eng gewesen sei wie letztmals während der globalen Finanzkrise. Seit Anfang 2024 habe sich dieser Gleichlauf wieder verringert, da sich sowohl die gesamtwirtschaftliche Entwicklung als auch die geldpolitischen Aussichten in beiden Volkswirtschaften inzwischen weniger synchron gestalteten. Die daraus resultierende Ausweitung der Renditedifferenz seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im März sei mit einer leichten Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar einhergegangen.

Zwar habe die jüngste Kommunikation der EZB die Erwartungen in Bezug auf den Zeitpunkt der ersten Leitzinssenkung untermauert, doch sei die Unsicherheit hinsichtlich des darauffolgenden geldpolitischen Kurses nach wie vor erhöht. Die Volatilität an den Zinsmärkten des Euroraums sei weiterhin deutlich höher als in der Zeit vor der erstmaligen Zinserhöhung durch die EZB. Die günstige gesamtwirtschaftliche Entwicklung weltweit – vor allem in den Vereinigten Staaten – und die geringeren abwärtsgerichteten Extremrisiken für das Wirtschaftswachstum seien hingegen mit einer sehr geringen Volatilität an den Märkten für Risikoaktiva einhergegangen. Die Messgrößen der impliziten Volatilität an den Aktienmärkten des Euroraums und der Vereinigten Staaten hätten wieder ihr Vorpandemieniveau erreicht.

Einer der Gründe für die nach wie vor erhöhte Unsicherheit hinsichtlich des geldpolitischen Kurses der EZB sei, auf der Grundlage der Optionspreise, dass die Anleger die Risiken für die Inflationsaussichten im Euroraum weiterhin als aufwärtsgerichtet einschätzten, auch wenn die Inflation kontinuierlich zurückgehe. Die sei unter anderem darauf zurückzuführen, dass die Nahrungsmittelpreise in den letzten Wochen deutlich gestiegen seien, was zum Teil den Extremwetterereignissen im Zusammenhang mit dem Klimawandel und dem Wetterphänomen El Niño geschuldet sei. Aufgrund der Befürchtung zunehmender Spannungen im Nahen Osten hätten sich die Preise für Rohöl der Sorte Brent auf über 90 USD je Barrel erhöht.

Die Märkte für Risikoaktiva erwiesen sich nach wie vor als widerstandsfähig gegenüber der geldpolitischen Unsicherheit. Der Referenzindex EURO STOXX sei seit der geldpolitischen Sitzung im März weiter gestiegen. Die jüngsten Aktienbewertungen lägen jedoch weiterhin in der Nähe des historischen Median des Eurogebiets. Die seit Jahresbeginn zu beobachtende Hausse an den Aktienmärkten im Euroraum sei vor allem großen international tätigen Unternehmen des Euroraums zuzuschreiben. Kleine und mittlere Unternehmen, die vermutlich stärker von den heimischen Märkten abhängig seien, hätten in geringerem Maße von dem weltweit risikofreundlichen Umfeld profitiert.

Angesichts der überhöhten Bewertungen in einigen Marktsegmenten – vor allem in den USA – habe das Risiko einer Korrektur zugenommen.

Auch das Zusammenspiel aus einer dynamischen Entwicklung an den globalen Märkten für risikoreiche Vermögenswerte, einem robusten Wachstum und einer geringen Marktvolatilität habe die Renditeabstände von Staatsanleihen des Euroraums gegenüber den OIS-Sätzen weiter gestützt. Die Renditeabstände hätten trotz der höheren Schuldendienstkosten und der jüngsten Verschlechterung der Haushaltsaussichten in mehreren Volkswirtschaften des Euroraums weiterhin ein niedriges Niveau aufgewiesen, auch wenn sie zuletzt leicht gestiegen seien.

Mit Blick auf die Refinanzierung der Banken funktionierten die Märkte gut. Im Umfeld sinkender Überschussliquidität werde die Liquidität im Bankensystem reibungslos umverteilt. Die jüngsten, im März 2024 erfolgten Rückzahlungen von Mitteln, die im Rahmen des siebten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts der dritten Reihe (GLRG III) aufgenommen worden seien, hätten zu einer weiteren Verringerung der Überschussliquidität im Euroraum beigetragen. Diese sei gegenüber ihrem Höchststand von 4,7 Billionen € im November 2022 um 1,5 Billionen € und damit um 31 % gesunken. Die Inanspruchnahme von Mitteln im Rahmen der Standard-Refinanzierungsgeschäfte sei im Verhältnis zum Umfang der Tilgungen im März nur in sehr begrenztem Maße gestiegen und mit dem Niveau vergleichbar, das bei früheren GLRG-Tilgungen beobachtet worden sei. Die Banken hätten ihre Refinanzierung über die Zentralbank reduziert und griffen auf andere Quellen zurück (darunter auch die Mittelaufnahme über Repogeschäfte), wobei die Aktivität an den besicherten Geldmärkten deutlich zugenommen habe. Eine weitere wichtige Refinanzierungsquelle sei die Begebung neuer Bankanleihen gewesen. So sei insbesondere die Emission gedeckter Schuldverschreibungen in den Jahren 2022 und 2023 merklich angestiegen, wodurch sich die Entwicklung der beiden vorangegangenen Jahre umgekehrt habe.

Insgesamt sei es ermutigend, dass die Anleihe- und Geldmärkte reibungslos funktionierten und es Anzeichen für geringere Fragmentierungsrisiken gebe. Die Entwicklungen an den Refinanzierungsmärkten der Banken würden weiterhin genau beobachtet. Dies stehe im Einklang mit den Beschlüssen des EZB-Rats im Zusammenhang mit der Überprüfung des operativen Rahmens.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euroraum

Mit Blick zunächst auf die Weltwirtschaft verwies Herr Lane auf die aktuellen Daten, die auf eine leichte Belebung der globalen Konjunktur im ersten Quartal hindeuteten. Der Welthandel dürfte im Verlauf des Jahres allmählich wieder zunehmen, da sich die wirtschaftliche Erholung fortsetze, die Ausgaben sich allmählich wieder von den Dienstleistungen hin zu Waren verlagerten und sich der

Lagerzyklus normalisiere. Die Spannungen am Roten Meer stellten jedoch nach wie vor ein Abwärtsrisiko für den Handel dar.

Seit der März-Sitzung des EZB-Rats sei der Euro-Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar und in nominaler effektiver Rechnung weitgehend stabil geblieben. Die Ölpreise seien seit der März-Sitzung sprunghaft gestiegen, wobei sich Rohöl der Sorte Brent um 4,7 % auf 92,8 USD je Barrel verteuert habe. Die Ölpreisterminkurve impliziere, dass die jüngsten Anstiege in den kommenden Monaten teilweise wieder rückgängig gemacht würden. Die europäischen Erdgasnotierungen hätten sich seit der März-Sitzung um 6,9 % erhöht, seien aber immer noch deutlich niedriger als zum Zeitpunkt der Sitzung vom Dezember 2023. Die Metallpreise seien leicht gestiegen. Die Preise für Nahrungsmittelrohstoffe hätten seit der März-Sitzung merklich angezogen, was vor allem auf steigende Kakaopreise zurückzuführen sei.

Im Hinblick auf den Euroraum hob Herr Lane hervor, dass sich die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Gesamtinflation in den vergangenen Monaten schrittweise verringert habe. Zuletzt sei sie von 2,6 % im Februar auf 2,4 % im März gesunken. Der Preisauftrieb bei Energie sei im März auf -1,8 % gestiegen (nach -3,7 % im Vormonat), was in erster Linie einem aufwärtsgerichteten Basiseffekt sowie der Rücknahme einiger finanzpolitischer Stützungsmaßnahmen geschuldet sei. Die Teuerungsrate für Nahrungsmittel habe sich im März erneut abgeschwächt (auf 2,7 %), nachdem sie im Februar noch bei 3,9 % gelegen habe. Dabei habe die Inflation bei verarbeiteten Nahrungsmitteln weiter nachgegeben, und bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln sei sie in den negativen Bereich gefallen. Die Kerninflation (d. h. die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel) sei von 3,1 % im Februar auf 2,9 % im März zurückgegangen. Im selben Zeitraum habe sich die Teuerungsrate für Industrieerzeugnisse ohne Energie erneut verringert, und zwar von 1,6 % auf 1,1 %. Die Teuerung bei den Dienstleistungen habe im März unverändert bei 4,0 % gelegen. Verantwortlich hierfür sei unter anderem der frühe Ostertermin. Viele Beobachter hätten festgestellt, dass die Inflationsdynamik wieder zugenommen habe; dies sei über die verschiedenen Komponenten hinweg erkennbar. Dabei müsse jedoch beachtet werden, dass diese Entwicklung im Rahmen der von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2024 berücksichtigt worden sei.

Was die Dienstleistungen anbelange, so sei dort der Preisauftrieb seit seinem Höchststand von 5,6 % im Sommer vergangenen Jahres auf 4 % im März 2024 gesunken. Maßgeblich hierfür sei vor allem die Tatsache gewesen, dass die Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach der Pandemie nachgelassen hätten. Dies gelte besonders für die kontaktintensiven Dienstleistungen wie die Bereiche Tourismus, Beherbergung und Gastronomie. In den lohnsensiblen Sektoren gebe es einen engen Zusammenhang zwischen den Löhnen und der Inflationsrate. Dies erkläre, warum ein deutlicher Rückgang der Teuerung bei den Dienstleistungen bis 2025 nicht zu erwarten sei, was mit

der für 2025 projizierten Abschwächung des Lohnwachstums im Vergleich zum Vorjahr im Einklang stehe.

Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seien im Februar erneut gesunken, womit sich der Eindruck eines allmählich nachlassenden Preisdrucks bestätige. Die Auswirkungen zurückliegender negativer Angebotsschocks ließen weiter nach, und die restriktive Geldpolitik dämpfe nach wie vor die Nachfrage. Am unteren Ende der Bandbreite der Messgrößen seien die Indikatoren auf Basis der persistenten und gemeinsamen Komponente der Inflation (Persistent and Common Component of Inflation – PCCI) leicht gestiegen, lägen aber weiterhin nahe bei 2 %. Die Jahresänderungsrate der Binneninflation betrage unverändert 4,5 %.

Der Lohndruck schwäche sich allmählich ab, bleibe aber im Vergleich zu einem langfristigen gleichgewichtigen Referenzwert erhöht. Im vierten Quartal 2023 habe sich die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer auf 4,6 % verringert (nach 5,1 % im dritten Quartal). Damit habe sie 0,2 Prozentpunkte unter dem im März von den Fachleuten der EZB projizierten Wert gelegen. Das jährliche Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Stunde habe sich ebenfalls verlangsamt. Es sei von 5,0 % im dritten Quartal 2023 auf 4,4 % im vierten Quartal zurückgegangen. Die im Arbeitskostenindex enthaltene Lohn- und Gehaltskomponente sei unterdessen von 5,1 % auf 3,3 % gefallen. Der jährliche Zuwachs der Lohnstückkosten habe sich im Schlussquartal 2023 auf 5,8 % abgeschwächt, verglichen mit 6,5 % im Vorquartal, sei aber nach wie vor hoch. Hierfür sei unter anderem das geringe Produktivitätswachstum verantwortlich. Die Zuwachsrate der Tarifverdienste einschließlich Einmalzahlungen sei von 4,7 % im dritten Quartal 2023 auf 4,5 % im vierten Quartal zurückgegangen. Auch die zukunftsorientierten Indikatoren der EZB für die Lohnentwicklung signalisierten weiterhin eine Abschwächung. Der Indeed-Indikator, der auf Stellenanzeigen basiere, sowie die Rückmeldungen im Rahmen der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey – CTS) und auch die Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE) ließen auf ein niedrigeres Lohnwachstum im Verlauf dieses Jahres schließen.

Die laufende und projizierte Verlangsamung des Lohnwachstums sei nach wie vor wesentlich für die erwartete Annäherung der Teuerungsrate an den Zielwert der EZB von 2 % im Jahr 2025. Es sei jedoch wichtig zu betonen, dass das Lohnwachstum im restlichen Jahresverlauf nicht stabil sein und das Nachlassen des Lohndrucks keinem linearen Trend folgen werde. Der Anstieg der Tarifverdienste werde eine schwankende Entwicklung aufweisen. Dies sei vor allem durch Einmalzahlungen bedingt. Daher müsse die allgemeine Dynamik gemäß den Projektionen im Blick behalten werden und nicht nur die aktuellen Ergebnisse.

Die Gewinne federten das Durchwirken der höheren Arbeitskosten auf die Inflation weiterhin ab. Das jährliche Wachstum der Stückgewinne habe sich im Schlussquartal 2023 abermals verlangsamt, und zwar von 4,7 % im dritten Quartal auf 2,8 %. Dieser merkliche Rückgang sei die Haupttriebfeder für

die Abschwächung der Jahresänderungsrate des BIP-Deflators, die sich im vierten Jahresviertel um 0,6 Prozentpunkte auf 5,3 % verringert habe.

Betrachte man die Inflationserwartungen, so liege im Survey of Professional Forecasters (SPF) der Mittelpunkt der Verteilung der langfristigen Inflationserwartungen seit dem Höchststand der Teuerung im vierten Quartal 2022 beständig bei rund 2 %. Der rechte Rand der Verteilung, der eine Messgröße für das Risiko darstelle, impliziere jedoch, dass inzwischen deutlich weniger Befragte davon ausgingen, dass die Inflation längerfristig spürbar über dem Zielwert liegen werde. Dies sei positiv zu bewerten, da die Menschen wohl ein klares Verständnis des Inflationsziels hätten. Was die Unternehmenssicht betreffe, so seien in der SAFE-Umfrage der Median der Erwartungen sowie die Interquartilsspanne für die Inflation in einem Jahr niedriger als in der vorangegangenen Umfragerunde. Die Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen seien ebenso gesunken. Dies lasse sich sowohl aus der SAFE-Umfrage als auch aus der entsprechenden Umfrage der Europäischen Kommission ablesen, die die kurzfristigen Verkaufspreiserwartungen abbilde.

Mit Blick auf die Zukunft dürfte die Gesamtinflation auf kurze Sicht um das aktuelle Niveau schwanken. Zuzuschreiben sei dies Basiseffekten bei der Energiekomponente und einer Umkehr des durch den frühen Ostertermin ausgelösten aufwärtsgerichteten Effekts auf den Preisauftrieb bei den Dienstleistungen im März. Dennoch sei davon auszugehen, dass die Inflation 2025 auf den Zielwert der EZB zurückgehen werde. Gründe hierfür seien, dass sich der Arbeitskostendruck verringere, die Auswirkungen früherer Energieschocks und Lieferengpässe sowie des Wiederhochfahrens der Wirtschaft im Anschluss an die Pandemie weiterhin nachließen und sich die disinflationäre Wirkung der Geldpolitik weiter entfalte.

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 in die Höhe treiben und zu Störungen des Welthandels führen. Zudem könnte die Teuerung höher ausfallen als gedacht, wenn die Löhne stärker stiegen als erwartet oder sich die Gewinnmargen als robuster erwiesen. Die Inflation könnte aber auch niedriger ausfallen als angenommen, sollte die Geldpolitik die Nachfrage stärker als erwartet dämpfen oder sich das wirtschaftliche Umfeld in der übrigen Welt überraschend eintrüben.

Die Wirtschaft im Euroraum sei im ersten Quartal 2024 weiterhin schwach gewesen. Die verfügbaren Daten deuteten noch immer auf eine Divergenz zwischen der Schwäche im verarbeitenden Gewerbe und der Verbesserung im Dienstleistungssektor hin. Dies spiegele zum Teil die anhaltenden negativen Auswirkungen früherer Energiepreisschocks auf die Produktion im verarbeitenden Gewerbe wider. Die Konjunktur dürfte im zweiten Quartal etwas anziehen und im Jahresverlauf leicht Fahrt aufnehmen. Gestützt werden sollte diese Erholung durch steigende Realeinkommen, die sich aus einer niedrigeren Inflation, höheren Löhnen und besseren Terms of Trade ergäben. Angesichts der Erholung der Weltwirtschaft und der weiteren Verlagerung von Ausgaben hin zu handelbaren Gütern

dürfte das Exportwachstum des Euroraums in den kommenden Quartalen anziehen. Zudem sollte von der Geldpolitik mit der Zeit eine geringere Bremswirkung auf die Nachfrage ausgehen.

Das Verbrauchervertrauen habe zwar wieder etwas zugenommen, sei aber gegenüber dem Niveau vor dem Krieg in der Ukraine nach wie vor gedämpft. Anhand der jüngsten Umfrage zu den Verbrauchererwartungen ließen sich Anzeichen eines Aufwärtstrends bei den Plänen der Verbraucher hinsichtlich größerer Anschaffungen und Urlaubsreisen erkennen.

Die Umfrageindikatoren zu den Wohnungsbauinvestitionen seien weiterhin sehr schwach. In den Immobilienpreisdaten für das vierte Quartal 2023 zeige sich nach einem Rückgang nun eine Stabilisierung der Wohnimmobilienpreise. Auch die aus Umfragen abgeleiteten Daten zu den Unternehmensinvestitionen seien weiterhin verhalten. Allerdings bestünden erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern.

Was die Arbeitsmärkte betreffe, so habe das schwache BIP-Wachstum zusammen mit dem kräftigen Beschäftigungswachstum im Jahr 2023 zu einer niedrigen Arbeitsproduktivität geführt. Die Arbeitslosenquote habe im Februar 2024 unverändert bei 6,5 % und damit auf einem historischen Tiefstand gelegen. Zugleich entspanne sich die Lage am Arbeitsmarkt weiterhin Schritt für Schritt, und die Zahl der offenen Stellen sinke.

Was den finanzpolitischen Kurs anbelange, so dürfte das konjunkturbereinigte Primärdefizit im Euroraum 2023 etwas höher ausgefallen sein als von den Fachleuten der EZB in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2024 berechnet.

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum seien nach wie vor abwärtsgerichtet. Sollte die Geldpolitik eine stärkere Wirkung entfalten als erwartet, könne dies ein niedrigeres Wachstum zur Folge haben. Eine globale Konjunkturabschwächung oder weitere Verlangsamung des Welthandels würden das Wirtschaftswachstum im Euroraum ebenfalls belasten. Zudem gingen von dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und dem tragischen Konflikt im Nahen Osten erhebliche geopolitische Risiken aus. Diese könnten dazu führen, dass Unternehmen und private Haushalte weniger zuversichtlich in die Zukunft blickten und es zu Störungen im Welthandel komme. Das Wachstum könnte indes höher ausfallen, wenn die Inflation rascher sinke als erwartet und die Konsumausgaben aufgrund der steigenden Realeinkommen stärker anzögen als gedacht oder wenn die Weltwirtschaft kräftiger wachse als angenommen.

Was die monetäre und finanzielle Analyse betreffe, so seien die risikofreien Zinssätze seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats weitgehend stabil gewesen. Die Transmission des restriktiven geldpolitischen Kurses auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen sei weiterhin stark. Die Zinsen für Unternehmenskredite und Hypothekarkredite seien im Februar leicht gesunken, lägen jedoch mit 5,1 % bzw. 3,8 % noch immer auf einem erhöhten Niveau. Vor dem Hintergrund der schwachen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, verschärften Kreditrichtlinien und restriktiven Geldpolitik

signalisierten die verfügbaren Daten abermals eine stagnierende Kreditvergabe. Während die Jahreswachstumsrate der Bankkredite an Unternehmen im Februar leicht auf 0,4 % gestiegen sei, belaufe sich jene der Kredite an private Haushalte unverändert auf 0,3 %. Belastet durch die schwache Kreditschöpfung sei das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 im Februar mit 0,4 % weiterhin verhalten gewesen, nachdem es im Januar bei 0,1 % gelegen habe. Noch immer seien die Refinanzierungskosten der Banken historisch hoch.

Die Informationen aus der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey – BLS) und der SAFE-Umfrage stünden im Einklang mit der anhaltend schleppenden Kreditnachfrage und dem restriktiven Niveau, bei dem sich die Kreditangebotsbedingungen für Unternehmen eingependelt hätten. Die Ergebnisse der BLS-Umfrage zeigten, dass sich die Richtlinien für Unternehmenskredite per saldo weiter moderat verschärft hätten. Dies sei hauptsächlich der Risikowahrnehmung der Banken geschuldet. Gleichzeitig seien laut den Banken die höheren Zinsen und das Zurückfahren von Investitionsvorhaben die entscheidenden Faktoren dafür, dass die Nettokreditnachfrage der Unternehmen im ersten Quartal 2024 abermals deutlich zurückgegangen sei. Diese Entwicklung werde durch die SAFE-Umfrage bestätigt, denn darin hätten die Unternehmen eine geringere Verfügbarkeit von Bankkrediten gemeldet. Die SAFE-Umfrage habe des Weiteren ergeben, dass der Anteil der Unternehmen, die Bankkredite beantragten, spürbar gesunken sei. Was die privaten Haushalte anbelange, so deuteten die Ergebnisse des BLS darauf hin, dass deren Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten per saldo moderat zurückgegangen und die Nachfrage nach Konsumentenkrediten per saldo weitgehend stabil geblieben sei. Die Kreditrichtlinien für Hypothekarkredite an private Haushalte seien im ersten Quartal erstmals seit mehr als zwei Jahren gelockert worden. Indes hätten sich die Richtlinien für Konsumentenkredite weiter verschärft.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Auf der Grundlage der Einschätzung der Inflationsaussichten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission schlug Herr Lane vor, die drei Leitzinssätze der EZB unverändert zu belassen. Die aktuellen Daten stünden im Einklang mit dem in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März enthaltenen mittelfristigen Inflationspfad, dem zufolge die Gesamtinflation bis Mitte 2025 wieder auf den Zielwert zurückkehren werde. Die Gesamtinflation habe sich im März weiter verringert. Wenngleich Basiseffekte und das Auslaufen verschiedener finanzpolitischer Maßnahmen kurzfristig für eine gewisse Volatilität sorgen dürften, werde sie im weiteren Jahresverlauf wohl wieder an ihren Abwärtspfad anknüpfen. Auch die Gesamtbetrachtung der zahlreichen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation zeige, dass mit einer weiteren Disinflation gerechnet werden könne. Die Jahresänderungsrate der Binneninflation und jene der Teuerung im Dienstleistungssektor gingen indes nur langsam zurück. Entsprechend benötige

der EZB-Rat eine weitere Bestätigung dafür, dass sich das Lohnwachstum wie erwartet verlangsamt und dass die Gewinnmargen das Durchwirken der höheren Arbeitskosten auf die Inflation nach wie vor abfederten.

Wenn sich beim Lohnwachstum eine weitere Verlangsamung einstelle, der Energiepreisschock und die Lieferengpässe kontinuierlich nachließen und das Auslaufen der finanzpolitischen Maßnahmen weniger stark ins Gewicht falle, werde dies die weitere Annäherung der Inflation an den Zielwert im Jahresverlauf 2025 unterstützen. Der so erzeugte Disinflationsdruck verstärke sich auch durch die insgesamt nachfragedämpfende Wirkung des restriktiven geldpolitischen Kurses, denn unter anderem werde die Möglichkeit der Unternehmen begrenzt, die gestiegenen Kosten weiterzugeben. Die aktuellen Daten bestätigten, dass die Transmission der geldpolitischen Straffung weiterhin stark sei. Es gebe einige Anzeichen, dass sich das Kreditangebot auf einem restriktiven Niveau stabilisiere und sich die preislichen Bedingungen für neue Kredite etwas lockerten, was vor allem mit der Erwartung künftiger Leitzinssenkungen zusammenhänge.

Auf der Grundlage der drei Elemente seiner Reaktionsfunktion könne der EZB-Rat den Schluss ziehen, dass sich die EZB-Leitzinsen auf einem Niveau befänden, das einen erheblichen Beitrag zum anhaltenden Inflationsrückgang leiste. Die zukünftigen Beschlüsse des EZB-Rats würden dafür sorgen, dass die Leitzinsen so lange wie erforderlich ausreichend restriktiv blieben. Sollte seine aktualisierte Beurteilung der Inflationsaussichten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission die Zuversicht des EZB-Rats weiter stärken, dass sich die Inflation nachhaltig dem Zielwert annähere, wäre eine Lockerung der aktuellen geldpolitischen Straffung angemessen. Bei der Bestimmung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus werde der EZB-Rat in jedem Fall auch in Zukunft einen datengestützten Ansatz verfolgen und von Sitzung zu Sitzung entscheiden. Er lege sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

Was das außenwirtschaftliche Umfeld anbelange, so sei das weltweite BIP-Wachstum zwar gedämpft geblieben, doch gebe es erste Anzeichen einer Verbesserung. Das globale Wachstum gewinne an Dynamik. So sei der Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe kräftig gestiegen. Zudem habe der Welthandel trotz des nur moderaten BIP-Wachstums einen Aufschwung erfahren, der von den Schwellenländern getragen worden sei. Robuste Wirtschaftsdaten aus den Vereinigten Staaten und eine konjunkturelle Belebung im Vereinigten Königreich wurden ebenfalls als begünstigende Faktoren für die weltweite Erholung gesehen. In Bezug auf China betonten die

Ratsmitglieder, dass die wirtschaftliche Erholung des Landes trotz der unerwartet guten Industriekonjunktur auch Unsicherheiten und Risiken für das globale Wachstum berge.

Angesprochen wurde zudem der für März veröffentlichte Verbraucherpreisindex in den USA, der höher ausgefallen sei als erwartet. In den Daten sahen die Ratsmitglieder eine Bestätigung dafür, dass die globale Inflation derzeit vor allem die starre Entwicklung bei den Dienstleistungspreisen widerspiegele. Es wurde jedoch auch darauf hingewiesen, dass die jüngsten Inflationszahlen in den USA auf idiosynkratische Faktoren zurückzuführen seien. Die Abwertung des Euro nach der Veröffentlichung der US-Inflationsdaten zeige jedenfalls, dass die Auswirkungen der Wechselkursentwicklung auf die Inflation im Euroraum genau beobachtet werden müssten. Übertragungseffekte aus den Vereinigten Staaten durch einen anhaltenden Wechselkurseffekt würden wahrscheinlich den Disinflationsprozess im Euroraum verlangsamen. Allgemeiner betrachtet seien die Wechselkurseffekte davon abhängig, welche zugrunde liegenden Schocks den Verlauf von Konjunktur und Inflation bestimmten. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass die Inflationsentwicklung der Vereinigten Staaten und des Euroraums unterschiedlich sei; so werde sie in den Vereinigten Staaten stärker von Nachfragefaktoren und im Euroraum stärker von Angebotsfaktoren beeinflusst.

Was die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum anbelangt, so teilten die Ratsmitglieder weitgehend die Ansicht, dass die jüngsten Daten die in den Projektionen der EZB vom März 2024 enthaltenen Wachstums- und Inflationsaussichten im Großen und Ganzen rechtfertigten. Dies zeige, dass die Prognosefähigkeit der vierteljährlichen Projektionen wiederhergestellt sei.

Im Hinblick auf die Konjunktur stimmten die Ratsmitglieder mit Herrn Lane darin überein, dass sich die Wirtschaft im ersten Quartal 2024 weiterhin schwach entwickelt habe. Zwar seien die Ausgaben für Dienstleistungen stabil, doch verzeichneten die Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe eine geringe Nachfrage, und die Produktion sei vor allem in energieintensiven Sektoren immer noch verhalten. Umfragen deuteten auf eine allmähliche konjunkturelle Erholung im Verlauf dieses Jahres hin, die in erster Linie vom Dienstleistungssektor ausgehe. Der EMI für die Erwartungen zur künftigen Geschäftstätigkeit (in zwölf Monaten) habe im März seinen langfristigen Durchschnittswert erreicht. Dieses Bild werde durch einige eingehende harte Daten bestätigt. Gestützt werden dürfte die Erholung durch steigende Realeinkommen, die sich aus einer niedrigeren Inflation, höheren Löhnen und besseren Terms of Trade ergäben. Angesichts der weltwirtschaftlichen Belebung und der weiteren Ausgabenverlagerung hin zu handelbaren Gütern dürfte überdies das Exportwachstum des Euroraums in den kommenden Quartalen anziehen. Zudem sollte von der Geldpolitik mit der Zeit eine geringere Bremswirkung auf die Nachfrage ausgehen.

Die Ratsmitglieder räumten ein, dass die jüngsten Daten gemischte Signale enthielten. Zwar fielen einige weiche Indikatoren mittlerweile günstiger aus, gewisse harte Indikatoren deuteten jedoch fortwährend auf eine schwache Wachstumsdynamik hin. Die mechanischen Instrumente für Gegenwartsprognosen (Nowcasting) wiesen für das erste und zweite Quartal ein vierteljährliches

Wachstum des realen BIP aus, das weitgehend mit den Projektionen vom März 2024 übereinstimme, wobei für das erste Quartal ein geringfügiges Abwärtsrisiko bestehe. Wenngleich das Wachstum im ersten Quartal den Schätzungen zufolge noch immer schwach gewesen sein dürfte, stimme doch zuversichtlich, dass die aktuellen Daten im Einklang mit den März-Projektionen auf eine konjunkturelle Erholung ab dem zweiten Quartal hindeuteten. Zugleich wurde daran erinnert, dass das Erreichen der Basisprojektionen nach wie vor eine große Herausforderung darstelle. Daher dürfe der beobachtete Anstieg der aktuellen Daten nicht mit dem Eintreten von Aufwärtsrisiken für die Basisprojektionen gleichgesetzt werden. Vor diesem Hintergrund wurde angemerkt, dass es bislang noch keine Anzeichen für eine Belebung der privaten Konsumausgaben gebe, die sich den Erwartungen zufolge 2024 als Wachstumsmotor erweisen sollten. Auch die jüngsten Indikatoren des Geschäftsklimas, die schwach ausgefallen seien, verhiessen nichts Gutes für die Investitionsaussichten. Selbst die vergleichsweise schleppende Erholung, die von den Fachleuten der EZB projiziert worden sei, müsse sich erst noch entfalten. Gleichwohl sei es beruhigend, dass eine Rezession vermieden worden sei, obwohl der geldpolitische Kurs dazu beigetragen habe, die Inflation von einer zweistelligen Rate auf ein moderates Niveau zu verringern. Zudem sei das Wachstum im Euroraum sowohl auf Länder- als auch auf Sektorebene heterogen. So wüchsen weniger energieintensive Sektoren schneller als energieintensive, was möglicherweise auf eine strukturelle und nicht auf eine konjunkturelle Schwäche hindeute.

Im Hinblick auf die Finanz- und Strukturpolitik plädierten die Ratsmitglieder erneut dafür, dass die Regierungen die Rücknahme energiebezogener Stützungsmaßnahmen fortsetzen sollten, damit der Inflationsabbau auf Kurs bleibe. Eine vollständige und unverzügliche Umsetzung der Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU werde den Regierungen dabei helfen, Haushaltsdefizite und Schuldenquoten nachhaltig zu verringern. Nationale finanz- und strukturpolitische Maßnahmen sollten darauf abzielen, die Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft zu stärken. Dies würde dazu beitragen, den Preisdruck auf mittlere Sicht zu senken. Auf europäischer Ebene würden eine effektive und rasche Umsetzung des Programms „Next Generation EU“ und eine Stärkung des Binnenmarkts Innovationen fördern und zu höheren Investitionen in den ökologischen und den digitalen Wandel führen. Wie der EZB-Rat in seiner Erklärung vom 7. März 2024 betont habe, würden ein entschlosseneres Vorgehen und konkretere Maßnahmen zur Vollendung der Banken- und der Kapitalmarktunion dabei helfen, die dafür benötigten massiven privaten Investitionen zu mobilisieren.

Es wurde hervorgehoben, dass die in den Projektionen vom März enthaltenen Annahmen zu den finanzpolitischen Maßnahmen mit Unsicherheit und Risiken behaftet seien. Die Ratsmitglieder zeigten sich besorgt, dass in einer Reihe von Euro-Ländern die Defizit- und Schuldenstände für 2023 kräftig nach oben korrigiert worden seien. Es müsse ausdrücklich auf die Notwendigkeit einer umsichtigen Finanzpolitik und einer Haushaltskonsolidierung im gesamten Euroraum hingewiesen werden. Dies

sei 2024 besonders wichtig, denn derzeit finde der Übergang zu einem neuen EU-Rahmen für die Beurteilung von übermäßigen Haushaltsdefiziten und Konsolidierungspfaden statt. Unterdessen wurde die Nachricht, dass bald ein neuer Rahmen vorliegen werde, der Leitlinien vorgebe und eine glaubwürdigere Umsetzung in Aussicht stelle, aus geldpolitischer Sicht allgemein als erfreulich erachtet.

Was den Arbeitsmarkt betreffe, so wurde daran erinnert, dass die Arbeitslosenquote auf ihrem niedrigsten Niveau seit Einführung des Euro liege. Zugleich entspanne sich die Lage am Arbeitsmarkt weiterhin allmählich, und die Zahl der offenen Stellen sinke. Die Arbeitsmarktentwicklung lasse sich aus unterschiedlichen Blickwinkeln betrachten. Einerseits wurde angemerkt, dass die Lage am Arbeitsmarkt weitgehend unverändert geblieben sei und dessen Anspannung weiterhin Anlass zur Sorge im Hinblick auf die mittelfristigen Inflationsaussichten gebe. Die Arbeitslosenquote befinde sich auf einem historischen Tiefstand, das Beschäftigungswachstum sei solide, und die Indikatoren für die Arbeitsmarktanspannung lägen nach wie vor deutlich über dem Vorpandemieniveau. Andererseits wurde eingeräumt, dass die Richtung, in die sich die Indikatoren entwickelten, eine gewisse Abkühlung der Nachfrage nach Arbeitskräften impliziere. Dies zeige sich insbesondere in der rückläufigen Zahl offener Stellen. Es wurden Bedenken geäußert, dass die Unterstützung der Wirtschaft durch die Arbeitsmärkte an ihre Grenzen gestoßen sei. Das Arbeitskräfteangebot habe bereits erheblich zugenommen, und die Unternehmen verfügten kaum noch über Spielraum für die Hortung von Arbeitskräften. Eine Wende im Arbeitsmarktzyklus könnte daher einen stärkeren Stellenabbau und weniger Neueinstellungen zur Folge haben. Sollten sich die Beschäftigungsaussichten eintrüben, könnte dies zu einem Konsumrückgang führen.

Angesichts dessen schätzten die Ratsmitglieder die Risiken für das Wirtschaftswachstum weiterhin als abwärtsgerichtet ein. Das Wachstum könnte geringer ausfallen als angenommen, wenn die Geldpolitik eine stärkere Wirkung entfalten sollte als erwartet. Eine schwächere Weltwirtschaft oder eine weitere Verlangsamung des Welthandels würden das Wachstum im Euroraum ebenfalls belasten. Zudem gingen von dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und dem tragischen Konflikt im Nahen Osten erhebliche 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 Inflation rascher sinke als erwartet und die Konsumausgaben aufgrund der steigenden Realeinkommen stärker anzögen als gedacht oder wenn die Weltwirtschaft kräftiger wachse als angenommen.

Die Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum seien in der kurzen Frist besonders relevant und würden durch die mechanischen Instrumente für Gegenwartsprognosen untermauert. Allerdings wurde auch die Ansicht geäußert, dass die kurzfristigen Risiken mittlerweile ausgewogen seien, wobei auf den jüngsten Wiederanstieg der umfragebasierten Indikatoren und einiger harter Daten verwiesen wurde. Mit Blick auf die Zukunft wurde betont, dass nun jene Faktoren teilweise abgeklungen seien,

die bislang mögliche negative Schocks für die Wirtschaft abgefedert hätten. Dazu zählten die hohe Liquidität, die umfangreichen Ersparnisse der privaten Haushalte, der fiskalische Spielraum, das zunehmende Arbeitskräfteangebot und die beträchtlichen Gewinnmargen der Unternehmen. Überdies habe das aus dem Nahostkonflikt resultierende geopolitische Risiko im Zuge der Eskalation des Konflikts in den vergangenen Wochen zugenommen.

In Bezug auf die Preisentwicklung teilten die Ratsmitglieder die Einschätzung von Herrn Lane, dass die aktuellen Daten die bisherige Beurteilung der mittelfristigen Inflationsaussichten weitgehend bestätigt hätten. Die Inflation sei im Vorjahresvergleich erneut leicht von 2,6 % im Februar auf 2,4 % im März gesunken, was vor allem dem geringeren Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln und Waren zuzuschreiben sei. Die Teuerung bei den Dienstleistungen sei jedoch mit 4,0 % im März auf einem hohen Niveau geblieben. Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seien im Februar weiter zurückgegangen, womit sich der Eindruck eines allmählich nachlassenden Preisdrucks bestätige. Die inländische Teuerung sei zwar nach wie vor hoch, doch die Löhne und die Stückgewinne hätten sich im Schlussquartal 2023 weniger stark erhöht als erwartet. Aktuellere Indikatoren deuteten zudem auf eine weitere Abschwächung des Lohnwachstums hin. Das Wachstum der Lohnstückkosten sei weiterhin hoch gewesen, worin sich unter anderem ein schwaches Produktivitätswachstum widerspiegele. Die Unternehmen fingen aber einen Teil der gestiegenen Arbeitskosten über ihre Gewinne auf. Es werde erwartet, dass die Teuerung in den kommenden Monaten um das aktuelle Niveau herum schwanken und dann im nächsten Jahr zum Inflationsziel der EZB zurückkehren werde. Ursächlich hierfür seien das schwächere Wachstum der Arbeitskosten, die sich entfaltende Wirkung der restriktiven Geldpolitik und die nachlassenden Auswirkungen der Energiekrise und des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach der Pandemie.

Die Ratsmitglieder sahen die jüngste Inflationsentwicklung als Beleg dafür, dass die Effekte der vergangenen außergewöhnlichen Schocks mittlerweile nachließen und sich die Wirtschaftsbeziehungen normalisierten. Dies stärke das Vertrauen in die Projektionen sowie darin, dass die Inflation sich erwartungsgemäß entwickle und 2025 zum Inflationsziel der EZB zurückkehren werde. Die Ergebnisse für das erste Quartal 2024 entsprächen den von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen vom März recht genau. Die Ratsmitglieder nahmen zur Kenntnis, dass die Gesamtinflation den Projektionen zufolge 2024 holprig verlaufen und im weiteren Jahresverlauf keinen linearen Abwärtstrend aufweisen werde. Viele der erwarteten „Ausschläge“ stünden im Zusammenhang mit energiepreisbezogenen Basiseffekten und seien bereits in den Basisprojektionen berücksichtigt worden. Die Gesamtinflation müsse natürlich als wichtige Messgröße beobachtet werden, aber nicht nur sie werde besonders volatil ausfallen. Betroffen sei auch die Teuerung im Dienstleistungssektor, deren Dynamik sich zuletzt beschleunigt habe (gemessen an der annualisierten Änderungsrate gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum), sowie die Entwicklung des

Lohnwachstums. In diesem Zusammenhang sei es wichtig, die grundlegende Richtung der Entwicklungen zu bestimmen und das Gesamtbild im Auge zu behalten.

Es herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass die Teuerung im Dienstleistungssektor und die Lohnentwicklung für die Inflationsaussichten nach wie vor von zentraler Bedeutung seien. Dies zeige sich auch daran, dass die Teuerung im Dienstleistungssektor in den vergangenen fünf Monaten mit 4 % auf einem hohen Niveau geblieben sei. Darüber hinaus liege der Indikator der Binneninflation, der den Preisauftrieb bei den HVPI-Positionen mit relativ niedriger Importintensität erfasse, bei rund 4,5 %. Indessen habe der BIP-Deflator – eine Messgröße der Binneninflation in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen – im vierten Quartal 2023 immer noch mehr als 5 % betragen. Angesichts dieser Zahlen ließen sich bislang noch keine eindeutigen Belege für Fortschritte beim Inflationsabbau in den persistenteren binnenwirtschaftlichen Inflationskomponenten erkennen. Gleichwohl wurde die größere „Trägheit“ der Teuerungsrate für Dienstleistungen als natürlich erachtet, da diese Teuerung weniger von den nachlassenden angebotsseitigen Schocks beeinflusst werde. Außerdem dürfte die geldpolitische Transmission beim Dienstleistungssektor schwächer ausfallen, da Dienstleistungen nicht so kapitalintensiv seien. Die Lohnentwicklung wirke hingegen stärker auf diesen Sektor durch, was auf dessen charakteristische Kostenstrukturen zurückzuführen sei. Es bleibe ungewiss, ob Dienstleistungsunternehmen in der Lage seien, höhere Lohnkosten durch eine Kompression der Gewinnmargen abzufedern. Im Gefolge der Pandemie hätten sie nämlich weder einen vergleichbaren Anstieg der Gewinnmargen wie andere Sektoren verzeichnet, noch hätten sie ähnlich stark von den rückläufigen sonstigen Vorleistungskosten profitiert. Aus diesen Gründen müsse die Preisentwicklung im Dienstleistungssektor genau beobachtet werden. Man benötige zudem eine weitere Bestätigung dafür, dass sich der Druck auf die Löhne wie auch auf die Gewinne abschwäche. Die bis Februar verfügbaren disaggregierten Daten deuteten jedoch darauf hin, dass der Preisdruck bei den Dienstleistungen nicht von den stärker lohnsensiblen Positionen ausgehe. Vielmehr sei dieser Druck von Positionen ausgegangen, die üblicherweise zu Jahresbeginn neu bewertet würden. Hierbei käme es zu Anpassungen, um frühere Kostensteigerungen, z. B. bei Versicherungspolicen oder bei Waren und Dienstleistungen mit administrierten Preisen, zu berücksichtigen.

Mit Blick auf den allgemeinen binnenwirtschaftlichen Preisdruck, der anhand des BIP-Deflators in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen gemessen wird, erachteten die Ratsmitglieder die Dreiecksbeziehung zwischen Löhnen, Gewinnen und Produktivität als entscheidend für die Beurteilung der Geschwindigkeit und des Ausmaßes des weiteren Inflationsabbaus. Es herrsche nach wie vor erhebliche Unsicherheit darüber, ob die Annahmen und Erwartungen bezüglich dieser Variablen wie im März projiziert eintreten würden. Es sei daher wichtig, neue Beobachtungen und aktuelle Projektionen für diese Variablen zu haben. Die Daten zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen des Euroraums für das erste Quartal 2024 würden jedoch erst kurz nach der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juni veröffentlicht werden. Es wurde betont, dass die

Inflationsaussichten weiterhin stark von der Entwicklung der Gewinnmargen abhängen. Bedenken wurden dahingehend geäußert, dass die Margen die höheren Kosten möglicherweise nicht in dem Umfang auffangen könnten, wie in den Projektionen unterstellt. Nach wie vor erhöhte Margen in Verbindung mit einem relativ schwachen wirtschaftlichen Umfeld könnten ein Hinweis auf eine anhaltend hohe Preissetzungsmacht und einen relativ schwach ausgeprägten Wettbewerb sein. Dies könne zumindest für Unternehmen, die die Binnennachfrage bedienen, und insbesondere für den Dienstleistungssektor der Fall sein. In der Folge könne es dann zu weiteren Lohnsteigerungen kommen, was womöglich den Wettbewerbsdruck auf die Exporteure erhöhen werde.

Es wurde darauf hingewiesen, dass die kürzlich unterzeichneten Tarifverträge keinen weiteren Aufwärtsdruck auf die Löhne ausgeübt hätten und sich das Lohnwachstum bislang weitgehend im Einklang mit den Projektionen entwickle. Der Lohndruck habe sich im Vergleich zu früheren Erwartungen sogar eher etwas verringert. Da sich das Lohnwachstum wie erwartet abzuschwächen beginne, solle der Fokus nun auf die Produktivitätsentwicklung gerichtet werden. Letztere sei mit Blick auf den endgültigen Arbeitskostendruck von entscheidender Bedeutung. Dieser wäre nämlich höher, wenn sich das Produktivitätswachstum nicht so rasch und kräftig erholen würde wie im Basisszenario der März-Projektionen erwartet. Das könne dann der Fall sein, wenn die aktuell niedrigen und negativen Produktivitätswachstumsraten nicht rein konjunkturell, sondern teilweise auch strukturell bedingt seien. Es wurde angeführt, dass angesichts der in den Projektionen enthaltenen trüben Investitionsaussichten nur schwer von einer eher strukturellen Verbesserung der Arbeitsproduktivität ausgegangen werden könne.

Was die längerfristigen Inflationserwartungen anbelange, so seien die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs und die umfragebasierten Indikatoren weitgehend stabil geblieben. Die meisten beliefen sich auf rund 2 %. Die Tatsache, dass die Inflationserwartungen weiterhin fest verankert geblieben seien, wurde als positiv erachtet. Dies deute nämlich darauf hin, dass der geldpolitische Kurs die gewünschte Wirkung entfalte.

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

Weitere Aufwärtsrisiken könnten sich aus einem kräftigeren Anstieg der Lohnstückkosten ergeben. Dies gelte vor allem dann, wenn sich das Produktionswachstum nicht wie erwartet erhole. Auch in Bezug auf die Nahrungsmittel- und Ölpreise machten die Ratsmitglieder in erster Linie Aufwärtsrisiken aus. Anders als 2022-2023 wurde die Gefahr von Zweitrundeneffekten vor dem Hintergrund einer

allgemeinen Disinflation als relativ gering erachtet. Allerdings wurde angemerkt, dass die Ölpreise im bisherigen Jahresverlauf beträchtlich gestiegen seien und deutlich über den Annahmen in den März-Projektionen lägen. Diese Entwicklung deute auf gewisse Aufwärtsrisiken für die Inflation hin. Darüber hinaus sei die Inflationsverlangsamung in jüngster Zeit durch die niedrigeren Gas- und Strompreise begünstigt worden, nachdem der Winter relativ warm und die Nachfrage infolge der Rezession im verarbeitenden Gewerbe schwach gewesen sei. Dies lasse auf Aufwärtsrisiken schließen, sobald die in der Regel unelastische Energienachfrage mit einer Konjunkturerholung oder einer Kälteperiode konfrontiert werde. Die Aufwärtsrisiken im Zusammenhang mit den Nahrungsmittelpreisen hingen zum Teil mit Extremwetterereignissen zusammen. Hierzu zählten die Wetterphänomene El Niño und La Niña sowie Klimaschocks.

In Bezug auf die monetäre und finanzielle Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Herrn Lane und Frau Schnabel in ihren Einleitungen dargelegte Einschätzung. Die Marktzinsen seien seit der letzten Sitzung des EZB-Rats im Großen und Ganzen stabil geblieben, und die allgemeinen Finanzierungsbedingungen seien nach wie vor restriktiv. Die Finanzmärkte hätten sich seit der März-Sitzung ruhig und stabil entwickelt, und die Risikoprämien hätten sich weiter verringert. Die Märkte preisten eine erste Senkung der EZB-Leitzinsen für Juni und weitere Zinsschnitte bis zum Jahresende ein.

Es habe den Anschein, dass bei den Finanzierungsbedingungen im Euroraum der maximale Restriktionsgrad bereits überschritten worden sei. Die Zinssätze für neu vergebene Kredite an private Haushalte und Unternehmen gingen vor allem in Erwartung künftiger Leitzinssenkungen allmählich zurück. Im Gegensatz dazu tendierten die Zinsen für bestehende Kredite insgesamt weiterhin leicht nach oben. Die aktuellen Daten signalisierten nach wie vor eine geringe Kreditvergabe vor dem Hintergrund der schwachen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, der verschärften Kreditrichtlinien und der restriktiven Geldpolitik.

So erachteten die Ratsmitglieder vor allem die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen als anhaltend schwach. Diese Entwicklung sei zum Teil auf die geringere Kreditnachfrage seitens der Unternehmen zurückzuführen. Auch in der aktuellen Umfrage zum Kreditgeschäft und in der SAFE-Umfrage hätten Banken und Unternehmen entsprechende Angaben gemacht und diesen Rückgang auf die nach wie vor erhöhten Kreditzinsen und reduzierte Investitionspläne zurückgeführt. Was die Kredite an Privathaushalte anbelange, so seien die Richtlinien für Hypothekarkredite erstmals seit mehr als zwei Jahren gelockert worden. Indes seien die Standards für Konsumentenkredite weiter verschärft worden. Es wurde angeführt, dass die schwächere Nachfrage nach Konsumentenkrediten und der Anstieg der abgelehnten Kreditanträge möglicherweise auf eine fragile Finanzlage der privaten Haushalte oder eine größere Risikoaversion der Banken schließen ließen. Sollte dies der Fall sein, würde es im Gegenzug signalisieren, dass die Gefahr einer länger anhaltenden Konsumschwäche bestehe. Insgesamt sei die aktuelle Kreditentwicklung immer noch verhalten und

könnte darauf hindeuten, dass sich das Kreditwachstum erst zu einem späteren Zeitpunkt wieder beleben werde, da die Kreditvergabe durch die höheren Zinsen und restriktiveren Kreditrichtlinien gebremst werde. Es wurde betont, dass das Verhältnis zwischen Krediten und BIP rapide gesunken sei. Dabei könnte die anhaltend schwache Kreditdynamik eine Gefahr für die wirtschaftliche Erholung darstellen oder die Aussicht auf einen „kreditlosen“ Aufschwung angesichts des Rückgangs der Liquiditätspuffer erhöhen. Allerdings lasse die Kreditvergabe an die privaten Haushalte und Unternehmen trotz der zur Jahreswende beobachteten leichten Volatilität erkennen, dass sich die Situation stabilisiere.

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. Jedes der drei Elemente lasse darauf schließen, dass sich die EZB-Leitzinsen auf einem Niveau befänden, das einen erheblichen Beitrag zum anhaltenden Inflationsrückgang leiste.

In Bezug auf die Inflationsaussichten herrschte breiter Konsens, dass die Daten im Großen und Ganzen im Einklang mit dem mittelfristigen Inflationsspfad stünden, der in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März enthalten sei und wonach die Gesamtinflation bis Mitte 2025 wieder zu ihrem Zielwert zurückkehren werde. Obschon die Inflation im Februar etwas höher ausgefallen sei als angenommen, sei dieser Anstieg durch das unerwartet schwache Ergebnis vom März wieder ausgeglichen worden. Insgesamt ließen die Daten darauf schließen, dass sich die Situation kaum verändert habe. Die Projektionen seien mithin weitgehend bestätigt worden. Das Wirtschaftswachstum dürfte etwas schwächer ausgefallen sein als im ersten Quartal 2024 erwartet, aber das Narrativ einer konjunkturellen Aufhellung habe weiterhin Bestand. Zwar wurden die Basisprojektionen sowohl für das Wachstum als auch die Inflation als nach wie vor mit erheblichen Risiken behaftet angesehen, doch zeigten sich die Ratsmitglieder hinsichtlich der Projektionen zunehmend zuversichtlich, da die außergewöhnlichen Schocks der jüngeren Vergangenheit abebbten und sich die wirtschaftlichen Beziehungen normalisierten. Überdies seien die Inflationserwartungen weiterhin fest verankert. Zugleich herrschte weitgehend die Ansicht vor, dass weitere Belege nötig seien, um mit hinreichender Sicherheit davon ausgehen zu können, dass die Inflation auf einem guten Weg sei, zeitnah und nachhaltig zum EZB-Zielwert zurückzukehren.

Die Ratsmitglieder waren sich auch allgemein einig, dass weitere Fortschritte hinsichtlich der zugrunde liegenden Inflation erzielt worden seien. So seien die meisten Messgrößen weiter gesunken und dürften den Erwartungen zufolge diesem Abwärtspfad auch in Zukunft folgen. Die Angaben zu den Löhnen und Gewinnmargen stünden weitgehend im Einklang mit den März-Projektionen oder ließen auf eine etwas gedämpftere Entwicklung als angenommen schließen. Indes sei die Binneninflation nach wie vor erhöht, und in Bezug auf den Preisauftrieb bei den Dienstleistungen habe es kaum Fortschritte gegeben. Dieser liege stabil bei 4 %. Es wurde hervorgehoben, dass die Rückkehr der Inflation zum Zielwert weiterhin von einer Erholung des Produktivitätswachstums und einer deutlichen Reduktion der Stückgewinne mittels Absorption der höheren Kosten abhängen.

Die aktuellen Daten bestätigten, dass die Transmission der geldpolitischen Straffung weiterhin stark sei. Zwar gebe es einige Anzeichen dafür, dass sich die Kreditbedingungen auf einem restriktiven Niveau stabilisierten, die abermals schwachen Kreditdaten deuteten jedoch darauf hin, dass der Kreditkanal der geldpolitischen Transmission stärker sei, als zuvor erwartet. Die laut Umfrage zum Kreditgeschäft rückläufige Kreditnachfrage wurde als Abwärtsrisiko für die Wachstumsaussichten gewertet, da sie auf eine schwache Investitionstätigkeit hindeute. Zugleich wurde angeführt, dass der geldpolitische Straffungsimpuls seinen Zenit bereits erreicht habe und sich die Bedingungen wohl in Bälde schrittweise lockern dürften. Zukunftsorientierte Indikatoren erholten sich, und die an der SAFE-Umfrage teilnehmenden Unternehmen hätten signalisiert, dass sie mit zunehmenden Investitionen und Umsätzen rechneten. Darüber hinaus waren die Ratsmitglieder der Ansicht, die geldpolitische Transmission sei im Dienstleistungssektor schwächer als in anderen Wirtschaftsbereichen, da die Dienstleistungen weniger kapitalintensiv und daher weniger zinssensitiv seien.

Vor dem Hintergrund sinkender Inflationsraten und der verzögerten Belebung des Wirtschaftswachstums müsse der Restriktionsgrad des geldpolitischen Kurses beurteilt werden. Die Erkenntnisse würden als Grundlage für künftige geldpolitische Beschlüsse dienen. Es wurde betont, dass nach wie vor sehr unsicher sei, wie restriktiv der geldpolitische Kurs der EZB sei, und zwar sowohl gemessen anhand nicht beobachtbarer Konzepte wie dem neutralen Zinssatz als auch anhand der Transmissionsverzögerungen, die an den Kapital-, Arbeits- und Warenmärkten der Realwirtschaft und damit letztlich in Bezug auf die Inflation verzeichnet würden.

Eine Möglichkeit zur Beurteilung, wie restriktiv die Geldpolitik sei, bestehe darin, das Leitzinsniveau unter Bezugnahme auf verfügbare modellbasierte Schätzungen des natürlichen oder neutralen Zinssatzes zu bewerten. In diesem Zusammenhang wurde angeführt, dass laufende strukturelle Veränderungen einen Anstieg dieser Referenzzinssätze bewirkt haben könnten. Zu diesen Veränderungen zählten die Erwartung eines erheblichen globalen Investitionsbedarfs, um dem Klimawandel und dem ökologischen Wandel, geopolitischen Verschiebungen und der Handelsfragmentierung mit der Folge der Deglobalisierung Rechnung zu tragen, sowie Fortschritte bei der künstlichen Intelligenz und der Digitalisierung. Darüber hinaus könnte die weltweit steigende

öffentliche Schuldenlast einen weiteren Aufwärtsdruck auf den natürlichen Zinssatz ausüben. Indessen wurde daran erinnert, dass die aktuell im EZB-Wirtschaftsbericht veröffentlichten Schätzungen für den Euroraum keinen signifikanten Anstieg erkennen ließen. In Anbetracht der beträchtlichen Modell- und Parameterunsicherheit, die mit solchen modellbasierten Konstrukten verbunden sei, liefere der natürliche Zinssatz zwar nützliche Hinweise, sei aber für die tägliche Politikgestaltung nur von begrenztem Wert. Zur Beurteilung des Restriktionsgrads der Geldpolitik sei es daher zum jetzigen Zeitpunkt besser, den Blick auf neu eingehende Daten zu richten.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Hintergrund stimmte eine sehr große Mehrheit der Ratsmitglieder dem Vorschlag von Herrn Lane zu, die drei Leitzinssätze der EZB auf ihrem aktuellen Niveau zu belassen. Die Mitglieder waren sich einig, dass die jüngsten Daten die Projektionen vom März weitgehend bestätigt hätten. Dies habe ihre Zuversicht gestärkt, dass sich der Disinflationsprozess fortsetze. Zudem würden vor der Juni-Sitzung wichtige neue Daten – darunter auch neue Projektionen – veröffentlicht, die dem EZB-Rat eine umfassendere Beurteilung ermöglichen. Zwar seien Fortschritte zu erkennen, doch sei die Beobachtung der Dreiecksbeziehung zwischen Löhnen, Produktivitätswachstum und Gewinnen nach wie vor von zentraler Bedeutung. Es wurde als plausibel angesehen, dass der EZB-Rat auf der Juni-Sitzung damit beginnen könne, seinen restriktiven geldpolitischen Kurs zu lockern, sofern weitere bis dahin eingehende Daten die in den März-Projektionen enthaltenen mittelfristigen Inflationsaussichten bestätigten.

Einige wenige Mitglieder waren hinreichend überzeugt, dass die drei Elemente der Reaktionsfunktion des EZB-Rats bereits auf der aktuellen Sitzung Anlass für eine Senkung der Leitzinsen gäben. Es wurde darauf hingewiesen, dass der Rückgang der erwarteten Inflation seit der letzten Leitzinsanhebung vom September 2023 mit einer weiteren Straffung des geldpolitischen Kurses einhergegangen sei, wobei sich die Realzinsen aktuell in der Nähe des Gipfels des Straffungszyklus befänden. Überdies dürften die Leitzinsen noch für einige Zeit im restriktiven Bereich bleiben, während die Auswirkungen des gegenwärtigen restriktiven geldpolitischen Kurses auch nach Beginn der Lockerungsphase noch weiter spürbar seien. Ferner wurde angemerkt, dass der Abbau der Bilanz des Eurosystems einen kontraktiven Effekt auf die Wirtschaft habe. Darüber hinaus bestehe derzeit zwar kein signifikantes Risiko einer Entankerung der Inflationserwartungen nach unten, doch könnten derartige Risiken aufkommen, falls die aktuelle Wachstumsschwäche anhalte.

Die betreffenden Ratsmitglieder wiesen auch auf Überlegungen zum Risikomanagement hin, da sich die Risiken ihrer Ansicht nach zuletzt verschoben hätten. Die Gefahr, dass das Inflationsziel unterschritten werde und letztendlich ein zu hoher Preis in Form eines Rückgangs der Wirtschaftstätigkeit gezahlt werden müsse, werde nun als mindestens ebenso hoch angesehen wie

das Risiko eines verfrühten Handelns und eines mittelfristigen Überschießens der Inflationsrate über den Zielwert.

Alles in allem waren sich die Ratsmitglieder weitgehend darin einig, dass es ratsam sei, bis zur nächsten geldpolitischen Sitzung zu warten, um weitere Belege für eine zeitnahe und nachhaltige Rückkehr der Inflation zum Zielwert zu erhalten und mit hinreichender Sicherheit von einer solchen Entwicklung ausgehen zu können. Im Vergleich zu den Aussichten vom März sei keine größere Überraschung zu beobachten gewesen, die ein Handeln auf der aktuellen Sitzung rechtfertigen würde. Solange die Projektionen weiterhin durch die verfügbaren Daten bestätigt würden, stehe der den Projektionen zugrunde liegende geldpolitische Pfad weitgehend im Einklang mit einer mittelfristigen Rückkehr der Inflation zum Zielwert. Die Mitglieder betonten, dass es wichtig sei, bis Juni weitere Belege abzuwarten, die entweder die Aussichten bestätigten oder auf einen veränderten Ausblick schließen ließen. Ebenso wichtig sei es aber, bestehende oder bis dahin neu eintretende Risiken zu berücksichtigen, darunter neuerliche Inflationsrisiken infolge einer möglichen Verschärfung der geopolitischen Spannungen. Die nächsten Projektionen im Juni würden eine umfassendere Analyse der größten Risiken und ihrer Auswirkungen auf die Preisstabilität ermöglichen.

Die Ratsmitglieder hoben hervor, dass es geboten sei, weiterhin einen von der Datenlage abhängigen Ansatz zu verfolgen und sich auf jeder Sitzung sämtliche Optionen offenzuhalten. So könnten alle neu eingehenden Daten berücksichtigt werden, ohne sich im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad festzulegen. Datenabhängigkeit bedeute, sich nicht zu stark auf einen einzigen Datenpunkt zu konzentrieren, da der von vielen Indikatoren eingeschlagene Pfad holprig sein dürfte. So dürfte insbesondere die Gesamtinflation auf kurze Sicht um das aktuelle Niveau herum schwanken und später wieder zurückgehen. Dies deute darauf hin, dass mit gewissen Unebenheiten im Inflationsprofil zu rechnen sei, die jedoch mit einer Rückkehr der Inflation zum Zielwert bis Mitte 2025 im Einklang stünden.

Insgesamt waren die Mitglieder der Auffassung, dass die Märkte die Kommunikation und die Reaktionsfunktion der EZB verstanden hätten und auf eine mögliche Zinssenkung im Juni vorbereitet seien, sofern die Daten den aktuellen Ausblick bestätigten.

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

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

Erklärung zur Geldpolitik

[Erklärung zur Geldpolitik vom 11. April 2024](#)

Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse vom 11. April 2024](#)

Sitzung des EZB-Rats, 10.-11. April 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 Patsalides
- Herr Rehn*
- Herr Reinesch
- Frau Schnabel
- Herr Scicluna
- Herr Šimkus

- Herr Stournaras
- Herr Vasle
- Herr Villeroy de Galhau*
- Herr Vujčić
- Herr Wunsch*

* Mitglieder, die im März 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 De Backer
- Herr Gavilán
- Herr Gilbert
- Herr Haber
- Herr Kaasik
- Herr Kelly
- Herr Koukoularides
- Herr Lünemann
- Herr Martin
- Frau Mauderer
- Herr Nicoletti Altimari

- Herr Novo
- Herr Rutkaste
- Herr Šošić
- Herr Tavlas
- Herr Välimäki
- 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. Juli 2024 vorgesehen.

Europäische Zentralbank

Generaldirektion Kommunikation

Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland

Tel.: +49 69 1344 7455, E-Mail: media@ecb.europa.eu

Internet: www.ecb.europa.eu

Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.