EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

27. Februar 2025

Sitzung am 29.-30. Januar 2025

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 29.-30. Januar 2025, in Frankfurt am Main

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

Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel stellte fest, dass sich die nach Oktober 2024 im Euroraum beobachteten Finanzmarktentwicklungen seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 11.-12. Dezember 2024 umgekehrt hätten. Die US-Präsidentschaftswahl im November habe zunächst zu einem Rückgang der Anleiherenditen und Aktienkurse im Euroraum geführt. Seit der geldpolitischen Sitzung im Dezember seien jedoch sowohl die risikofreien Renditen als auch die Preise für risikoreiche Vermögenswerte deutlich gestiegen und hätten ihre bisherigen Rückgänge mehr als ausgeglichen. Angesichts dessen, dass die binnenwirtschaftlichen Aussichten für die Gesamtwirtschaft weniger stark eingetrübt seien und die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer für den Euroraum aufgrund höherer Energiepreise gestiegen seien, rechneten die Anleger mittlerweile damit, dass die EZB den Zinssenkungspfad künftig gradueller beschreiten werde.

Eine wieder stärkere Risikobereitschaft im Euroraum habe die Aktienkurse und die Preise von Unternehmensanleihen gestützt und die Renditeabstände von Staatsanleihen begrenzt. Zwar habe der Euro zuletzt in Relation zum US-Dollar wieder aufgewertet, er notiere jedoch nach wie vor deutlich schwächer als vor der US-Wahl.

An den Euro-Geldmärkten sei das Jahresende reibungslos verlaufen. Die Geldmarktbedingungen seien zum Jahreswechsel günstiger ausgefallen als erwartet. So seien die Reposätze gesunken, und die Geschäftspartner hätten die regulären Refinanzierungsgeschäfte der EZB nur in begrenztem Umfang in Anspruch genommen.

Im Vorfeld der US-Wahl und unmittelbar danach hätten sich die zehnjährigen Zinssätze für Tagesgeld-Swaps (OIS-Sätze) im Euroraum und in den Vereinigten Staaten auseinanderentwickelt. Darin spiegele sich die Erwartung einer zunehmenden Divergenz bei der gesamtwirtschaftlichen

Entwicklung wider. Allerdings hätten sich die Langfristzinsen sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Dezember spürbar erhöht. Der Anstieg der Renditen sei sowohl binnenwirtschaftlichen als auch US-amerikanischen Faktoren zuzuschreiben. Dies habe eine Analyse der Bestimmungsfaktoren der langfristigen Zinssätze im Euroraum ergeben. Dabei hätten die binnenwirtschaftlichen Faktoren – der erwartete restriktivere geldpolitische Kurs der EZB und die weniger stark eingetrübten gesamtwirtschaftlichen Aussichten für den Euroraum – jedoch eine größere Rolle gespielt als die Übertragungseffekte aus den Vereinigten Staaten. Zu diesen Faktoren zählten ein Rückgang der wahrgenommenen Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum durch Zölle und eine über den Erwartungen liegende Schnellschätzung zum Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Euroraum vom Januar 2025.

Seit Oktober 2022, als die Inflation mit 10,6 % ihren Höchststand erreicht habe und die Leitzinsen gerade wieder in den positiven Bereich zurückgekehrt seien, hätten sich die zehnjährigen nominalen OIS-Sätze und die entsprechenden realen Zinssätze weitgehend seitwärts entwickelt. Aus dieser längerfristigen Perspektive betrachtet sei der jüngste Anstieg moderat und könne als Rückkehr zum neuen normalen Mittelwert angesehen werden.

Eine Dekomposition der Veränderung der zehnjährigen OIS-Sätze seit Anfang 2022 zeige, dass der wesentliche Bestimmungsfaktor dafür, dass die Langfristrenditen im Vergleich zur Phase der lang anhaltenden Niedrigzinsen und Niedriginflationsraten anhaltend höher waren, der starke Anstieg der Realzinserwartungen gewesen sei. Ein zweiter wichtiger Faktor sei ein Anstieg der realen Laufzeitprämien im Zusammenhang mit der quantitativen Straffung gewesen. Dieser Anstieg sei hauptsächlich 2022 verzeichnet worden. Seit 2023 hätten sich die realen Laufzeitprämien weitgehend seitwärts entwickelt, obgleich eine gewisse Volatilität zu beobachten gewesen sei. Somit habe die tatsächliche Verringerung der Bilanzsumme der EZB nur einen leichten Aufwärtsdruck auf die Laufzeitprämien ausgeübt. Historisch gesehen seien die Laufzeitprämien im Euroraum trotz ihres jüngsten Anstiegs im Vergleich zur Phase vor Beginn der quantitativen Lockerung gering geblieben.

Seit der Dezember-Sitzung hätten die Anleger ihre Erwartungen hinsichtlich der HVPI-Inflation (ohne Tabakwaren) für 2025 nach oben revidiert. Aktuelle Inflations-Fixings (Swap-Kontrakte, die an bestimmte monatliche Veröffentlichungen der jährlichen HVPI-Teuerungsrate im Euroraum ohne Tabakwaren gekoppelt seien) lägen für 2025 über dem Zielwert von 2 %. Die kurzfristigen Inflationserwartungen seien in erster Linie aufgrund der gestiegenen Energiepreise neu bewertet worden. Evidenz aus Optionspreisen, die unter der Annahme der Risikoneutralität ermittelt werde, zeige, dass die Inflationsrisiken an den Finanzmärkten inzwischen weitgehend ausgewogen seien. Die Indikatoren hätten sich über alle Laufzeiten hinweg erkennbar nach oben verschoben. Die jüngsten Umfrageergebnisse deuteten darauf hin, dass das Risiko einer Überschreitung des Zielwerts der EZB

von 2 % wieder thematisiert werde. Die Befragten sähen in der Regel ein größeres Risiko für eine Überschreitung als für eine Unterschreitung des Inflationsziels.

Die weniger stark eingetrübten Aussichten für die Gesamtwirtschaft hätten in Verbindung mit dem höheren Preisdruck die Märkte dazu veranlasst, den erwarteten geldpolitischen Pfad der EZB neu zu bewerten. Am Markt werde die Erwartung eingepreist, dass der Lockerungszyklus gradueller verlaufe und die Terminal Rate höher sei. Die Wahrscheinlichkeit, dass bei einer der nächsten Sitzungen eine Zinssenkung von mehr als 25 Basispunkten beschlossen werde, sei ausgepreist worden. Insgesamt habe sich der Umfang der für 2025 erwarteten Senkungen des Zinssatzes für die Einlagefazilität um rund 40 Basispunkte verringert. Derzeit werde mit einem Einlagesatz von 2,08 % zum Jahresende gerechnet. Die Markterwartungen für 2025 lägen über dem Median der in der Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts) geäußerten Erwartungen. Die Umfrageteilnehmer gingen nach wie vor von einem rascheren Lockerungszyklus aus, und zwar von Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte auf den nächsten vier geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats.

Die Terminkurve für US-Tagesgeld am Interbankenmarkt (Federal Funds Futures) habe sich weiter nach oben verschoben, wobei die Märkte derzeit mit ein bis zwei Zinssenkungen um 25 Basispunkte bis Ende 2025 rechneten. Die seit der Dezember-Sitzung des EZB-Rats beobachtete Neubewertung der Renditen am vorderen Ende der Zinsstrukturkurve sei im Euroraum stärker ausgefallen als in den Vereinigten Staaten. Normalerweise würde sich dies auch an den Devisenmärkten widerspiegeln. Allerdings habe sich der EUR/USD-Wechselkurs zuletzt von den Zinssätzen abgekoppelt. So habe der Euro trotz einer sich verringernden Zinsdifferenz zunächst weiter an Wert verloren, bevor er sich kürzlich dann wieder erholt habe. Der Wechselkurs des US-Dollar habe auf Äußerungen der US-Regierung reagiert. Diese hätten den US-Dollar gegenüber den Währungen der Handelspartner unter Aufwertungsdruck gesetzt.

Die Aktienmärkte im Euroraum hätten sich in den vergangenen Wochen besser entwickelt als jene in den Vereinigten Staaten. Aus einer modellbasierten Zerlegung anhand eines gängigen Dividendenbarwertmodells für den Euroraum gehe hervor, dass der Anstieg der risikofreien Renditen die Aktienkurse des Euroraums stark belastet habe. Höhere Dividenden und insbesondere eine Verringerung der Risikoprämie hätten diese Belastung indes mehr als ausgeglichen, was darauf schließen lasse, dass sich die Risikoneigung der Anleger gegenüber dem Euroraum verbessert habe. Dies spiegele sich auch in den Preisen anderer risikoreicher Vermögenswerte wider. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen seien in allen Marktsegmenten – auch im Hochzinssegment – gesunken. Die Renditeabstände von Staatsanleihen gegenüber zehnjährigen deutschen Bundesanleihen seien nach wie vor weitgehend stabil oder sogar leicht rückläufig gewesen. Auch gegenüber den OIS-Sätzen hätten sich die Spreads kaum verändert. Der Spread

zwischen Bundesanleihen und OIS-Sätzen habe wieder auf dem Stand gelegen, der vor Beginn der umfangreichen Ankäufe von Vermögenswerten durch das Eurosystem im Jahr 2015 beobachtet worden sei. Dies lasse darauf schließen, dass sich die Knappheitsprämie am deutschen Staatsanleihemarkt im Großen und Ganzen normalisiert habe.

Die Standardindizes der finanziellen Bedingungen im Eurogebiet seien seit der Dezember-Sitzung größtenteils unverändert geblieben. Der mit den höheren Kurz- und Langfristzinsen verbundene Straffungsimpuls sei durch den vom Aktienkursanstieg ausgehenden Lockerungsimpuls kompensiert worden. Trotz der wieder steigenden realen risikofreien Zinssätze im Euroraum habe sich die Zinsstrukturkurve nach wie vor weitgehend im neutralen Bereich befunden.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euroraum

Herr Lane ging zunächst auf die Inflationsentwicklung im Euroraum ein. Er stellte fest, dass die Gesamtinflation wie erwartet von 2,2 % im November auf 2,4 % im Dezember gestiegen sei. Der Anstieg spiegele in erster Linie die höhere Teuerungsrate bei Energie wider. Diese habe sich vor allem aufgrund aufwärtsgerichteter Basiseffekte von -2,0 % im November auf 0,1 % im Dezember erhöht. Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln sei leicht auf 2,6 % gesunken. Die Kerninflation sei im Dezember mit 2,7 % unverändert geblieben. Die Teuerungsrate für Waren habe sich leicht auf 0,5 % verringert, was jedoch durch eine geringe Preissteigerung bei den Dienstleistungen auf 4,0 % wieder ausgeglichen worden sei.

Die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation hätten sich im Einklang mit einer nachhaltigen Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Inflationsziel entwickelt. Die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI), die unter allen Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation die höchste Prognosekraft in Bezug auf die künftige Gesamtinflation aufweise, habe sich im Dezember weiterhin um den Wert von rund 2 % bewegt. Dies deute darauf hin, dass sich die Gesamtinflation in der Nähe des Inflationsziels der EZB stabilisieren dürfte. Die Binneninflation, die der Teuerung bei den Dienstleistungen eng folge, habe 4,2 % betragen und damit im Dezember deutlich über den Werten aller anderen Indikatoren gelegen. Allerdings sei die PCCI für Dienstleistungen, die als „Anziehungspunkt“ für den Preisauftrieb bei den Dienstleistungen und die Binneninflation fungieren dürfte, auf 2,3 % gefallen.

Die Erwartungen, dass sich die Inflationsrate für Dienstleistungen in den kommenden Monaten nach unten verschieben werde, stünden auch damit in Zusammenhang, dass für das laufende Jahr mit einer Verlangsamung des Lohnwachstums gerechnet werde. Zwar hätten sich die Löhne mit einer erheblichen Verzögerung an den starken Inflationsanstieg in der Vergangenheit angepasst, aber der

zukunftsgerichtete EZB-Indikator für die Lohnentwicklung (Wage Tracker) und die aktuellen Umfragen wiesen auf einen nachlassenden Lohndruck hin. Den Ergebnissen der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (Survey on the Access to Finance of Enterprises) zufolge gingen die Unternehmen in den kommenden zwölf Monaten im Schnitt von Lohnzuwächsen in Höhe von 3,3 % aus. In der vorangegangenen Umfragerunde hätten sie noch 3,5 % und in der entsprechenden Runde vor zwölf Monaten noch 4,5 % erwartet. Diese Einschätzung werde von fast allen professionellen Prognostikern geteilt. So habe Consensus Economics für die Zeit von 2024 bis 2025 einen Rückgang des Lohnwachstums um rund 1 Prozentpunkt prognostiziert.

Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen weiterhin bei rund 2 %, auch wenn sich die Messgrößen der kürzerfristigen Inflationserwartungen leicht erhöht hätten. Obwohl sich der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln zufolge die Inflationserwartungen der Unternehmen über alle Zeithorizonte hinweg bei 3 % stabilisiert hätten, gingen größere Unternehmen, denen das Inflationsziel der EZB bewusst sei, von einer Annäherung an ein Niveau von 2 % aus. Die Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher hätten sich zuletzt vor allem auf kurze Sicht leicht erhöht, was sich zumindest teilweise dadurch erklären lasse, dass sie stärker auf die tatsächliche Inflation reagierten. Auch die kurzfristigen Inflationserwartungen der professionellen Prognostiker – die in den jüngsten Umfrageergebnissen des Survey of Professional Forecasters und der Umfrage unter geldpolitischen Analysten zum Ausdruck kommen – und die marktbasierten Messgrößen des Inflationsausgleichs seien leicht gestiegen. Über längere Zeiträume hinweg blieben die Inflationserwartungen der professionellen Prognostiker indes stabil auf einem mit dem mittelfristigen Ziel von 2 % zu vereinbarenden Niveau.

Die Gesamtinflation dürfte auf kurze Sicht um das aktuelle Niveau schwanken und sich anschließend nachhaltig im Bereich des Zielwerts einpendeln. Der nachlassende Arbeitskostendruck und die anhaltende Wirkung der vorangegangenen geldpolitischen Straffung dürften die Annäherung an das Inflationsziel unterstützen.

Mit Blick auf das internationale Umfeld sei die globale Wirtschaftstätigkeit gegen Jahresende robust geblieben. Der globale EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) sei im vierten Quartal 2024 mit 53,0 Punkten stabil geblieben. Diese Entwicklung sei vor allem auf die anhaltend positive Entwicklung im Dienstleistungssektor zurückzuführen, der die schwache Aktivität im verarbeitenden Gewerbe gegenübergestanden habe.

Seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats habe sich der Euro sowohl in nominaler effektiver Rechnung als auch bilateral zum US-Dollar weitgehend stabil entwickelt (+0,5 % bzw. +0,2 %). Die Ölpreise hätten stark geschwankt, aber der aktuelle Preis von 78 USD je Barrel habe am Stichtag der Dezember-Projektionen des Eurosystems nur rund 3 ½ % bzw. zum Zeitpunkt der letzten Sitzung nur 2,6 % über dem jeweiligen Kassapreis für Öl gelegen. Der Kassapreis für Gas

habe bei 48 EUR je MWh und damit 2,7 % über dem Stand am Stichtag der Dezember-Projektionen bzw. 6,8 % über dem Stand zur Zeit der letzten Sitzung gelegen.

Nach einem vergleichsweise robusten dritten Quartal dürfte sich das BIP-Wachstum im Euroraum im vierten Quartal 2024 wieder abgeschwächt haben. Dies sei durch die am 30. Januar um 11:00 Uhr MEZ veröffentlichte vorläufige Schnellschätzung von Eurostat bestätigt worden, der zufolge die Wachstumsrate im Schlussquartal 2024 bei 0 % gelegen habe und später auf 0,1 % korrigiert worden sei. Auf Grundlage der derzeit verfügbaren Informationen habe sich das Wachstum der privaten Konsumausgaben im vierten Quartal vor dem Hintergrund eines gedämpften Verbrauchervertrauens und einer erhöhten Unsicherheit wohl verlangsamt. Die Wohnungsbauinvestitionen seien noch nicht wieder gestiegen, und es gebe keine Anzeichen für eine bevorstehende Ausweitung der Unternehmensinvestitionen. Über alle Sektoren hinweg sei die Aktivität in der Industrie im Sommer gering gewesen und habe sich in den letzten Monaten des Jahres 2024 weiter abgeschwächt. So habe die durchschnittliche Industrieproduktion ohne Baugewerbe im Oktober und November 0,4 % unter ihrem Stand vom dritten Quartal gelegen. Die anhaltende Schwäche im verarbeitenden Gewerbe sei zum Teil auf strukturelle Faktoren wie sektorale Trends, Wettbewerbseinbußen und relativ hohe Energiepreise zurückzuführen. Allerdings seien die Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe auch besonders stark von der erhöhten Unsicherheit in Bezug auf die internationale Handelspolitik, regulatorische Kosten und restriktive Finanzierungsbedingungen betroffen. Die Dienstleistungsproduktion habe im dritten Quartal zugenommen. Das Wachstum dürfte sich im vierten Quartal jedoch abgeschwächt haben.

Der Arbeitsmarkt zeige sich robust. Die Arbeitslosenquote sei im November auf einen historischen Tiefstand von 6,3 % gesunken. Später am Morgen des 30. Januar seien dann auch die Arbeitslosenquote für Dezember (6,3 %) und ein korrigierter Wert für November (6,2 %) veröffentlicht worden. Umfrageergebnisse und Modellschätzungen deuteten allerdings darauf hin, dass sich das Beschäftigungswachstum im Euroraum im Schlussquartal 2024 abgeschwächt haben dürfte.

Der finanzpolitische Kurs des Eurogebiets werde nun den Erwartungen zufolge 2025 neutral sein. In den Dezember-Projektionen sei indes noch eine leichte Straffung erwartet worden. Die aktuellen Aussichten für den finanzpolitischen Kurs seien aber mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

Die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum dürfte auf kurze Sicht verhalten bleiben. Laut der Schnellschätzung habe sich der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im Januar geringfügig auf 50,2 Punkte erhöht. Verantwortlich hierfür sei die günstigere Entwicklung der Produktion im verarbeitenden Gewerbe gewesen, denn hier habe sich der Rückgang der Änderungsrate gegenüber Dezember verlangsamt. Den veröffentlichten Ergebnissen für Januar zufolge habe die Produktion im verarbeitenden Gewerbe gegenüber ihrem Durchschnitt vom vierten Quartal 2024 um 1,7 Punkte zugelegt. Dies bedeute aber nach wie vor, dass sich das verarbeitende Gewerbe seit fast zwei Jahren unterhalb der Wachstumsschwelle befinde. Der EMI für

die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor habe sich im Januar leicht auf 51,4 Punkte abgeschwächt. Damit liege er zwar über dem im Schlussquartal 2024 verzeichneten Durchschnitt von 50,9 Punkten, aber immer noch unter dem Stand vom dritten Quartal (52,1 Punkte).

Trotz verhaltener kurzfristiger Aussichten seien die Bedingungen für eine Erholung weiterhin gegeben. Die höheren Einkommen sollten einen Anstieg der Ausgaben ermöglichen. Mit der Zeit dürften erschwinglichere Kredite darüber hinaus den Konsum und die Investitionen ankurbeln. Sofern die Handelsspannungen nicht eskalieren, sollten überdies auch die Exporte angesichts einer steigenden weltweiten Nachfrage die Erholung unterstützen.

Was die monetäre und finanzielle Analyse anbelange, so hätten sich die Anleiherenditen sowohl im Euroraum als auch global gesehen seit der letzten Sitzung deutlich erhöht. Zugleich werde die Kreditaufnahme für Unternehmen und private Haushalte infolge der zurückliegenden Leitzinssenkungen der EZB allmählich günstiger. Im Neugeschäft seien die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte im November weiter gesunken. Die Kreditfinanzierungskosten der Unternehmen hätten sich im genannten Monat um 15 Basispunkte auf 4,52 % verringert. Sie lägen damit 76 Basispunkte unter dem zyklischen Höchststand vom Oktober 2023. Die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung seien im November 2024 mit 3,6 % unverändert gewesen. Die Hypothekenzinsen seien seit Oktober um 8 Basispunkte auf 3,47 % gesunken und lägen damit 56 Basispunkte unter ihrem Höchststand vom November 2023. Die Zinsen für bestehende Kredite an Unternehmen und private Haushalte seien jedoch nach wie vor hoch.

Die Finanzierungsbedingungen blieben restriktiv. Die Kreditvergabe an Unternehmen und Privathaushalte sei im Vergleich zu den historischen Durchschnittswerten gedämpft, auch wenn die Kreditvergabe zugenommen habe. Aufgrund von kräftigen monatlichen Zuflüssen habe sich das jährliche Wachstum der Bankkredite an Unternehmen im Dezember auf 1,5 % erhöht (nach 1,0 % im November). Es liege aber weiterhin deutlich unter dem seit Januar 1999 verzeichneten historischen Durchschnittswert von 4,3 %. Die jährliche Zuwachsrate der Emission von Unternehmensschuldverschreibungen sei indes von 3,6 % im November auf 3,2 % zurückgegangen. Vor dem Hintergrund sich verschärfender Marktbedingungen und angesichts einer bevorstehenden höheren Tilgung langfristiger Unternehmensschuldverschreibungen lasse dies darauf schließen, dass die Unternehmen die langfristige marktbasierte Finanzierung durch eine bankbasierte Finanzierung ersetzt hätten. Der allmähliche Anstieg der Vergabe von Hypothekarkrediten habe sich fortgesetzt, sei aber insgesamt verhalten geblieben. Die Jahreswachstumsrate habe sich im Dezember auf 1,1 % belaufen nach 0,9 % im November und liege damit deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt von 5,1 %.

Der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) im Euroraum zufolge habe sich die Kreditnachfrage der Unternehmen im letzten Quartal leicht erhöht. Zugleich hätten sich die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten erneut verschärft, nachdem sie sich in den

vorangegangenen vier Quartalen weitgehend stabilisiert hätten. Diese erneute Verschärfung der Kreditvergaberichtlinien sei darauf zurückzuführen, dass die Banken die Risiken für die Konjunkturaussichten höher einschätzten und ihre Bereitschaft zur Übernahme von Kreditrisiken gesunken sei. Dies stehe im Einklang mit den Ergebnissen der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln, in der die Unternehmen von einer leicht rückläufigen Verfügbarkeit von Bankkrediten und restriktiveren, nicht zinsbezogenen Kreditvergabebedingungen berichtet hätten. Die Nachfrage der privaten Haushalte nach Hypothekarkrediten sei unterdessen stark gestiegen, da die Zinsen nun attraktiver seien und sich die Aussichten am Immobilienmarkt aufgehellt hätten. Die Richtlinien für die Vergabe von Wohnungsbaukrediten seien insgesamt unverändert geblieben.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Der Disinflationsprozess schreite insgesamt gut voran. Die Inflation habe sich im Wesentlichen weiterhin im Einklang mit den Projektionen entwickelt und werde im Jahresverlauf 2025 wohl zum mittelfristigen Zielwert von 2 % zurückkehren. Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation deuteten darauf hin, dass sich die Inflation nachhaltig im Bereich des Zielwerts einpendeln werde. Die Binneninflation bleibe hoch. Dies sei vor allem darauf zurückzuführen, dass sich die Löhne und Preise in bestimmten Sektoren derzeit noch mit einer erheblichen Verzögerung an den starken Inflationsanstieg in der Vergangenheit anpassten. Allerdings dürfte sich das Lohnwachstum abschwächen, und niedrigere Gewinnmargen dämpften teilweise die Effekte der höheren Lohnkosten auf die Teuerung. Aufgrund der jüngsten Zinssenkungen der EZB vergünstige sich für Unternehmen und private Haushalte die Aufnahme neuer Kredite allmählich. Zugleich seien die Finanzierungsbedingungen nach wie vor restriktiv. Dies sei auch darin begründet, dass die Geldpolitik restriktiv bleibe und sich frühere Zinserhöhungen noch auf den Kreditbestand auswirkten; so würden einige fällig werdende Kredite zu höheren Zinsen verlängert. Die Wirtschaft habe noch Gegenwind, doch steigende Realeinkommen und die allmählich nachlassenden Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik dürften mit der Zeit ein Anziehen der Nachfrage begünstigen.

Bezüglich des Zinsbeschlusses in der aktuellen Sitzung wurde vorgeschlagen, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte zu senken. Eine Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität – mit welchem der EZB-Rat den geldpolitischen Kurs steuere – sei durch die aktualisierte Beurteilung der Inflationsaussichten, die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und die Stärke der geldpolitischen Transmission gerechtfertigt. Die Alternative, den Einlagesatz auf seiner aktuellen Höhe von 3,00 % zu belassen, würde die Nachfrage übermäßig dämpfen und sei daher nicht mit den Zinspfaden vereinbar, die eine nachhaltige Stabilisierung der Inflation bei dem mittelfristigen Zielwert von 2 % am besten sicherstellten.

Mit Blick auf die Zukunft sei es ratsam, weiterhin agil zu handeln, um den geldpolitischen Kurs gegebenenfalls von Sitzung zu Sitzung anpassen zu können, anstatt sich im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad festzulegen. So könnte die geldpolitische Lockerung im Falle von Aufwärtsschocks auf die Inflationsaussichten und/oder die wirtschaftliche Dynamik langsamer erfolgen. Ebenso könnte das Tempo im Falle von Abwärtsschocks auf die Inflationsaussichten und/oder die wirtschaftliche Dynamik erhöht werden.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

Die Daten zum außenwirtschaftlichen Umfeld, die seit der vorherigen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats eingegangen seien, deuteten auf eine gefestigte globale Konjunktur im Schlussquartal 2024 hin. Dahinter verberge sich jedoch eine uneinheitliche Entwicklung in den einzelnen Volkswirtschaften, und die Aussichten für den Welthandel seien ungewiss. Der Euro sei weitgehend stabil geblieben, und die Preise für Energierohstoffe hätten sich erhöht. Es wurde betont, dass sich Erdgas gegenüber 2024 um über 60 % verteuert habe. Dies sei darauf zurückzuführen, dass der vorherige Winter im Schnitt sehr mild gewesen, der aktuelle hingegen deutlich kälter sei. Dies lasse auf eine anhaltend starke Nachfrage nach Gas schließen, da die Gasreserven vor der nächsten Heizperiode aufgefüllt werden müssten. Daher blieben die Gaspreise im restlichen Jahresverlauf wohl hoch. Auf den sonstigen Rohstoffmärkten seien die Metallpreise stabil und stünden im Zeichen der schwachen Konjunktur in China sowie der potenziellen negativen Effekte der US-Zölle. Die Preise für Nahrungsmittel seien hingegen gestiegen.

Die Ratsmitglieder waren einhellig der Auffassung, dass die Aussichten für die Weltwirtschaft weiterhin sehr ungewiss seien. Die Vereinigten Staaten verzeichneten als einziges Industrieland eine nachhaltige Wachstumsdynamik. Sollte die neue US-Regierung die angekündigten Maßnahmen tatsächlich umsetzen, könnte der Welthandel stark in Mitleidenschaft gezogen werden. Die für die chinesische Wirtschaft bestehenden Herausforderungen seien nach wie vor auch anhand der Preise ersichtlich. Infolge der schwachen Binnennachfrage habe die Teuerung in China weiter nachgelassen. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass der Euroraum die neuen US-Handelsmaßnahmen ungeachtet ihrer Schärfe in jedem Fall zu spüren bekommen werde – sei es indirekt durch einen Disinflationsdruck, sei es direkt durch eine höhere Inflation infolge von Gegenreaktionen der US-Handelspartner. Sollte China seinen Handel von den USA in den Euroraum umlenken, ließe sich eine Inflationssenkung im Eurogebiet zwar leichter erzielen; die

Binnenkonjunktur würde wegen des stärkeren internationalen Wettbewerbs jedoch in Mitleidenschaft gezogen.

Neue Daten zur Wirtschaftstätigkeit im Euroraum seien seit der vorherigen EZB-Ratssitzung nur in begrenztem Umfang eingegangen. Im Vorfeld der Veröffentlichung des BIP-Indikators von Eurostat für das Schlussquartal 2024 habe das vorliegende Datenmaterial nicht wesentlich überrascht. Dementsprechend wurde dahingehend argumentiert, dass die Projektionen vom Dezember weiterhin das wahrscheinlichste Szenario darstellten, wonach die erkannten Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum noch nicht zum Tragen kämen. Die EMI-Schnellschätzungen vom Januar enthielten einige zuversichtlich stimmende Signale für die Wirtschaft des Euroraums. In diesen unsicheren Zeiten erschienen harte Daten jedoch wichtiger als Umfrageergebnisse. Positiv überrascht habe das Ergebnis für das dritte Quartal mit den ersten Anzeichen einer Konsumbelebung. Die wenigen nationalen Daten, die bereits zum vierten Quartal 2024 vorlägen, zeigten einen positiven Konsumbeitrag an. Trotz aller vorhandenen Unsicherheiten wurde es gleichwohl für plausibel gehalten, dass innerhalb weniger Quartale eine konsumgetragene Erholung eintrete, die Inflation wieder beim Zielwert liege, die Leitzinsen weitgehend auf einem neutralen Stand seien und anhaltende Vollbeschäftigung herrsche. Des Weiteren deuteten die jüngsten Angaben zur Kreditvergabe und zu den Kreditzinsen darauf hin, dass die allmähliche Rücknahme der geldpolitischen Straffung bereits auf die Wirtschaft durchwirke. Gleichwohl gingen von den vorherigen Straffungsmaßnahmen noch verzögerte Effekte aus.

Es wurde auch die Auffassung vertreten, dass die Konjunkturaussichten in den Dezember-Projektionen wahrscheinlich zu optimistisch gewesen seien und es Anzeichen dafür gebe, dass nun Abwärtsrisiken zum Tragen kämen. Die mechanischen Schätzungen der EZB deuteten auf ein sehr schwaches Wachstum rund um den Jahreswechsel hin. Die Projektionen des Eurosystems vom Dezember seien im Vergleich zu denen anderer Institutionen zugleich sehr optimistisch ausgefallen. Es wurde auf die im Euroraum zu beobachtende zweigeteilte Wirtschaftsleistung in den beiden größten Volkswirtschaften einerseits und den übrigen Ländern des Euroraums andererseits hingewiesen, die weitgehend auf länderspezifische Faktoren zurückzuführen sei.

Die jüngsten Prognosen gemäß dem Survey of Professional Forecasters, der Umfrage unter geldpolitischen Analysten sowie des Internationalen Währungsfonds ließen für die Jahre 2025 und 2026 auf eine erneute Abwärtsrevision des Wirtschaftswachstums im Eurogebiet schließen. Angesichts dieser Tendenz zu Abwärtsrevisionen wurden Zweifel am Narrativ einer konsumgetragenen Konjunkturerholung im Jahr 2025 geäußert. Außerdem seien die wirtschaftlichen Auswirkungen möglicher US-Zölle nicht direkt im Basisszenario der Dezember-Projektionen enthalten gewesen, sodass es schwierig sei, die Konjunkturaussichten optimistisch zu sehen. Die Aussichten für die Binnennachfrage hätten sich verschlechtert, da das Verbrauchervertrauen nach wie vor schwach

sei und die Investitionen keine überzeugenden Hinweise auf eine Belebung lieferten. Der Beitrag der Auslandsnachfrage, der das Wachstum in den vergangenen beiden Jahren maßgeblich bestimmt habe, sei seit dem Frühjahr des letzten Jahres ebenfalls rückläufig gewesen. Außerdem belaste die Unsicherheit über mögliche Zölle der neuen US-Regierung den Ausblick zusätzlich. Unterdessen verliere die Nachfrage nach Arbeitskräften an Dynamik. Die Konjunkturverlangsamung wirke sich inzwischen auf befristete Beschäftigungsverhältnisse aus. Solche Stellen gingen bei einer Eintrübung des Arbeitsmarkts stets als Erstes verloren. Trotz einer Abschwächung in den letzten Monaten entwickele sich der Arbeitsmarkt nach wie vor robust, wobei die Arbeitslosenquote mit 6,3 % im Dezember auf einem anhaltend niedrigen Wert gelegen habe. Ein solider Stellenmarkt und höhere Einkommen dürften das Verbrauchervertrauen stärken und einen Anstieg der Ausgaben ermöglichen.

Es bestehe nach wie vor eine klare Zweiteilung zwischen dem dynamischeren Dienstleistungssektor und dem sich schwach entwickelnden verarbeitenden Gewerbe. Der Dienstleistungssektor habe sich bislang anhaltend robust gezeigt, wobei der entsprechende EMI im expansiven Bereich gelegen habe und die Unternehmen eine solide Nachfrage gemeldet hätten. Die Frage, inwieweit die Schwäche im verarbeitenden Gewerbe strukturelle oder konjunkturelle Gründe habe, sei noch ungeklärt. Allerdings herrsche zunehmend Einigkeit darüber, dass sie eine große strukturelle Komponente aufweise, da die hohen Energiekosten und eine strenge Regulierung die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen belasteten. Dies spiegele sich auch in der geringen Exportnachfrage wider, die trotz des robusten Wachstums des Welthandels zu beobachten sei. All diese Faktoren wirkten sich zudem negativ auf die Unternehmensinvestitionen in der Industrie aus. Dies müsse beobachtet werden, da eine nachhaltige wirtschaftliche Belebung auch von einer Erholung der Investitionen abhänge, was insbesondere mit Blick auf den enormen längerfristigen Investitionsbedarf im Euroraum bedeutsam sei. Die Arbeitsmärkte wiesen eine ähnliche Zweiteilung auf wie die Wirtschaft im Allgemeinen. Während Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe dazu übergingen, Beschäftigte zu entlassen, nehme die Beschäftigung im Dienstleistungssektor zu. In diesem Zusammenhang wurde Besorgnis über die Tatsache geäußert, dass die Zahl der neu gemeldeten offenen Stellen weiter gesunken sei. Diese Zweiteilung der Wirtschaft – mit Problemen im verarbeitenden Gewerbe und einem robusten Dienstleistungssektor – weise nicht zuletzt wegen drohender geopolitischer Spannungen auf ein lediglich schwaches Wachstum in der kommenden Zeit hin.

Vor diesem Hintergrund sei davon auszugehen, dass die geo- und handelspolitische Unsicherheit die Wirtschaft des Euroraums weiterhin belasten und auch nicht so bald nachlassen werde. Dauere die hohe Unsicherheit über einen längeren Zeitraum an, so wurde angemerkt, hätte dies ganz andere Folgen als eine kürzere Phase der Unsicherheit. In diesem Fall würden die Investitionen nämlich noch stärker in Mitleidenschaft gezogen. Daher dürften die Investitionen die konjunkturelle Erholung eine gewisse Zeit lang kaum stützen. Tatsächlich seien die Unternehmensinvestitionen im Euroraum (ohne Irland) zuletzt gesunken, und es gebe auch keine Anzeichen für eine Trendwende. Dadurch würden

die Investitionen in Sach- und Humankapital weiter eingeschränkt, und das Produktionspotenzial werde auf mittlere Sicht gedämpft. Allerdings wurde auch auf die Evidenz aus psychologischen Studien verwiesen. Demnach wäre es denkbar, dass die Auswirkungen einer höheren Unsicherheit im Zeitverlauf nachließen, wenn sich die Wahrnehmung und das Verhalten der Wirtschaftsakteure anpassten.

In diesem Zusammenhang wurde die Bedeutung der Geld- und Finanzpolitik erwähnt, die der Wirtschaft dazu verhelfen könnten, wieder auf ihren vorherigen Wachstumspfad einzuschwenken. Die Wirtschaftspolitik solle die Wirtschaft stabilisieren, und diese Stabilisierung erfordere mitunter viel Zeit. Nach der Pandemie seien viele Konjunkturindikatoren auf ihr Vorkrisenniveau zurückgekehrt. Dies bedeute aber nicht, dass die vor der Krise verzeichneten Wachstumsraten bereits wieder erreicht seien, wenngleich sich die Produktionslücke zwischenzeitlich geschlossen habe. Es wurde auch eine Frage zur steigenden Zahl der Insolvenzen im Euroraum gestellt. Wenn Produktionskapazitäten zerstört würden, könnte sich die Produktionslücke zwar schließen, allerdings nicht weil das tatsächliche Wachstum zunehme, sondern weil das Potenzialwachstum sinke. Es wurde jedoch auch angemerkt, dass die Insolvenzen von einem außergewöhnlich niedrigen Ausgangsniveau aus anstiegen und die Entwicklung nach wie vor im Einklang mit den historischen Gesetzmäßigkeiten stehe.

Die Ratsmitglieder bekräftigten, dass die Wirtschaft durch finanz- und strukturpolitische Maßnahmen produktiver, wettbewerbsfähiger und widerstandsfähiger werden sollte. Sie begrüßten den Kompass für Wettbewerbsfähigkeit der Europäischen Kommission, der einen konkreten Maßnahmenfahrplan vorsehe. Es sei von entscheidender Bedeutung, den Vorschlägen von Mario Draghi zur Steigerung der europäischen Wettbewerbsfähigkeit und denen von Enrico Letta zur Stärkung des Binnenmarkts weitere konkrete und ehrgeizige strukturpolitische Maßnahmen folgen zu lassen. Die Regierungen sollten ihren Verpflichtungen aus dem wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen der EU vollständig und unverzüglich nachkommen. Dies würde dazu beitragen, die Haushaltsdefizite und Schuldenquoten nachhaltig zu senken, während wachstumsfördernde Reformen und Investitionen zugleich priorisiert würden.

Vor diesem Hintergrund gelangten die Ratsmitglieder zu der Einschätzung, dass die Risiken für das Wirtschaftswachstum nach wie vor abwärtsgerichtet seien. Größere Spannungen im Welthandel könnten das Wachstum im Euroraum belasten, da sie zu sinkenden Exporten und einer Abschwächung der globalen Konjunktur führen würden. Ein geringeres Vertrauen könnte zur Folge haben, dass sich die Konsum- und Investitionsausgaben nicht so rasch erholten wie erwartet. Dies könnte durch geopolitische Risiken verstärkt werden, zu denen etwa der ungerechtfertigte Krieg Russlands gegen die Ukraine und der tragische Konflikt im Nahen Osten zählten. Dadurch könnte die Energieversorgung gestört und der Welthandel weiter belastet werden. Sollten die verzögerten

Auswirkungen der geldpolitischen Straffung länger anhalten als erwartet, könnte dies ebenfalls ein niedrigeres Wachstum nach sich ziehen. Das Wachstum könnte indes höher ausfallen, wenn günstigere Finanzierungsbedingungen und eine sinkende Inflation eine raschere Erholung der inländischen Konsum- und Investitionsausgaben ermöglichten.

Mit Blick auf die Preisentwicklung stimmten die Ratsmitglieder der Einschätzung von Herrn Lane zu, dass der Inflationsabbau den aktuellen Daten zufolge voranschreite und eine Rückkehr zum Zielwert im Jahresverlauf 2025 erreichbar sei. Hinsichtlich der nominalen Preisentwicklung hätten die Daten seit der EZB-Ratssitzung vom Dezember keine größeren Überraschungen ergeben, und die Inflationserwartungen seien nach wie vor fest verankert. Die jüngsten Inflationsdaten hätten zwar leicht unter den Dezember-Projektionen gelegen, doch die Energiepreise zögen an. Diese beiden Elemente glichen sich im Großen und Ganzen aus. Das Basisszenario für die Inflation in den Dezember-Projektionen sei daher nach wie vor realistisch und deute darauf hin, dass sich die Inflation im Jahresverlauf 2025 dem Zielwert annähern werde. Gleichzeitig wurde aber auch daran erinnert, dass sich die Inflationsprojektionen des Eurosystems für 2027 durch den unterstellten Beitrag des neuen Emissionshandelssystems (ETS2) mechanisch auf über 2 % erhöhen würden. Darüber hinaus deuteten die Markt-Fixings für längere Zeithorizonte darauf hin, dass ein Risiko bestehe, das Inflationsziel in den Jahren 2026 und 2027 zu unterschreiten. Es wurde angemerkt, dass weitere Abwärtsrevisionen des Wirtschaftsausblicks tendenziell negative Auswirkungen auf die Inflationsaussichten hätten und eine Unterschreitung des Inflationsziels nicht ausgeschlossen werden könne.

Zugleich wurde die Auffassung vertreten, dass die Risiken für die Inflationsprojektionen vom Dezember nun aufwärtsgerichtet seien und die Rückkehr zum Inflationsziel von 2 % somit länger dauern könnte als erwartet. Obwohl sich der Preisauftrieb im Dienstleistungssektor in den letzten Monaten verringert habe, hingen die Aussichten für die Inflation nach wie vor stark von der Entwicklung der Dienstleistungspreise ab, da sie einen Anteil von rund 75 % der Gesamtinflation ausmachten. Die Teuerung bei den Dienstleistungen wurde daher allgemein als wichtigste Inflationskomponente betrachtet, die in den kommenden Monaten beobachtet werden müsse. Sie verharre seit mehr als einem Jahr bei rund 4 %. Auch die Kerninflation habe sich nach einem anfänglichen Rückgang verhalten entwickelt und fast ein Jahr lang bei rund 2,7 % gelegen. Dies führte zu der Frage, auf welchem Wert sich die Kerninflation letztlich einpendeln werde. In der Vergangenheit hätten die Inflation im Dienstleistungssektor und die Kerninflation meist nah beieinander gelegen. Etwas besorgniserregend sei zudem, dass die Inflationsrate für „Vorläufer“ (early movers) im Dienstleistungssektor seit ihrem Tiefstand im April 2024 einen Aufwärtstrend verzeichnet habe und nun mit rund 4,6 % deutlich über der Rate der „Folgenden“ (followers) und der „Nachzügler“ (late movers) liege. Dadurch werde das Narrativ, das hinter der erwarteten Inflationsabschwächung im Dienstleistungssektor stehe, teilweise infrage gestellt. Außerdem deute die EMI-Schnellschätzung

vom Januar darauf hin, dass die nicht arbeitsbezogenen Vorleistungskosten, darunter Energie- und Frachtkosten, deutlich gestiegen seien. Im Dienstleistungssektor sei diese Verteuerung besonders ausgeprägt gewesen und schlage sich in steigenden EMI-Verkaufspreisen für Dienstleistungen nieder. Die angespannte Arbeitsmarktlage dürfte hier allerdings auch eine Rolle gespielt haben. Da die Arbeitskräftehortung im verarbeitenden Gewerbe weiter verbreitet sei, impliziere dies, dass die Lohnstückkosten im Dienstleistungssektor nicht zwangsläufig in gleichem Maße durch eine potenzielle Belebung der Nachfrage und die damit verbundene konjunkturbedingte Erholung der Arbeitsproduktivität gedämpft würden wie im verarbeitenden Gewerbe.

Dass sich die Inflation im Dienstleistungssektor so hartnäckig halte, sei unter anderem dem Lohnwachstum geschuldet. Dieses dürfte sich zwar im laufenden Jahr abschwächen, im zweiten Quartal 2025 laut dem Wage Tracker der EZB aber immer noch 4,5 % betragen. Im Dienstleistungssektor komme es üblicherweise zu einer besonders starken und lang anhaltenden Überwälzung der Löhne auf die Preise. Deshalb könnte es einige Zeit dauern, bis sich eine Abschwächung des Lohnwachstums in einer geringeren Dienstleistungsinflation niederschlage. Der zukunftsgerichtete Wage Tracker sei ein relativ zuverlässiger Indikator für die Lohnentwicklung im Euroraum, da er auf bestehenden Verträgen beruhe. Ein zu starker Fokus auf nachlaufende Lohndaten berge hingegen das Risiko, dass die Geldpolitik zu spät reagiere. Dies könne vor allem dann eintreten, wenn Risiken eines negativen Wachstums letztlich den Arbeitsmarkt beeinträchtigten. Darüber hinaus wurde die Frage aufgeworfen, wie sich eine restriktivere Handhabung der Arbeitskräftemigration auf den Lohndruck auswirken könnte.

Mit Blick auf die weitere Entwicklung gebe es insgesamt durchaus Grund zu der Annahme, dass sich sowohl die Inflation im Dienstleistungssektor als auch das Lohnwachstum im Einklang mit dem Basisszenario der Dezember-Projektionen verlangsamen würden. Es sei davon auszugehen, dass die Teuerung im Dienstleistungssektor ab dem laufenden Quartal zurückgehen werde. Allerdings stünden in den ersten Monaten des Jahres bei einigen Dienstleistungen – etwa im Versicherungs- und im Tourismussektor – noch Preisanpassungen an, und diesbezüglich gebe es noch viele Unsicherheiten. Es wurde daher als wichtig erachtet, mit der Neubewertung des in den Projektionen vom Dezember zugrunde gelegten Basisszenarios noch bis März zu warten. Dann wären nämlich zwei weitere Datenveröffentlichungen zur Inflation sowie neue Projektionen verfügbar.

Mit Blick auf die längerfristigen Inflationserwartungen erörterten die Ratsmitglieder die jüngsten Entwicklungen der marktbasierten Messgrößen des Inflationsausgleichs und der umfragebasierten Indikatoren. Aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey) vom Dezember gehe hervor, dass die kurzfristigen Inflationserwartungen abermals gestiegen seien. So habe sich die erwartete Inflation in zwölf Monaten bereits schrittweise von 2,4 % im September auf 2,8 % im Dezember erhöht. Aus dichtebasierten Umfragen resultierende Erwartungen

fielen mit 3 % sogar noch höher aus, wobei die Aufwärtsrisiken überwögen. Laut der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln sei auch der Median der Inflationserwartungen der Unternehmen auf 3 % gestiegen. Es wurde allerdings hervorgehoben, dass es wichtig sei, bei der Interpretation dieser Umfragen eher die Veränderung der Inflationserwartungen als deren Niveau in den Blick zu nehmen.

In Bezug auf die Risiken für die Inflationsaussichten wurde die Ansicht geäußert, dass sich bei den marktbasierten Messgrößen das Verhältnis der Risiken verschoben habe. Die Messgrößen wiesen auf Aufwärtsrisiken für den Inflationsausblick vom Dezember hin. An den Finanzmärkten hätten sich die Inflations-Fixings für 2025 nach oben verlagert und lägen nun über den kurzfristigen Projektionen vom Dezember. Die Inflationserwartungen seien über alle Laufzeiten hinweg gestiegen. In Marktumfragen werde inzwischen wieder eine mögliche Überschreitung des Inflationsziels thematisiert. Zuletzt habe ein größerer Anteil der Befragten angegeben, dass ihrer Meinung nach das Risiko einer Überschreitung des Zielwerts im Jahr 2025 bestehe. Auch von Zöllen, ihren Auswirkungen auf den Wechselkurs sowie den Energie- und Nahrungsmittelpreisen gingen Aufwärtsrisiken für die Inflation aus.

Vor diesem Hintergrund waren die Ratsmitglieder der Auffassung, dass die Inflation im Falle eines unerwartet kräftigen Lohn- oder Gewinnwachstums höher ausfallen könnte als angenommen. Aufwärtsrisiken für die Inflation ergäben sich darüber hinaus auch aus den erhöhten geopolitischen Spannungen. Diese könnten die Energiepreise und die Frachtkosten auf kurze Sicht in die Höhe treiben und den Welthandel stören. Zudem könnten Extremwetterereignisse und auch generell die fortschreitende Klimakrise dazu führen, dass die Nahrungsmittelpreise stärker stiegen als erwartet. Die Inflation könnte aber auch niedriger ausfallen als angenommen, wenn ein geringes Vertrauen sowie Bedenken bezüglich geopolitischer Ereignisse dazu führten, dass sich die Konsum- und Investitionsausgaben nicht so rasch erholten wie gedacht, wenn die Geldpolitik die Nachfrage stärker dämpfe als erwartet oder wenn sich das wirtschaftliche Umfeld in der übrigen Welt überraschend eintrübe. Größere Spannungen im Welthandel würden zu mehr Unsicherheit bei den Inflationsaussichten im Euroraum führen.

In Bezug auf die monetäre und finanzielle Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Frau Schnabel und Herrn Lane dargelegte Einschätzung. Es wurde angemerkt, dass die Marktzinsen im Euroraum seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Dezember gestiegen seien, was teilweise die höheren Zinsen an den globalen Finanzmärkten widerspiegele. Die Finanzierungsbedingungen seien insgesamt weitgehend stabil gewesen. Dabei seien die gestiegenen Kurz- und Langfristzinsen durch die starken Märkte für risikoreiche Vermögenswerte und einen etwas schwächeren Wechselkurs ausgeglichen worden.

Da die langfristigen Zinssätze stärker gestiegen seien als die kurzfristigen, habe die Zinsstrukturkurve seit dem letzten Herbst weltweit einen steileren Verlauf angenommen. Zugleich wurde betont, dass der jüngste Anstieg der langfristigen Anleiherenditen nicht besonders augenfällig erscheine, wenn man die Entwicklung über einen längeren Zeitraum betrachte. In den vergangenen zwei Jahren seien die langfristigen Zinssätze vor allem in Anbetracht der erheblichen Leitzinsveränderungen bemerkenswert stabil geblieben.

Seit der Sitzung des EZB-Rats im Dezember hätten sich die Marktzinsen auf beiden Seiten des Atlantiks ähnlich entwickelt. Dies sei Ausdruck höherer Laufzeitprämien sowie einer Neubewertung der Zinserwartungen. Die jeweiligen Beiträge der zugrunde liegenden Bestimmungsfaktoren seien jedoch unterschiedlich groß. In den Vereinigten Staaten hätten die Marktzinsen unter anderem aufgrund der gestiegenen Inflationserwartungen, aber auch der anhaltenden Stärke der US-Wirtschaft sowie der Bedenken über voraussichtlich höhere Haushaltsdefizite angezogen. Aus diesem Grund hätten die Märkte einige der Zinssenkungen ausgepreist, die vor der Sitzung des Offenmarktausschusses im Dezember 2024 in den Zinserwartungen noch berücksichtigt worden seien. Auch die Unsicherheit über die von der neuen US-Regierung ergriffenen Maßnahmen habe zur Verkaufswelle bei US-amerikanischen Staatsanleihen beigetragen. In Europa sei der Anstieg der langfristigen Zinsen im Wesentlichen auf die Laufzeitprämien zurückzuführen. Hierbei wirkten wohl verschiedene Faktoren zusammen. Dazu zählten Übertragungseffekte aus den Vereinigten Staaten, Sorgen bezüglich der Aussichten für die Finanzpolitik sowie ganz allgemein die politische Ungewissheit auf nationaler und internationaler Ebene. Angesprochen wurden auch die möglichen Auswirkungen einer restriktiveren Geldpolitik in Japan, dem größten Gläubigerland der Welt. Steigende Renditen an den heimischen Anleihemärkten dürften japanische Investoren veranlassen, Mittel aus Auslandsinvestitionen ins eigene Land umzuschichten.

Von der passiven Verkürzung der Bilanz des Eurosystems – die im Zuge der Beendigung der Wiederanlage von Tilgungsbeträgen fällig gewordener Wertpapiere zu beobachten sei – gehe ebenfalls ein gradueller Aufwärtsdruck auf die Laufzeitprämien bei den längeren Zeithorizonten aus. Dies habe aber keine allzu große Rolle gespielt, vor allem was die Entwicklung seit der letzten Ratssitzung betreffe. Der Bilanzabbau sei lange im Voraus thematisiert worden und sei deshalb bereits zum Großteil eingepreist gewesen, als das Auslaufen der Reinvestitionen dann tatsächlich angekündigt worden sei. Verglichen mit einer hypothetischen Situation ohne Wertpapierbestände übe der Restbestand der Wertpapierportfolios des Eurosystems noch immer einen merklichen Abwärtsdruck auf die längerfristigen Staatsanleiherenditen aus. Es wurde betont, dass die sinkenden Zentralbankbestände die Finanzierungsbedingungen zwar beeinflussten, die quantitative Straffung jedoch im Hintergrund schrittweise und reibungslos vonstattengehe.

Im Rahmen der Diskussion über die langfristigen Renditen wurde darauf verwiesen, dass steigende Renditen auch Risiken für die Finanzstabilität mit sich bringen könnten. Dies sei insbesondere im Hinblick auf die hohen Bewertungen und die hohe Verschuldung in der Weltwirtschaft der Fall. Ein weiteres Finanzstabilitätsrisiko ergebe sich daraus, dass möglicherweise eine Deregulierung des Finanzsystems in den Vereinigten Staaten – unter anderem im Bereich Krypto-Assets – bevorstehe. Dadurch könnten sich in den kommenden Jahren Risiken aufbauen und den Boden für eine Finanzkrise in der Zukunft bereiten.

Was die Finanzierungsbedingungen anbelange, so werde es für die Unternehmen und privaten Haushalte aufgrund der zurückliegenden Leitzinssenkungen allmählich günstiger, Kredite aufzunehmen. Im Neugeschäft seien die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte im November weiter gesunken. Die Zinsen für bestehende Kredite blieben jedoch hoch, und die Finanzierungsbedingungen seien nach wie vor restriktiv.

Die Kreditvergabe an Unternehmen und Privathaushalte sei im Vergleich zu den historischen Durchschnittswerten gedämpft, auch wenn die Kreditvergabe zugenommen habe. Das jährliche Wachstum der Bankkredite an Unternehmen habe sich im Dezember auf 1,5 % erhöht (nach 1,0 % im November). Der allmähliche Anstieg der Vergabe von Hypothekarkrediten habe sich fortgesetzt, sei aber insgesamt verhalten geblieben. Die Jahreswachstumsrate habe sich im Dezember auf 1,1 % belaufen nach 0,9 % im November. Dennoch sei das zunehmende Tempo des Kreditwachstums ein ermutigendes Zeichen. Es lasse darauf schließen, dass die geldpolitische Lockerung allmählich über den Bankkreditkanal weitergegeben werde. Anlass zu einer gewissen Zuversicht gebe auch, dass keinerlei Anzeichen für negative Auswirkungen der rückläufigen Überschussliquidität im Bankensystem auf die Kreditvergabebedingungen der Banken zu erkennen seien.

Von der Umfrage zum Kreditgeschäft gingen allerdings uneinheitliche Signale aus. Die Richtlinien für Hypothekarkredite seien im vierten Quartal weitgehend unverändert geblieben, nachdem sie zuvor eine Zeit lang gelockert worden seien. Für das kommende Quartal rechneten die Banken mit einer Verschärfung. Die Banken hätten bei der Nachfrage nach Hypothekarkrediten den drittstärksten Anstieg seit Einführung der Umfrage im Jahr 2003 gemeldet. Verantwortlich hierfür seien in erster Linie die attraktiveren Zinssätze. Die deute vor dem Hintergrund anziehender Immobilienpreise auf eine Wende am Wohnimmobilienmarkt hin. Unterdessen seien die Richtlinien für Konsumentenkredite im vierten Quartal gestrafft worden; auch die Kreditrichtlinien für Unternehmen seien überraschend verschärft worden. Ausschlaggebend hierfür seien vor allem die erhöhten wahrgenommenen wirtschaftlichen Risiken sowie die niedrigere Risikotoleranz der Banken gewesen.

Es wurde angemerkt, dass die in der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft gemeldete Verschärfung der Kreditrichtlinien für Unternehmen nicht überinterpretiert werden dürfe. Die überwiegende Mehrheit der Banken habe unveränderte Kreditrichtlinien gemeldet. Nur ein kleiner Teil der Befragten habe von

einer leichten Straffung berichtet, und ein noch kleinerer Teil von einer geringfügigen Lockerung. Es wurde daran erinnert, dass die Methodik zur Berechnung der Nettoanteile in der Umfrage fest etabliert sei. Dabei werde in der Regel ein kleiner prozentualer Anteil von Banken, die eine Lockerung gemeldet hätten, von einem kleinen prozentualen Anteil von Banken, die eine Verschärfung gemeldet hätten, subtrahiert. Außerdem habe diese Methodik nicht den guten Prognosegehalt geschmälert, den die Angaben zum Nettoanteil für die künftige Kreditvergabeentwicklung besäßen. Die Informationen aus der Umfrage zum Kreditgeschäft würden zudem durch die Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln untermauert. Deren Ergebnisse deuteten auf einen leichten Rückgang der Verfügbarkeit von Finanzmitteln hin. Die Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln werde inzwischen vierteljährlich durchgeführt und ermögliche eine wichtige Gegenprüfung der von den Banken gemeldeten Daten anhand von Angaben aus der Unternehmensperspektive.

Was die Kreditnachfrage der Unternehmen betreffe, so habe sich diese laut der Umfrage zum Kreditgeschäft zwar im vierten Quartal 2024 geringfügig erhöht, insgesamt sei sie jedoch – im Einklang mit der schleppenden Investitionstätigkeit – nach wie vor schwach. Es wurde angemerkt, dass sich der Nachfrageanstieg womöglich deshalb in Grenzen halte, weil die Unternehmen mit weiteren Zinssenkungen rechneten und darauf warteten, Kredite zu günstigeren Zinsen aufnehmen zu können. Dies deute darauf hin, dass die Transmission der Leitzinssenkungen möglicherweise stärker werde, je näher das Ende des Zinssenkungszyklus rücke. Zugleich wurde angeführt, dass die Kreditnachfrage der Unternehmen im Euroraum in erster Linie durch die wirtschaftliche und geopolitische Unsicherheit und weniger durch das Zinsniveau gebremst werde.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs beurteilten die Ratsmitglieder die seit der letzten geldpolitischen Sitzung neu verfügbaren Daten im Einklang mit den drei Hauptelementen, die der EZB-Rat 2023 kommuniziert und als wichtig für die Ausgestaltung seiner Reaktionsfunktion bezeichnet hatte. Diese seien a) die Auswirkungen der neu eingegangenen Wirtschafts- und Finanzdaten auf die Inflationsaussichten, b) die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation und c) die Stärke der geldpolitischen Transmission.

In Bezug auf die Inflationsaussichten herrschte breiter Konsens, dass die aktuellen Daten im Großen und Ganzen im Einklang mit dem mittelfristigen Inflationspfad stünden, der in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2024 enthalten sei. Die Inflation sei sowohl im November als auch im Dezember 2024 etwas niedriger ausgefallen als erwartet. Die Aussichten seien nach wie vor stark von der Entwicklung der Teuerungsrate im Dienstleistungssektor abhängig. Diese liege seit mehr als einem Jahr bei knapp 4 %. Allerdings habe sich ihre Dynamik in den letzten

Monaten abgeschwächt, und es sei, insbesondere in der zweiten Jahreshälfte 2025, mit einem weiteren Rückgang des Lohndrucks zu rechnen. Die Öl- und Gaspreise seien höher gewesen als in den Dezember-Projektionen erwartet und müssten genau beobachtet werden. Daraus lasse sich aber bislang keine wesentliche Veränderung des Basisszenarios in den Projektionen ablesen.

Risiken für die Inflationsaussichten bestünden in beide Richtungen: Aufwärtsrisiken gingen von den Aussichten für die Energie- und Nahrungsmittelpreise, von einem stärkeren US-Dollar und der nach wie vor hartnäckigen Inflation bei den Dienstleistungen aus. Ein Abwärtsrisiko ergebe sich daraus, dass das Wachstum niedriger als erwartet ausfallen könnte. Mit Blick auf die Auswirkungen möglicher US-Zölle bestehe erhebliche Unsicherheit. Jedoch seien die geschätzten Folgen für die Inflation im Euroraum gering, und es sei unklar, ob sie inflationssteigernd oder -dämpfend ausfallen würden. Für das Wirtschaftswachstum sei dagegen eindeutig mit negativen Auswirkungen zu rechnen. Unsicherheit ergebe sich zudem aus dem möglichen Abwärtsdruck, der von den sinkenden chinesischen Exportpreisen ausgehe.

Es gebe Hinweise darauf, dass sich das Risikogleichgewicht seit Dezember in Richtung der Aufwärtsrisiken verschoben habe. Dies gehe beispielsweise aus Marktumfragen hervor, die zeigten, dass das Risiko einer Überschreitung des Inflationszielwerts größer sei als das einer Unterschreitung. Die umfragebasierten Inflationserwartungen sowie die marktbasierten Messgrößen des Inflationsausgleichs seien zum Teil leicht nach oben revidiert worden. Jedoch lägen die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen weiterhin fest verankert bei 2 %, was die Ratsmitglieder zuversichtlich stimmte.

Mit Blick auf die zugrunde liegende Inflation stimmten die Ratsmitglieder darin überein, dass die Entwicklung der meisten Messgrößen darauf hindeute, dass sich die Inflation nachhaltig im Bereich des Zielwerts einpendeln werde. Die Kerninflation habe fast ein Jahr lang hartnäckig bei rund 2,7 % gelegen, sei nun aber auch niedriger ausgefallen als projiziert. Einige Messgrößen wiesen nach wie vor ein gewisses Maß an Persistenz auf, wobei die Binneninflation hoch bleibe und sich die ausschlussbasierten Messgrößen hartnäckig auf einem Niveau von über 2 % hielten. Zudem führe die Lohnzurückhaltung erst mit zeitlicher Verzögerung dazu, dass die inländischen Preise und die Lohnstückkosten langsamer anstiegen. Darüber hinaus basiere sie darauf, dass die Gewinnmargen weiterhin als Puffer wirkten sowie auf einer konjunkturellen Erholung der Arbeitsproduktivität. Hauptursache für die Hartnäckigkeit der Binneninflation sei jedoch die stark durch das Lohnwachstum geprägte Teuerung im Dienstleistungssektor. Diese dürfte sich im Jahresverlauf 2025 abschwächen.

Was die geldpolitische Transmission anbelange, so zeige die jüngste Kreditdynamik, dass die Transmission der Geldpolitik funktioniere. Sowohl die vorangegangene Straffung als auch die anschließende schrittweise Rücknahme dieser Straffung wirkten auf die Finanzierungsbedingungen – einschließlich Kreditzinsen und Kreditvergabe – durch. Es wurde betont, dass nicht alle

Nachfragekomponenten gleich stark reagiert hätten. So seien vor allem die Unternehmensinvestitionen durch eine hohe Unsicherheit und strukturelle Schwächen gebremst worden. Die Unternehmen führten häufig ihre Eigenmittel als Grund dafür an, keine Kreditanträge zu stellen. Dass sie diese Mittel nicht investierten, dürfte eher mit der hohen Unsicherheit als mit dem Zinsniveau zusammenhängen. Daher seien geringe Investitionen nicht unbedingt ein Zeichen für eine restriktive Geldpolitik. Zugleich sei unklar, inwieweit die Auswirkungen der vergangenen Straffung noch ausstünden. Ebenso werde es dauern, bis der vollständige Effekt der jüngsten geldpolitischen Lockerung die Wirtschaft erreiche. Sogar variabel verzinsliche Kredite würden, ebenso wie Einlagen, in der Regel erst mit einer zeitlichen Verzögerung angepasst.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Hintergrund stimmten alle Ratsmitglieder dem Vorschlag von Herrn Lane zu, die drei Leitzinssätze der EZB um je 25 Basispunkte zu senken. Die Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität – der Zinssatz, mit dem der geldpolitische Kurs gesteuert werde – sei durch die aktualisierte Beurteilung der Inflationsaussichten, die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und die Stärke der geldpolitischen Transmission gerechtfertigt.

Es gebe klare Argumente für eine weitere Zinssenkung um 25 Basispunkte in der aktuellen Sitzung. Ein solcher Schritt werde durch die neu verfügbaren Daten gestützt. Die Ratsmitglieder stimmten darin überein, dass der Disinflationsprozess gut voranschreite, während die Wachstumsaussichten weiterhin schwach seien. Das Ziel sei zwar noch nicht erreicht, und die Inflation dürfte auf kurze Sicht weiterhin über dem Zielwert liegen. Allerdings habe sich das Vertrauen in eine zeitnahe und nachhaltige Annäherung der Teuerungsrate an das Inflationsziel erhöht, da die Gesamt- wie auch die Kerninflation zuletzt unter den Projektionen der EZB gelegen hätten. Insbesondere eine Rückkehr der Inflation zum Zielwert von 2 % im Jahresverlauf 2025 stehe im Einklang mit den Basisprojektionen vom Dezember, die auf der Grundlage eines Zinspfads erstellt worden seien, der deutlich unter dem aktuellen Niveau der Terminkurve gelegen habe.

Zugleich wurde betont, dass angesichts der hohen Unsicherheit, der anhaltenden Aufwärtsrisiken bei Energie- und Nahrungsmittelpreisen, eines starken Arbeitsmarkts und hoher Zuwächse bei den Tarifverdiensten sowie eines hartnäckigen Preisauftriebs bei Dienstleistungen Vorsicht geboten sei. Aufwärtsrisiken könnten eine nachhaltige Rückkehr zum Zielwert verzögern, während die Inflationserwartungen nach einer langen Hochinflationsphase fragiler sein könnten. Zudem hätten die Unternehmen gelernt, ihre Preise als Reaktion auf neue inflationäre Schocks schneller anzuheben. Darüber hinaus führten die Reaktionen der Finanzmärkte auf eine erhöhte geopolitische Unsicherheit oder eine stärkere Risikoaversion häufig zu einer Aufwertung des US-Dollar. Dies könnte Energiepreisschübe zur Folge haben, die sich negativ auf die Inflationsaussichten auswirken könnten.

Die Risiken für die Wachstumsaussichten seien nach wie vor abwärtsgerichtet, was auf längere Sicht in der Regel auch mit Abwärtsrisiken für die Inflation einhergehe. Die Konjunkturaussichten würden durch die erhöhte Unsicherheit getrübt. Ursächlich hierfür seien die geopolitischen Spannungen, die Sorge um die Finanzpolitik im Euroraum und die jüngsten Spannungen im Welthandel im Zusammenhang mit möglichen Maßnahmen der US-Regierung, die zu einer weltweiten konjunkturellen Abschwächung führen könnten. Solange der Disinflationsprozess voranschreite, könnten die Leitzinsen weiter in Richtung eines neutralen Niveaus angepasst werden, um die Wirtschaft nicht unnötig zu belasten. Gleichwohl hätten sich die Wachstumsrisiken nicht so stark verschoben, dass die Anpassung hin zu einem neutralen Kurs rascher erfolgen müsse. Ferner wurde argumentiert, angesichts der vorherrschenden Unsicherheit sei hinsichtlich Ausmaß und Tempo weiterer Zinssenkungen Vorsicht geboten, sobald sich die Leitzinsen dem neutralen Niveau annäherten.

Eine Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität auf 2,75 % in der aktuellen Sitzung wurde auch unter dem Gesichtspunkt des Risikomanagements als angemessen erachtet. Einerseits würde damit ein hinreichendes Maß an Optionalität gewahrt, um auf einen möglicherweise entstehenden neuen Preisdruck zu reagieren. Andererseits werde dadurch dem Risiko entgegengewirkt, dass man bei der Rücknahme der geldpolitischen Straffung zu spät agiere. Zudem sichere man sich gegen das Risiko einer unter den Zielwert sinkenden Inflation ab.

Mit Blick auf die Zukunft wurde es als verfrüht erachtet, im EZB-Rat über einen potenziellen Zielbereich der Leitzinsen zu diskutieren, da sich die Inflation nachhaltig dem Zielwert annähere. Es wurde allgemein die Auffassung vertreten, dass man auch beim aktuellen Zinssatz für die Einlagefazilität relativ sicher zu der Einschätzung gelangen könne, dass die Geldpolitik noch immer restriktiv sei. Dies stehe auch im Einklang mit der Tatsache, dass sich die Konjunktur verhältnismäßig schwach entwickele. Zugleich wurde die Meinung geäußert, dass der natürliche oder neutrale Zinssatz höher sein dürfte als vor der Pandemie, da sich das Gleichgewicht zwischen der globalen Nachfrage nach Ersparnissen und dem entsprechenden Angebot in den letzten Jahren verändert habe. Ausschlaggebend hierfür seien der weltweit hohe und steigende Bedarf an Investitionen für den ökologischen und digitalen Wandel, der sprunghafte Anstieg der Staatsverschuldung und die zunehmende geopolitische Fragmentierung gewesen. Diese Faktoren hätten zu einer Umkehr der globalen Sparschwemme geführt und das Angebot an Ersparnissen verringert. Ein höherer neutraler Zinssatz impliziere, dass sich die Zinsen bei einer weiteren Leitzinssenkung auf der aktuellen Sitzung durchaus dem neutralen Bereich annäherten. Demzufolge rücke der Punkt näher, an dem die Geldpolitik nicht mehr als restriktiv bezeichnet werden könne.

In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass die öffentliche Diskussion über den natürlichen oder neutralen Zinssatz unter Marktanalysten und -beobachtern intensiver werde. Die Märkte

versuchten, die Einschätzung des EZB-Rats hierzu als Näherungsgröße für die Terminal Rate zu verwenden, also für den Zinssatz, bei dem der aktuelle Zinszyklus enden werde. Diese Diskussion wurde jedoch als irreführend angesehen. Es wurde daran erinnert, dass bezüglich der Höhe des natürlichen oder neutralen Zinssatzes erhebliche Unsicherheit bestehe. Zwar könne der natürliche Zinssatz theoretisch als längerfristiger Orientierungspunkt für die Beurteilung des geldpolitischen Kurses dienen, doch sei er eine nicht beobachtbare Variable. Sein praktischer Nutzen für die Steuerung der Geldpolitik von Sitzung zu Sitzung sei fraglich, da die Schätzungen mit einer erheblichen Modell- und Parameterunsicherheit behaftet und die Konfidenzbänder daher zu breit seien, um eine klare Orientierungshilfe zu bieten. Zudem sei der natürliche Zinssatz als Gleichgewichtswert konzipiert und eigne sich daher kaum für die Verwendung in einem sich rasch verändernden Umfeld, in dem es – wie derzeit – zu fortgesetzten neuen Schocks komme.

Darüber hinaus wurde angemerkt, dass der kommende Wirtschaftsbericht einen Kasten mit den jüngsten Schätzungen des Eurosystems zum natürlichen Zinssatz enthalte, der am 7. Februar 2025 vorab veröffentlicht werde. In diesem Kasten würden die große Bandbreite der Punktschätzungen, die Eigenschaften der zugrunde liegenden Modelle und die erhebliche statistische Unsicherheit der einzelnen Punktschätzungen hervorgehoben. Es wurde die Auffassung geäußert, es gebe keine Alternative dazu, dass der EZB-Rat von Sitzung zu Sitzung einen angemessenen Leitzinspfad ermittle, der mit dem Erreichen des Zielwerts auf mittlere Sicht vereinbar sei. Dieser Pfad könne nur in Echtzeit und unter Berücksichtigung eines hinreichend breiten Spektrums an Informationen identifiziert werden.

Im Hinblick auf die Kommunikation wurde allgemein betont, dass es umsichtig und weiterhin geboten sei, einen von der Datenlage abhängigen Ansatz zu verfolgen und sich auf jeder Sitzung sämtliche Optionen offenzuhalten. Das derzeitige Umfeld erhöhter Unsicherheit spreche verstärkt dafür, Beschlüsse von Sitzung zu Sitzung zu fassen und keinen Spielraum für eine Forward Guidance zuzulassen. Der Ansatz, von Sitzung zu Sitzung zu entscheiden und sich dabei an drei Kriterien zu orientieren, habe sich für den EZB-Rat bewährt, und die Ratsmitglieder seien damit zufrieden, wie die Märkte die Reaktionsfunktion der EZB interpretierten. Es wurde auch angemerkt, dass Datenabhängigkeit nicht impliziere, bei der Kalibrierung der Geldpolitik eine vergangenheitsbezogene Perspektive einzunehmen. Die Geldpolitik sei per Definition zukunftsgerichtet, da sie die künftige Inflation beeinflusse und ihr vorrangiges Ziel auf mittlere Sicht festgelegt werde. Daten seien in vielen unterschiedlichen Formen verfügbar, und allen maßgeblichen Informationen müsse zeitnah Rechnung getragen werden.

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 30. Januar 2025

Pressemitteilung

Geldpolitische Beschlüsse vom 30. Januar 2025

Sitzung des EZB-Rats, 29.-30. Januar 2025

Mitglieder

- Frau Lagarde, Präsidentin
- Herr de Guindos, Vizepräsident
- Herr Centeno
- Herr Cipollone
- Herr Demarco, vorübergehend Vertretung von Herrn Scicluna
- Herr Dolenc, Vizepräsident der Banka Slovenije
- Herr Elderson
- Herr Escrivá*
- Herr Holzmann
- Herr Kālis, kommissarischer Präsident der Latvijas Banka
- Herr Kažimír
- Herr Knot
- Herr Lane
- Herr Makhlouf*
- Herr Müller
- Herr Nagel
- Herr Panetta
- Herr Patsalides*

- Herr Rehn
- Herr Reinesch
- Frau Schnabel
- Herr Šimkus
- Herr Stournaras*
- Herr Villeroy de Galhau
- Herr Vujčić*
- Herr Wunsch

* Mitglieder, die im Januar 2025 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

Sonstige Anwesende

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

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

Begleitpersonen

- Herr Arpa
- Frau Bénassy-Quéré
- Herr Debrun
- Herr Gavilán
- Herr Gilbert
- Herr Kaasik
- Herr Koukoularides
- Herr Lünnemann
- Herr Madouros
- Herr Martin
- Herr Nicoletti Altimari

- Herr Novo
- Herr Rutkaste
- Frau Schembri
- Herr Šiaudinis
- Herr Šošić
- Herr Tavlas
- Herr Ulbrich
- 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 3. April 2025 vorgesehen.

Europäische Zentralbank
Generaldirektion Kommunikation
Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland
Tel.: +49 69 1344 7455, E-Mail: media@ecb.europa.eu
Internet: www.ecb.europa.eu

Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.