

## Sitzung am 17.-18. Juli 2024

### Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 17.-18. Juli 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 5.-6. Juni 2024 auf die Meldungen aus der Politik und die unerwartet schwachen Inflationsdaten aus den Vereinigten Staaten reagiert hätten, wobei Erstere zu einer gewissen Volatilität an den Finanzmärkten geführt hätten. Die Ankündigung vorgezogener Neuwahlen in Frankreich habe die Risikoneigung der Anleger und die Hausse an den Märkten für risikobehaftete Vermögenswerte im Euroraum gedämpft. Die daraus resultierende höhere Volatilität in einigen Marktsegmenten sei jedoch begrenzt und von kurzer Dauer gewesen, ohne dass es Anzeichen von systemischem Stress oder einer Fragmentierung gegeben habe. Die Risikoprämien seien nur leicht gestiegen, und der Euro-Wechselkurs habe sich rasch erholt. Die Nachrichten in Bezug auf die Gesamtwirtschaft seien verhalten. Sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten seien die Daten etwas schlechter ausgefallen als erwartet. Die Erwartungen in Bezug auf die Entwicklung der EZB-Leitzinsen seien inmitten einer gewissen Volatilität nach der Europawahl weitgehend unverändert geblieben. Nach der Veröffentlichung der Daten zum Verbraucherpreisindex (VPI) der Vereinigten Staaten seien sie jedoch leicht gesunken. Auch die Finanzierungsbedingungen im Euroraum seien weitgehend unverändert geblieben. Die Marktbedingungen seien fortwährend günstig gewesen. Die Absorption der Nettoemissionen von Staatsanleihen sei weiterhin reibungslos verlaufen, da die Nachfrage der Anleger nach wie vor hoch sei.

Die politische Unsicherheit habe sich auf die Finanzmärkte ausgewirkt, was in einem deutlichen Anstieg der impliziten Volatilität am Aktienmarkt des Euroraums zum Ausdruck kam. Allerdings sei die implizite Volatilität in längerfristiger Betrachtung nach wie vor begrenzt und rasch zu früheren Tiefständen zurückgekehrt. Die aus Optionen abgeleitete Volatilität an den Anleihemärkten des

Euroraums habe sich indes kaum verändert und nahezu auf dem niedrigsten Stand seit 2021 gelegen. Außerdem habe sich die Risikoneigung der Anleger im Euroraum nach einem zwischenzeitlichen Einbruch rasch erholt und liege derzeit deutlich über dem Niveau zu Jahresbeginn. Dies deute auf eine anhaltend hohe Risikoneigung der Anleger hin.

Die Widerstandsfähigkeit der Finanzmärkte und eine hohe Differenzierung der Anleger zeigten sich auch an den Staatsanleihemärkten. Der Anstieg der Renditeabstände gegenüber deutschen Bundesanleihen sei im historischen Vergleich gering gewesen. Nach dem anfänglichen Volatilitätsschub hätten sich die Renditeabstände wieder verkleinert und lägen derzeit unter dem Niveau, das vor den Wahlen zum Europäischen Parlament verzeichnet worden sei. Eine Ausnahme bildeten die Spreads französischer Staatsanleihen, die etwas höher lägen.

Die Differenzierung der Anleger habe sich auch auf die Märkte für Aktien und Unternehmensanleihen im Euroraum ausgeweitet. Insgesamt seien die Auswirkungen auf die Aktienmarktbewertungen im Eurogebiet jedoch verhalten und von kurzer Dauer gewesen. Die Entwicklungen an den Märkten für Unternehmensanleihen im Euroraum hätten jenen an den Aktienmärkten entsprochen. Die Spreads von Investment-Grade-Anleihen finanzieller und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum hätten sich (mit Ausnahme Frankreichs) insgesamt verringert. Der Euro habe gegenüber dem US-Dollar zunächst etwas an Wert verloren, seine Verluste aber rasch wieder wettgemacht. Im Vergleich zur letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats sei der Wechselkurs weitgehend unverändert geblieben.

Mit Blick auf die Erwartungen in Bezug auf die US-Geldpolitik habe sich die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung im September nach der Sitzung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve vom Juni zunächst leicht verringert. Dieser Entwicklung hätten anschließend jedoch die etwas schwächer als erwartet ausgefallenen Daten für die Gesamtwirtschaft in den Vereinigten Staaten und insbesondere die im Juni veröffentlichten US-Daten für den VPI gegenübergestanden. Dadurch habe sich die Terminkurve für Kontrakte auf Tagesgeld am US-Interbankenmarkt (Federal Funds Futures) im Vergleich zur Juni-Sitzung des EZB-Rats deutlich nach unten verschoben.

Die Entwicklungen in den Vereinigten Staaten hätten sich auch bis zu einem gewissen Grad auf die Erwartungen hinsichtlich der EZB-Zinssätze ausgewirkt. Während die Zinserwartungen durch die politische Unsicherheit nach der Europawahl kaum beeinflusst worden seien, hätten sie sich im Juli nach der Veröffentlichung der VPI-Daten in den Vereinigten Staaten, die schwächer als erwartet ausgefallen seien, leicht verringert. Die aktuelle Bepreisung des erwarteten Leitzinspfads am Markt liege jedoch nach wie vor relativ nah am Höchstwert der Terminkurve von Ende Mai und deutlich über dem zu Jahresbeginn verzeichneten Tiefstand der Zinserwartungen. Im Hinblick auf die Frage, wie rasch und wie stark die Zinsen gesenkt würden, zeige die Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA), dass diese ihre Einschätzung seit der vorangegangenen

Umfragerunde nicht geändert hätten. Im Schnitt werde weiterhin damit gerechnet, dass die Zinsen bei jeder Quartalssitzung, zu der neue Projektionen verfügbar seien, bis Dezember 2025 um jeweils 25 Basispunkte gesenkt würden. Dies entspreche weitgehend den Erwartungen an den Finanzmärkten und den Ergebnissen anderer Umfragen, wobei es in Bezug auf das am Ende des Zinssenkungszyklus erwartete Zinsniveau Unterschiede gebe.

Die moderatere Abwärtsverschiebung der Terminzinskurve im Euroraum gegenüber den Vereinigten Staaten könnte unter anderem darauf zurückzuführen sein, dass die Kerninflation im Euroraum – gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) ohne Energie und Nahrungsmittel – weiterhin unerwartet stark steige – im Gegensatz zu den jüngsten Inflationsdaten der Vereinigten Staaten. Kurzfristige Inflations-Fixings im Euroraum (Swap-Kontrakte, die an bestimmte monatliche Veröffentlichungen der jährlichen HVPI-Inflationsrate ohne Tabakwaren im Euroraum gekoppelt seien) hätten sich seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats leicht erhöht, lägen aber immer noch unter dem in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2024 projizierten Niveau. Zudem seien die Risiken für die längerfristigen Inflationsaussichten Marktteilnehmern zufolge nach wie vor aufwärtsgerichtet. Dies gehe aus den aus Optionen abgeleiteten Wahrscheinlichkeiten für den fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatz in fünf Jahren hervor. Unter der Annahme von Risikoneutralität – d. h., Anleger schätzten eine Überschreitung des Inflationsziels als ebenso kostspielig ein wie eine Unterschreitung – preisten die Anleger eine deutlich höhere Wahrscheinlichkeit dafür ein, dass die Inflation über 2,5 % liegen werde, als dass sie unter 1,5 % liegen werde. Dies könnte auf die Erwartung zurückzuführen sein, dass es häufiger zu negativen Angebotsschocks kommen werde. Hierauf ließen positive Inflationsrisikoprämien schließen.

Zugleich hätten sich die Realzinsen im Euroraum zuletzt unterschiedlich entwickelt. Während die zehnjährigen Realzinsen angesichts der hohen Volatilität weitgehend unverändert geblieben seien, hätten sich die zweijährigen und fünfjährigen Realzinsen seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats verringert.

Die Absorption von Staatsschuldtiteln sei weiterhin reibungslos verlaufen. Dies gelte auch für Frankreich. Bei den jüngsten Auktionen sei nach wie vor eine hohe Nachfrage der Anleger verzeichnet worden, sodass die Auktionsergebnisse mit den früheren Gesetzmäßigkeiten im Einklang stünden. Im vergangenen Jahr habe es eine hohe Nachfrage ausländischer Investoren nach Nettoemissionen gegeben, wobei ausländische Hedgefonds an den europäischen Staatsanleihemärkten eine große Rolle spielten.

## Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euroraum

Mit Blick zunächst auf die Inflationsentwicklung im Euroraum stellte Herr Lane fest, dass die am HVPI gemessene Gesamtteuerungsrate im Juni leicht auf 2,5 % zurückgegangen sei, nachdem sie sich im Mai noch auf 2,6 % erhöht habe. Der Preisauftrieb bei Energie sei trotz aufwärtsgerichteter Basiseffekte geringfügig von 0,3 % im Mai auf 0,2 % im Juni gesunken. Die Inflation bei Nahrungsmitteln habe sich unterdessen von 2,6 % auf 2,4 % verringert. Der Preisauftrieb bei Waren und auch jener bei Dienstleistungen habe im Juni wie schon im Mai bei 0,7 % bzw. 4,1 % gelegen.

Zwar hätten sich einige Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Mai aufgrund von einmaligen Faktoren leicht erhöht, doch seien die meisten Messgrößen im Juni im Vergleich zum Vormonat konstant geblieben oder leicht zurückgegangen. Betrachte man das zweite Quartal 2024 im Durchschnitt, seien alle Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation gegenüber dem Vorquartal gesunken.

Was die aktuelle Lohnentwicklung anbelange, so habe sich der Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Einklang mit den Projektionen vom Juni im ersten Quartal 2024 auf 5,0 % beschleunigt. Ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Entwicklung des gesamten Arbeitnehmerentgelts seien nach wie vor die Tarifverdienste. Nach einem leichten Rückgang im vierten Quartal 2023 (auf 4,5 %) habe sich die Zuwachsrate der Tarifverdienste einschließlich Einmalzahlungen im ersten Quartal 2024 auf 4,7 % erhöht. Die zukunftsorientierten Indikatoren für die Lohnentwicklung signalisierten für das laufende Jahr weiterhin einen erhöhten Lohndruck, der vor allem durch einen Aufholprozess bedingt sei. Die aus den Indikatoren für die Lohnentwicklung gewonnenen aktuellsten Informationen würden überwiegend durch die Tarifabschlüsse in der größten Volkswirtschaft des Euroraums bestimmt; dort seien Tarifverträge im Groß- und Einzelhandel, in der Chemiebranche und im Baugewerbe abgeschlossen worden. Diese hätten tendenziell lange Laufzeiten und enthielten daher in der aktuellen Phase stärkere Aufholeffekte. Der von Indeed veröffentlichte Indikator, der die Löhne für Neueinstellungen erfasse, habe sich von 3,5 % im Mai auf 3,7 % im Juni erhöht.

Über die kurze Frist hinaus ließen jedoch die Antworten von Unternehmen, die an der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey – CTS) und der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE) teilnahmen, für das Jahr 2025 auf ein wesentlich geringeres Lohnwachstum schließen. Dies werde auch bei einer jährlichen Betrachtung der zuletzt abgeschlossenen, über mehrere Jahre laufenden Tarifverträge deutlich. Auch die Befragten des von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) rechneten für 2025 mit einer merklichen Verlangsamung des Lohnwachstums. Laut dem SPF könne das für das nächste Jahr angenommene niedrigere Lohnwachstum dadurch erklärt

werden, dass der angesichts der zurückliegenden Inflationsentwicklung stattfindende Aufholprozess eine erheblich geringere Rolle spiele und die erwartete Teuerung rückläufig sei.

Damit der binnenwirtschaftliche Preisdruck in Zukunft nachlasse, sei auch die Gewinnentwicklung entscheidend. Im ersten Quartal habe sich die Jahreswachstumsrate des BIP-Deflators überraschend kräftig auf 3,6 % verringert, nachdem sie im Schlussquartal 2023 noch bei 5,1 % gelegen habe. Ausschlaggebender Faktor hierbei seien die Stückgewinne gewesen. So habe sich der Beitrag der entsprechenden jährlichen Wachstumsrate im ersten Quartal 2024 ins Negative gekehrt.

Im übrigen Jahresverlauf dürfte die Gesamtinflation um das aktuelle Niveau herum schwanken. Danach sollte sie ihren Abwärtstrend fortsetzen und in der zweiten Jahreshälfte 2025 auf den Zielwert der EZB von 2 % sinken. Ursächlich hierfür seien die nachlassenden Folgen des zurückliegenden Inflationsschubs, das schwächere Wachstum der Arbeitskosten sowie die sich entfaltende Wirkung der restriktiven Geldpolitik. Die mittel- und längerfristigen Inflationserwartungen seien weitgehend unverändert geblieben und lägen zumeist bei rund 2 %.

Was die Weltwirtschaft betreffe, so zeige sich eine zunehmende Wachstumsdynamik. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) beispielsweise sei von 52,6 Punkten im ersten auf 53,2 Punkte im zweiten Quartal gestiegen. Auch andere umfragebasierte Indikatoren signalisierten eine weitere Erholung der weltwirtschaftlichen Aktivität. Der Welthandel nehme weiterhin Fahrt auf. Ausschlaggebend seien hier Vorzieheffekte bei der Nachfrage, da die Unternehmen nach einer langanhaltenden Phase des Lagerabbaus nun ihre Vorräte wieder aufstockten. Der aktualisierte World Economic Outlook des IWF vom Juli 2024 bestätige dies ebenfalls. Den entsprechenden Projektionen zufolge werde sich das weltweite reale BIP-Wachstum 2024 auf 3,2 % und 2025 auf 3,3 % belaufen. Der internationale Handel dürfte sich 2024 um 3,1 % ausweiten, im Folgejahr dann um 3,4 %. Im Vergleich zum World Economic Outlook vom April hätten sich die Aussichten für das globale Wachstum und den Welthandel kaum geändert.

Der Wechselkurs des Euro sei seit der letzten EZB-Ratssitzung sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch in nominaler effektiver Rechnung weitgehend stabil geblieben. Rohöl der Sorte Brent habe sich indes um 15 % auf 88 USD je Barrel verteuert. Der Anstieg der Ölnotierungen seit der letzten Ratssitzung sei auf die angespannteren Angebotsbedingungen und die zunehmenden geopolitischen Bedenken zurückzuführen. Die Preise für Erdgas seien in Europa seit der letzten EZB-Ratssitzung um 7 % gefallen und lägen nun bei rund 31 € je Megawattstunde. Grund hierfür sei, dass sich die Nachfrage nach wie vor verhalten zeige und die Gasspeicher gut gefüllt seien.

Den aktuellen Daten zufolge sei die Wirtschaft des Euroraums auch im zweiten Quartal 2024 gewachsen. Die Erholung werde nach wie vor hauptsächlich vom Dienstleistungssektor getragen, wenngleich sich die Dienstleistungskomponente des EMI im Juni etwas abgeschwächt habe. Die

Produktion im Baugewerbe, die im ersten Quartal durch die günstigen Witterungsbedingungen in Deutschland und fiskalische Anreize in Italien Auftrieb erfahren habe, sei im April zurückgegangen. Die Investitionen ohne Bauten hätten im ersten Quartal moderat zugenommen, dürften aber im Rest des Jahres gedämpft bleiben. Im verarbeitenden Gewerbe zeichne sich erneut eine Eintrübung ab. So seien die EMIs für die Produktion und den Auftragseingang im Juni weiter in den kontraktiven Bereich gefallen und hätten sich auf 46,1 Punkte bzw. 44,4 Punkte belaufen. Die Warenexporte hätten sich als schwach erwiesen.

Das Gesamtbild zeige nach wie vor eine konsumgetriebene Erholung, bei der sich die steigenden Realeinkommen in einem zunehmenden Konsum niederschlugen. Die jüngsten Daten für das erste Quartal 2024 stützten die Einschätzung, dass der Konsum insgesamt steige. Das Verbrauchervertrauen habe sich im zweiten Quartal langsam erhöht, sei aber gegenüber dem vor der Pandemie verzeichneten durchschnittlichen Niveau verhalten geblieben.

Die Beschäftigung sei im ersten Quartal 2024 im Einklang mit der konjunkturellen Entwicklung um 0,3 % gewachsen. Hierzu habe auch eine weitere Zunahme der Erwerbspersonen (um ebenfalls 0,3 %) beigetragen. Die Arbeitslosenquote habe im Mai unverändert bei 6,4 % gelegen. Aus Umfragen gewonnene Indikatoren ließen den Schluss zu, dass sich das positive, wenngleich schwächer werdende Beschäftigungswachstum fortsetzen werde. Der EMI für die Beschäftigung habe sich im zweiten Quartal auf durchschnittlich 51,7 Punkte belaufen. Dies deute auf einen Zuwachs der Beschäftigung von rund 0,2 % hin, verglichen mit 0,1 %, die in den Juni-Projektionen des Eurosystems vorhergesagt worden seien. Zugleich lasse offenbar die Nachfrage nach Arbeitskräften allmählich nach. Der Indikator der Arbeitskräftehortung der EZB, der den Anteil der Unternehmen messe, die trotz einer Eintrübung der wirtschaftlichen Aussichten an ihren Beschäftigten festhielten, sei im zweiten Quartal weiter zurückgegangen. Auch die Stellenausschreibungen bei Indeed seien in der Zeit von Mai bis Juni um 1,8 % gesunken. Bereits im ersten Quartal 2024 sei die Vakanzquote rückläufig gewesen.

Was die Finanzpolitik betreffe, so sei die Unterstützung durch fiskalische Maßnahmen im Euroraum nach wie vor beträchtlich und dürfte etwas stärker ausfallen als in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Fachleuten des Eurosystems im Juni 2024 angenommen worden sei. Zwar habe es seit den Juni-Projektionen nur relativ wenige konkrete Nachrichten zur Finanzpolitik gegeben, doch sei die Unsicherheit bezüglich der Haushaltsaussichten gestiegen.

Die Leitzinssenkung im Juni sei reibungslos auf die Geldmarktzinsen übertragen worden. Die allgemeinen Finanzierungsbedingungen hätten hingegen eine gewisse Volatilität aufgewiesen. Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte seien weiterhin restriktiv, da die geldpolitische Transmission der vorangegangenen Leitzinserhöhungen noch andauere. Im Mai sei der durchschnittliche Zinssatz für Unternehmenskredite im Neugeschäft leicht auf 5,1 % gesunken, während die Zinsen für neue Immobilienkredite den dritten Monat in Folge konstant bei 3,8 %

geblieben seien. Das Wachstum der Kredite an Unternehmen und private Haushalte habe sich in den vergangenen Monaten weitgehend stabil auf einem sehr moderaten Niveau bewegt. Bei der weit gefassten Geldmenge M3 habe sich das jährliche Wachstum weiter erholt und im Mai bei 1,6 % gelegen, was auf starke Nettokapitalzuflüsse aus dem Ausland zurückzuführen sei.

Insgesamt gehe aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum (Bank Lending Survey – BLS) und der SAFE-Umfrage hervor, dass sich die Kreditangebotsbedingungen für Unternehmenskredite zwar stabilisierten, aber immer noch restriktiv seien, wobei die Kreditnachfrage anhaltend schwach ausfalle. Während die Befragten der BLS-Umfrage vom Juli von einer leichten Verschärfung der Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite berichtet hätten, habe sich gemäß den Angaben der Teilnehmer der SAFE-Umfrage die Verfügbarkeit von Bankkrediten per saldo etwas verbessert. Die Kreditnachfrage der Unternehmen sei beiden Umfragen zufolge im zweiten Quartal 2024 weiter gesunken. Mit Blick auf die Kreditrichtlinien für private Haushalte habe die BLS-Umfrage zwar eine Lockerung bei den Wohnungsbaukrediten, aber eine moderate Verschärfung bei den Konsumentenkrediten signalisiert. Die Nettonachfrage nach Wohnungsbau- und Konsumentenkrediten habe sich erstmals seit Mitte 2022 erhöht.

## Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Alles in allem stellte Herr Lane fest, dass die neu verfügbaren Daten die bisherige Einschätzung der mittelfristigen Inflationsaussichten weitgehend stützten. Die vierteljährliche Entwicklung der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation stimme insgesamt weiterhin mit dem Bild eines allmählich abnehmenden Preisdrucks überein. Die Abschwächung der Wirtschaftsdaten trage auch dazu bei, Aufwärtsrisiken für die Inflation einzudämmen. Das erhöhte Lohnwachstum stehe im Einklang mit den Erwartungen, und die Unternehmen hätten einen Gewinnrückgang verzeichnet, was den inflationären Effekt der höheren Arbeitskosten abfedere. Die Geldpolitik Sorge dafür, dass die Finanzierungsbedingungen restriktiv blieben. Zugleich sei der binnenwirtschaftliche Preisdruck weiterhin hoch, der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen sei erhöht und die Gesamtinflation dürfte bis weit ins nächste Jahr über dem Zielwert bleiben.

Vor diesem Hintergrund schlug Herr Lane vor, die drei Leitzinssätze der EZB unverändert zu belassen. Die auf der nächsten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im September verfügbaren Informationen würden eine ganze Reihe aktueller Daten und die neuen gesamtwirtschaftlichen Projektionen für den Euroraum umfassen. Dann würden auch Daten für das zweite Quartal bereitstehen, darunter das BIP-Wachstum, das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, die Gewinnmargen und die Produktivität. Darüber hinaus gebe es bis dahin zwei weitere Veröffentlichungen zum HVPI sowie monetäre Indikatoren und aktuellere weiche Indikatoren für die Wirtschaftstätigkeit und das Verbrauchervertrauen.

## 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 dargelegten Aussichten für das globale Wachstum zur Kenntnis. Aus dem im Juli 2024 aktualisierten World Economic Outlook des IWF vom April gingen weitgehend unveränderte Erwartungen bezüglich des Wachstums des realen BIP in den Jahren 2024 und 2025 hervor, die etwas höher als jene der Eurosystem-Projektionen vom Juni ausgefallen seien. Dies sei positiv zu bewerten, da ein solides Wachstum der Weltwirtschaft und des internationalen Handels eine wichtige Komponente der erwarteten Erholung im Euroraum darstelle. Gleichwohl wurde auf die jüngsten, schwächeren Konjunkturdaten für die Vereinigten Staaten und China hingewiesen. Es wurde das Argument angebracht, dass das außenwirtschaftliche Umfeld in der letzten Zeit einen deutlicheren disinflationären Effekt entfalte. Dadurch verringere sich die Sorge vor dem Szenario einer für längere Zeit höheren Inflationsrate („higher for longer“). Zuletzt sei die Teuerung in den Vereinigten Staaten zurückgegangen. Die im Frühjahr viel diskutierte Möglichkeit einer divergierenden Geldpolitik in den USA und im Euroraum verliere an Relevanz.

Was die Wirtschaft im Euroraum anbelange, so stellten die Ratsmitglieder weithin fest, dass der auf der vorherigen Sitzung des EZB-Rats erörterte und in den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2024 enthaltene mittelfristige Ausblick insgesamt unverändert geblieben sei. Aus den jüngsten Daten gehe hervor, dass die Inflation persistenter sei als zuvor angenommen, während die Konjunkturindikatoren hinter den Erwartungen zurückgeblieben seien. Damit wiesen die kurzfristigen Aussichten nun etwas stärker auf eine Stagflation hin. Gleichwohl dürfte eine schwächere Konjunktur die Inflation im Laufe der Zeit dämpfen.

Im Hinblick auf die konjunkturelle Entwicklung stimmten die Ratsmitglieder mit Herrn Lane darin überein, dass die Wirtschaft des Euroraums den neu verfügbaren Daten zufolge im zweiten Quartal gewachsen sei, wahrscheinlich jedoch langsamer als im ersten Quartal. Die Erholung werde nach wie vor hauptsächlich vom Dienstleistungssektor getragen, während sich die Industrieproduktion und die Warenexporte schwach gezeigt hätten. Die Indikatoren wiesen vor dem Hintergrund einer erhöhten Unsicherheit auf ein verhaltenes Wachstum der Investitionen im Jahr 2024 hin. Die Erholung dürfte durch den Konsum gestützt werden, was auf einen Anstieg der Realeinkommen zurückzuführen sei. Zu verdanken sei dies wiederum einer niedrigeren Inflation und höheren Nominallöhnen. Darüber hinaus dürften die Exporte im Zuge einer wachsenden globalen Nachfrage anziehen. Zudem sollte von der Geldpolitik mit der Zeit eine geringere Bremswirkung auf die Nachfrage ausgehen.



Bei der Diskussion räumten die Ratsmitglieder ein, dass sich die kurzfristigen Wachstumsaussichten verschlechtert hätten. Dies zeige sich sowohl an den weichen als auch an den harten Daten, insbesondere an den schwachen EMI-Indikatoren für das verarbeitende Gewerbe. Die Aussicht auf ein etwas geringeres kurzfristiges Wachstum als in den Projektionen angenommen werde auch durch die jüngsten Umfragen untermauert, wie etwa durch den SPF und die SMA-Umfrage. Es wurden Bedenken geäußert, die verhaltene Aktivität könnte nicht nur vorübergehender oder zyklischer Natur sein. Für diese Schlussfolgerung spreche vor allem, dass es kaum Anzeichen für eine Erholung im verarbeitenden Gewerbe und bei der Industrieproduktion gebe, obwohl sich die negativen Effekte früherer Energiepreis- und Terms-of-Trade-Schocks weitgehend verflüchtigt hätten. Dabei wurde auf den Anteil der Energiekosten am BIP verwiesen, der wieder in die Nähe seines längerfristigen Durchschnittswerts gesunken sei. Es sei fraglich, ob sich die schwache Entwicklung des verarbeitenden Gewerbes allein durch kurzfristige zyklische Phänomene erklären lasse. Die Entwicklung stehe vielmehr im Einklang mit dem gedämpften Exportgeschäft und könnte durchaus auf einen dauerhafteren oder strukturellen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit zurückzuführen sein. Dies lasse Zweifel an der Fähigkeit des Euroraums aufkommen, sich im Zuge eines wachsenden Welthandels zu erholen.

Es wurde betont, dass sich die Wirtschaft weiterhin ungleichmäßig entwickle, da die Erholung im Wesentlichen nach wie vor von der Aktivität im Dienstleistungssektor getragen werde. Bestätigt werde dies durch positive aktuelle Daten zum EMI für den Dienstleistungssektor und zur Produktion in diesem Sektor. Der Tourismus habe bei der jüngsten Entwicklung im Dienstleistungssektor eine wichtige Rolle gespielt, doch sei es fraglich, ob diese Art von Ausgaben die Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte nachhaltig stützen könne. Darüber hinaus sei festzustellen, dass die moderate Erholung des Verbrauchervertrauens weiterhin von einem niedrigen Niveau ausgehe und dass die Sparquote zunehme. Es wurde angemerkt, dass die höhere Sparquote weitgehend auf einen Anstieg des Nichtarbeitseinkommens von Haushalten mit hohem Einkommen zurückzuführen sei, die eher sparen dürften, als das Zusatzeinkommen für Konsumausgaben zu verwenden. Des Weiteren sei eine größere Ersparnisbildung eine natürliche Reaktion auf die höheren Einlagenzinsen, die vor dem Hintergrund der vergangenen geldpolitischen Straffung angeboten würden. Der im ersten Quartal des Jahres beobachtete kräftige Zuwachs bei den Ersparnissen werfe jedoch Fragen hinsichtlich des konsumbasierten Narrativs in den Projektionen auf. Insgesamt wurde trotz all dieser Unsicherheiten die Auffassung vertreten, dass die Wirtschaft im Euroraum im Einklang mit dem zunehmenden Anstieg des Realeinkommens für eine vom Konsum getragene Erholung weiterhin auf Kurs sei. Umfrageergebnisse ließen mit Blick auf die künftigen Ausgaben privater Haushalte einige positive Anzeichen erkennen, und laut der jüngsten BLS-Umfrage sei die Kreditnachfrage der Privathaushalte gestiegen.

Die aktuellen Daten zum Arbeitsmarkt bestätigten dessen anhaltende Widerstandsfähigkeit. Die Arbeitslosenquote habe im Mai unverändert bei 6,4 % und damit auf ihrem niedrigsten Stand seit der Einführung des Euro gelegen. Die Beschäftigung, die sich im ersten Quartal um 0,3 % erhöht habe, sei durch eine weitere, ebenso starke Zunahme der Erwerbsbevölkerung gestützt worden. Im zweiten Quartal dürften – vor allem im Dienstleistungssektor – mehr Arbeitsplätze geschaffen worden sein. Gleichwohl reduzierten die Unternehmen allmählich die Zahl ihrer Stellenausschreibungen, was allerdings von einem hohen Niveau aus geschehe.

Die Ratsmitglieder wiesen im Großen und Ganzen auf die immer noch angespannte Arbeitsmarktlage hin, die trotz Zuwanderung und steigender Erwerbsbeteiligung fortbestehe. Die Teilnehmer der EZB-Telefonumfrage bei Unternehmen berichteten weiterhin von Schwierigkeiten bei der Stellenbesetzung, was auf einen anhaltenden Arbeitskräftemangel hindeute. Gleichzeitig ließen die Ergebnisse der Umfrage darauf schließen, dass die Unternehmen auf diesen Mangel mit Investitionen in arbeitskraftsparende Technologien wie Automatisierung und Digitalisierung reagierten. Es wurde angemerkt, dass das Beschäftigungswachstum nach wie vor hauptsächlich vom Dienstleistungssektor getragen werde. Dabei sei allerdings zu beachten, dass die beobachtete Arbeitsmarktlage zwei Interpretationsmöglichkeiten eröffne. Zum einen werde durch die anhaltende Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarkts die Vorhersage untermauert, dass eine weiche Landung der Wirtschaft tatsächlich möglich sei. Zum anderen fehle eine nachhaltige Wachstumsdynamik, was Bedenken hinsichtlich der Nachhaltigkeit des offenbar inklusivsten und dynamischsten Arbeitsmarkts in der Geschichte des Euroraums aufkommen lasse.

Die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer bekräftigten, dass nationale finanz- und strukturpolitische Maßnahmen darauf abzielen sollten, die Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft zu stärken. Dies würde dazu beitragen, das Potenzialwachstum zu steigern und den Preisdruck auf mittlere Sicht zu senken. Eine effektive, rasche und vollständige Umsetzung des Programms „Next Generation EU“ (NGEU), Fortschritte auf dem Weg zu einer Kapitalmarktunion und zur Vollendung der Bankenunion sowie eine Stärkung des Binnenmarkts seien wichtige Faktoren, die Innovationen fördern und zu höheren Investitionen in den ökologischen und digitalen Wandel führen würden. Begrüßt wurden die jüngsten Leitlinien der Europäischen Kommission, in denen die EU-Mitgliedstaaten aufgefordert würden, die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu stärken, sowie die Stellungnahme der Euro-Gruppe zum finanzpolitischen Kurs für den Euroraum im Jahr 2025. Eine vollständige und unverzügliche Umsetzung des reformierten wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU werde den Regierungen dabei helfen, Haushaltsdefizite und Schuldenquoten nachhaltig zu senken.

Der Kurs der Finanzpolitik werde in den kommenden Monaten Herausforderungen mit sich bringen. So wurde der Sorge Ausdruck verliehen, dass in einer von politischer Unsicherheit und

Regierungswechseln geprägten Phase die Haushaltskonsolidierung geringer ausfallen könnte als bisher erwartet. Während einige Länder ihre haushaltspolitischen Ziele verfehlten, herrsche in anderen Ländern Haushaltsdisziplin. Diese Kombination führe zu einer divergierenden Entwicklung der Haushaltslagen und zu einer größeren Anfälligkeit. Im September müssten die Länder des Euroraums ihre mehrjährigen Haushaltspläne vorlegen. Diese würden von den Märkten dann daraufhin analysiert, ob sie den Haushaltsregeln entsprächen. Die Glaubwürdigkeit dieser Regeln hänge nämlich davon ab, dass frühzeitige und ernsthafte Anstrengungen zu deren Einhaltung unternommen würden. Die Förderung eines soliden fiskalischen Regelwerks müsse mit einer expliziten Forderung nach Strukturreformen einhergehen, da ein schwaches Wirtschaftswachstum ein höheres Risiko von Verstößen gegen die Haushaltsregeln impliziere. In diesem Zusammenhang wurde auch vorgeschlagen, bei der Umsetzung des NGEU-Programms stärker auf Wirksamkeit als auf Schnelligkeit zu achten, da wegen der begrenzten Verwaltungskapazitäten aufseiten der Umsetzenden die Gefahr von Ineffizienzen bestehe.

Die Ratsmitglieder erachteten die Risiken für das Wirtschaftswachstum als abwärtsgerichtet. Eine schwächere Weltwirtschaft oder eine Verschärfung der Handelsspannungen zwischen den großen Volkswirtschaften würde das Wachstum im Euroraum belasten. Zudem gingen von dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und dem tragischen Konflikt im Nahen Osten beträchtliche geopolitische Risiken aus. Diese könnten dazu führen, dass Unternehmen und private Haushalte weniger zuversichtlich in die Zukunft blickten und es zu Störungen im Welthandel komme. Auch wenn die Wirkung der Geldpolitik stärker ausfiele als erwartet, könnte dies zu einem geringeren Wachstum beitragen. Zu einem höheren Wachstum könnte es indessen kommen, wenn die Inflation rascher zurückginge als erwartet und die Konsumausgaben aufgrund eines zunehmenden Vertrauens und steigender Realeinkommen stärker stiegen als gedacht oder wenn die Weltwirtschaft kräftiger wachse als angenommen. Es wurde angemerkt, dass die ständige Präsenz makroökonomischer Risiken, wie eine geopolitische Fragmentierung und mangelnde Haushaltsdisziplin, die Unsicherheit erhöhen und die Planung behindern könnte. Gleichwohl habe sich die Wirtschaft bislang offenbar als widerstandsfähig gegenüber dieser Art von Unsicherheit erwiesen.

In Bezug auf die Preisentwicklung teilten die Ratsmitglieder die Einschätzung von Herrn Lane, dass die aktuellen Daten die mittelfristigen Inflationsaussichten weitgehend bestätigten. Die jährliche Teuerungsrate habe sich im Juni leicht auf 2,5 % verringert, wobei der Preisauftrieb sowohl bei Waren als auch bei Dienstleistungen mit 0,7 % bzw. 4,1 % unverändert geblieben sei. Zwar hätten sich einige Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Mai aufgrund von einmaligen Faktoren leicht erhöht, doch seien die meisten Messgrößen im Juni konstant geblieben oder leicht zurückgegangen. Die Inflation werde den Erwartungen zufolge im übrigen Jahresverlauf um das aktuelle Niveau herum schwanken. Dies sei unter anderem auf energiepreisbedingte Basiseffekte zurückzuführen. In der zweiten Hälfte des kommenden Jahres dürfte sie sich dann in Richtung des Zielwerts verringern.

Ursächlich hierfür seien das schwächere Wachstum der Arbeitskosten, die Wirkung der restriktiven Geldpolitik sowie die nachlassenden Folgen des zurückliegenden Inflationsschubs.

Die Ratsmitglieder waren der Ansicht, dass die kurzfristigen Inflationaussichten nach wie vor weitgehend im Einklang mit den Juni-Projektionen gestanden hätten. Allerdings sei das Inflationsprofil im Dienstleistungssektor und bei der Kernrate etwas höher, was zum Teil durch eine Verteuerung von tourismusbezogenen Dienstleistungen bedingt sei. Zu betonen sei auch, dass der disinflationäre Verlauf der HVPI-Gesamtinflation über den kürzeren Zeithorizont hinweg deutlicher erkennbar sei, wenn man die Auswirkungen energiepreisbedingter Basiseffekte außen vor lasse. Diese brächten nämlich in der zweiten Jahreshälfte eine gewisse Volatilität mit sich. Es wurde auch darauf hingewiesen, dass die Umfragen und die Märkte mit Blick auf die kurzfristige Inflation etwas optimistischer seien als die Juni-Projektionen, während sie in Bezug auf das Wirtschaftswachstum etwas pessimistischer seien.

Die Persistenz der Inflation im Dienstleistungssektor sei nach wie vor der zentrale Faktor, der die Inflationaussichten präge. Einer Wortmeldung zufolge habe sich das Risiko, dass der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen über einen längeren Zeitraum hoch bleibe, durch die verhaltene Erholung nicht verringert. Dies gelte nicht nur für den Euroraum, sondern sei offenbar auf breiterer Front zu beobachten. Im Euroraum sei die Inflation im Dienstleistungssektor im Juni höher als erwartet ausgefallen, wobei eine Reihe aufeinanderfolgender überraschend hoher Teuerungsraten zu verzeichnen gewesen sei. Der Preisauftrieb im Dienstleistungssektor habe gegenüber seinem Mitte 2023 erreichten Höchststand recht schnell nachgelassen und im November 2023 bei einer Rate von 4 % gelegen. Seitdem habe er sich jedoch um diesen Wert herum bewegt. Im Gegensatz zu dem sehr raschen Rückgang der Teuerungsraten bei Waren schienen die Fortschritte beim Inflationsabbau im Dienstleistungssektor zum Stillstand gekommen zu sein. Auf dem gegenwärtigen Niveau sei der Preisauftrieb im Dienstleistungssektor annähernd doppelt so hoch wie im Durchschnitt vor der globalen Finanzkrise. Zudem sei die Beharrlichkeit der Inflation im Dienstleistungsgewerbe über die Euro-Länder und Komponenten hinweg breit angelegt und beziehe sich nicht nur auf einzelne Kategorien. Auch bleibe die Dynamik trotz des jüngsten Rückgangs hoch. Da sich die Disinflation bei Industrieerzeugnissen ohne Energie verlangsamt und hohe Frachtkosten sowie ein zunehmender Protektionismus künftig Aufwärtsdruck auf die Preisentwicklung von Waren ausüben könnten, müsste sich eine weitere Abschwächung der Kerninflation auf einen geringeren Preisanstieg bei den Dienstleistungen stützen.

Gleichzeitig wurde darauf hingewiesen, dass die Teuerung im Dienstleistungssektor ein träges und verzögert wirkendes Element der Inflationsentwicklung sei. So könnten die jüngsten Beobachtungen bei manchen Positionen eher durch „Nachzüglereffekte“ bedingt sein – d. h. durch verzögerte

vergangenheitsorientierte Preisänderungen in bestimmten Teilsektoren – als auf eine generelle vorausschauende Preisanpassung.

Die Ratsmitglieder waren sich einig, dass die Dreiecksbeziehung zwischen Löhnen, Produktivität und Gewinnen weiterhin von zentraler Bedeutung für die Beurteilung des binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und der Inflationsaussichten im Allgemeinen sei. Auf der Dynamik dieser drei Variablen, die durchaus mit historischen Mustern im Einklang stehe, beruhe der erwartete disinflationäre Trend. Es wurde jedoch zu bedenken gegeben, dass die Entwicklung dieser Variablen nach wie vor mit hoher Unsicherheit behaftet sei und daher genau beobachtet werden müsse. Dementsprechend seien die Daten für das zweite Quartal wichtige Hinweisgeber für die nächste geldpolitische Sitzung des EZB-Rats im September.

Was konkret die Löhne anbelange, so hätten alle verfügbaren Messgrößen im ersten Quartal des Jahres auf ein weiterhin kräftiges Wachstum hingedeutet. Dies sei jedoch in den Juni-Projektionen weitgehend berücksichtigt worden. Die aktuellen Daten zeigten zwar, dass das Lohnwachstum im Euroraum noch immer erhöht sei, doch spiegelten die jüngsten gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen größtenteils das Geschehen in bestimmten Sektoren und Ländern und nicht einen breit angelegten Trend wider. Das in den neuesten Projektionen enthaltene Profil der Lohnsteigerungen sei für die Jahre 2025 und 2026 abwärtsgerichtet – ein Verlauf, der durch die Ergebnisse diverser Umfragen untermauert werde. Wenngleich die umfragegestützten Hinweise auf einen niedrigeren Lohnzuwachs für die Inflationsaussichten von Vorteil seien, wurde eingeräumt, dass sich dieser Rückgang erst noch in den Daten niederschlagen müsse. Diese seien bislang im historischen Vergleich immer noch außergewöhnlich hoch.

In diesem Zusammenhang wurde es als hilfreich erachtet, die Zerlegung des Lohnwachstums in seine wichtigsten Komponenten zu betrachten, beispielsweise in die Aufholkomponente, die zukunftsgerichteten Inflationserwartungen, die Anspannung am Arbeitsmarkt und den Ausgleich für Produktivitätssteigerungen. Dabei wurde auch auf Hinweise aus der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen verwiesen. Darin habe mehr als die Hälfte der Befragten angegeben, die Personalgewinnung zu vorherrschenden Löhnen sei schwieriger geworden. Sollte sich der Arbeitskräftemangel als strukturelles Phänomen erweisen, das beispielsweise durch demografische Faktoren oder veränderte Präferenzen in der Freizeitgestaltung hervorgerufen werde, müsse untersucht werden, inwieweit Lohnsteigerungen die gestiegene Verhandlungsmacht der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer (sei es auf Einzel- oder Tarifebene) widerspiegeln oder inwieweit sie lediglich dem Aufholprozess der Reallöhne im Zuge des Inflationsanstiegs geschuldet seien.

Da Tarifvereinbarungen stufenweise abgeschlossen würden, wirke sich die Inflation verzögert auf den Aufholprozess bei den Reallöhnen aus. In einigen Ländern erhielten die Arbeitnehmerinnen und

Arbeitnehmer zu einem sehr großen Teil noch immer nicht die vor der Pandemie erzielten Reallöhne. Für die Zukunft ermögliche dieser Umstand eine länger anhaltende Lohndynamik. Mit Blick auf die Inflation sei es einerseits wünschenswert, dass der Aufholprozess bei den Reallöhnen in einem gedrosselten Tempo verlaufe. Andererseits sei dieser Prozess auch gesund, da er für das Wachstum der Realeinkommen Sorge und der Wirtschaft im Euroraum zugutekomme. Gleichzeitig wurden Bedenken geäußert, dass die Löhne selbst nach Abschluss des Aufholprozesses weiter in einem Maße steigen könnten, das nicht mehr mit dem Inflationsziel vereinbar wäre. Je mehr die Reallöhne aufholten, desto geringer seien jedoch die Anreize für die Beschäftigten, ihre Lohnforderungen zu erhöhen, und die Anreize für Unternehmen, diese Lohnsteigerungen im aktuellen Umfeld einer schwachen Nachfrage weiterzugeben.

Was die längerfristigen Inflationserwartungen anbelange, so nahmen die Ratsmitglieder die jüngste Entwicklung der marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs und der umfragebasierten Indikatoren zur Kenntnis. Die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen seien weitgehend unverändert geblieben und lägen zumeist bei rund 2 %. Die aktuellen Inflationserwartungen seien fest verankert. Gleichwohl deuteten sie darauf hin, dass die Inflation das Ziel wohl nicht unterschreiten werde, da die aufwärtsgerichteten Erwartungen in der Verteilung nach wie vor überwögen. Dies gelte generell für die Erwartungen, die sich aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen, der SAFE-Umfrage, dem SPF und der SMA-Umfrage ablesen ließen. Die aus Optionen abgeleitete Wahrscheinlichkeit eines fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatzes in fünf Jahren von über 2,5 % sei höher als die entsprechende Wahrscheinlichkeit eines Satzes von unter 1,5 %. Diese Asymmetrie zeige sich jedoch nicht bei den in der SMA-Umfrage erhobenen längerfristigen Inflationserwartungen. Das Überwiegen der Aufwärts- gegenüber den Abwärtsrisiken, so wurde vermutet, könne im Prinzip mit der Erwartung in Einklang gebracht werden, dass es in Zukunft häufiger zu negativen Angebotschocks kommen werde.

Mit Blick auf die Risiken gelangten die Ratsmitglieder zu der Einschätzung, dass die Inflation im Falle eines unerwartet kräftigen Lohn- oder Gewinnanstiegs höher ausfallen könnte als zuvor angenommen. Aufwärtsrisiken für die Inflation ergäben sich auch aus den erhöhten geopolitischen Spannungen. Diese könnten die Energiepreise und die Frachtkosten auf kurze Sicht in die Höhe treiben und den Welthandel stören. Zudem könnten Extremwetterereignisse und ganz allgemein die fortschreitende Klimakrise zu einem Anstieg der Nahrungsmittelpreise führen. Die Inflation könnte aber auch niedriger ausfallen als angenommen, sollte die Geldpolitik die Nachfrage stärker als erwartet dämpfen oder sich das wirtschaftliche Umfeld in der übrigen Welt überraschend eintrüben.

Es wurde darauf hingewiesen, dass Abwärtsrisiken für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage mit Abwärtsrisiken für die Inflation auf mittlere Sicht einhergehen würden. Gleichzeitig gebe es nach wie vor gute Gründe, weiterhin auf die Aufwärtsrisiken für die Inflation zu achten: Erstens hätten die

aktuellen Daten, insbesondere zur Inflation im Dienstleistungssektor, über den früheren Erwartungen gelegen. Zweitens spiegelten sich die zentralen Aspekte des Narrativs zur Disinflation – wie etwa die erwartete Produktivitätssteigerung und die Abschwächung des Lohnwachstums – bislang nicht in den tatsächlichen Daten wider. Die Lohnstückkosten stiegen gegenwärtig noch immer rasch an.

Was die monetäre und finanzielle Analyse betreffe, so betonten die Ratsmitglieder, dass die im Juni beschlossene Leitzinssenkung reibungslos auf die Geldmarktzinsen übertragen worden sei. Die Marktzinsen seien seit der Juni-Sitzung des EZB-Rats leicht gesunken. Gleichwohl hätten einzelne Datenveröffentlichungen in dieser Zeit für gewisse Schwankungen gesorgt. Aktuell preisten die Marktteilnehmer im Durchschnitt fast zwei Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte bis zum Jahresende ein. Die Wahrscheinlichkeit, dass es bereits auf der Ratssitzung im Juli zu einem solchen Zinsschritt komme, sähen sie jedoch bei nahezu null.

Die allgemeinen Finanzierungsbedingungen hätten sich seit der letzten Ratssitzung im Juni insgesamt kaum verändert, wenngleich zwischenzeitlich eine gewisse Volatilität zu beobachten gewesen sei. An den Finanzmärkten sei die politische Unsicherheit im Euroraum zu spüren gewesen. Dennoch hätten sich die allgemeinen Auswirkungen und der Volatilitätsanstieg in Grenzen gehalten und sich zudem größtenteils wieder umgekehrt. Die Finanzierungskosten seien auf ihrem restriktiven Niveau weitgehend stabil geblieben, da die geldpolitische Transmission der vorangegangenen Leitzinserhöhungen noch andauere. Der durchschnittliche Zinssatz für neue Unternehmenskredite habe sich im Mai leicht verringert. Für Immobilienkredite sei er dagegen unverändert geblieben.

Die Kreditvergabebedingungen seien nach wie vor restriktiv. Gemäß der letzten BLS-Umfrage seien die Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite im zweiten Quartal geringfügig verschärft und für Immobilienkredite moderat gelockert worden. In den Umfrageergebnissen zeige sich zudem deutlich die weiterhin schwache Nachfrage der Unternehmen nach Krediten und Kreditlinien, wenngleich sich das erwartete Wachstum der Kreditnachfrage inzwischen ins Positive gekehrt habe. Zudem sei die Nachfrage der privaten Haushalte nach Immobilien- und Konsumentenkrediten gestiegen. Es wurde die Ansicht geäußert, dass sich aus den Ergebnissen des BLS eine Transmissionswirkung der restriktiven Geldpolitik ablesen lasse, die ihren Höhepunkt überschritten haben dürfte.

Auch das Kreditwachstum sei noch immer gedämpft. Das Wachstum der Bankkreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte habe im Mai weiterhin auf niedrigem Niveau gelegen und sei gegenüber dem Vormonat nur geringfügig gestiegen. Das jährliche Wachstum der Geldmenge M3 habe seine allmähliche Erholung fortgesetzt, sei aber nach wie vor recht gedämpft. Beeinflusst werde es hauptsächlich von Mittelzuflüssen aus Ländern außerhalb des Euroraums.

## 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.

Zunächst wurden die Inflationsaussichten betrachtet. Hier traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung unter den Ratsmitgliedern. Aktuelle Daten und zukunftsgerichtete Indikatoren stützten insgesamt die bisherige Einschätzung des EZB-Rats zu den mittelfristigen Inflationsaussichten. Die jüngsten Entwicklungen und Daten stünden mit den Juni-Projektionen nach wie vor weitgehend im Einklang. Im übrigen Jahresverlauf dürfte die Gesamtinflation um das aktuelle Niveau herum schwanken. Dies sei unter anderem auf energiepreisbedingte Basiseffekte zurückzuführen. In der zweiten Jahreshälfte 2025 dürfte sich die Inflation dann jedoch in Richtung des Zielwerts verringern und sich 2026 in der Nähe des Inflationsziels stabilisieren. Wichtig sei auch, dass die Inflationserwartungen weiterhin fest verankert seien. So lägen die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen bei rund 2 %. Allerdings überwögen nach wie vor die aufwärtsgerichteten Inflationserwartungen in der aktuellen Verteilung. Zudem sei die Inflation im Dienstleistungssektor noch immer persistenter als erwartet.

Mit Blick auf die zugrunde liegende Inflation wurde angemerkt, dass sich einige Messgrößen im Mai aufgrund von einmaligen Faktoren zwar leicht erhöht hätten, doch seien die meisten Messgrößen im Juni konstant geblieben oder leicht zurückgegangen. Dennoch seien die Signale, die von den verschiedenen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation ausgingen, weiterhin uneinheitlich. Die Binneninflation liege nach wie vor auf einem erhöhten Niveau, und zwar am oberen Ende der Bandbreite dieser Messgrößen, und scheine unerwartet hartnäckig zu sein. Auch die Kerninflation sei noch immer relativ hoch. Sie sei höher gewesen als erwartet und zeige zudem eine gewisse Persistenz. Außerdem sei sie angesichts der wiederholt unerwartet hoch ausgefallenen Teuerungsraten im Dienstleistungssektor nach wie vor mit Aufwärtsrisiken behaftet. Allgemeiner betrachtet dürften viele Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im weiteren Jahresverlauf kaum Veränderungen aufweisen. Die Interpretation dieser Daten sei schwieriger geworden, da sich die Messgrößen naturgemäß langsamer anpassten, wenn sich die Inflation dem Zielwert näherte. Es sei daher schwieriger zu beurteilen, ob der langsamere Rückgang tatsächlich signalisiere, dass der Disinflationprozess zum Stillstand gekommen sei. Die Arbeitskostendynamik gebe nach wie vor Anlass zur Sorge, da das Zusammenwirken von Löhnen, Produktivität und Gewinnen für die Entwicklung der vom BIP-Deflator erfassten Binneninflation besonders wichtig sein dürfte. In dieser Hinsicht sei es beruhigend, dass der vom starken Lohnwachstum ausgehende binnenwirtschaftliche Kostendruck zunehmend durch die Stückgewinne abgefedert werde, und zwar auch im Dienstleistungssektor.



Schließlich stimmten die Mitglieder generell darin überein, dass sich die geldpolitische Transmission den Erwartungen entsprechend entwickle. Die Geldpolitik solle dafür sorgen, dass die Finanzierungsbedingungen restriktiv blieben, und die Transmission der bisherigen Leitzinserhöhungen sei nach wie vor stark. Zum Teil seien die restriktiven Finanzierungsbedingungen für die schwache Binnennachfrage verantwortlich und würden die Konjunktur auch in den kommenden Monaten belasten. Es wurde die Ansicht geäußert, dass die anhaltende Verkleinerung der Bilanz des Eurosystems diese restriktive Wirkung verstärke. Gleichzeitig deuteten das zwar geringere, aber dennoch anhaltende Gewinnwachstum im Dienstleistungssektor und die starke Nachfrage nach Dienstleistungen darauf hin, dass die Geldpolitik auf den Teil der Wirtschaft schwächer durchwirke, von dem der stärkste Inflationsdruck ausgehe. Vor diesem Hintergrund werde die Übertragung der Geldpolitik auf den Dienstleistungssektor wahrscheinlich länger dauern. Auch wenn die Transmission in diesem Bereich relativ gesehen schwächer sei, sollte dies nicht isoliert vom relativ geringen Preisauftrieb bei Waren betrachtet werden.

## 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. Sie waren sich einig, dass die neu verfügbaren Daten die bisherige Einschätzung des EZB-Rats zu den mittelfristigen Inflationsaussichten weitgehend stützten. Zwar hätten sich einige Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Mai aufgrund von einmaligen Faktoren leicht erhöht, doch seien die meisten Messgrößen im Juni konstant geblieben oder leicht zurückgegangen. Die inflationären Auswirkungen des starken Lohnwachstums seien wie erwartet durch die Unternehmensgewinne abgefedert worden. Die Geldpolitik solle dafür sorgen, dass die Finanzierungsbedingungen restriktiv blieben. Zugleich sei der binnenwirtschaftliche Preisdruck weiterhin hoch, der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen sei erhöht und die Gesamtinflation dürfe bis weit ins Jahr 2025 über dem Zielwert bleiben. Es wurde angemerkt, dass diese Entwicklungen darauf hindeuteten, dass die letzte Etappe des Disinflationsprozesses schwieriger zu bewältigen sei und die Aufgabe, die Inflation nachhaltig auf den Zielwert von 2 % zurückzuführen, trotz erheblicher Fortschritte noch nicht erfüllt sei.

Angesichts der nur allmählich sinkenden Inflation wurde es als selbstverständlich erachtet, dass der EZB-Rat vorsichtig reagieren sollte. Dies spreche für eine Zinspause bei der aktuellen Sitzung. Ein solcher vorsichtiger Ansatz sei insbesondere in Anbetracht der vorherrschenden Unsicherheit hinsichtlich der Entwicklung der Löhne, Gewinne, Produktivität und der Inflation im Dienstleistungssektor geboten. All dies müsse auf der Grundlage neu eingehender Daten fortlaufend beobachtet und bewertet werden, um das Vertrauen in die Inflationsaussichten weiter zu stärken. Bis zur September-Sitzung würden umfangreiche neue Daten verfügbar, z. B. die Inflationsdaten für Juli

und August, die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das zweite Quartal (einschließlich der Daten zum Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, zu den Gewinnen und zur Produktivität), aktualisierte Geldmengen Zahlen und die neuen Projektionen.

Im Hinblick auf den zeitlichen Rahmen wurde argumentiert, dass der EZB-Rat Geduld zeigen und die Veröffentlichung weiterer Daten abwarten könne, um sicherzugehen, dass der Inflationsabbau tatsächlich auf dem richtigen Weg sei. Ein vorsichtiger Ansatz würde es dem EZB-Rat zudem ermöglichen, mit einem graduelleren Zinssenkungskurs zu reagieren, sollte die Inflation sich als persistenter erweisen als derzeit erwartet. Es wurde erneut betont, wie wichtig es sei, die Inflation zeitnah und nachhaltig auf den Zielwert zurückzuführen. Dies sei sowohl für die Glaubwürdigkeit als auch deshalb von Bedeutung, weil eine weitere Verzögerung hohe Kosten mit sich bringen könne. Die Inflationserwartungen seien nämlich fragiler als gewöhnlich, da die Inflation so lange über dem Zielwert gelegen habe. Zugleich wurde hervorgehoben, dass eine allmähliche Verringerung des Restriktionsgrads der Geldpolitik ein Balanceakt sei, da es auch darauf ankomme, der Wirtschaft nicht übermäßig dadurch zu schaden, dass die Zinssätze zu lange auf einem restriktiven Niveau gehalten würden.

Die Ratsmitglieder betonten, dass sie weiterhin entschlossen seien, für eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2 % zu sorgen und dass sie die Leitzinsen so lange wie erforderlich ausreichend restriktiv halten würden, um dieses Ziel zu erreichen. Daneben sei es auch wichtig, dass die Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus auch in Zukunft von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung erfolgen werde. Man werde sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad festlegen, da das genaue Tempo, in dem die Inflation wieder zum Zielwert zurückkehre, nach wie vor ungewiss sei. Gleichwohl müsse man ebenfalls die Realwirtschaft im Blick behalten. Die September-Sitzung wurde allgemein als guter Zeitpunkt angesehen, um den Restriktionsgrad der Geldpolitik neu zu bewerten. Diese Neubewertung solle offen und unvoreingenommen angegangen werden. Dies impliziere auch, dass die Datenabhängigkeit nicht mit einer übermäßigen Konzentration auf einzelne Datenpunkte gleichzusetzen sei. Überdies solle die Geldpolitik weiterhin auf den etablierten Elementen der Reaktionsfunktion beruhen.

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

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

## Erklärung zur Geldpolitik

[Erklärung zur Geldpolitik vom 18. Juli 2024](#)

## Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse vom 18. Juli 2024](#)

## Sitzung des EZB-Rats, 17.-18. Juli 2024

### Mitglieder

- Frau Lagarde, Präsidentin
- Herr de Guindos, Vizepräsident
- Herr Centeno
- Herr Cipollone
- Frau Delgado
- Herr Elderson
- 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 Juli 2024 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

### **Sonstige Anwesende**

- Frau Senkovic, Sekretärin, Generaldirektorin Sekretariat
- Herr Rostagno, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Geldpolitik
- Herr Winkler, Stellvertretender Sekretär für Geldpolitik, Senior Adviser, GD Volkswirtschaft

### **Begleitpersonen**

- Herr Arpa
- Frau Bénassy-Quéré
- Herr Dabušinskas
- Herr Demarco
- Herr Gavilán
- Herr Gilbert
- Herr Haber, stellvertretend für Herrn Holzmann
- Herr Kaasik
- Herr Koukoularides
- Herr Lünnemann
- Herr Madouros
- Herr Martin
- Frau Mauderer
- Herr Nicoletti Altimari
- Herr Novo
- Herr Rutkaste
- Herr Šošić
- Herr Tavlas

- Herr Välimäki
- Herr Vanackere
- Frau Žumer Šujica

#### **Sonstige Beschäftigte der EZB**

- Herr Proissl, Generaldirektor Kommunikation
- Herr Straub, Berater der Präsidentin
- Frau Rahmouni-Rousseau, Generaldirektorin Finanzmarktoperationen
- Herr Arce, Generaldirektor Volkswirtschaft
- Herr Sousa, Stellvertretender Generaldirektor Volkswirtschaft

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für den 10. Oktober 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.*