

## Sitzung am 7.-8. September 2022

### Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank in Frankfurt am Main am Mittwoch und Donnerstag, 7.-8. September 2022

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

##### Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel stellte zu Beginn fest, dass sich das Narrativ an den Finanzmärkten seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juli verändert habe. Zunächst seien die Vermögenspreise weltweit von Rezessionsängsten bestimmt worden. Zugleich hätten sich die Finanzierungsbedingungen aufgrund der Erwartung, dass die Zentralbanken rund um den Globus das Tempo ihrer Zinserhöhungen verlangsamen würden, gelockert, denn einer möglichen Rezession sei die Fähigkeit zugeschrieben worden, zu einem Rückgang der Inflation auf ihr Zielniveau beizutragen. Angesichts der nach wie vor unerwartet hohen Inflationsszahlen habe sich jedoch der Fokus der Anleger in letzter Zeit allmählich verschoben, sodass wieder mit einem strafferen geldpolitischen Kurs gerechnet werde.

In diesem Umfeld ließen sich vier wichtige Entwicklungen beobachten. Erstens herrsche an den Zinsmärkten noch immer eine historisch hohe Volatilität, in der sich eine sehr große Unsicherheit bezüglich der Inflation sowie eine erhöhte Datenabhängigkeit der Geldpolitik widerspiegeln. Zweitens werde nun erwartet, dass die Normalisierung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet deutlich schneller voranschreiten werde als zum Zeitpunkt der vorangegangenen Ratssitzung angenommen. Drittens sei die im Sommer beobachtete Rally bei risikoreichen Vermögenswerten zum Stillstand gekommen und teilweise rückgängig gemacht worden, da die Anleger den künftigen Kurs der Geldpolitik neu bewertet hätten. Viertens bleibe die Reagibilität der Renditeabstände von Staatsanleihen im Euroraum auf die Leitzinserwartungen deutlich geringer, als sie es vor der außerordentlichen Sitzung des EZB-Rats am 15. Juni 2022 gewesen sei.

An den globalen Zins- und Devisenmärkten herrsche weiterhin eine hohe Volatilität. Ausschlaggebend für die erhöhte Volatilität an den Zinsmärkten seien vor allem die Unsicherheit im Zusammenhang mit

der künftigen Inflationsentwicklung und der neuen Vorgehensweise des EZB-Rats, die Leitzinsbeschlüsse von Sitzung zu Sitzung festzulegen, wodurch sich die Abhängigkeit von der Datenlage erhöht habe.

Was die Veränderung der Leitzinserwartungen betreffe, so hätten die Märkte Ausmaß und Tempo der geldpolitischen Normalisierung neu bewertet. Die Terminal Rate, also der Zinssatz, der nach Auffassung der Marktteilnehmer am Ende des Zinserhöhungszyklus erreicht werde, habe sich nach dem Ende Juli verzeichneten Tiefstand merklich erholt und liege derzeit nahe dem Höchststand von Mitte Juni. Die erwartete Geschwindigkeit, mit der die Terminal Rate erreicht würde, sei ebenfalls gestiegen, da die Anleger mit einem weniger graduellen Straffungszyklus rechneten.

In der Erwartung des steileren geldpolitischen Pfades spiegelte sich zum Teil auch die Tatsache wider, dass die Anleger das Szenario einer über längere Zeit höheren Inflation für zunehmend wahrscheinlicher hielten. Die Anleger rechneten nun damit, dass die Inflation nicht im September, wie zum Zeitpunkt der Ratssitzung im Juli erwartet, sondern im Dezember einen Höchststand erreichen werde. Auch die Optionsmärkte deuteten auf wachsende Aufwärtsrisiken für die Teuerung hin; Anleger preisten derzeit eine Wahrscheinlichkeit von rund 15 % ein, dass die Inflation in den nächsten fünf Jahren im Durchschnitt über 4 % liegen werde. Zudem zögen einige Messgrößen für den längerfristigen Inflationsausgleich nun wieder an.

Angesichts des jüngsten Anstiegs der Zinssätze für sehr kurzfristige inflationsindexierte Swaps werde davon ausgegangen, dass die realen kurzfristigen Zinssätze im Euroraum noch einige Zeit sehr akkommodierend bleiben dürften. Die Entwicklung in den Vereinigten Staaten verlaufe indes vollkommen anders; dort deuteten marktbasierende Schätzungen darauf hin, dass die entsprechenden Zinssätze bereits im Jahr 2023 restriktiv sein dürften.

Im Anschluss daran erläuterte Frau Schnabel, wie die Neubewertung der geldpolitischen Erwartungen auf die übrigen Finanzmärkte übertragen worden sei. Die Aktienkurse seien im Sommer trotz der eingetrübten Wachstumsaussichten merklich gestiegen. Ab der zweiten Augushälfte seien die Notierungen jedoch gesunken, da die Inflation – und die damit einhergehenden höheren Diskontierungssätze – Grund zur Sorge geboten hätten und die Unternehmen ein niedrigeres Gewinnwachstum erwarteten. Der Kursrückgang bei risikoreichen Vermögenswerten sei jedoch durch eine Stimmungsaufhellung unter den Anlegern teilweise ausgeglichen worden, denn diese verlangten nun einen geringeren Ausgleich für das Halten risikoreicher Anlagen statt risikofreier Anleihen. In den USA seien die Aktiennotierungen insgesamt leicht zurückgegangen. Die Märkte im Euroraum hingegen hätten ihr zum Zeitpunkt der Juli-Ratssitzung beobachtetes Niveau deutlich unterschritten. Ein wichtiger Grund für diese divergierende Entwicklung sei der starke Anstieg der Energiepreise in Europa gewesen. Dieser habe sich negativ auf das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die Gewinnerwartungen der Unternehmen ausgewirkt.

Die hohen Energiepreise in Europa und die zunehmenden Abwärtsrisiken für das Wachstum im Eurogebiet im Vergleich zu den Vereinigten Staaten seien derzeit auch eine Belastung für den Euro-Wechselkurs – ebenso wie die divergierenden Erwartungen bezüglich der Entwicklung des Leitzinsgefälles zwischen den beiden Volkswirtschaften.

An den Anleihemärkten des Euroraums sei es im frühen Sommer zunächst zu einer Verringerung der Renditeabstände von Unternehmensanleihen gekommen, die sich parallel zur Neubewertung anderer risikoreicher Vermögenswerte vollzogen habe und mit der zurückgekehrten Risikobereitschaft aufseiten der Anleger im Einklang stehe. Im August habe sich die beschriebene Entwicklung dann teilweise wieder umgekehrt.

Die Renditeabstände von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet hätten sich allmählich ausgeweitet und spiegelten die veränderten Leitzinserwartungen wider. Dennoch scheine sich die Beziehung zwischen den Spreads und den Zinserwartungen seit der außerordentlichen Sitzung des EZB-Rats am 15. Juni 2022 abgeschwächt zu haben.

Die im Juli vorgenommene Leitzinsanhebung um 50 Basispunkte sei reibungslos auf die Geldmärkte übertragen worden – mit einigen Ausnahmen an den Märkten für Repogeschäfte und Schatzwechsel. Insbesondere bei den Sätzen für Geschäfte mit nicht allgemeinen Sicherheiten aus Deutschland (Non-General Collateral) sei die Transmission nach der Zinserhöhung nur partiell erfolgt, was vor allem mit der Knappheit hinterlegungsfähiger deutscher Bundesanleihen zusammenhänge.

## Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

Im Anschluss daran bot Herr Lane einen Überblick über die jüngsten wirtschaftlichen, monetären und finanziellen Entwicklungen in der Welt und im Euroraum. Nach dem ungewöhnlich hohen Wachstum zu Jahresbeginn, das im Zuge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft verzeichnet worden sei, habe sich die konjunkturelle Aktivität weltweit wieder auf die vor der Pandemie verzeichneten durchschnittlichen Wachstumsraten verringert. Die Abschwächung des Handels deute zusammen mit dem gesunkenen Auftragseingang im Exportgeschäft auf eine anhaltende Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik hin. Der Teilindex des globalen Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Lieferzeiten der Zulieferer habe sich aufgrund der schwindenden Nachfrage und der teilweisen Beseitigung von Angebotsengpässen zwar verringert, doch das Ausmaß der Angebotsengpässe sei insgesamt weiterhin hoch. Der Euro habe seit Jahresbeginn 2021 an Wert verloren. Grund dafür seien unter anderem die geldpolitischen Erwartungen und die Verschlechterung der Terms of Trade.

Was die Konjunktur im Euroraum betreffe, so habe sich die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe seit Anfang des Jahres deutlich abgeschwächt; der EMI-Teilindex für die Produktion im verarbeitenden

Gewerbe sei im zweiten Quartal unter die Schwelle von 50 Punkte gefallen und zeige nun einen Rückgang an. Im Vergleich dazu liege der EMI-Teilindex für die Aktivität im Dienstleistungssektor zwar auf einem höheren Wert, entwickle sich aber ebenfalls rückläufig – selbst im Gastgewerbe, das am stärksten vom Wiederhochfahren der Wirtschaft profitiert habe. Nachdem die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet im zweiten Quartal 2022 um 0,8 % gewachsen sei, deuteten die mechanischen Kurzfristprognoseinstrumente nun auf eine deutliche Konjunkturverlangsamung im dritten und vierten Quartal hin.

Die Betrachtung der Nachfragekomponenten zeige für das zweite Quartal eine merkliche Belebung des Verbrauchs der privaten Haushalte. Hierzu habe in hohem Maße der Konsum von Dienstleistungen beigetragen, während der Konsum von Gebrauchsgütern weiterhin schwach gewesen sei. Was die künftige Entwicklung anbelange, so lasse die Umfrage der Europäischen Kommission darauf schließen, dass sich die Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen signifikant verringern und die ohnehin bereits niedrige Nachfrage nach Waren noch weiter abschwächen werde. Der von der Europäischen Kommission erhobene Unsicherheitsindikator zeige einen starken Anstieg sowohl der Unsicherheit der privaten Haushalte auch als auch deren wahrgenommener Notwendigkeit der vorsorglichen Ersparnisbildung an.

Was die Entwicklung der Investitionen betreffe, so sei außerhalb des Baugewerbes im zweiten Quartal 2022 ein starkes Wachstum verzeichnet worden, nachdem das erste Quartal noch von Lieferengpässen und Lockdowns geprägt gewesen sei. Der Beitrag der Bauinvestitionen habe sich hingegen in Grenzen gehalten, und die Wohnungsbauinvestitionen seien zurückgegangen. Die Umfrageindikatoren deuteten auf eine Abschwächung der Investitionen ohne Bauten im zweiten Halbjahr hin.

Der Saldo der Warenhandelsbilanz des Eurogebiets habe sich im Juni bei rund 3 % des BIP stabilisiert, wobei für Energie im zweiten Quartal ein Defizit von rund 5 % des BIP zu Buche gestanden habe. Der Einkommenseffekt des Terms-of-Trade-Verlusts belaufe sich auf rund 5 Prozentpunkte. In dieser Höhe erfolge ein Einkommenstransfer in Energie exportierende Länder außerhalb des Euroraums, was wiederum eine Verringerung des für Inlandsausgaben zur Verfügung stehenden Einkommens um 5 Prozentpunkte impliziere.

Der Arbeitsmarkt sei im zweiten Quartal robust geblieben. Für das dritte Quartal signalisiere der EMI für die Beschäftigung allerdings eine Abschwächung in allen Sektoren. Durch eine Analyse der das Verhältnis von Arbeitslosenquote und Vakanzquote abbildenden Beveridge-Kurve lasse sich die Arbeitsmarktdynamik besser einordnen. Im Euro-Währungsgebiet sei die Arbeitslosenquote derzeit historisch niedrig und die Vakanzquote historisch hoch. In den USA sei der Quotient aus der Anzahl der offenen Stellen und der Arbeitslosenzahl sehr viel höher.

Was die Finanzpolitik anbelange, so hätten die Regierungen der Euro-Länder im Jahr 2022 als Reaktion auf den Krieg in der Ukraine noch mehr Unterstützung geleistet, obwohl die pandemiebedingten Maßnahmen ausgelaufen seien. In diesem Jahr habe die finanzpolitische Unterstützung im Euroraum eine Erhöhung des Wachstums um rund 0,4 Prozentpunkte und eine Verringerung der am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessenen Inflation um rund 0,6 Prozentpunkte bewirkt, wie Modelle des Eurosystems zeigten. Mit Blick auf das Auslaufen der befristet angelegten Stützungsmaßnahmen sei davon auszugehen, dass die Inflation in den Jahren 2023 und 2024 hierdurch in die Höhe getrieben werde. Trotz der höheren finanzpolitischen Unterstützung bleibe es bei der Schätzung, dass das Defizit des Euroraums im Jahr 2022 auf 3,8 % des BIP sinken werde.

Was die jüngste Inflationsentwicklung betreffe, so habe sich die am HVPI gemessene Teuerungsrate im August auf 9,1 % erhöht. Auf die Energiekomponente entfalle weiterhin etwa die Hälfte des Anstiegs der Gesamtinflation, doch auch alle anderen Komponenten spielten eine wichtige Rolle.

In den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2022 sei die Inflation im Zeitraum bis zum dritten Quartal 2023 deutlich nach oben korrigiert worden. Ausschlaggebend hierfür seien vor allem die höheren Preise für Energie- und Nahrungsmittelrohstoffe gewesen, wengleich auch die Kerninflation mit rund 1 Prozentpunkt zu der Aufwärtskorrektur beigetragen habe. Diese Revision hänge wiederum mit der Annahme zusammen, dass die Verteuerung von Energie und Nahrungsmitteln schneller auf die Kerninflation durchwirken werde. Ab dem letzten Quartal 2023 seien die Aufwärtskorrekturen dann geringer.

Das Gesamtbild eines an Breite gewinnenden Inflationsdrucks bleibe bestehen. Viele Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation seien weiter angestiegen. Die monatliche Veränderung zeige jedoch, dass bei einigen Indikatoren eine Abflachung eingesetzt habe oder dass sie sogar schon in den negativen Bereich gefallen seien. Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, dass diese Indikatoren sensibler auf die gesunkenen Ölpreise reagierten.

Was den Preisanstieg für Waren betreffe, so seien einige Indikatoren für den Preisdruck nach wie vor robust. Die Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter, also für Waren in den vorgelagerten Stufen der Produktionskette, hätten sich jedoch etwas abgeschwächt.

Die Teuerung bei den Dienstleistungen habe sich von 1,5 % vor der Pandemie im Jahr 2019 auf über 3 % im Juli 2022 erhöht. Hierbei zeige die getrennte Betrachtung von Angebots- und Nachfragefaktoren, dass von letzteren im Jahr 2022 ein zunehmend hoher Beitrag zum Anstieg der Dienstleistungspreise ausgehe. Neben Angebotsschocks spiele demzufolge auch die Erholung der Nachfrage eine bedeutende Rolle. Dabei sei es wichtig, zwischen einer Nachfrageerholung und einem Nachfrageüberhang zu unterscheiden.

Diese Abgrenzung sei auch für den Vergleich der Inflationsentwicklung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten von Belang. In den Vereinigten Staaten gehe der Anstieg der Kerninflation eng mit einem Anstieg des Lohnwachstums einher. Dies sei im Euro-Währungsgebiet nicht der Fall. Hier sei die Entwicklung der Kerninflation eindeutig von jener der Tarifverdienste entkoppelt. Im Euroraum folge die Inflation der Komponenten des HVPI-Warenkorbs, die sich durch einen relativ hohen Anteil der Löhne an den direkten Inputkosten auszeichnen, weitgehend der Dynamik der Tarifverdienste und halte sich somit insgesamt weiterhin in Grenzen. Die starken Veränderungen der Kerninflation im Eurogebiet seien vielmehr auf andere Bestandteile zurückzuführen, etwa auf gewerbliche Erzeugnisse sowie andere Komponenten mit einem relativ geringen Lohnanteil an den direkten Inputkosten. Für den Anstieg der Kerninflation seien in den beiden Volkswirtschaften folglich unterschiedliche Faktoren ausschlaggebend. So spielten die Löhne in den Vereinigten Staaten eine zentrale Rolle, im Euroraum hingegen nicht.

Was die jüngste Lohnentwicklung betreffe, so seien die Tarifverdienste im Eurogebiet im zweiten Quartal um 2,4 % gestiegen. Der experimentelle Indikator der EZB für die Lohnentwicklung deute auf eine allmähliche Beschleunigung des Lohnwachstums in den kommenden Quartalen hin. Aus den jüngsten Tarifabschlüssen im Euroraum gehe hervor, dass für die Jahre 2022 und 2023 durchschnittliche Lohnsteigerungen von etwa 3 % erzielt worden seien. Die im dritten Quartal geschlossenen Vereinbarungen sehen für 2023 jedoch etwas niedrigere Lohnerhöhungen vor als die Tarifabschlüsse des zweiten Quartals. Ein sich beschleunigender Trend sei in den Daten bislang nicht erkennbar.

Was die Inflationserwartungen angehe, so zeige die Umfrage unter geldpolitischen Analysten, dass die Inflationsrate für dieses und nächstes Jahr immer wieder neu geschätzt worden sei. Für 2023 werde indes mit einer Inflationsrate von 4 % gerechnet, was deutlich unter der in den September-Projektionen enthaltenen Inflationsrate von 5,5 % liege. Im Jahr 2024 werde die Teuerung laut Umfrage stabil bei 2 % liegen. Aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen gehe hervor, dass die Erwartungen zur Teuerung in drei Jahren im März dieses Jahres sprunghaft angestiegen seien und seitdem weiter um das Niveau vom März geschwankt hätten.

Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs seien auf kurze Sicht stark gestiegen. Dieser Anstieg spiegele zu einem großen Teil die Erwartungen einer auf kurze Sicht höheren Inflation wider, sei aber auch auf den Energiepreisschock und die Unsicherheit angesichts der Gaslieferungen aus Russland zurückzuführen. Auf längere Sicht spiegelten die Messgrößen des Inflationsausgleichs jedoch einen sehr starken Rückgang der Teuerung auf rund 2 % bis Mitte 2024 wider.

Anschließend gab Herr Lane die wesentlichen Annahmen der September-Projektionen wieder. Verglichen mit den Projektionen vom Juni seien die Ölpreise moderat nach unten, die Gas- und Strompreise aber deutlich nach oben korrigiert worden. Auch die kurzfristigen Zinssätze seien für 2023 und 2024 kräftig nach oben revidiert worden. Den Prognosen zufolge lägen die

Dreimonatszinsen für das Jahr 2023 nun bei knapp 2 % und dürften 2024 in etwa auf diesem Niveau bleiben. Somit werde in den Projektionen von einer deutlichen Verschärfung der Finanzierungsbedingungen ausgegangen, welche die Straffung der Geldpolitik durch die EZB widerspiegele.

Im Hinblick auf die zentralen Aussagen der September-Projektionen sei es hilfreich, einige wichtige Kennzahlen zu betrachten, die Veränderungen im vierten Quartal gegenüber dem vierten Quartal des Vorjahres darstellten. Damit könnten zwischenzeitliche Entwicklungen besser erfasst werden, da sie um Überhangeffekte bereinigt seien, die die Jahresdurchschnittswerte beeinflussten.

Den Erwartungen zufolge werde die Inflationsrate im vierten Quartal 2022 gemessen als Veränderung gegenüber dem vierten Quartal 2021 im Schnitt bei 9,2 % liegen. Im vierten Quartal 2023 dürfte die Inflation auf 3,3 % und im vierten Quartal 2024 auf 2,2 % sinken. In jahresdurchschnittlicher Betrachtung werde für das kommende Jahr mit einem Preisanstieg von 5,5 % gerechnet. Die Differenz zu dem für das Schlussquartal 2023 erwarteten Wert von 3,3 % sei darauf zurückzuführen, dass die Jahresänderungsrate für 2023 angesichts des hohen Ausgangsniveaus der Projektion einen substantiellen Überhangeffekt enthalte. Aus den in den Projektionen der EZB ausgewiesenen Jahreswerten ergebe sich daher eine stark rückläufige Dynamik der vierteljährlichen Inflationsentwicklung.

Zugleich dürfte die Kerninflation weniger stark zurückgehen. Während damit gerechnet werde, dass die Schocks im Zusammenhang mit den Energiepreisen und den Lieferengpässen in ihrer Wirkung nachließen, deute der Aufholprozess bei den Löhnen zum Ausgleich der Reallohnverluste vor dem Hintergrund einer guten Arbeitsmarktlage darauf hin, dass die Kerninflation im Projektionszeitraum weiterhin bei über 2 % liegen werde.

Mit Blick auf die finanzielle und monetäre Entwicklung stellte Herr Lane fest, dass sich die Finanzierungsbedingungen weiter verschärft hätten, was sich auf die gesamte Wirtschaft auswirke. Die Kosten der Banken für die Anleihefinanzierung hätten sich sowohl bei gedeckten Schuldverschreibungen als auch bei vorrangigen unbesicherten Anleihen deutlich erhöht. Zudem habe ein Anstieg der Einlagenzinsen für Unternehmen und private Haushalte eingesetzt. Die nominalen Kosten der Fremdfinanzierung von Unternehmen wie auch die Kreditkosten der privaten Haushalte dürften im weiteren Jahresverlauf noch zunehmen.

Das Volumen der Kreditvergabe an Unternehmen sei nach wie vor hoch, da die Firmen lieber jetzt als später Kredite aufnähmen. Die Emission von Schuldverschreibungen hingegen falle per saldo negativ aus, da die Unternehmen diese weiterhin durch Bankkredite ersetzen. Ursächlich hierfür seien die vergleichsweise niedrigeren Kreditzinsen. Die Kreditströme an private Haushalte seien noch immer robust, aber bei der Vergabe von Wohnungsbaukrediten seien erste Anzeichen einer Verlangsamung erkennbar. Die zukunftsgerichteten Indikatoren deuteten darauf hin, dass sich die Kreditaufnahme des privaten Sektors in der zweiten Jahreshälfte abschwächen werde.

Was die Entwicklung der weit gefassten Geldmenge M3 betreffe, so habe sich das Wachstum im vergangenen Jahr deutlich verlangsamt. Nach Beendigung der Nettoankäufe von Vermögenswerten durch das Eurosystem sei die Geldschöpfung durch die Vergabe von Bankkrediten gestützt worden. Da das Wachstum der Kredite an den privaten Sektor jedoch abnehmen dürfte, werde davon ausgegangen, dass sich die Geldschöpfung weiter verringere. Die Einlagenbildung der Unternehmen und privaten Haushalte habe sich in den vergangenen Monaten normalisiert, wobei die entsprechenden jährlichen Zuwachsraten in der Nähe ihres vor der Pandemie verzeichneten Durchschnittsniveaus lägen.

Zusammenfassend betonte Herr Lane, dass der Preisdruck außerordentlich hoch sei und voraussichtlich über einen längeren Zeitraum anhalten werde. Der Anstieg der Energiepreise sei auf einem extrem erhöhten Niveau geblieben und habe mit 38,3 % erneut den größten Beitrag zur Gesamtinflation geleistet, die im August 9,1 % betragen habe. Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln habe im August ebenfalls zugenommen, und zwar auf 10,6 % nach 9,8 % im Juli. Zum Teil sei dies den gestiegenen Inputkosten im Zusammenhang mit Energie, Handelsstörungen bei Nahrungsmittelrohstoffen und den widrigen Witterungsbedingungen zuzuschreiben. Marktbasierte Indikatoren deuteten darauf hin, dass die Ölpreise auf kurze Sicht nachgeben, die Großhandelspreise für Gas aber auf einem außerordentlich hohen Niveau verbleiben würden. Die Lieferengpässe hätten sich zwar verringert, wirkten aber weiterhin nach und nach auf die Verbraucherpreise durch. Zudem habe die Nachfrageerholung im Dienstleistungssektor zum Anstieg der Inflation beigetragen. Auch die jüngste Abwertung des Euro habe den Inflationsdruck weiter verstärkt. Der Preisdruck habe in der gesamten Wirtschaft erneut an Stärke und Breite gewonnen. Dies sei unter anderem auf die hohen Energiekosten zurückzuführen, die sich auf die gesamte Wirtschaft auswirkten. Dementsprechend lägen die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation weiterhin auf erhöhtem Niveau. Auf kurze Sicht könne die Inflation weiter anziehen. Wenn die aktuellen angebotsseitigen Triebkräfte der Inflation mit der Zeit nachließen und die Normalisierung der Geldpolitik auf die Wirtschaft und die Preissetzung durchschlage, werde die Teuerung sinken. Robuste Arbeitsmärkte und eine gewisse Aufholdynamik zur Kompensation der höheren Inflation dürften zum Lohnwachstum beitragen. Zugleich deuteten die neu verfügbaren Daten sowie die jüngsten Tarifvereinbarungen auf eine insgesamt weiterhin verhaltene Lohnentwicklung hin. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen bei rund 2 %. Mit Blick auf die jüngsten Korrekturen einiger Indikatoren auf oberhalb des Zielwerts liegende Raten sei jedoch eine weitere Beobachtung erforderlich.

Die Inflationsprojektionen der EZB seien, vor allem für die kurze Frist, nach oben korrigiert worden. Aufgrund der extrem erhöhten Preise für Energie- und Nahrungsmittelrohstoffe, des Wiederhochfahrens der Wirtschaft und der Lieferengpässe dürfte die HVPI-Gesamtinflation im weiteren Jahresverlauf 2022 auf einem sehr hohen Niveau bleiben. Gegenüber den Juni-Projektionen sei die Gesamtinflation für 2022 um 1,3 Prozentpunkte, für 2023 um 2,0 Prozentpunkte und für 2024 um

0,2 Prozentpunkte nach oben revidiert worden. Ausschlaggebend hierfür seien die jüngsten unerwarteten Daten, ein außergewöhnlicher Anstieg der Annahmen zu den Großhandelspreisen für Gas und Strom, ein stärkeres Lohnwachstum und die Abwertung des Euro gewesen. Die am HVPI gemessene Inflation werde den Projektionen zufolge 2022 im Durchschnitt bei 8,1 % liegen und in den Jahren 2023 und 2024 auf 5,5 % bzw. 2,3 % sinken. Der projizierte Rückgang sei im Wesentlichen auf die Erwartung zurückzuführen, dass sich die Rohstoffpreise für Energie und Nahrungsmittel im Projektionszeitraum verringern würden. Auch ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet dürfte die HVPI-Inflation bis Mitte 2023 erhöht bleiben. Anschließend werde sie den Erwartungen zufolge jedoch zurückgehen, da die durch das Wiederhochfahren der Wirtschaft bedingten Effekte nachließen und sich die Lieferengpässe wie auch der Kostendruck bei den Energievorleistungen zurückbildeten. Die Fachleute der EZB gingen in ihren jüngsten Projektionen davon aus, dass die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel im Jahr 2022 bei 3,9 %, im Jahr 2023 bei 3,4 % und im Jahr 2024 bei 2,3 % liegen werde.

Nachdem sich die Konjunktur im Euroraum im ersten Halbjahr 2022 erholt habe, wiesen die jüngsten Daten auf eine deutliche Verlangsamung des Wirtschaftswachstums hin. Für den weiteren Jahresverlauf und das erste Quartal 2023 werde nun mit einer wirtschaftlichen Stagnation gerechnet. Die sehr hohen Energiepreise schmälerten die Kaufkraft der Menschen. Zudem werde die Konjunktur nach wie vor durch Lieferengpässe gebremst, wenngleich sich diese inzwischen zurückbildeten. Zwar sei die Beschäftigung im zweiten Quartal 2022 um 0,4 % gestiegen und ließen die Umfrageindikatoren zur Einschätzung der Beschäftigungsaussichten noch immer darauf schließen, dass sich das Wachstum auch im dritten Quartal fortsetzen werde, doch deuteten hochfrequente Indikatoren darauf hin, dass die Zahl der offenen Stellen im Juli zu stagnieren begonnen habe und in der zweiten Jahreshälfte ein Höchststand erreicht sein könnte.

Die Eintrübung der Aussichten komme trotz der Aufwärtskorrektur früherer Daten auch in den neuen Stabsprojektionen zum Ausdruck. Verglichen mit den Projektionen vom Juni sei das BIP-Wachstum für 2022 um 0,3 Prozentpunkte nach oben revidiert worden, wobei das Ergebnis in der ersten Jahreshälfte höher als erwartet ausgefallen sei. Dagegen sei die Wirtschaftsleistung für 2023 um 1,2 Prozentpunkte und für 2024 um 0,2 Prozentpunkte nach unten korrigiert worden. Dies sei hauptsächlich den Auswirkungen der Störungen im Bereich der Energieversorgung, der gestiegenen Inflation und dem sinkenden Vertrauen zuzuschreiben. Laut den neuen Projektionen werde das Wachstum des realen BIP 2022 bei 3,1 % liegen und sich im Jahr 2023 deutlich auf 0,9 % verlangsamen. Wenn auf mittlere Sicht der Energiemarkt zu einem Gleichgewicht zurückfinde, die Unsicherheit nachlasse, die Lieferengpässe zurückgingen und sich die Realeinkommen erholten, sei davon auszugehen, dass sich das Wachstum wieder beschleunige und 2024 einen Wert von 1,9 % erreiche.

Vor dem Hintergrund der sich abschwächenden Weltkonjunktur hätten die Abwärtsrisiken für den Wachstumsausblick zugenommen, was insbesondere für die kurze Frist gelte. Ein lang andauernder Krieg in der Ukraine stelle insbesondere im Falle einer Rationierung der Energieversorgung von Unternehmen und privaten Haushalten weiterhin ein erhebliches Wachstumsrisiko dar. Dies spiegele sich auch im Abwärtsszenario der Projektionen wider. In einer solchen Situation sei es möglich, dass das Vertrauen weiter sinke und die angebotsseitigen Engpässe wieder zunähmen. Auch könnten die Energie- und Nahrungsmittelkosten dauerhaft höher bleiben als erwartet. Eine weitere Eintrübung der weltwirtschaftlichen Aussichten könnte die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums zusätzlich belasten.

Was die Inflationsaussichten anbelange, so seien die Risiken überwiegend aufwärtsgerichtet. Eine weitere Störung der Energieversorgung stelle auf kurze Sicht ein hohes Risiko dar. Auf mittlere Sicht könnte die Inflation höher ausfallen als erwartet, wenn die Produktionskapazität im Euroraum dauerhaft beeinträchtigt werde, die Energie- und Nahrungsmittelpreise weiter zulegten, die Inflationserwartungen über den Zielwert der EZB anstiegen oder die Löhne stärker wüchsen als angenommen. Sollten die Energiekosten allerdings sinken oder die Nachfrage mittelfristig nachlassen, werde dies den Preisdruck verringern.

Die Marktzinsen seien gestiegen, da die Marktakteure mit Blick auf die Inflationsaussichten eine weitere Normalisierung der Geldpolitik vorweggenommen hätten. Die Unternehmenskredite hätten sich in den vergangenen Monaten verteuert, und die Zinssätze für Bankkredite an private Haushalte seien so hoch wie seit über fünf Jahren nicht mehr. Das Volumen der Bankkreditvergabe an Unternehmen sei jedoch nach wie vor hoch, was teilweise auf den Finanzierungsbedarf zur Deckung der hohen Produktionskosten und der Kosten für den Lageraufbau zurückzuführen sei. Unterdessen verlangsame sich die Vergabe von Hypothekendarlehen an private Haushalte aufgrund sich verschärfender Kreditrichtlinien, steigender Kreditkosten und eines geringen Verbrauchervertrauens. Vor dem Hintergrund der Flexibilität, mit der die Reinvestitionen im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) nach wie vor erfolgten, und angesichts der einhelligen Befürwortung des Instruments zur Absicherung der Transmission (TPI) durch den EZB-Rat in seiner Sitzung am 20.-21. Juli hätten sich die Staatsanleiherenditen weitgehend im Einklang mit den risikofreien Zinssätzen entwickelt. Seit dieser Sitzung seien Unternehmensanleihen und Aktien angesichts einer Aufhellung der Risikostimmung über weite Strecken gestiegen, jedoch zuletzt im Zuge einer Erhöhung der Diskontierungssätze wieder gesunken.

## Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Herr Lane schlug vor, die drei Leitzinssätze der EZB auf der aktuellen Sitzung um jeweils 75 Basispunkte anzuheben. Dieser große Schritt werde für einen schnelleren Übergang von dem

derzeitigen, stark akkommodierenden Leitzinsniveau auf ein Niveau sorgen, das eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel der EZB von 2 % gewährleiste. Er regte zudem an bekannt zu geben, dass auf der Grundlage der aktuellen Einschätzung von einer weiteren Erhöhung der Zinsen in den kommenden Sitzungen auszugehen sei, um die Nachfrage zu dämpfen und dem Risiko einer andauernden Aufwärtsverschiebung der Inflationserwartungen vorzubeugen.

Herr Lane erinnerte daran, dass nach Maßgabe der geldpolitischen Strategie die angemessene geldpolitische Reaktion auf eine Abweichung vom Inflationsziel von den jeweiligen Gegebenheiten abhängt und sich nach Ursache, Ausmaß und Persistenz der Abweichung richtet. Der große Zinsschritt sei angemessen, da die Inflation für einen langen Zeitraum deutlich über dem Zielwert liegen dürfte, per saldo Aufwärtsrisiken für die Teuerung bestünden und die Leitzinsen nach wie vor sehr akkommodierend seien. Die Kommunikation dieses Beschlusses solle klarstellen, dass die angemessene Geldpolitik für das Euro-Währungsgebiet auch weiterhin der Tatsache Rechnung tragen werde, dass der Energiepreisschock – unter anderem über die Auswirkungen der sehr deutlichen Verschlechterung der Terms of Trade – eine entscheidende Triebkraft der Inflationsentwicklung und der allgemeinen Konjunkturaussichten bleibe. So sei die Inflationsdynamik im Zusammenhang mit dem Energiepreisschock, dem das Eurogebiet besonders stark ausgesetzt sei, nicht mit einer nachfragebedingten Überhitzungsdynamik zu vergleichen.

Im Einklang mit dem Ansatz, von Sitzung zu Sitzung über die Leitzinsen zu entscheiden, solle der EZB-Rat auch betonen, dass seine Geldpolitik weiterhin von der Datenlage abhängen und nicht einem vorgegebenen Pfad folgen werde und dass künftige Zinsbeschlüsse die Entwicklung der Inflationsaussichten und die aktuellen Daten widerspiegeln.

Darüber hinaus schlug Herr Lane vor, der EZB-Rat solle die Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im PEPP-Portfolio weiterhin flexibel handhaben.

Schließlich regte er noch an, das zweistufige System für die Vergütung von Überschussreserven auszusetzen und hierzu den Multiplikator auf null zu setzen. Bei einem positiven Zinssatz für die Einlagefazilität sei das zweistufige System nicht mehr erforderlich, da es dazu diene, die bankbasierte Transmission der Geldpolitik im Falle eines negativen Einlagesatzes zu unterstützen.

## 2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

### Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

Mit Blick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Herrn Lane in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der aktuellen Lage im Euro-Währungsgebiet und der

Risiken für die Konjunkturaussichten. Nachdem der Euroraum im ersten Halbjahr 2022 eine konjunkturelle Erholung verzeichnet habe, wiesen die jüngsten Daten auf eine deutliche Verlangsamung des Wirtschaftswachstums hin. Für den weiteren Jahresverlauf und das erste Quartal 2023 werde mit einer wirtschaftlichen Stagnation gerechnet. Die sehr hohen Energiepreise schmälerten die Kaufkraft der Menschen. Zudem werde die Wirtschaftstätigkeit nach wie vor durch Lieferengpässe gebremst, wenngleich sich diese inzwischen zurückbildeten. Darüber hinaus belastete die ungünstige geopolitische Situation, vor allem der Krieg Russlands in der Ukraine, das Unternehmer- und Verbrauchervertrauen. Der Ausblick spiegelte sich in den Projektionen für das Wirtschaftswachstum vom September wider. Diese seien für den Rest des laufenden Jahres und bis weit in das Jahr 2023 hinein erheblich nach unten korrigiert worden. Die Inflation sei weiterhin deutlich zu hoch und werde voraussichtlich für längere Zeit über dem Zielwert bleiben. Auftrieb erhalte die Teuerung nach wie vor durch stark steigende Energie- und Nahrungsmittelpreise, den in einigen Sektoren herrschenden Nachfragedruck infolge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft sowie durch Lieferengpässe. Der Preisdruck habe in der gesamten Wirtschaft erneut an Stärke und Breite gewonnen, und auf kurze Sicht könne die Inflation weiter anziehen. Wenn jedoch die aktuellen Triebkräfte der Inflation mit der Zeit nachließen und die Normalisierung der Geldpolitik auf die Wirtschaft und die Preisbildung durchschlage, werde die Teuerung sinken.

Die weltweite Konjunktur habe sich in der ersten Jahreshälfte 2022 aufgrund angebotsseitiger Störungen und anderer Negativfaktoren verlangsamt, und die Wachstumsdynamik habe sich in den letzten Monaten erheblich abgeschwächt. Mit Blick auf die Zukunft werde die nachlassende globale Wirtschaftstätigkeit auch den Welthandel und die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums belasten, wenngleich sich der Druck auf die internationalen Lieferketten verringere. Dabei werde das Weltwirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte voraussichtlich moderat bleiben, da die hohe Inflation die Realeinkommen schmälere.

Im Zusammenhang mit dem weltweiten geldpolitischen Straffungszyklus wiesen die Ratsmitglieder darauf hin, dass sich die Wirtschaftslage in den Vereinigten Staaten von der im Eurogebiet unterscheide. So hänge der Preisdruck in den USA eher mit einer Überhitzung der Binnennachfrage zusammen, wohingegen er im Euroraum vermehrt auf eine importierte Inflation und eine Aneinanderreihung von Angebotsschocks zurückzuführen sei. Der stärkere Lohndruck in den Vereinigten Staaten sei der Tatsache geschuldet, dass die Anpassung am dortigen Arbeitsmarkt über einen Anstieg der Entlassungen und nicht über eine Verringerung der geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen erfolgt sei. Infolgedessen steige nun, da Konjunktur und Beschäftigung sich kräftig erholten, die Zahl der offenen Stellen in den USA drastisch an, was zu einer Verschiebung des zyklischen Zusammenhangs zwischen offenen Stellen und Arbeitslosigkeit geführt habe (abzulesen an der Beveridge-Kurve). Im Euroraum sei dieses Verhältnis hingegen insgesamt stabil geblieben. Daraus lasse sich schließen, dass der aktuelle, höhere Lohndruck in den Vereinigten Staaten

Ausdruck einer im Vergleich zum Euroraum angespannteren Arbeitsmarktlage sei. Außerdem sei das Euro-Währungsgebiet seit Beginn des Krieges in der Ukraine stärker von den steigenden Energiepreisen – insbesondere den Gaspreisen – betroffen, die als Hauptursache für die hohe Inflation anzusehen seien.

Es wurde zudem angemerkt, dass der im vergangenen Jahr verzeichnete Abwertungstrend des Euro, vor allem gegenüber dem US-Dollar, den Inflationsdruck im Euroraum in nächster Zeit noch verstärken könne. Der Wertverlust des Euro gegenüber der US-Währung lasse sich durch eine Reihe von Faktoren erklären. Hierzu zählten die unterschiedlichen Auswirkungen des Energiepreisschocks auf die Terms of Trade der jeweiligen Volkswirtschaft, die voneinander abweichenden konjunkturellen Bedingungen sowie die unterschiedlichen Risiken im Zusammenhang mit dem Krieg und der Energiekrise. Gleichzeitig habe auch die raschere Straffung der Geldpolitik in den USA eine wichtige Rolle gespielt.

Was die Entwicklungen im Euroraum betreffe, so sei die Wirtschaft dort im zweiten Quartal 2022 um 0,8 % gewachsen, wofür insbesondere hohe Konsumausgaben für kontaktintensive Dienstleistungen nach Beendigung der pandemiebedingten Einschränkungen den Ausschlag gegeben hätten. In den Sommermonaten habe die Reisetätigkeit zugenommen. Davon hätten vor allem Länder mit einem bedeutenden Tourismussektor profitiert. Gleichwohl hätten die Unternehmen unter den hohen Energiekosten und den anhaltenden – wenngleich sich zuletzt allmählich zurückbildenden – Lieferengpässen gelitten. Zwar habe der florierende Tourismus das Wirtschaftswachstum im dritten Quartal gestützt, doch die Wirtschaftstätigkeit dürfte sich im weiteren Jahresverlauf erheblich verlangsamen. Dafür sprächen im Wesentlichen vier Gründe. Erstens: Die hohe Inflation dämpfe Ausgaben und Produktion in der Gesamtwirtschaft, wobei sich diese Bremsfaktoren durch Störungen in der Gasversorgung noch verstärkten. Zweitens: Die mit dem Wiederhochfahren der Wirtschaft eingetretene kräftige Nachfrageerholung bei den Dienstleistungen werde in den kommenden Monaten an Schwung verlieren. Drittens: Mit der sich auch angesichts der strafferen Geldpolitik vieler großer Volkswirtschaften abschwächenden weltweiten Nachfrage und den sich verschlechternden Terms of Trade würden weniger Impulse für die Wirtschaft im Euroraum zu erwarten sein. Viertens: Die Unsicherheit sei nach wie vor hoch, und das Vertrauen sinke rapide. Unterdessen zeige sich der Arbeitsmarkt weiterhin robust und stütze die Konjunktur. Die Zahl der Erwerbstätigen habe sich im zweiten Quartal 2022 um mehr als 600 000 erhöht, und die Arbeitslosenquote habe im Juli mit 6,6 % einen historischen Tiefstand markiert. Die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden sei im zweiten Quartal weiter angestiegen (um 0,6 %) und liege nun über dem Vorpandemieniveau.

Im Hinblick auf die Konjunktorentwicklung stimmten die Ratsmitglieder mit Herrn Lane darin überein, dass es zunehmende Anzeichen für einen Abschwung im Euroraum gebe, der sich bis in das Jahr 2023 erstrecken könne. Es wurde allerdings auch betont, dass die Wirtschaft im zweiten Jahresviertel 2022 mit einer Wachstumsrate von 0,8 % gegenüber dem Vorquartal eine

bemerkenswerte Stärke gezeigt habe. In Bezug auf die künftige Entwicklung wurde darauf verwiesen, dass das Basisszenario der September-Projektionen nicht auf eine Rezession hindeute, wohl aber für die Zeit um den Jahreswechsel eine Stagnation voraussehe. Verschiedene Modelle und Indikatoren legten indes nahe, dass im kommenden Jahr eine Rezession wahrscheinlich sei. Wenn Russland seine Gaslieferungen vollständig einstellte, könne es zu einer ausgewachsenen Rezession kommen.

Inwieweit die hohen Energiepreise weiter durchwirkten, hänge entscheidend von der Reaktion der inländischen Nachfrage sowie von der weniger akkommodierenden Geldpolitik ab. Es wurde daran erinnert, dass einer der zentralen Punkte der jüngsten Projektionen sei, dass die hohen Energiepreise den Konsum aufgrund sinkender Realeinkommen zwangsläufig belasten würden. Außerdem sei davon auszugehen, dass die Unternehmensinvestitionen geringer ausfallen dürften als zuvor angenommen, da energieintensive sowie im Energiesektor tätige Unternehmen durch die höheren Energiepreise möglicherweise unter finanziellen Druck gerieten.

Die Ratsmitglieder merkten an, dass neben den negativen Auswirkungen der sprunghaft gestiegenen Energie- und sonstigen Rohstoffpreise auch Unsicherheit darüber bestehe, wie sich der damit verbundene Terms-of-Trade-Verlust zwischen Arbeitnehmern und Unternehmen aufteile. In diesem Zusammenhang wurde die Auffassung vertreten, dass es dauern werde, bis die durch den Terms-of-Trade-Schock erlittenen Einkommensverluste vollständig absorbiert seien, da sowohl die Unternehmen als auch die Arbeitnehmer versuchten, entgangene Gewinne und Verluste beim Realeinkommen wieder auszugleichen.

Hinsichtlich der finanzpolitischen Reaktion auf die höheren Energiepreise waren sich die Ratsmitglieder einig, dass die Maßnahmen befristet und nur auf die anfälligsten Privathaushalte und Unternehmen ausgerichtet sein sollten, um das Risiko eines höheren Inflationsdrucks zu begrenzen. Es wurden jedoch Bedenken geäußert, dass es den Regierungen schwerfallen könne, Maßnahmen zielgerichtet einzusetzen und sie rechtzeitig zurückzunehmen. Angesichts eines negativen Angebotsschocks seien die Regierungen gut beraten, ihre Defizite zu verringern und einen strukturellen Konsolidierungskurs einzuschlagen. Dies sei insbesondere in jenen Ländern wichtig, in denen die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung infrage gestellt werden könnte.

Zugleich wurde darauf verwiesen, dass zur Bewältigung der Energiekrise, bei der es sich um einen Angebotsschock handele, in erster Linie Maßnahmen seitens der Regierungen vonnöten seien. Die Steuerung der Inflation durch die Geldpolitik erfolge hauptsächlich über einen dämpfenden Effekt auf die Konjunktur, wobei es zu langen und zeitlich variablen Verzögerungen komme. Mit geldpolitischen Maßnahmen lasse sich die kurzfristige Inflationsentwicklung somit nicht kontrollieren. Mehr bewirken könnten hier Initiativen der Regierungen und der Europäischen Kommission.

Mit Blick auf das Produktionspotenzial wurde angemerkt, dass sich der Krieg und die Pandemie stärker und länger auf die Produktionskapazitäten der Wirtschaft auswirkten als erwartet. Um die

Inflation einzudämmen, müsse die Nachfrage daher gegebenenfalls entsprechend reduziert werden. Wenn das Angebot stärker beeinträchtigt werde als die Nachfrage, könne dies den Inflationsdruck selbst bei sinkenden Realeinkommen erhöhen. Umfrageergebnissen zufolge hingen die Produktionsbeschränkungen der Unternehmen in erster Linie mit dem Arbeitskräfte- und Ausrüstungsmangel zusammen und nicht mit einer unzureichenden Nachfrage. Es wurde daher die Frage aufgeworfen, ob sich die Produktionslücke eventuell bereits geschlossen habe, denn aus der Arbeitslosigkeitslücke ergäben sich Hinweise darauf, dass die Rolle von Kapazitätsengpässen als Inflationstreiber womöglich unterschätzt werde. Allerdings wurde auch die Auffassung geäußert, dass die gesamtwirtschaftliche Nachfrage immer noch deutlich unter ihrem Potenzial liege. Insgesamt sei klar, dass sowohl Angebots- als auch Nachfragefaktoren eine wichtige Rolle bei der Bestimmung des aktuellen Grads an wirtschaftlicher Unterauslastung im Eurogebiet spielten.

Vor diesem Hintergrund befanden die Ratsmitglieder, dass angesichts der sich abschwächenden Weltkonjunktur die Abwärtsrisiken für das Wachstum überwögen, vor allem auf kurze Sicht. Ein lang andauernder Krieg in der Ukraine stelle insbesondere im Falle einer Rationierung der Energieversorgung von Unternehmen und privaten Haushalten weiterhin ein erhebliches Wachstumsrisiko dar. Dies spiegele sich auch im Abwärtsszenario der Projektionen wider. In einer solchen Situation sei es möglich, dass das Vertrauen weiter sinke und die angebotsseitigen Engpässe wieder zunähmen. Auch könnten die Energie- und Nahrungsmittelkosten dauerhaft höher bleiben als erwartet. Eine weitere Eintrübung der weltwirtschaftlichen Aussichten könne die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums zusätzlich belasten.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung. Die Inflation sei im August weiter auf 9,1 % gestiegen. Die Verteuerung von Energie verharre mit 38,3 % auf einem extrem hohen Stand und leiste damit erneut den größten Beitrag zur Gesamtinflation. Marktbasierte Indikatoren deuteten darauf hin, dass die Ölpreise auf kurze Sicht nachgeben würden, während die Großhandelspreise für Gas auf einem außerordentlich hohen Niveau verbleiben würden. Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln habe sich im August ebenfalls erhöht, und zwar auf 10,6 %. Zum Teil sei dies den gestiegenen Inputkosten im Zusammenhang mit Energie, Handelsstörungen bei Nahrungsmittelrohstoffen und den widrigen Witterungsbedingungen zuzuschreiben. Die Lieferengpässe hätten sich zwar verringert, wirkten aber weiterhin nach und nach auf die Verbraucherpreise durch und sorgten – ebenso wie die Nachfragerholung im Dienstleistungssektor – für Aufwärtsdruck auf die Inflation. Auch die Abwertung des Euro habe den Inflationsdruck weiter verstärkt.

Der Preisdruck weite sich auf immer mehr Sektoren aus, unter anderem weil sich die hohen Energiekosten auf die gesamte Wirtschaft auswirkten. Dementsprechend befänden sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation weiterhin auf erhöhtem Niveau. Robuste Arbeitsmärkte und eine gewisse Aufholdynamik zur Kompensation der höheren Inflation dürften zum Lohnwachstum

beitragen. Zugleich deuteten die aktuellen Daten und Tarifvereinbarungen auf eine insgesamt immer noch verhaltene Lohnentwicklung hin. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen derzeit bei rund 2 %. Mit Blick auf die jüngsten Korrekturen einiger Indikatoren auf Werte oberhalb des Inflationsziels sei jedoch eine weitere Beobachtung erforderlich.

Es wurde allgemein betont, dass für die derzeitigen hohen Inflationsraten hauptsächlich die Energieverteuerung verantwortlich sei. Die aktuelle Entwicklung an den Energiemärkten lege zudem den Schluss nahe, dass die Gesamtinflation wohl nicht vor Jahresende einen Wendepunkt erreichen werde. Die monatlichen Inflationsraten ließen weiterhin eine kräftige Dynamik erkennen. Es wurde angeführt, dass sich das Wesen des Inflationsprozesses verändere. Die Teuerung habe begonnen, sich selbst zu verstärken, und zwar so weit, dass sogar eine projizierte deutliche Wachstumsdelle nicht ausreiche, um eine Rückkehr der Inflation auf den Zielwert zu bewirken. Dies gehe auch aus dem von Fachleuten der EZB entwickelten Abwärtsszenario hervor, welches auf eine beträchtliche Rezession hindeute. Die Teuerung werde dabei am Ende des betrachteten Zeitraums sogar noch höher und somit deutlich über dem Zielwert der EZB liegen. Darüber hinaus seien nachfrageseitige Faktoren mittlerweile eine wichtige Triebkraft der zugrunde liegenden Inflation. Diese liege in der Basisprojektion für das Jahr 2024 ebenfalls deutlich über dem Zielwert. Die Teuerung erfasse immer mehr Sektoren und Ausgabenkategorien. Zudem steige die Änderungsrate der Erzeugerpreise für wichtige Konsumgüter stetig an, und der beispiellos hohe Preisdruck lasse darauf schließen, dass die Unternehmen sehr wahrscheinlich einen beträchtlichen Teil dieser Kostensteigerungen an die Verbraucher weitergäben.

Allerdings wurde auch angeführt, dass die Teuerung nach wie vor zum Großteil von Angebotsschocks getrieben werde, die auf den Gütermarkt durchwirkten. Lasse man die volatilen Gaspreise außer Acht, schienen sich diese Schocks jedoch abzuschwächen. Eine Rezession werde zunehmend wahrscheinlicher und werde den Inflationsdruck abmildern. Angesichts weiterhin verankerter Inflationserwartungen und eines verhaltenen Lohnwachstums gebe es keine überzeugenden Anzeichen dafür, dass bereits Zweitrundeneffekte aufträten.

Für die Beurteilung des Risikos, inwieweit es aufgrund höherer Energiepreise zu Zweitrundeneffekten auf die Inflation kommen könne, sei den Ratsmitgliedern zufolge vor allem der Lohndruck relevant. Zwar scheine die Lohnentwicklung im Euroraum insgesamt moderat zu verlaufen, doch gebe es Belege für nationale Unterschiede. In einigen Euro-Ländern sei der Arbeitsmarkt eindeutig überhitzt, was letztlich zu höheren Löhnen führen dürfte. Obwohl es sich bei der Lohnentwicklung grundsätzlich um einen nachlaufenden Indikator des Konjunkturzyklus handele und einige wichtige Tarifverhandlungen erst im Herbst stattfänden, wurde generell die Ansicht vertreten, dass es bislang keine stichhaltigen Hinweise auf Zweitrundeneffekte durch die Löhne gebe. In diesem Zusammenhang wurde hinterfragt, ob sich die aktuelle Lohnentwicklung überhaupt als Indikator für

den künftigen Inflationsdruck eigne, da die Löhne schrittweise und mit erheblicher Verzögerung auf die im Euroraum herrschenden Arbeitsmarktbedingungen reagierten.

Was die längerfristigen Inflationserwartungen anbelange, so seien die meisten Messgrößen der markt- und umfragebasierten Inflationserwartungen nach Ansicht der Ratsmitglieder weitgehend verankert und stünden im Einklang mit Preisstabilität auf mittlere Sicht. Unterdessen deutete eine Reihe von Indikatoren darauf hin, dass das Risiko einer Entankerung der längerfristigen Inflationserwartungen zunehme. Die Ergebnisse der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen ließen erkennen, dass sich die mittelfristigen Inflationserwartungen der Verbraucher allmählich erhöht hätten. So habe der Median der Erwartungen bezüglich der Teuerung in drei Jahren im Juli bei 3 % gelegen. Die anhand des Survey of Professional Forecasters der EZB ermittelten längerfristigen Inflationserwartungen seien im Schnitt auf 2,2 % und damit ebenfalls auf einen historischen Höchststand gestiegen. Es wurde betont, dass durch eine länger anhaltende Phase sehr hoher Teuerungsraten per se das Risiko einer Entankerung der Inflationserwartungen zunehme. Die empirische Evidenz lasse darauf schließen, dass dies vor allem dann gelte, wenn die Erwartungen durch in jüngerer Zeit erworbene Erfahrungen beeinflusst würden. Unerwartet hohe Inflationswerte verschärfen das Risiko, dass es über die Löhne zu Zweitrundeneffekten komme, woraus wiederum Aufwärtsrisiken für die Inflationssichten erwachsen. Mit den Projektionsmodellen ließen sich Persistenz und Ausmaß der aktuellen Inflationentwicklung möglicherweise nicht vollständig erfassen. Der gegen Ende des Projektionszeitraums erwartete Inflationsrückgang sei daher mit einem ungewöhnlich hohen Maß an Unsicherheit behaftet.

Vor diesem Hintergrund erachteten die Ratsmitglieder die Risiken in Bezug auf die Inflation als primär aufwärtsgerichtet. Wie beim Wachstum bestehe auch hier das größte Risiko auf kurze Sicht in einer weiteren Störung der Energieversorgung. Mittelfristig könne die Inflation höher als erwartet ausfallen, sofern sich die Produktionskapazität im Euroraum dauerhaft verschlechtere und es zu weiteren Preissteigerungen bei Energie und Nahrungsmitteln, einem Anstieg der Inflationserwartungen über den Zielwert hinaus sowie unerwartet kräftigen Lohnsteigerungen komme. Es wurde angemerkt, dass eine Ausweitung staatlicher Stützungsmaßnahmen, die nicht oder nur zum Teil gegenfinanziert seien, ebenfalls ein Aufwärtsrisiko für die Teuerung darstellen könne. Sollten die Energiekosten allerdings sinken oder sollte sich die Nachfrage mittelfristig abschwächen, werde dies den Preisdruck verringern. In diesem Zusammenhang wurde auf die sehr nützlichen umfangreichen Sensitivitätsanalysen verwiesen, die die EZB im Rahmen der jüngsten Projektionen durchgeführt habe. Die Ratsmitglieder waren allgemein auch der Ansicht, dass es in Zeiten einer außergewöhnlich hohen statistischen Unsicherheit im Hinblick auf die Basisprojektionen weniger darauf ankomme, wie hoch die Inflation zum Ende des Projektionszeitraums prognostiziert werde. Vielmehr komme es auf die Bewertung der Risiken an, und diese würden für den gesamten Zeitraum, also auch für den geldpolitisch relevanten mittleren Zeithorizont, als aufwärtsgerichtet angesehen.

In Bezug auf die monetäre und finanzielle Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Herrn Lane eingangs dargelegte Einschätzung. Die Unternehmenskredite hätten sich in den vergangenen Monaten verteuert, und die Zinssätze für Bankkredite an private Haushalte seien so hoch wie seit über fünf Jahren nicht mehr. Das Volumen der Bankkreditvergabe an Unternehmen sei bislang nach wie vor hoch, was teilweise auf den Finanzierungsbedarf zur Deckung der hohen Produktionskosten und der Kosten für den Lageraufbau zurückzuführen sei. Unterdessen verlangsame sich die Vergabe von Hypothekendarlehen an private Haushalte aufgrund sich verschärfender Kreditrichtlinien, steigender Kreditkosten und eines geringen Verbrauchervertrauens. Es wurde allerdings betont, dass sich das Kreditwachstum trotz steigender Hypothekenkosten immer noch robust entwickle. Analog zur offenkundigen Resilienz der Realwirtschaft behaupte sich der Bankensektor bislang nach wie vor gut. Hierbei profitiere die Ertragskraft der Banken vom Anstieg der betrieblichen Erträge, den niedrigeren betrieblichen Aufwendungen, der gesunkenen Rückstellungen für Kreditausfälle und einer besseren Qualität der Aktiva. Diese Entwicklung werde vermutlich das Risiko verringern, dass es bei einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums zu negativen Rückkopplungsspiralen zwischen dem Finanzsektor und der übrigen Wirtschaft komme, selbst wenn weiterhin vereinzelt Anfälligkeiten auftreten könnten.

Es wurde darauf verwiesen, dass die Marktbedingungen trotz des Anstiegs der Marktzinsen, der in Erwartung weiterer Leitzinserhöhungen als Reaktion auf die Inflationsaussichten erfolgt sei, keine Anzeichen einer Destabilisierung aufwiesen. Zudem wurde angemerkt, dass eine neuerliche Fragmentierung der Finanzmärkte seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats ausgeblieben sei und sich die Staatsanleiherenditen weitgehend im Einklang mit den risikofreien Zinssätzen bewegt hätten. Auch die Renditeabstände von Unternehmensanleihen seien seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung gesunken, während sich die Aktienmärkte mit Ausnahme des Finanzsektors größtenteils schwächer entwickelt hätten.

Hervorgehoben wurde, dass der Euro seit Juni 2021 gegenüber dem US-Dollar um fast 20 % an Wert verloren habe. Dadurch werde der Energiepreisschock verstärkt und der Druck auf die Importpreise für geraume Zeit erhöht. Insgesamt hätten sich die Finanzierungsbedingungen im Euroraum seit der letzten geldpolitischen Sitzung zwar etwas verschärft, seien jedoch – insbesondere in realer Rechnung und unter Berücksichtigung des Wechselkurses – nach wie vor recht locker. Zugleich würden die höheren Marktzinsen allmählich auf die Kreditzinsen der Banken und die Finanzierungsbedingungen für die Realwirtschaft durchwirken, sodass weitere Anstiege zu erwarten seien.

## Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs waren sich die Ratsmitglieder einig, dass es angemessen sei, einen weiteren Schritt auf dem Weg zur Normalisierung der Geldpolitik zu vollziehen. Insgesamt wurde das aktuelle Niveau der EZB-Leitzinsen als nach wie vor sehr akkommodierend eingeschätzt: Angesichts einer Inflationsrate von 9,1 % im August 2022 und einem Einlagesatz von 0 % lägen die kurzfristigen Realzinsen tief im negativen Bereich. Die Inflation sei deutlich zu hoch und werde voraussichtlich für längere Zeit über dem Zielwert des EZB-Rats bleiben. Sie müsse daher zeitnah auf 2 % zurückgeführt werden.

Die Teuerung sei in den vergangenen Monaten mehrmals höher ausgefallen als erwartet, und es sei unwahrscheinlich, dass der Inflationsdruck von sich aus nachlassen werde. Die Inflationsprojektionen seien für das laufende und das kommende Jahr nach oben korrigiert worden, wobei die Projektion für 2024 in den letzten Quartalen stetig erhöht worden sei und den Zielwert des EZB-Rats von 2 % nun deutlich überschreite. Die Risiken für den projizierten Inflationspfad seien über den gesamten Projektionszeitraum hinweg weiterhin nach oben gerichtet. Darüber hinaus seien die monatlichen Raten der Gesamt- und der Kerninflation stark gestiegen.

Obschon hervorgehoben wurde, dass Angebotsschocks – vor allem jene mit Einfluss auf die Energiepreise – die Hauptursache für das aktuell hohe Inflationsniveau und die sich verschlechternden Aussichten seien, spielten auch nachfrageseitige Faktoren eine Rolle. Die Geldpolitik sei zwar nicht in der Lage, Angebotsschocks entgegenzuwirken, beeinflusse aber ganz klar das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage. Daher wurde das Argument vorgebracht, man könne durch eine zu starke Betonung angebotsseitiger Probleme Gefahr laufen, den Umstand zu vernachlässigen, dass sich zur Dämpfung des Preisauftriebs die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anpassen müsse. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass die erwartete konjunkturelle Abschwächung nicht ausreichen werde, um die Inflation signifikant zu senken, und sie für sich genommen keine Rückkehr der projizierten Inflation auf den Zielwert bewirken werde. Dies stelle den EZB-Rat vor die schwierige Aufgabe, eine zeitnahe Rückkehr der Inflation auf den Zielwert zu gewährleisten, ohne einen Konjunkturabschwung unnötig zu verschärfen. Darüber hinaus wurde angeführt, dass Bedenken hinsichtlich des Wachstums keinesfalls eine notwendige kräftige Leitzinsanhebung verhindern sollten. Überdies wurde angemerkt, dass ohne eine zeitnahe Rückführung der geldpolitischen Akkommodierung der von einer Abwertung des Euro ausgehende Inflationsdruck weiter zunehmen könne, während niedrigere Wechselkurse die Wirtschaftstätigkeit in einem von anhaltenden globalen Lieferengpässen und Knappheiten geprägten Umfeld nur begrenzt stützten.

Zwar könne die Geldpolitik von höheren Energiepreisen ausgehende Erstrundeneffekte und die Auswirkungen von Angebotsschocks nicht verhindern, doch liege ihre Hauptaufgabe darin, den

Risiken von Zweitrundeneffekten entgegenzuwirken und eine Entankerung der Inflationserwartungen zu verhindern. Diese Risiken nähmen zu, und die Inflation halte länger an als zunächst erwartet.

Vor diesem Hintergrund müsse die Reaktion des EZB-Rats auf Überschreitungen des EZB-Zielwerts ebenso kraftvoll ausfallen wie jene auf zu niedrige Inflationsraten. Es wurde daran erinnert, dass der EZB-Rat Abweichungen der Teuerungsrate vom Inflationsziel sowohl nach unten als auch nach oben als gleichermaßen unerwünscht erachte. Die geldpolitische Strategie der EZB sehe die Wahrung der Preisstabilität mit einer mittelfristigen Ausrichtung vor. Darüber hinaus müssten das Ausmaß und die Dauer der Abweichung vom Inflationsziel des EZB-Rats sowie der Hintergrund und die Ursache des Inflationsdrucks berücksichtigt werden. Zugleich wurde darauf verwiesen, dass es sich durch ein zum jetzigen Zeitpunkt erfolgreiches entschlossenes Handeln möglicherweise vermeiden lasse, im späteren Verlauf des Konjunkturzyklus, wenn sich die Wirtschaftstätigkeit verlangsamt, die Zinsen stärker anheben zu müssen. Je länger die hohe Inflation anhalte, so wurde weiter angeführt, desto höher sei die Gefahr einer Entankerung der Inflationserwartungen, und desto teurer werde es, diese Erwartungen wieder zum Zielwert zurückzuführen.

Mit Blick auf den Umfang der Zinserhöhung äußerten sehr viele Ratsmitglieder im Einklang mit dem Vorschlag von Herrn Lane eine Präferenz dafür, die Leitzinsen der EZB um 75 Basispunkte anzuheben. Eine Erhöhung um 75 Basispunkte sei eine angemessene Reaktion auf die weiteren Aufwärtskorrekturen der Inflationsaussichten und ein wichtiges Signal für die Entschlossenheit des EZB-Rats, die Inflationsrate zeitnah wieder zum Zielwert von 2 % zurückzuführen. Die Tatsache, dass die Inflation mehrmals höher ausgefallen sei als erwartet, und die Aufwärtskorrektur der mittelfristigen Inflationsprojektionen erforderten nach Ansicht der Ratsmitglieder eine raschere geldpolitische Normalisierung, damit die Inflationserwartungen mittelfristig auf dem Zielniveau verankert blieben. Als Reaktion auf die jüngsten Inflationsdaten hätten die Marktteilnehmer einen höheren Zinsanstieg eingepreist als im Juli.

Da der Zinssatz für die Einlagefazilität mit 0 % weit von einem Niveau entfernt sei, das im Hinblick auf die geldpolitische Akkommodierung als neutral angesehen werden könne, und angesichts der schlechteren Inflationsaussichten müssten weitere Schritte hin zu einem Niveau, das eine Rückkehr der Inflation auf 2 % begünstige, vorgezogen werden. Der Beschluss des EZB-Rats vom Juli, die Leitzinsen der EZB um 50 Basispunkte anzuheben, sei zwar ein erster wichtiger Schritt zur Normalisierung des Zinsniveaus gewesen, doch wurde argumentiert, dass die Geldpolitik auch nach einer Zinserhöhung um 75 Basispunkte noch expansiv sein werde.

Einige Ratsmitglieder sprachen sich hingegen dafür aus, die EZB-Leitzinsen nur um 50 Basispunkte anzuheben. Eine Erhöhung um 25 Basispunkte wurde als eindeutig unzureichend angesehen, um den aktuellen Inflationsaussichten zu begegnen. Ein Zinsschritt von 50 Basispunkten wäre jedoch groß genug, um zu signalisieren, dass der EZB-Rat die auf seiner Juli-Sitzung begonnene Zinsnormalisierung entschlossen vorantreibe. Angesichts der drohenden Gefahr einer Rezession, die

den Inflationsdruck dämpfen würde, könnte sich eine Zinsanhebung um 50 Basispunkte als ausreichend dafür erweisen, dass die Inflation nach dem Abklingen der vorübergehenden Schocks wieder zum mittelfristigen 2 %-Ziel des EZB-Rats zurückkehre – vorausgesetzt, dieser Zinsschritt sei Teil eines nachhaltigen Anpassungspfads in Richtung eines neutraleren Zinsniveaus. Unbedingt in Angriff zu nehmen sei das Risiko, dass der drastische Inflationsanstieg, der durch den Krieg noch verstärkt werde, die Inflationserwartungen destabilisiere. Eine zu aggressive Reaktion könnte darüber hinaus eine mögliche Rezession verschärfen, und das habe auf kurze Sicht wenig Vorteile für die Inflationsentwicklung.

Bislang seien die Inflationserwartungen weiterhin verankert und das Lohnwachstum nach wie vor moderat. Hinweise auf Zweitrundeneffekte gebe es kaum. Des Weiteren wurde argumentiert, dass die Aufwärtskorrektur der für 2024 erwarteten Inflationsrate in den Stabsprojektionen nicht groß genug sei, um eine aggressivere Reaktion zu rechtfertigen, denn es sei ungewiss, wie stark die Inflation die Binnennachfrage dämpfen werde. Überdies seien die Projektionen – insbesondere gegen Ende des Projektionszeitraums – mit hoher Unsicherheit behaftet. Es wurde angemerkt, dass der Euroraum durch den Nachfrageüberhang weniger stark in Mitleidenschaft gezogen werde als die Vereinigten Staaten. Angebotsseitige Faktoren wie Energie spielten im Eurogebiet eine viel größere Rolle. Außerdem seien der Lohnanstieg moderater und die mittelfristigen Inflationserwartungen besser verankert.

## Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Am Ende der Diskussion fand sich ein Konsens für die Anhebung der drei EZB-Leitzinsen um jeweils 75 Basispunkte, dem sich alle Ratsmitglieder anschlossen. Gleichzeitig bekräftigten sie, dass dieser Beschluss nach wie vor in Abhängigkeit von der Datenlage getroffen werde und ein Zinsschritt um 75 Basispunkte nicht signalisieren solle, dass der EZB-Rat beabsichtige, auf seinen künftigen Sitzungen Zinsanhebungen in ähnlicher Größenordnung vorzunehmen. Im weiteren Verlauf gelte es, umsichtig zu kommunizieren und dem Risiko einer erhöhten Volatilität am Anleihemarkt durch den Verweis auf eine schnellere Zinsnormalisierung entgegenzuwirken.

Die Mitglieder stimmten weitgehend mit Herrn Lane darin überein, dass die Geldpolitik weiterhin datenabhängig sein und nicht einem vorgegebenen Pfad folgen sollte. Außerdem sollte die Festlegung der Leitzinsen von Sitzung zu Sitzung erfolgen. Gleichzeitig wurde es als wichtig erachtet, darauf hinzuweisen, dass die Zinsen im Zuge des Normalisierungsprozesses in den folgenden Sitzungen weiter angehoben würden.

Mit Blick auf das Zinsniveau, das letztlich für eine mittelfristige Stabilisierung der Inflation bei 2 % erforderlich sei, sowie auf den Zeitpunkt, zu dem dieses Niveau erreicht werde, wurde betont, dass diese Faktoren mit Unsicherheit behaftet, modellabhängig und kontextspezifisch seien und sich im

Zeitverlauf veränderten. Darüber hinaus hänge der „neutrale Zinssatz“ von langfristigen Trends verschiedener Faktoren ab. Dazu zählten etwa die Produktivität, die demografische Entwicklung und das Zusammenwirken von Spar- und Investitionsverhalten. Daher sei das Konzept umstritten, ein solcher Zins nicht beobachtbar und schwierig in Echtzeit zu messen.

Trotz dieser Unwägbarkeiten herrschte ein breiter Konsens darüber, dass die Leitzinsen auch nach der aktuellen Entscheidung deutlich unter dem neutralen Zinssatz bleiben würden.

Neben der Ausgestaltung der Leitzinsen ging es auch um die umfangreiche Bilanz des Eurosystems, die aufgrund der Verringerung der Terminprämien weiterhin eine erhebliche geldpolitische Akkommodierung ausübe. Es wurde als angemessen erachtet, erneut auf die Bereitschaft des EZB-Rats hinzuweisen, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen, um sicherzustellen, dass die Inflation auf das mittelfristige 2 %-Ziel zurückkehre.

Zudem stimmten die Ratsmitglieder dem Vorschlag von Herrn Lane zu, bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im PEPP-Portfolio weiterhin flexibel zu agieren. Die Eindämmung ungerechtfertigter Volatilität an den Staatsanleihemärkten wurde allgemein als wesentliche Ergänzung zur Zinserhöhung um 75 Basispunkte angesehen. Damit signalisiere die EZB ihre Entschlossenheit, eine reibungslose Transmission der Geldpolitik im gesamten Euroraum zu gewährleisten.

Abschließend stimmten die Ratsmitglieder dem von Herrn Lane vorgebrachten Vorschlag zu, das zweistufige System für die Verzinsung von Überschussreserven durch eine Absenkung des Multiplikators auf null auszusetzen. Das zweistufige System sei nicht mehr notwendig, da der Zinssatz für die Einlagefazilität durch den Beschluss, die drei Leitzinsen um jeweils 75 Basispunkte anzuheben, positiv werde.

Im Anschluss finalisierten die Ratsmitglieder die Erklärung zur Geldpolitik, die die Präsidentin und der Vizepräsident wie üblich nach der EZB-Ratssitzung in einer Pressekonferenz vortrugen.

## **Erklärung zur Geldpolitik**

[Erklärung zur Geldpolitik vom 8. September 2022](#)

## **Pressemitteilung**

[Geldpolitische Beschlüsse vom 8. September 2022](#)

## Sitzung des EZB-Rats, 7.-8. September 2022

### Mitglieder

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

\* Mitglieder, die im September 2022 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

\*\* Als Beobachter.

### **Sonstige Anwesende**

- Herr Dombrovskis, Exekutiv-Vizepräsident der EU-Kommission\*\*\*
- Frau Senkovic, Sekretärin, Generaldirektorin Sekretariat
- Herr Rostagno, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Geldpolitik
- Herr Winkler, Stellvertretender Sekretär für Geldpolitik, Senior-Berater, GD Volkswirtschaft

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

### **Begleitpersonen**

- Frau Buch
- Herr Cassidy
- Herr Demarco
- Herr Garnier, Stellvertreter für Herrn Villeroy de Galhau am Donnerstag
- Herr Gavilán
- Herr Gilbert
- Herr Haber
- Herr Kaasik
- Herr Koukoularides
- Herr Kuodis
- Herr Lünnemann
- Herr Nicoletti Altimari
- Herr Novo
- Herr Ódor
- Herr Rutkaste
- 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 Donnerstag, den 24. November 2022 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.*