

Sitzung am 26.-27. Oktober 2022

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 26.-27. Oktober 2022, in Frankfurt am Main

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

Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel stellte fest, dass die Unsicherheit an den Finanzmärkten seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 7.-8. September 2022 gestiegen sei. Ausschlaggebend hierfür seien die anhaltend hohe Inflation und verstärkte Rezessionsängste bei zunehmender Fokussierung auf eine potenzielle Finanzinstabilität gewesen. Die Inflationssorgen stellten weiterhin die Haupttriebfeder der Finanzmarktentwicklung dar, da die Inflationsergebnisse abermals höher als erwartet ausgefallen seien und weltweit zu einer erneuten Anpassung der Markterwartungen in Bezug auf die Geldpolitik geführt hätten. Vor dem Hintergrund hartnäckiger Überraschungen bei der Teuerung hätten die Anleger ihre in den risikofreien Zinssätzen verankerten Erwartungen hinsichtlich der Terminal Rate der Zentralbanken (also des höchsten Zinssatzes, der nach Auffassung der Marktteilnehmer während des aktuellen Zinserhöhungszyklus erreicht werde) für alle großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften deutlich – wenn auch in unterschiedlichem Maße – nach oben revidiert.

Verglichen mit den Erwartungen zum Zeitpunkt der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats wiesen die Preissetzung am Markt und die Umfrageergebnisse im Euro-Währungsgebiet nunmehr darauf hin, dass mit einer rascheren Folge von Leitzinsanhebungen und einer merklich höheren Terminal Rate gerechnet werde. Das entschlossene geldpolitische Handeln bringe eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen mit sich. Im Zuge dessen stiegen die mittel- bis längerfristigen Realzinsen deutlich an und würden risikoreiche Vermögenswerte weiterhin abgestoßen. Allerdings bestehe nach wie vor große Unsicherheit in Bezug auf das zur Eindämmung der Inflation notwendige Ausmaß der geldpolitischen Anpassung. Unterdessen hätten die Anleger angesichts verschärfter Finanzierungsbedingungen für Unternehmen mit niedrigerem Rating, geringer

Marktliquidität und einer erhöhten Volatilität an den Repomärkten ihr Augenmerk mehr und mehr auf die Nebenwirkungen des weltweit zu beobachtenden kräftigen Zinserhöhungszyklus gerichtet.

Die verstärkten Bedenken hinsichtlich der Inflation hätten dazu geführt, dass die risikofreien Renditen im Eurogebiet im Jahr 2022 deutlich empfindlicher auf Inflationsnachrichten reagierten, als dies noch 2021 der Fall gewesen sei. Im Gegensatz dazu sei die Korrelation zwischen risikofreien Renditen und Wachstumsmeldungen nach wie vor recht schwach ausgeprägt. Dies lasse darauf schließen, dass sich die Zentralbanken nach den Erwartungen der Marktteilnehmer in erster Linie auf die Inflation konzentrieren sollten.

In den Vereinigten Staaten sei die Anpassung der kurzfristigen Zinserwartungen, wie sie in den Finanzmarktpreisen zum Ausdruck komme, noch stärker ausgeprägt gewesen. Anders als im Euroraum sei die Terminzinsstrukturkurve in den USA deutlich invertiert, was auf die Erwartung einer Umkehr der Zinserhöhungen im Jahresverlauf 2023 hindeute.

Im Eurogebiet seien die Realzinsen seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg gestiegen. Gleichwohl lägen sie bei den kurzen Laufzeiten immer noch tief im negativen Bereich und weiterhin unter dem bei früheren Straffungszyklen verzeichneten Niveau, wie etwa im Dezember 2006, als der Inflationsdruck deutlich geringer gewesen sei.

Vor dem Hintergrund der immer wieder höher als erwartet ausfallenden Teuerung und der erhöhten Unsicherheit hinsichtlich des geldpolitischen Kurses, der zur Inflationseindämmung erforderlich sei, hätten die marktbasiereten Messgrößen des längerfristigen Inflationsausgleichs im Euroraum in den letzten Wochen nach oben tendiert. Sie lägen nun trotz der drastischen Neubewertung der geldpolitischen Erwartungen über dem Niveau, das zum Zeitpunkt der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats beobachtet worden sei. Zusätzlicher Inflationsdruck könne von der anhaltenden Abwertung des Euro ausgehen. Im bisherigen Jahresverlauf habe sich der Euro gegenüber dem US-Dollar um 13 % abgeschwächt. Der Energiepreisschock sei durch diese Entwicklung noch verschärft worden, da die meisten Rohstoffe in US-Dollar abgerechnet würden.

Über die risikofreien Zinssätze hinaus habe die Neubewertung der geldpolitischen Erwartungen zu einer breit angelegten Verschärfung der Finanzierungsbedingungen geführt. Die weltweite Verkaufswelle an den Aktienmärkten habe sich auch im Euro-Währungsgebiet fortgesetzt, wenngleich die Analysten bei den längerfristigen Gewinnaussichten der Unternehmen im Euroraum zuletzt nur begrenzte Abwärtskorrekturen vorgenommen hätten und die Gewinnerwartungen insgesamt auf einem hohen Niveau geblieben seien. Das konjunkturbereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) habe sich gegenüber dem erhöhten Niveau, das in der lang andauernden Phase eines akkommodierenden geldpolitischen Kurses verzeichnet worden sei, deutlich verringert. Das KGV liege nun wesentlich näher bei, wenn auch immer noch über seinem langfristigen Durchschnitt seit 2005.

Am Markt für Unternehmensanleihen im Eurogebiet hätten sich die Renditeabstände sowohl von hochverzinslichen Anleihen als auch von Investment-Grade-Anleihen ausgeweitet. Zudem seien die Anleiheemissionen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum merklich zurückgegangen, insbesondere im Hochzinssegment. Die Staatsanleihemärkte hätten sich bislang positiv entwickelt. Trotz des kräftigen Anstiegs der risikofreien Renditen seien die Spreads von Staatsanleihen gegenüber dem Zinssatz für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Satz) weitgehend unverändert geblieben. Sie reagierten inzwischen weniger stark auf Veränderungen der risikofreien Renditen als noch vor Ankündigung des Instruments zur Absicherung der Transmission (TPI).

Wenngleich sich die unmittelbaren Auswirkungen der Finanzmarkturbulenzen im Vereinigten Königreich in Grenzen gehalten hätten, seien die Finanzmärkte im Euroraum nicht vollständig immun gewesen. Allerdings gebe es zwei mildernde Faktoren. Zum einen sei der Sektor der Pensionseinrichtungen im Eurogebiet vergleichsweise klein und konzentriert, wodurch sich das Risiko für die euroraumweite Finanzstabilität verringere. Zum anderen basierten Zinsderivate gemeinhin auf dem Euro Interbank Offered Rate (EURIBOR). Dies begrenze den Einfluss länderspezifischer Schocks auf den Margenausgleich.

Was die Übertragung von Leitzinsanpassungen auf die Geldmärkte betreffe, so sei die Funktionsfähigkeit der Repomärkte im Euroraum nach der Zinsanhebung im September – wenn auch nur vorübergehend – beeinträchtigt gewesen. Auslöser seien vor allem Bedenken hinsichtlich zusätzlicher Mittelzuflüsse in den Repomarkt gewesen, die aus den beim Eurosystem gehaltenen nicht geldpolitischen Einlagen stammten. Die Spannungen am Repomarkt spiegelten auch die allgemeine Knappheit an Sicherheiten und die reichlich vorhandene Liquidität wider, die in einem von hoher Unsicherheit geprägten Umfeld in den Repomarkt fließe. Die Kassaanleihemärkte funktionierten indes nach wie vor reibungslos.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

Herr Lane wies darauf hin, dass sich die weltwirtschaftliche Aktivität im Oktober weiter abgeschwächt habe. Das Weltwirtschaftswachstum habe nach einer guten Entwicklung zu Jahresbeginn eine scharfe Kehrtwende vollzogen und zuletzt eine hinter dem Trend zurückbleibende Dynamik aufgewiesen. Während beim Warenhandel bis Juli relativ stabile Zuwachsraten verzeichnet worden seien, habe der Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Auftragseingang im Exportgeschäft im Oktober deutlich unter der Schwelle von 50 Punkten gelegen, was auf eine Kontraktion hindeute. Der Abbau der Auftragsrückstände stütze noch die Konjunktur, während der Auftragseingang rückläufig sei. Aus den jüngsten Daten gehe jedoch hervor, dass die Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe die

Rückstände aus dem vergangenen Jahr bereits weitgehend abgearbeitet hätten. Dies lasse darauf schließen, dass von diesem Kanal in Zukunft geringere Impulse für die Konjunktur ausgehen würden. Was die Wechselkursentwicklung betreffe, so sei der effektive Wechselkurs des Euro wie auch sein bilateraler Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar in den vergangenen Jahren trendmäßig gesunken. Seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats habe sich der effektive Wechselkurs jedoch aufgrund des Wertverlusts des japanischen Yen kaum verändert. Tatsächlich habe der Euro seit der September-Sitzung in handelsgewichteter Rechnung sogar leicht an Wert gewonnen. Mit Blick auf die Bestimmungsfaktoren der Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar im Jahr 2022 zeige sich, dass die Unterschiede in den erwarteten Leitzinspfaden eine große Rolle gespielt hätten. Doch auch die Verschlechterung der Terms of Trade im Euroraum, die darauf zurückzuführen sei, dass die Importpreise rascher stiegen als die Exportpreise, habe sich zunehmend auf den Wechselkurs ausgewirkt.

In Bezug auf die Rohstoffpreise sei festzustellen, dass sich die Preise für Öl, Metalle und Nahrungsmittel gegenüber ihrem Niveau zum Zeitpunkt der September-Sitzung nicht wesentlich verändert hätten. Indes sei der Kassapreis für Gas stark gesunken. Die aktuelle Gaspreisteminkurve lasse jedoch erwarten, dass sich dieser Preisrückgang Anfang 2023 teilweise umkehren und anschließend eine Stabilisierung eintreten werde.

Im Euroraum sei das BIP-Wachstum im zweiten Quartal 2022 durch eine kräftige Ausweitung des privaten Konsums infolge der Wiederaufnahme kontaktintensiver Dienstleistungen begünstigt worden. Zugleich habe sich auch der Beitrag nachfrageseitiger Faktoren zur am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessenen Inflation erhöht. Dabei hätten insbesondere die sehr stark gestiegenen privaten Konsumausgaben einen größeren Beitrag zur Inflation geleistet.

Aus den jüngsten Indikatoren lasse sich ablesen, dass das BIP-Wachstum im dritten Quartal des laufenden Jahres weitgehend stagniert habe. Für die nächsten beiden Quartale rechne man derzeit mit einem Rückgang der Wirtschaftstätigkeit. Dieser Ausblick sei jedoch keinesfalls gleichzusetzen mit einem Szenario, in dem das Euro-Währungsgebiet in eine länger anhaltende Phase des Negativwachstums eintrete. Er unterscheide sich auch erheblich vom Abwärtsszenario der von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2022, denn die Energiepreise seien derzeit deutlich niedriger als in diesem Abwärtsszenario unterstellt. Zudem habe sich die Annahme, dass es durch eine Energierationierung zu beträchtlichen Produktionseinbußen kommen könne, nicht bewahrheitet, und auch die Spannungen an den Finanzmärkten hätten nicht wesentlich zugenommen.

Umfragebasierte sektorspezifische Indikatoren bestätigten, dass sich der Abwärtstrend im verarbeitenden Gewerbe fortsetze, obwohl die Industrieproduktion durch die Abarbeitung von Auftragsrückständen und die Entspannung bei den Lieferengpässen gestützt worden sei. Die Unterstützung durch diese Faktoren werde in Zukunft wohl nicht mehr gegeben sein. Aus den

EMI-Indikatoren gehe hervor, dass sich auch die Dynamik im Dienstleistungssektor in den letzten Monaten deutlich abgeschwächt habe, während die Umsätze im Einzelhandel bereits seit Juni rückläufig seien. Sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor nehme die Unsicherheit weiter zu, was sich negativ auf die erwartete Nachfragedynamik auswirke.

Mit Blick auf den privaten Konsum sei festzustellen, dass sich das Verbrauchervertrauen bis September weiter eingetrübt, im Oktober dann aber geringfügig verbessert habe. Die Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission habe ergeben, dass die privaten Haushalte zunehmend größere Anschaffungen aufschöben und ihre Ersparnisse verringerten, um ihren Grundbedarf weiter decken zu können.

Die Investitionsaussichten hätten sich deutlich eingetrübt. Die Indikatoren der Wohnungsbauinvestitionen, beispielsweise der Hochbau und der EMI für die Produktion im Wohnungsbau, lägen seit dem zweiten Quartal dieses Jahres im kontraktiven Bereich und seien im dritten Quartal noch weiter gesunken. Auch die Indikatoren der Investitionen ohne Bauten seien im dritten Quartal unter die Wachstumsschwelle gefallen.

Die Warenhandelsbilanz habe sich weiter verschlechtert und im August ein Defizit von rund 4 % aufgewiesen. Ausschlaggebend für diesen neuen Rekordwert seien vor allem die rasch gestiegenen Importpreise für Energie gewesen. Die hohen Energiepreise trieben nicht nur die Importkosten in die Höhe, sondern beeinträchtigten auch die Ausfuhr chemischer Erzeugnisse. Die energieintensive Produktion von Chemieerzeugnissen sei in Europa sehr teuer geworden, was die Wettbewerbsfähigkeit dieser Produkte und ihren Export verringert habe. Im Dienstleistungssektor hingegen hätten sich die Indikatoren für den Tourismus kräftig erholt, wenngleich die jüngsten Daten erste Anzeichen einer Rückkehr zu normaleren Werten erkennen ließen.

Was den Arbeitsmarkt betreffe, so sei die Arbeitslosenquote im August auf einem historischen Tiefstand von 6,6 % geblieben. Sowohl die Beschäftigung als auch die geleisteten Gesamtarbeitsstunden seien im zweiten Quartal gestiegen, und zwar um 0,4 % bzw. 0,6 %. Allerdings deuteten die aktuellen Indikatoren darauf hin, dass sich am Arbeitsmarkt eine gewisse Abschwächung abzeichne. Aus der jüngsten von der EZB durchgeführten Telefonumfrage bei Unternehmen gehe hervor, dass das Beschäftigungswachstum weiterhin im positiven Bereich liege. Allerdings schätzten die Unternehmen die Beschäftigungsaussichten inzwischen – im Einklang mit ihrer Beurteilung des Konjunkturausblicks – pessimistischer ein. Auch die EMI-Daten signalisierten eine Abschwächung, wenngleich sich die Beschäftigungsindizes insgesamt nach wie vor oberhalb der Wachstumsschwelle bewegten. Die EMI-Indikatoren für den Dienstleistungssektor und das verarbeitende Gewerbe lägen weiterhin über dem Schwellenwert, doch der Indikator für das Baugewerbe sei in den kontraktiven Bereich gerutscht.

Was die Anspannung am Arbeitsmarkt anbelange, so habe sich die Zahl der offenen Stellen im Verhältnis zur Arbeitslosenzahl in den vergangenen zwei Jahren deutlich erhöht. Dies gehe sowohl

aus Eurostat-Daten als auch aus Daten der privaten digitalen Jobbörse Indeed hervor. Nachdem beide Datensätze für den Zeitraum bis zum zweiten Quartal 2022 auf eine Zunahme der Anspannung hingedeutet hätten, ließen die jüngsten Indikatoren von Indeed auf eine Stabilisierung im dritten Quartal schließen.

Mit Blick auf die Fiskalpolitik sei für das laufende Jahr nicht mit einer Verbesserung der strukturellen Haushaltssalden zu rechnen, da der Rückgang der pandemiebedingten Ausgaben durch neue energiebezogene Ausgabenprogramme ausgeglichen werde. Diese umfangreichen Energiepakete seien teilweise durch die hohen unerwarteten Mehreinnahmen des Jahres 2022 finanziert worden. So sei zwar für das laufende Jahr weiterhin insgesamt mit einer Verringerung der öffentlichen Haushaltsdefizite im Euroraum zu rechnen, mit Blick auf das kommende Jahr sei dies aber unwahrscheinlich. Die Regierungen hätten in ihren Haushaltsplänen für 2023 weitere umfangreiche Maßnahmenpakete angekündigt, die einer weiteren Verbesserung ihrer Defizitquoten entgegenstehen dürften. Bislang scheine zwar vorgesehen zu sein, die Ausgaben für die neu angekündigten Maßnahmen im Jahr 2024 zu reduzieren, es sei aber noch nicht abzusehen, wie temporär und zielgerichtet die Maßnahmen tatsächlich ausfallen würden. Infolge der gestiegenen Zinssätze dürften sich die Finanzierungskosten der Staaten erhöhen.

Was die jüngste Inflationsentwicklung betreffe, so habe sich die am HVPI gemessene Teuerungsrate im September weiter auf 9,9 % erhöht. Somit ergebe sich gegenüber den Projektionen vom September ein Prognosefehler von 0,5 Prozentpunkten, der vornehmlich auf die Komponenten Energie und Nahrungsmittel zurückzuführen sei. Der projizierte Wert für den Preisauftrieb bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie läge leicht über dem tatsächlichen Ergebnis, für die Inflation bei den Dienstleistungen hingegen darunter. Fast alle Länder hätten zum Prognosefehler vom September beigetragen.

Da die Nahrungsmittelpreise im HVPI-Gesamtindex ein doppelt so großes Gewicht hätten wie die Energiepreise, sei es sehr wichtig, ihre Dynamik genau zu untersuchen. Die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel seien drastisch gestiegen, und die Erzeugerpreisindizes für Nahrungsmittel bewegten sich aufwärts. Zugleich habe beim Anstieg der „vorgelagerten“ Preise zu Beginn der Produktionskette (beispielsweise der Preise für Düngemittel und internationale Nahrungsmittelrohstoffe) eine Verlangsamung eingesetzt. Der nach wie vor ungebrochene Aufwärtstrend der Erzeugerpreise für Nahrungsmittel deute darauf hin, dass für die entsprechenden Verbraucherpreise ein weiterer Preisdruck zu erwarten sei.

In Bezug auf die Preisentwicklung bei Waren zeigten die aktuellen Daten, dass sich der Druck auf die Vorleistungsgüterpreise allmählich abschwäche, diese aber immer noch deutlich erhöht seien. Der Druck auf die Konsumgüterpreise nehme indes nach wie vor zu, was auf Transmissionsverzögerungen zurückzuführen sei.

Mit Blick auf die Kerninflation, also die Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel, werde nach Zerlegung in Angebots- und Nachfragefaktoren erkennbar, dass bis Juli 2022 stets ein signifikanter Inflationsbeitrag von den Angebotsfaktoren ausgegangen sei. Dies lasse den Schluss zu, dass die Kerninflationsrate deutlich sinken würde, wenn der Einfluss dieser Faktoren nachließe. Die Zerlegung zeige aber auch, dass der Beitrag der nachfrageseitigen Faktoren stetig wachse.

Herr Lane wies abermals darauf hin, dass die Kerninflation auch durch indirekte Effekte im Zusammenhang mit den hohen Energiepreisen beeinflusst werde, denn durch diese Effekte sähen sich zahlreiche energieintensive Sektoren gezwungen, ihre Preise anzuheben. Im Rahmen der von der EZB durchgeführten Analyse würden Waren und Dienstleistungen in energieintensive und nicht energieintensive Positionen aufgeschlüsselt. Die jüngsten Ergebnisse zeigten, dass die energieintensiven Sektoren für einen überproportional hohen Inflationsanteil verantwortlich seien. Eine Stabilisierung der Energiepreise würde sich demzufolge deutlich auf die Kerninflation auswirken.

Der Blick auf den inländischen Lohndruck zeige, dass die Tarifverdienste in den zurückliegenden Monaten weiter aufwärts tendiert hätten. Dies gelte auch dann, wenn der Einfluss einmaliger Lohnzahlungen herausgerechnet werde. Der zukunftsorientierte experimentelle Indikator der EZB für die Lohnentwicklung weise darauf hin, dass die im dritten Quartal 2022 vereinbarten Tarifabschlüsse einen Lohnzuwachs von 3,7 % im kommenden Jahr implizierten. Damit würde sich das Lohnwachstum gegenüber 2022 beschleunigen, aber nach wie vor eine recht moderate Steigerungsrate aufweisen.

Die Gesamtinflation im Euroraum sei aufgrund des wesentlich stärkeren Preisauftriebs bei Energie und Nahrungsmitteln höher als in den Vereinigten Staaten. Dort sei hingegen die Kerninflation höher als im Euroraum und zudem eng mit dem Lohnanstieg korreliert. Im Eurogebiet wiederum liege die Kerninflationsrate nach wie vor deutlich über der Lohnsteigerungsrate, da die Sektoren mit den stärksten Verteuerungen nicht besonders arbeitsintensiv, aber recht energieintensiv seien. Die Teuerungsrate der lohnsensiblen HVPI-Positionen habe sich weiterhin im Einklang mit den Tarifverdiensten erhöht, die sich bislang jedoch insgesamt recht gemäßigt entwickelten. In den betreffenden Sektoren sei der Inflationsdruck im Allgemeinen weniger ausgeprägt als in den stärker von Lieferkettenproblemen betroffenen Wirtschaftszweigen.

Was den Preisdruck im Bereich Wohnen anbelange, so habe die Mietsteigerungsrate im September weiterhin bei unter 2 % gelegen. Damit dämpfe sie die Entwicklung der Dienstleistungspreise und der Inflationsrate insgesamt. Allerdings hätten sich andere Preise im Bereich Wohnen beträchtlich erhöht. Die Wachstumsrate der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum habe im zweiten Quartal 2022 bei 10,1 % gelegen. Die Projektionen vom September ließen jedoch erwarten, dass sich der Anstieg der Wohnimmobilienpreise signifikant verlangsamen werde.

Laut dem Survey of Professional Forecasters der EZB vom Oktober seien die längerfristigen Inflationserwartungen (für 2027) für die Gesamtinflation mit 2,2 % weitgehend konstant geblieben und

hätten sich für die Kerninflation von 2,2 % auf 2,1 % verringert. Allerdings hätten die Befragten ihre Inflationserwartungen für 2024 mit 2,4 % deutlich nach oben korrigiert. Meist seien nach wie vor Werte zwischen 2 % und 2,4 % angegeben worden. Allerdings sei der Durchschnittswert durch die Entwicklung an den Verteilungsrändern beeinflusst worden. So habe sich die Anzahl der Befragten, die für 2024 eine Inflationsrate von über 3 % erwarteten, erhöht, während die Anzahl der Befragten, die von einer Inflationsrate von unter 2 % ausgingen, deutlich gesunken sei.

Die September-Daten der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen zeigten, dass sich die Situation seit dem Anstieg der Inflationserwartungen im März 2022 nicht nennenswert verändert habe. Marktbasierte Messgrößen des Inflationsausgleichs deuteten weiterhin auf ein erhebliches Absinken der Inflationsraten im kommenden Jahr hin; die Werte dürften von den sehr hohen Ständen auf ein deutlich niedrigeres Niveau zurückgehen.

Mit Blick auf die monetäre und finanzielle Entwicklung sei festzustellen, dass sich die Refinanzierungskosten der Banken schrittweise erhöht hätten, was auf veränderte risikofreie Zinssätze zurückzuführen sei. Seit Anfang 2022 hätten die Renditen von Bankanleihen um mehr als 300 Basispunkte zugelegt. Die Einlagenzinsen für private Haushalte und Unternehmen seien ebenfalls signifikant gestiegen und dürften in den kommenden Monaten angesichts der geldpolitischen Normalisierung weiter zunehmen. Auch die Zinsen für Kredite an Unternehmen und private Haushalte hätten sich erhöht, und die Kreditrichtlinien hätten sich deutlich verschärft.

Den jüngsten monetären Daten zufolge hätten im September vor allem Unternehmen und sonstige Finanzinstitute in großem Umfang Tagesgeld in Termineinlagen umgeschichtet. Auch bei den privaten Haushalten sei der größte Zufluss an Termineinlagen seit zehn Jahren verzeichnet worden, sie hätten aber zugleich ihre Tagesgeldeinlagen weiter aufgestockt. Diese Umschichtung von Einlagen stehe im Einklang mit dem seit Beginn der geldpolitischen Normalisierung beobachteten Anstieg der Opportunitätskosten für Tagesgeldeinlagen. Die monetären Daten für September bestätigten zudem eine Verringerung der Kreditströme an nichtfinanzielle Unternehmen und vor allem an private Haushalte. Dies liefere weitere Belege dafür, dass die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen auf die Realwirtschaft durchwirke.

Schließlich berichtete Herr Lane über die Ergebnisse der Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts) der EZB vom Oktober. Gegenüber der im September durchgeführten Umfrage erwarteten die Teilnehmer für die Leitzinsen der EZB nun einen steileren Zinspfad und eine Anhebung um rund 100 Basispunkte.

Zusammenfassend betonte Herr Lane, dass die Inflation nach wie vor deutlich zu hoch sei und noch für längere Zeit über dem Zielwert der EZB von 2 % bleiben werde. Im September sei sie abermals gestiegen und liege nun bei 9,9 %. Die Energiepreise hätten sich um mehr als 40 % erhöht. Dies sei zwar auf Einmaleffekte zurückzuführen, spiegele aber auch das anhaltende Durchwirken der Großhandelspreise auf die Endkundenpreise wider. Der Preisanstieg bei Nahrungsmitteln habe

aufgrund der Entwicklung sowohl bei den unverarbeiteten als auch bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln weiter auf aktuell 11,8 % zugenommen. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation lägen auf erhöhtem Niveau. So sei die Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel von 4,3 % im August auf 4,8 % im September gestiegen. Zuzuschreiben sei dies den Auswirkungen der hohen Preise für Versorgungsleistungen auf die Kostenstrukturen in vielen Sektoren, dem anhaltenden Einfluss der Lieferengpässe und der Erholung der Nachfrage im Zuge der abklingenden Pandemie. Das Lohnwachstum habe sich weiter schrittweise erhöht.

Zugleich gebe es keine eindeutigen Hinweise auf breit angelegte Zweitrundeneffekte. Die längerfristigen Inflationserwartungen stünden weitgehend mit dem Zielwert von 2 % im Einklang. Der experimentelle Indikator der EZB für die Lohnentwicklung lasse allerdings erkennen, dass die Zunahme des Lohnwachstums moderat über den in den September-Projektionen angenommenen Werten liege, wobei vom Lohndruck im öffentlichen Sektor noch weitere Impulse ausgehen könnten. Insgesamt seien in Bezug auf die Inflationsaussichten überwiegend Aufwärtsrisiken zu verzeichnen. Auf kurze Sicht stelle ein erneuter Anstieg der Verbraucherpreise für Energie das größte Risiko dar. Mittelfristig könnte die Inflation höher als erwartet ausfallen, falls sich die Energie- und Nahrungsmittelrohstoffe weiter verteuerten und diese Entwicklung stärker auf die Verbraucherpreise durchschlage oder falls die Produktionskapazität im Euroraum dauerhaft beeinträchtigt werde, die Inflationserwartungen anhaltend auf ein Niveau oberhalb des Zielwerts des EZB-Rats stiegen oder es zu unerwartet kräftigen Lohnzuwächsen komme. Sinkende Energiekosten und eine weiter abnehmende Nachfrage würden indessen den Preisdruck mindern.

Die Wirtschaftstätigkeit dürfte sich im dritten Quartal 2022 erheblich verlangsamt haben und im restlichen Jahresverlauf sowie Anfang 2023 weiter zurückgehen. Die höhere Inflation, die anhaltende Unsicherheit und weitere Drosselungen der Gaslieferungen aus Russland hätten das Verbraucher- und Unternehmerv Vertrauen geschwächt und dürften die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in der zweiten Jahreshälfte 2022 dämpfen. Die mit dem Wiederhochfahren der Wirtschaft verbundenen Effekte, die die Aktivität im Dienstleistungssektor im Frühjahr und Sommer stark gesteigert hätten, würden in den Herbst- und Wintermonaten voraussichtlich schwinden. Die privaten Haushalte seien besorgt darüber, dass die Inflation das real verfügbare Einkommen deutlich schmälere, wovon die Bezieher niedriger Einkommen besonders betroffen seien. Während die Lieferkettenengpässe allmählich nachließen, belaste der Energieangebotschock noch immer die Wirtschaftstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe und den Handel. Zudem seien die weltwirtschaftlichen Aussichten weiterhin eingetrübt.

Dementsprechend deuteten die verfügbaren Indikatoren und kurzfristigen Schätzungen verglichen mit den Projektionen vom September 2022 auf marginale Abwärtsrisiken für das dritte Quartal 2022 und deutliche Abwärtsrisiken für das Schlussquartal 2022 und das erste Quartal 2023 hin. Ein lang andauernder Krieg in der Ukraine stelle nach wie vor ein erhebliches Risiko dar. Das Vertrauen könnte

weiter schwinden, und angebotsseitige Engpässe könnten sich wieder verstärken. Auch sei es möglich, dass die Energie- und Nahrungsmittelkosten unerwartet hartnäckig auf einem höheren Niveau blieben. Eine weltwirtschaftliche Abschwächung könnte das Wachstum im Euroraum zusätzlich belasten.

Bislang werde die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft nach wie vor vom Arbeitsmarkt gestärkt, doch da er in der Regel erst zeitlich verzögert auf Konjunktorentwicklungen reagiere, dürfte er an Dynamik verlieren. Daher könnte die nachlassende Konjunktur im weiteren Verlauf zu einer etwas höheren Arbeitslosigkeit führen.

Angesichts der Erwartungen einer rascheren und umfassenderen geldpolitischen Straffung sei es sowohl im Euroraum als auch weltweit zu einem Anstieg der Marktzinsen und einer erheblichen Verschärfung der allgemeinen Finanzierungsbedingungen gekommen. Die Renditen von Staatsanleihen seien im Gleichschritt mit den risikofreien Zinssätzen gestiegen, wobei sich die Renditeabstände leicht verringert hätten. Dies dürfte nach wie vor auf die Unterstützung durch das Instrument zur Absicherung der Transmission und die Kommunikation zu flexiblen Wiederanlagen im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) zurückzuführen sein. Aufgrund der steigenden Marktzinsen erhöhten sich die Refinanzierungskosten der Banken, was die Kreditaufnahme für Unternehmen und private Haushalte verteuere. Zwar sei die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen robust geblieben, da die Firmen hohe Produktionskosten finanzieren und Lagerbestände aufbauen müssten, doch sei die Nachfrage nach Krediten zur Finanzierung von Investitionen weiter gesunken. Bei der Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte sei im Sommer ein Wendepunkt erreicht worden. Aus der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken gehe hervor, dass sich die Vergaberichtlinien verschärft hätten, denn der sich eintrübende Wirtschaftsausblick und die Risiken, denen die Bankkunden im aktuellen Umfeld gegenüberstünden, bereiteten den Instituten zunehmend Sorge. Die Banken erwarteten für das Schlussquartal eine weitere Straffung ihrer Kreditrichtlinien.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Vor dem Hintergrund der länger andauernden Phase übermäßig hoher Inflationsraten und der Gefahr, dass dies den mittelfristigen Preisdruck verstärken könnte, schlug Herr Lane vor, die drei Leitzinssätze der EZB auf der aktuellen Sitzung erneut um jeweils 75 Basispunkte anzuheben. Mit dieser dritten großen Leitzinserhöhung in Folge würden erhebliche Fortschritte bei der Rücknahme der geldpolitischen Akkommodierung erzielt. Da die Leitzinsen der EZB nach wie vor akkommodierend seien, würde ein starker Anstieg die Entschlossenheit des EZB-Rats unterstreichen, die Inflation einzudämmen, indem die Unterstützung für die Nachfrage reduziert und sichergestellt würde, dass die Inflationserwartungen beim mittelfristigen Zielwert verankert blieben. Als weiteres sichtbares Zeichen

dieser Entschlossenheit sollte kommuniziert werden, dass der EZB-Rat von weiteren Zinsanhebungen ausgehe. Der künftige Leitzinspfad sollte an der Entwicklung der Inflations- und Wirtschaftsaussichten ausgerichtet und von Sitzung zu Sitzung festgelegt werden.

Neben einer weiteren Zinsnormalisierung schlug Herr Lane vor, die Bedingungen für die dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) zu ändern. In der akuten Phase der Pandemie hätten die GLRGs eine zentrale Rolle gespielt, als es darum gegangen sei, Abwärtsrisiken für die Preisstabilität entgegenzuwirken. Während dieser Zeit habe die EZB den Kreditinstituten, die im Rahmen dieser Geschäfte Mittel aufgenommen hätten, außerordentlich günstige Konditionen gewährt. Dadurch sollte das Angebot an Bankkrediten an die Realwirtschaft in einer Zeit aufrechterhalten werden, in der es wahrscheinlich gewesen sei, dass sich die Banken aus der Kreditintermediation zurückziehen. In Anbetracht des unerwarteten und außerordentlichen Anstiegs der Inflation müsse bei dem Instrument nun eine Rekalibrierung vorgenommen werden, um Konsistenz mit dem allgemeinen geldpolitischen Normalisierungsprozess sicherzustellen und die Transmission der Leitzinserhöhungen auf die Kreditbedingungen der Banken zu verstärken. Deshalb sei es notwendig, die Zinssätze für die GLRG III mit Wirkung vom 23. November 2022 anzupassen und den Banken zusätzliche Termine für eine freiwillige vorzeitige Rückzahlung anzubieten.

Die vorgeschlagene Rekalibrierung sei verhältnismäßig. Erstens würde sie zur Normalisierung der Refinanzierungskosten der Banken beitragen. Die daraus resultierende Normalisierung der Finanzierungsbedingungen würde wiederum mittelfristig Abwärtsdruck auf die Inflation ausüben. Außerdem würden durch die Rekalibrierung Anreize beseitigt, die einer freiwilligen vorzeitigen Rückzahlung der ausstehenden Mittel im Rahmen der GLRG III entgegenstehen könnten. Dadurch würde die Bilanz des Eurosystems abgebaut. Die Rekalibrierung dürfte auch die Freisetzung von derzeit als Sicherheiten beim Eurosystem verwendeten Wertpapieren erleichtern, was der Knappheit an Sicherheiten entgegenwirken und über eine Verringerung der Bilanzsumme der Banken deren Intermediationsfähigkeit am Geldmarkt erhöhen würde. Das würde wiederum für eine reibungslosere und effizientere Transmission der vom EZB-Rat beschlossenen Leitzinsanhebungen auf die besicherten Geldmarktsätze sorgen. Zweitens sei die Rekalibrierung im Vergleich zu einer Verkürzung des Zeitraums der vollumfänglichen Wiederanlage fällig werdender Wertpapiere in den Anleihebeständen des Eurosystems oder aggressiveren Zinserhöhungen effizienter, um dasselbe Ziel zu erreichen. Zwar könnte die Änderung der GLRG-III-Bedingungen Nebenwirkungen haben, doch rechtfertige die abrupte und unvorhersehbare Veränderung der Umstände eine Anpassung des geldpolitischen Kurses, wenn dies dem vorrangigen Ziel der EZB diene.

Außerdem schlug Herr Lane vor, die Verzinsung der von den Kreditinstituten beim Eurosystem gehaltenen Mindestreserven anzupassen, um sie besser auf die Bedingungen am Geldmarkt abzustimmen. Angesichts der hohen Überschussliquidität seien die Grenzkosten der Reservehaltung derzeit beim Zinssatz für die Einlagefazilität und nicht beim Zinssatz für die

Hauptrefinanzierungsgeschäfte verankert. Mit einer Änderung der Verzinsung vom Hauptrefinanzierungssatz zum Einlagesatz würde somit die Neutralität des Mindestreservesystems wiederhergestellt werden.

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

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. Die Inflation sei nach wie vor deutlich zu hoch und werde für längere Zeit über dem Zielwert bleiben. Im September habe die Inflation im Euroraum 9,9 % erreicht. Dabei hätten die stark steigenden Energie- und Nahrungsmittelpreise, Lieferengpässe und die nach der Pandemie wieder stärkere Nachfrage dazu geführt, dass der Preisdruck in den vergangenen Monaten an Breite gewonnen und die Inflation zugenommen habe.

In Bezug auf das außenwirtschaftliche Umfeld bestätigten die jüngsten Daten Anzeichen einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in den einzelnen Ländern und Sektoren und implizierten eine deutliche Umkehr der im früheren Jahresverlauf verzeichneten weltweiten konjunkturellen Belebung. Es wurde festgestellt, dass immer mehr Volkswirtschaften in eine Rezession abgleiten dürften. Außerdem wurden Bedenken geäußert, dass die kumulierte Auswirkung der Wachstumsverlangsamung – einschließlich der Übertragungseffekte einer synchronisierten geldpolitischen Straffung – sogar zu einer weltweiten „technischen Rezession“ führen könnte. Andererseits wurde auch auf die nachlassenden globalen Lieferengpässe verwiesen. Unsicherheit bestehe in Bezug auf China und die Vereinigten Staaten. So hätten die Schließung der chinesischen Wirtschaft und die globalen Folgen der restriktiven Geldpolitik der Vereinigten Staaten die Weltwirtschaft negativ beeinflusst. Zugleich wurde argumentiert, dass die Lockdowns in China dort zu einem Rückgang der Importe von Flüssiggas geführt hätten, was sich dämpfend auf die Gaspreise ausgewirkt habe. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass die Kassanotierungen für Erdgas in den vergangenen Tagen unerwartet stark gesunken seien und die jüngsten Entwicklungen an den internationalen Rohstoffmärkten die seit Jahresbeginn verzeichneten Preissteigerungen nahezu rückgängig gemacht hätten. Für 2023 werde mit einem weiteren Nachlassen des globalen Preisauftriebs bei Energie gerechnet. Allerdings ließen die Terminpreise darauf schließen, dass sich

dieser Trend bis zu einem gewissen Grad umkehre. Die Gaspreise seien überdies auch nach ihrem jüngsten Rückgang sehr volatil und noch immer um ein Vielfaches höher als in der Vergangenheit.

Was die Entwicklungen im Euroraum betreffe, so dürfte sich die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum im dritten Quartal 2022 erheblich verlangsamt haben. Für den Rest des laufenden Jahres und für Anfang 2023 werde eine weitere Abschwächung erwartet. Die hohe Inflation schmälere die Realeinkommen und treibe die Kosten von Unternehmen in die Höhe. Damit wirke sie weiterhin dämpfend auf Ausgaben und Produktion. Schwerwiegende Störungen bei den Gaslieferungen hätten die Situation zusätzlich verschlechtert. Zudem seien das Verbraucher- und das Unternehmensvertrauen rapide gesunken, was die Wirtschaft ebenfalls belaste. Die Nachfrage nach Dienstleistungen schwäche sich aktuell ab, nachdem sie in den vorangegangenen Quartalen, als die am stärksten von den pandemiebedingten Einschränkungen betroffenen Sektoren ihren Betrieb wieder hochgefahren hätten, kräftig zugelegt habe. Außerdem hätten sich die umfragebasierten Indikatoren für den Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe verringert. Darüber hinaus verlangsamen sich das weltwirtschaftliche Wachstum angesichts der anhaltenden geopolitischen Unsicherheit – vor allem aufgrund des ungerechtfertigten Krieges Russlands gegen die Ukraine – und angesichts verschärfter Finanzierungsbedingungen. Die Einkommen im Euroraum würden durch die sich verschlechternden Terms of Trade belastet. Gleichzeitig habe sich der Arbeitsmarkt im dritten Quartal nach wie vor gut entwickelt, und die Arbeitslosenquote habe im August mit 6,6 % weiterhin auf einem historischen Tiefstand gelegen. Während kurzfristige Indikatoren darauf hindeuteten, dass im dritten Quartal noch neue Arbeitsplätze entstanden seien, könnte die Wirtschaftsabschwächung im weiteren Verlauf zu einer etwas höheren Arbeitslosigkeit führen.

Unter den Mitgliedern herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass sich die Konjunkturaussichten für den Euroraum seit der geldpolitischen Sitzung vom September verschlechtert hätten. So zeichne sich bei allen Nachfragekomponenten – Konsum, Investitionen und Exporten – eine Abschwächung ab. Dabei wurde auf die jüngsten zukunftsgerichteten Umfrageindikatoren für die Konjunktur verwiesen. Diese seien deutlich gesunken und deuteten auf einen Wachstumsrückgang hin. Es wurde argumentiert, dass sich eine „technische Rezession“ als neues Basisszenario und wahrscheinlichstes Ergebnis herauskristallisiere. Nachdem das für das nächstfolgende Quartal geschätzte reale BIP in den früheren Projektionen wiederholt zu niedrig gewesen sei, bestehe nun die Wahrscheinlichkeit eines Projektionsfehlers mit umgekehrten Vorzeichen. Gleichzeitig wurde zu bedenken gegeben, dass die harten Daten bislang für eine milde Rezession sprächen, nicht jedoch für eine harte Landung oder einen lang anhaltenden Wirtschaftsabschwung.

Diese Differenzierung wurde von vielen Ratsmitgliedern als ein zentraler Aspekt der aktuellen Konjunkturlage und der mittelfristigen Inflationsaussichten angesehen. Es wurde die Frage aufgeworfen, welche Verbreitungsmechanismen dazu führen könnten, dass sich eine milde und kurzfristige Rezession zu einem tiefen und anhaltenden Einbruch auswachse. Die Schwäche des

Bankensektors sei in der Vergangenheit ein maßgeblicher Faktor gewesen, doch dürfte dies aktuell nicht der Fall sein. Der Wohnungsmarkt hingegen könnte zumindest in einigen Ländern durchaus eine Rolle spielen. Zudem wurden die Folgen angesprochen, die eine Rezession für die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarkts haben würde. Hierzu wurde angemerkt, dass die zukunftsgerichteten EMI-Umfrageindikatoren für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe gesunken und für die Beschäftigung in diesem Sektor gestiegen seien. Gleichzeitig sei die Zahl der offenen Stellen im Verhältnis zur Arbeitslosenzahl im Euroraum weiterhin deutlich niedriger als in den Vereinigten Staaten, was auf eine weniger angespannte Arbeitsmarktlage im Eurogebiet hindeute.

Es wurde vorgebracht, dass sich die Aussichten vor allem aufgrund von Unsicherheit und Kaufkraftverlusten verschlechtert hätten. Hierbei komme neben den geringeren Reallöhnen auch das real gesunkene Finanzvermögen zum Tragen, denn viele Privathaushalte hielten ihre Ersparnisse in Form von niedrig verzinsten Einlagen und Schuldverschreibungen. In diesem Zusammenhang wurde auf Analysen verwiesen, wonach Haushalte mit geringerem Einkommen die Teuerung deutlich stärker zu spüren bekämen, da Energie und Nahrungsmittel einen größeren Anteil ihres Konsums ausmachten. Dies zeige einmal mehr, dass von der Inflation erhebliche Verteilungswirkungen ausgingen. Des Weiteren, so wurde argumentiert, dürfte das Verbrauchervertrauen schwach bleiben, solange die Inflation hoch ausfalle, denn der Großteil der von den Verbrauchern zuvor erzielten Kaufkraftgewinne sei aufgezehrt worden. Gleichzeitig wurde daran erinnert, dass während der Coronakrise beträchtliche Ersparnisüberschüsse gebildet worden seien. Diese noch immer hohen Überschüsse könnten im Verbund mit finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen und einem starken Arbeitsmarkt den Konsum stützen. So deuteten die Ergebnisse der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen darauf hin, dass einige Privathaushalte ihre Ausgaben aufrechterhielten, indem sie entweder weniger sparten oder einen Teil ihrer Ersparnisse auflösten.

Mit Blick auf die Finanzpolitik wurde erneut bekräftigt, dass die Maßnahmen zum Schutz der Wirtschaft vor den Auswirkungen der hohen Energiepreise befristet und auf die Schwächsten ausgerichtet sein sollten, um das Risiko einer angeheizten Inflation zu begrenzen. Die Maßnahmen sollten Anreize für einen geringeren Energieverbrauch setzen und das Energieangebot unterstützen. Gleichzeitig solle die nationale Finanzpolitik vom Bestreben der Staaten zeugen, ihre hohen öffentlichen Schuldenquoten allmählich zurückzuführen. Die Gestaltung strukturpolitischer Maßnahmen sollte darauf abzielen, das Wachstumspotenzial und die Angebotskapazitäten des Euroraums zu erhöhen und seine Widerstandsfähigkeit zu steigern, und dadurch zu einer Reduzierung des mittelfristigen Preisdrucks beitragen. Hierzu werde die zügige Umsetzung der Investitions- und Strukturreformpläne im Rahmen des Programms „Next Generation EU“ einen wichtigen Beitrag leisten. Die Lösung des Energieproblems wurde überwiegend als eine strukturelle Frage angesehen.

Es wurde angemerkt, dass die geplanten fiskalischen Stützungsmaßnahmen offenbar von Land zu Land unterschiedlich seien. Zudem wurde zu bedenken gegeben, dass die Regierungen, statt gezielte öffentliche Investitionen zur Förderung des Potenzialwachstums zu tätigen, vor dem Hintergrund der hohen Energiekosten zunehmend unter Druck gerieten, die Nachfrage über Transferleistungen zu stützen, was wiederum die Inflation anheize. Zugleich seien die zusätzlichen – bereits geplanten oder noch zu erwartenden – fiskalischen Maßnahmen angesichts der antizipierten Rezession erforderlich, obschon die Gefahr bestehe, dass diese Fiskalpakete – auch aus Sicht der Preisstabilität – umfangreicher ausfallen könnten als gerechtfertigt. Bei der Beurteilung des finanzpolitischen Kurses sei es wichtig, auch die EU-Mittel einzubeziehen. Es wurde daran erinnert, dass im Falle einer Rezession die automatischen Stabilisatoren aktiviert würden. Hierdurch werde es zu höheren Staatsausgaben bei gleichzeitig sinkenden Steuereinnahmen kommen. Überdies habe die „Inflationssteuer“ die Einnahmenseite gestützt, sodass der erwartete Inflationsrückgang einnahmensenkend wirken werde. Gerade nun stiegen jedoch die Finanzierungskosten aufgrund der höheren Zinsen, was wiederum zu einer Verschlechterung der nominalen Haushaltsdefizite führe.

Vor diesem Hintergrund bestätigten die neu verfügbaren Daten, dass die Risiken für die Wachstumsaussichten eindeutig abwärtsgerichtet seien. Dies gelte insbesondere auf kurze Sicht. Ein lang andauernder Krieg in der Ukraine stelle nach wie vor ein erhebliches Risiko dar. Das Vertrauen könnte weiter schwinden, und angebotsseitige Engpässe könnten sich wieder verstärken. Auch sei es möglich, dass die Energie- und Nahrungsmittelkosten dauerhaft höher blieben als erwartet. Eine weltwirtschaftliche Abschwächung könnte das Wachstum im Euroraum zusätzlich belasten. Mit Blick auf die wirtschaftliche Entwicklung im Lichte der veränderten Konjunkturaussichten wurde die Sorge geäußert, dass sich die Wirtschaft nun näher am Abwärtsszenario als am Basisszenario der September-Projektionen bewege. Allerdings wurde davor gewarnt, die aktuellen Aussichten mit dem Abwärtsszenario gleichzusetzen, da jeweils unterschiedliche Mechanismen wirkten – sowohl hinsichtlich der Gaspreisentwicklung als auch einer potenziellen Gasrationierung und der sich daraus ergebenden Auswirkungen auf die Produktion. Es wurde angeführt, dass der Ausblick in mehrfacher Hinsicht günstiger ausfalle als im Abwärtsszenario vom September. Allerdings seien in der Zwischenzeit weitere Abwärtsrisiken eingetreten.

Mit Blick auf die Preisentwicklung traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf allgemeine Zustimmung. Die Inflation habe sich, bedingt durch einen weiteren Anstieg aller Komponenten, im September auf 9,9 % erhöht. Nach wie vor seien die Energiepreise der Haupttreiber der Gesamtinflation. Ein immer größerer Beitrag gehe dabei von den Gas- und Strompreisen aus. Auch der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln habe sich weiter beschleunigt, da hohe Vorleistungskosten die Nahrungsmittelproduktion verteuerten. Die Lieferengpässe bildeten sich allmählich zurück, wenngleich ihre verzögerten Auswirkungen nach wie vor inflationssteigernd wirkten. Der Effekt der aufgestauten Nachfrage schwäche sich zwar ab, Sorge jedoch weiterhin für

Preisauftrieb im Dienstleistungssektor. Auch die Abwertung des Euro habe zum Aufbau von Inflationsdruck beigetragen. Der Preisdruck manifestiere sich in immer mehr Sektoren. Dies liege unter anderem daran, dass die Auswirkungen der hohen Energiekosten auf die gesamte Wirtschaft durchschlugen. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation befänden sich daher nach wie vor auf erhöhtem Niveau. So sei die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel im September weiter auf 4,8 % angestiegen.

Die Ratsmitglieder betonten, dass die jüngsten Inflationsergebnisse alles andere als beruhigend seien. Die eingehenden Daten wiesen weiterhin unerwartet hohe Inflationsraten aus. Bedenken wurden insbesondere im Hinblick auf die Kerninflation und das breitere Spektrum an Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation geäußert. Sie schienen sich allmählich weiter zu erhöhen und deuteten – mit wenigen Ausnahmen – nicht auf die erhoffte und in den September-Projektionen enthaltene Stabilisierung hin. Die anhaltend starke Kurzfristedynamik werde auch durch den Aufwärtstrend der monatlichen Änderungsrate der Kerninflation bestätigt.

Gleichzeitig wurde darauf hingewiesen, dass die Preise für Erdgas gesunken seien. Es wurde infrage gestellt, ob die niedrigeren Preise angesichts der hohen Marktvolatilität Bestand haben würden und ob sie die Grundlage für eine Korrektur des Ausblicks bilden sollten. Dabei wurde allerdings angemerkt, dass – wie die jüngsten Entwicklungen zeigten – die in den September-Projektionen enthaltenen sehr starken Auswirkungen nicht einfach extrapoliert werden dürften. Es wurde angeführt, dass eine Korrektur der Großhandelspreise für Energie nicht automatisch ein entsprechendes Durchwirken auf die HVPI-Inflation impliziere. Die zuvor verzeichneten Energiepreissprünge hätten zunehmend rascher auf die Inflation durchgeschlagen, und es bleibe abzuwarten, wie sich die Lage entwickle, wenn sich diese Preissprünge umkehrten. Veränderungen und Nichtlinearitäten bei der Geschwindigkeit und Stärke der Transmission, die vom Umfang und von der Persistenz des Energiepreisschocks abhingen, seien typischerweise nicht in den Prognosemodellen enthalten. Es wurde daran erinnert, dass es letztlich nicht auf die Großhandels-, sondern auf die Verbraucherpreise für Energie ankomme. Daher sei es wichtig, die Transmissionsmechanismen zwischen diesen beiden Größen und die damit einhergehenden Verzögerungen zu verstehen. Verträge mit langer Laufzeit brächten womöglich große Verzögerungen mit sich, sodass das vollständige Durchwirken eines beträchtlichen Aufwärtsdrucks noch bevorstehe.

Zudem wurde auf verschiedene Aufschlüsselungen der Inflation in zugrunde liegende Faktoren verwiesen. Zum einen sei der Anstieg der Gesamt- wie auch der Kerninflation mit einem zunehmenden Gewicht nachfragebedingter Faktoren einhergegangen. Folglich könnten sowohl angebots- als auch nachfrageseitige Faktoren einen Inflationsrückgang bewirken. Es wurde infrage gestellt, ob eine Entspannung auf der Angebotsseite zum gegenwärtigen Zeitpunkt ausreichend wäre, und es wurde argumentiert, dass für einen Inflationsrückgang vor allem ein geringerer Beitrag der Nachfragekomponente notwendig sei. Zum anderen zeige die Aufschlüsselung der Teuerung nach

Industriegütern ohne Energie und nach Dienstleistungen, dass auch die nicht energieintensiven Komponenten der Inflation zunehmen. Daher wurde darauf hingewiesen, dass ein Nachlassen des energiebedingten Inflationsdrucks durch gegenläufige Kräfte aufgewogen werden könnte. Eine solche Gegenwirkung gehe beispielsweise von der Abwertung des Euro aus. Diese beeinträchtige die Inflationsaussichten auf breiter Basis. Allgemein sei festzuhalten, dass das Durchwirken der Erzeugerpreise auf die Verbraucherpreise eine gewisse Zeit in Anspruch nehme und somit weiterhin für zusätzlichen Aufwärtsdruck entlang der Wertschöpfungskette Sorge. Es wurde daran erinnert, dass die Weitergabe zuletzt schneller und stärker erfolgt sei als erwartet und in den Standardmodellen angenommen. Ein Argument lautete jedoch auch, dass eine raschere und stärkere Transmission dazu führe, dass die allgemeine Preisanpassung schneller zum Abschluss komme und sich die Inflation früher normalisieren könne. In diesem Zusammenhang wurde es als hilfreich erachtet, auch die vierteljährlichen Inflationsraten zu betrachten. So lasse sich ein genaueres Bild von der Inflationsdynamik gewinnen, da die jährlichen Änderungsraten von Basiseffekten und statistischen Überhängen beeinflusst würden.

Die Löhne dürften durch die weiterhin gute Lage an den Arbeitsmärkten Auftrieb erhalten und aufgrund des Ausgleichs für die gestiegene Inflation wahrscheinlich eine gewisse Aufholdynamik entwickeln. Neu verfügbare Lohndaten und die jüngsten Tarifvereinbarungen deuteten darauf hin, dass das Lohnwachstum anziehen könnte. Dies lasse sich auch den Äußerungen aus Gewerkschafts-, Arbeitgeber- und Politikkreisen entnehmen. Demnach wirkten der angespannte Arbeitsmarkt und die lange Phase hoher Inflationsraten nun allmählich auf das Lohnwachstum ein. In der von der EZB durchgeführten Telefonumfrage bei Unternehmen habe die große Mehrheit der Befragten für das Jahr 2023 mit einer Lohnsteigerung um mehr als 4 % gerechnet. Gleichzeitig wurde argumentiert, dass das Wachstum der Tarifverdienste und des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer zwar möglicherweise dynamischer ausfalle, deren Niveau aber im Vergleich zur Inflation noch immer moderat sei. Zudem gebe es keine klaren Anzeichen einer Lohn-Preis-Spirale. Allerdings wurde darauf hingewiesen, dass die Löhne ein nachlaufender Indikator seien, und es wurden Zweifel daran geäußert, dass das bislang noch beruhigende Bild, das der experimentelle Indikator der EZB für die Lohnentwicklung zeichne, Bestand haben werde. Es sei nicht ratsam, davon auszugehen, dass die Arbeitnehmer den Reallohnverlust ohne eine entsprechend stärkere Reaktion der Nominallöhne einfach hinnehmen würden. Es bestehe das Risiko einer Unterschätzung des künftigen Lohnwachstums. Dies gehe auch aus aktuelleren Lohndaten hervor, die den Stellenausschreibungen auf privaten digitalen Plattformen zu entnehmen seien. Diese zeigten einen schnelleren Anstieg als die Tariflöhne.

Während einerseits argumentiert wurde, dass der Arbeitsmarkt im Euroraum eindeutig für Stärke und Resilienz Sorge, wurde andererseits zu bedenken gegeben, dass die Arbeitsmärkte nach der pandemiebedingten Krise noch immer einen Normalisierungsprozess durchliefen – nicht zuletzt mit

Blick auf die damit verbundenen Produktivitätsschwankungen und sektoralen Umschichtungen. Folglich wurde die Sorge geäußert, dass der Arbeitsmarkt an Stärke einbüßen könnte, wenn die Löhne in einer solch heiklen Anpassungsphase überstrapaziert würden. Es wurde auf die Gewinne und Gewinnmargen verwiesen, die trotz des sich eintrübenden konjunkturellen Umfelds eine außergewöhnliche Resilienz zeigten. Bei der Betrachtung der Faktoren, die die Inflation und deren Persistenz bestimmten, sei dies als ebenso wichtig einzuschätzen wie die Lohnentwicklung.

Was die längerfristigen Inflationserwartungen anbelange, so lägen die meisten Messgrößen derzeit bei rund 2 %. Angesichts weiterer Korrekturen einiger Indikatoren auf Werte oberhalb des Inflationsziels sei jedoch eine fortgesetzte Beobachtung erforderlich. Es wurde argumentiert, dass die umfragebasierten Messgrößen seit einiger Zeit nach oben tendierten und die marktbasieren Indikatoren in die gleiche Richtung wiesen, ohne dass ein Wendepunkt zu erkennen sei. Gleichzeitig wurde daran erinnert, dass marktbasieren Messgrößen eine Inflationsrisikoprämie enthielten, die wieder im positiven Bereich liege. Zudem wurde gemahnt, bei der Beurteilung der Risiken für die längerfristigen Inflationserwartungen nicht nur den oberen Rand der Verteilung zu betrachten, sondern auch den unteren. Der Umfrage unter geldpolitischen Analysten zufolge sei die Verteilung offenbar symmetrischer geworden. Darüber hinaus seien die Umfrageerwartungen wahrscheinlich an einem Stichtag vor dem jüngsten Rückgang der Gaspreise gemessen worden. Sollten sich die Gaspreise weiter verringern, würden vermutlich auch die Erwartungen etwas nach unten angepasst werden. Es wurde darauf hingewiesen, dass bei einer HVPI-Inflation von derzeit rund 10 % die längerfristigen Inflationserwartungen nach wie vor relativ fest verankert seien.

Zugleich wurde gewarnt, dass sich die Bildung der Inflationserwartungen immer stärker an der Vergangenheit orientiere. Wenn es nicht zeitnah gelinge, die Inflation zu senken, würden die Erwartungen zunehmend auf die aktuelle Teuerungsrate reagieren und sie so wiederum nach oben treiben. In diesem Zusammenhang wurde auf die aus dem Survey of Professional Forecasters hervorgehenden deutlichen Aufwärtsverschiebungen bei den Erwartungen für die Gesamt- und die Kerninflation im Jahr 2024 verwiesen, die auf eine höhere Gefahr einer Entankerung hindeuteten. Auch die Umfrage zu den Verbrauchererwartungen lasse einen Anstieg der mittelfristigen Inflationserwartungen erkennen.

Vor diesem Hintergrund herrschte Einigkeit darüber, dass die Risiken in Bezug auf die Inflationsaussichten überwiegend aufwärtsgerichtet seien. Auf kurze Sicht stelle ein weiterer Anstieg der Endkundenpreise für Energie das größte Risiko dar. Mittelfristig könnte die Inflation höher als erwartet ausfallen, falls sich die Energie- und Nahrungsmittelrohstoffe verteuerten und diese Entwicklung stärker auf die Verbraucherpreise durchschlage, die Produktionskapazität im Euroraum dauerhaft beeinträchtigt werde, die Inflationserwartungen anhaltend auf ein Niveau oberhalb des Zielwerts der EZB stiegen oder es zu unerwartet kräftigen Lohnzuwächsen komme. Sinkende Energiekosten und eine weiter abnehmende Nachfrage würden indessen den Preisdruck mindern. Es

wurde darauf hingewiesen, dass die Fachleute des Eurosystems die Risiken und deren Richtung in ihren Projektionen vom Dezember neu bewerten müssten.

Eine zentrale Frage lautete, inwieweit eine mögliche Rezession die Aufwärtsrisiken für die Inflation auf mittlere Sicht begrenzen würde. Dabei wurde das Argument angeführt, dass es unwahrscheinlich sei, dass eine milde oder technische Rezession die Teuerung eindämme. Dagegen sprächen nämlich die jüngste Inflationsdynamik und die Gefahr, dass sich Preissteigerungen nur schwer rückgängig machen ließen. Allerdings wurde auf das in den September-Projektionen enthaltene Abwärtsszenario verwiesen, dem zufolge es 2023 zu einer tieferen Rezession als im Basisszenario unterstellt kommen werde und 2024 eine höhere Inflationsrate zu erwarten sei. Es wurde angemerkt, dass die dämpfende Wirkung einer Rezession durch Zweitrundeneffekte aufgewogen werden könnte, die im Zuge einer höheren kurzfristigen Inflation an Wahrscheinlichkeit gewannen. Dies hätte eine stärkere Inflationspersistenz zur Folge und würde ein Aufwärtsrisiko für die mittelfristigen Inflationaussichten darstellen. Das Risiko eines Teufelskreises nehme zu, bei dem sich höhere Inflationserwartungen sowohl in höheren Preisen als auch in höheren Löhnen niederschlagen würden. Zudem wurde die Sorge geäußert, dass solche Effekte angesichts der Tragweite des Schocks in hohem Maße nichtlinear ausfallen könnten. Des Weiteren wurde argumentiert, dass das Produktionspotenzial niedriger als derzeit geschätzt ausfallen könnte. Ein geringeres Produktionspotenzial würde einen höheren Inflationsdruck mit sich bringen und könnte die Differenz zwischen den Schätzungen zur Arbeitslosigkeits- und zur Produktionslücke erklären.

In Bezug auf die monetäre und finanzielle Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Herrn Lane eingangs dargelegte Einschätzung. Als Reaktion auf die gestiegenen Marktzinsen erhöhten sich aktuell die Refinanzierungskosten der Banken, was höhere Kreditkosten für Unternehmen und private Haushalte zur Folge habe. Die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen sei nach wie vor robust, wohingegen bei der Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte im Sommer ein Wendepunkt erreicht worden sei. Aus der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken gehe hervor, dass die Banken ihre Kreditrichtlinien im dritten Quartal des laufenden Jahres verschärft hätten und im vierten Quartal mit einer weiteren Verschärfung rechneten. Es wurde darauf hingewiesen, dass die Weitergabe der gestiegenen Bankkreditzinsen an die privaten Haushalte in hohem Maße von der in den Hypothekenverträgen festgelegten Zinsbindungsfrist abhängen, die sich im Euro-Währungsgebiet von Land zu Land deutlich unterscheide.

Die Ratsmitglieder waren sich einig darin, dass sich die Lage an den Finanzmärkten und die Finanzierungsbedingungen für verschiedene Arten von Kreditnehmern in Erwartung einer rascheren und deutlicheren geldpolitischen Straffung sowohl im Euroraum als auch weltweit signifikant verschärft hätten. Die Staatsanleiherenditen im Eurogebiet hätten sich im Gleichschritt mit den risikofreien Zinssätzen erhöht, wobei die Renditeabstände gegenüber dem OIS-Satz seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom September weitgehend unverändert geblieben seien. Die Spreads hätten

kaum auf Veränderungen der geldpolitischen Erwartungen reagiert. Ursächlich dafür dürften die Unterstützung durch das Instrument zur Absicherung der Transmission und die Kommunikation zur flexiblen Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im Rahmen des PEPP gewesen sein.

In diesem Zusammenhang wurde hervorgehoben, dass die EZB-Leitzinserhöhung vom September nicht auf alle Segmente der Repomärkte reibungslos durchgewirkt habe. Die Inanspruchnahme der Wertpapierleihgeschäfte des Eurosystems gegen Barsicherheiten habe nach Inkrafttreten des Zinsbeschlusses vom September den zweithöchsten jemals verzeichneten Stand erreicht. Die Spannungen am Repomarkt hätten sich auch in der Entwicklung des „Swapsreads“ – d. h. der Differenz zwischen OIS-Sätzen und Staatsanleiherenditen mit derselben Laufzeit – niedergeschlagen. Dieser habe sich in einigen Ländern ausgeweitet, was unter anderem auf die Knappheit an Sicherheiten zurückzuführen sei.

Es wurde angemerkt, dass die Volatilität an den Finanzmärkten seit der EZB-Ratssitzung vom September zugenommen habe. Zum Ausdruck komme dies in den Turbulenzen an den Anleihemärkten, die durch die Vorstellung des ursprünglichen Haushaltsplans des Vereinigten Königreichs für 2023 ausgelöst worden seien. Diesbezüglich wurde die Auffassung vertreten, dass die Zentralbankmaßnahmen die Volatilität lange Zeit in erheblichem Maße gedämpft hätten und dass eine gewisse Umkehr dieser Situation als angemessene Rückkehr zu normaleren Marktbedingungen angesehen werden könne. Als bemerkenswert wurde erachtet, dass die Volatilität an für gewöhnlich als risikoarm eingestuften Märkten – wie etwa den Geldmärkten und den Staatsanleihemärkten – besonders ausgeprägt gewesen sei. Diese seien seit Jahresbeginn stärkeren Schwankungen unterworfen als der Aktienmarkt. Messgrößen wie die Liquiditätsversorgung oder Geld-Brief-Spannen deuteten jedoch darauf hin, dass die Märkte im Euro-Währungsgebiet weiterhin gut funktionierten.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Was die vorgeschlagenen geldpolitischen Maßnahmen betrifft, so herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass sich die Inflationsaussichten weiter verschlechterten, da die Inflation viel zu hoch sei und immer wieder über den projizierten Werten liege. Außerdem habe der Preisdruck an Breite gewonnen, und die Kerninflation sowie andere Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation wiesen eine steigende Tendenz auf. Diese Entwicklungen deuteten auf ein zunehmendes Risiko hin, dass sich die Inflation verfestigen und Zweitrundeneffekte sowie eine Lohn-Preis-Spirale hervorrufen könne. Ohne ein weiteres entschlossenes geldpolitisches Handeln sei eine Rückkehr der Inflation zum Zielwert der EZB von 2 % unwahrscheinlich. Ein solches Handeln würde auch das Bekenntnis des EZB-Rats unterstreichen, die Inflation unter Kontrolle zu bringen und dafür zu sorgen, dass die Inflationserwartungen verankert bleiben.

Zugleich wurde betont, dass das Lohnwachstum trotz einer Beschleunigung noch als moderat angesehen werden könne und es derzeit keine Anzeichen einer Lohn-Preis-Spirale gebe. Darüber hinaus habe sich der von den internationalen Rohstoffmärkten ausgehende Preisdruck zuletzt abgeschwächt, und der erwartete Konjunkturabschwung werde in Verbindung mit den höheren Zinsen und den verschärften Finanzierungsbedingungen die Inflation mittelfristig dämpfen.

Trotz einer deutlichen Eintrübung des Konjunkturausblicks herrschte allgemein die Auffassung, dass die erwartete konjunkturelle Abschwächung nicht ausreichen werde, um die Inflation signifikant einzudämmen, und sie für sich genommen keine Rückkehr der projizierten Inflation auf den Zielwert bewirken werde. Es wurde angemerkt, dass der EZB-Rat im Falle einer milden Rezession die Geldpolitik weiter normalisieren und straffen solle. Bei einer längeren und tiefen Rezession, die die Inflation stärker eindämmen dürfte, könne hingegen eine Pause im Normalisierungs- und Straffungsprozess sinnvoll sein. In diesem Zusammenhang wurde auch auf die Divergenz zwischen Geldpolitik und Finanzpolitik hingewiesen: Während die geldpolitische Akkommodierung verringert werde, sei bei der Finanzpolitik eine zunehmend expansive Ausrichtung zu beobachten.

Es wurde nochmals betont, dass sich der EZB-Rat voll und ganz auf sein vorrangiges Ziel und die zeitnahe Rückkehr der Inflation auf den Zielwert konzentrieren müsse. Hier wurde auf das Ergebnis der Strategieüberprüfung verwiesen, in dessen Rahmen das Bekenntnis der EZB unterstrichen worden sei, entschlossen zu handeln und dabei alle verfügbaren Instrumente einzusetzen, um länger anhaltende Zielabweichungen nach unten zu beheben. Die EZB müsse nun, da die Inflation über dem Zielwert liege, die gleiche Entschlossenheit zeigen, der viel zu hohen Inflation entgegenzuwirken und eine entsprechende Verfestigung zu verhindern, und zwar ganz unabhängig von den sich verschlechternden Konjunkturaussichten.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Hintergrund waren sich alle Ratsmitglieder darin einig, dass es angesichts der aktuellen Inflationsaussichten angemessen sei, mit der Normalisierung der Geldpolitik fortzufahren, d. h. die Akkommodierung weiter zurückzunehmen, damit die Nachfrage nicht länger gestützt werde. Die geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats hätten zwar die gewünschte Wirkung auf die Lage an den Finanzmärkten und die Finanzierungsbedingungen, aber das aktuelle Niveau der EZB-Leitzinsen sei nach wie vor akkommodierend, weshalb eine weitere Anhebung erforderlich sei. Es bestand weitgehend Einigkeit darüber, dass die geldpolitische Normalisierung fortgesetzt werden müsse, um dem Risiko einer Entankerung der langfristigen Inflationserwartungen und einer Lohn-Preis-Spirale entgegenzuwirken. Aufgrund wiederholt über den Projektionen liegender Inflationsszahlen, der erhöhten Unsicherheit und der bestehenden Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten seien weitere Maßnahmen geboten.

Mit Blick auf den Umfang der Zinserhöhung unterstützte eine sehr große Mehrheit der Ratsmitglieder den Vorschlag von Herrn Lane, die Leitzinssätze der EZB um jeweils 75 Basispunkte anzuheben. Eine Erhöhung um 75 Basispunkte wurde angesichts der länger andauernden Phase übermäßig hoher Teuerungsraten und der Gefahr, dass dies den mittelfristigen Preisdruck verstärken könnte, als angemessen erachtet. Es wurde daran erinnert, dass der geldpolitische Kurs nach wie vor akkommodierend sei, und darauf hingewiesen, dass eine Erhöhung um 75 Basispunkte einen notwendigen Schritt hin zu einem neutraleren Niveau darstelle. Dieser Schritt bedeute auch ein weiteres Vorziehen der Zinserhöhungen, sodass ein neutrales Niveau schnell erreicht werden könne. Darüber hinaus wurde angemerkt, dass die Marktteilnehmer einen Anstieg in dieser Größenordnung bereits einpreisten. Eine Unterschreitung dieser Markterwartungen würde einen unerwünschten Lockerungsimpuls implizieren, der das Vertrauen in das Bekenntnis des EZB-Rats zur Preisstabilität untergraben könne. Es wurde die Ansicht vertreten, dass sich die Volatilität der risikofreien Zinssätze im gegenwärtigen Umfeld weiter erhöhen könnte, wenn Unsicherheit bezüglich der Reaktion des EZB-Rats auf die Inflationsaussichten geschürt würde. Wenn ungewiss sei, wie lange die hohe Inflation anhalte, erfordere die optimale Politik eine entschlossene Reaktion, um das Risiko zu verringern, dass die Inflation zu lange hoch bleibe.

Einige Ratsmitglieder äußerten eine Präferenz für eine Anhebung der EZB-Leitzinsen um 50 Basispunkte, da dieser Zinsschritt mit einem Hinweis auf die Notwendigkeit weiterer Zinserhöhungen, einer geänderten Verzinsung der Mindestreserven und der Anpassung der Bedingungen für die GLRG-III-Geschäfte einhergehen würde und all dies eine zusätzliche Straffung der Geldpolitik implizieren würde. Die Richtung der geldpolitischen Änderung sei zwar klar, doch sei Umsicht in Bezug auf das Anpassungstempo geboten. Eine Zinserhöhung um 50 Basispunkte sei ausreichend, um den geldpolitischen Kurs in Anbetracht der fragilen Marktstimmung, des zunehmenden Risikos einer deutlichen Konjunkturabschwächung und der seit Beginn der Normalisierung bereits erheblich verschärften Finanzierungsbedingungen schrittweise und maßvoll anzupassen. Außerdem könne sich ein zu aggressives Straffungstempo auf die Finanzstabilität, die Wirtschaftstätigkeit und letztlich auch auf die Inflation auswirken.

Während sich die Ratsmitglieder weitgehend einig waren, dass mit einem Zinsschritt von 75 Basispunkten große Fortschritte bei der Rücknahme der geldpolitischen Akkommodierung erzielt würden, sei auch klar, dass die Zinsen weiter auf ein Niveau angehoben werden müssten, auf dem das mittelfristige Inflationsziel der EZB von 2 % erreicht werden könne. Die Zinsbeschlüsse müssten dabei jedoch auf Basis der jeweils aktuellen Daten und der sich verändernden Inflations- und Wirtschaftsaussichten gefasst werden. Angesichts der bestehenden Unsicherheit fand der Ansatz, geldpolitische Entscheidungen von Sitzung zu Sitzung und in Abhängigkeit von der Datenlage zu treffen, insgesamt breite Unterstützung.

Es fand eine Diskussion über die Nutzung von Konzepten wie dem „neutralen Zinssatz“ oder der mit einer mittelfristigen Rückkehr der Inflation auf den Zielwert im Einklang stehenden „Terminal Rate“ statt, bei der unterschiedliche Auffassungen über den Zusammenhang zwischen diesen Maßen und Projektionsszenarien sowie über ihre Gleichgewichtseigenschaften zum Ausdruck gebracht wurden. Unter Anerkennung der Schwierigkeit, präzise Werte für diese Zinssätze anzusetzen, bestand indessen Einigkeit darüber, dass der EZB-Rat mit Blick auf die Zukunft die geldpolitische Akkommodierung durch weitere Zinserhöhungen verringern müsse. Darüber hinaus wurde die Ansicht vertreten, dass die Straffung der Geldpolitik wahrscheinlich auch nach Eintritt der geldpolitischen Normalisierung und dem Erreichen eines weitgehend neutralen Kurses fortgesetzt werden müsse. Mit Blick auf die geldpolitische Sitzung im Dezember wurde angemerkt, dass dem EZB-Rat dann mehr Informationen zur Verfügung stünden, was in Anbetracht der hohen Marktvolatilität und Unsicherheit, die das gegenwärtige Umfeld prägten, von besonderem Wert sei. Außerdem würden die Stabsprojektionen vom Dezember weiteren Aufschluss über den Zeithorizont bis 2025 geben und auch eine Bewertung enthalten, wie sich die seit der September-Sitzung verzeichnete Zunahme der Rezessionsrisiken, Entwicklung der Rohstoffpreise und Verschärfung der Finanzierungsbedingungen auf den mittelfristigen Inflationsausblick auswirkten.

Hinsichtlich der ausstehenden Kreditgeschäfte der EZB stimmten die Ratsmitglieder dem Vorschlag von Herrn Lane einvernehmlich zu, die Bedingungen der GLRG-III-Geschäfte zu ändern. Diese Anpassung sei ein wesentlicher Bestandteil der laufenden geldpolitischen Normalisierung und der Rekalibrierung des Instrumentariums der EZB, um über sämtliche geldpolitischen Instrumente hinweg Konsistenz zu gewährleisten. Zudem stehe sie im Einklang mit der Kommunikation des EZB-Rats, wonach dieser bereit sei, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen, um sicherzustellen, dass die Inflation auf das mittelfristige Ziel zurückkehre. Seit der letzten Rekalibrierung der GLRG III im Dezember 2020 habe sich der Inflationsausblick grundlegend verändert. Dies sei unter anderem auf den Krieg gegen die Ukraine zurückzuführen, der eine seinerzeit nicht absehbare Energiekrise ausgelöst habe. Dementsprechend müsse der EZB-Rat seinen geldpolitischen Kurs einschließlich der GLRG-III-Bedingungen anpassen, um sein Preisstabilitätsmandat zu verfolgen. Angesichts des sich eintrübenden Inflationsausblicks und der nach wie vor negativen kurzfristigen Realzinsen müsse die Transmission der Geldpolitik beschleunigt werden.

Weitgehende Einigkeit herrschte dahingehend, dass eine Anpassung der Konditionen für die GLRG-III-Geschäfte zu einer stärkeren Übertragung von Leitzinsänderungen auf die Refinanzierungskosten sowie die Kreditbedingungen der Banken für private Haushalte und Unternehmen führen würde. Diese spiegelten die intendierte geldpolitische Straffung bis zum heutigen Tag nicht vollständig wider. Würde man den durchschnittlichen GLRG-III-Zinssatz während der verbleibenden Laufzeit der Geschäfte unterhalb des Einlagesatzes belassen, bestünde das Risiko

einer Verwischung des beabsichtigten geldpolitischen Signals. Dies wiederum könnte die Entschlossenheit des EZB-Rats infrage stellen, die Inflation zeitnah auf ihr mittelfristiges Ziel von 2 % zurückzuführen.

Mit der Anpassung der Bedingungen für die GLRG-III-Geschäfte böte sich den Banken ein Anreiz und die Gelegenheit, ihre Kredite vorzeitig zurückzuzahlen, was auch zur Normalisierung der Bilanz des Eurosystems beitragen würde. Ein solche Bilanzverkleinerung sei notwendig und ein hilfreicher erster Schritt, bevor eine Verringerung des Portfolios aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) in Betracht gezogen werden könne. Schließlich wurde auch darauf hingewiesen, dass Tilgungen im Rahmen der GLRG-III-Geschäfte dazu führen würden, den Bedarf der Banken an Sicherheiten zu senken. Letztere könnten in den Markt zurückfließen und so den Mangel an Sicherheiten lindern, der zu Spannungen am Repomarkt geführt habe.

Die Ratsmitglieder kamen insgesamt überein, dass es gute geldpolitische Gründe für eine Anpassung der GLRG-III-Konditionen gebe und die daraus resultierende Wirkung nicht durch andere Maßnahmen erzielt werden könne. Darauf habe auch Herr Lane in seinem Vorschlag verwiesen. Wenngleich es einige Nebenwirkungen gebe, würden die Vorteile einer GLRG-III-Anpassung überwiegen. Diese sei erforderlich, um die Wirksamkeit der Geldpolitik und damit die Fähigkeit des EZB-Rats aufrechtzuerhalten, sein mittelfristiges Inflationsziel zeitnah zu erreichen. Nach Abwägung aller genannten Argumente wurde die Anpassung daher mit Blick auf das Mandat des EZB-Rats als verhältnismäßig beurteilt.

Die Mitglieder stimmten ferner dem Vorschlag von Herrn Lane zu, die Verzinsung der Mindestreserven, die die Kreditinstitute im Euroraum beim Eurosystem halten, vom Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf den Zinssatz für die Einlagefazilität zu senken, um sie stärker an die Bedingungen am Geldmarkt anzupassen.

Darüber hinaus erklärten sich die Ratsmitglieder mit dem Vorschlag einverstanden, bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im PEPP-Portfolio weiterhin flexibel zu agieren. Die Beibehaltung der bestehenden Flexibilität bei den PEPP-Reinvestitionen sei ein umsichtiger Ansatz, um den aus der Pandemie erwachsenden Risiken für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus, die im aktuellen Marktumfeld nach wie vor vorhanden seien, entgegenzuwirken.

Neben der Ausgestaltung der Leitzinsen ging es auch um die umfangreichen Anleiheportfolios des Eurosystems und die damit verbundene Verringerung der Laufzeitprämien, die weiterhin mit einer beträchtlichen geldpolitischen Akkommodierung einhergehe. Ein geringerer Abwärtsdruck auf die Laufzeitprämien würde eine effizientere Gestaltung der Geldpolitik ermöglichen und somit zur Eindämmung der Inflation beitragen. Diesbezüglich wurde es als notwendig erachtet, auf der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Dezember die Wiederanlagestrategie für das APP-Portfolio

zu erörtern, nachdem eine Bewertung der infolge der GLRG-III-Anpassung getätigten Rückzahlungen und ihrer Auswirkungen auf die Finanzierungsbedingungen vorgenommen worden sei.

Die Mitglieder stimmten weitgehend mit Herrn Lane überein, dass die Geldpolitik weiterhin datenabhängig sein und nicht einem vorgegebenen Pfad folgen sollte und dass Leitzinsentscheidungen von Sitzung zu Sitzung getroffen werden sollten. Zur Bekräftigung der Entschlossenheit des EZB-Rats, sein mittelfristiges Inflationsziel zu erreichen, wurde es als wichtig erachtet, darauf hinzuweisen, dass weitere Anhebungen der Leitzinsen zu erwarten seien, um so dem Risiko einer Entankerung der Inflationserwartungen vorzubeugen. Eine Forward Guidance zu den Leitzinssätzen wurde angesichts der derzeit hohen Unsicherheit als wenig hilfreich angesehen. Diesbezüglich impliziere die Angabe des Umfangs künftiger Zinsanpassungen eine erneute Forward Guidance zu den Leitzinsen, die der EZB-Rat doch als nicht mehr erforderlich erachtet habe.

Der EZB-Rat betonte, wie wichtig es sei, dass die verantwortlichen Stellen angebotsseitigen Problemen mit geeigneten strukturellen und makroprudenziellen Maßnahmen begegneten. Dies würde die Geldpolitik in ihren Bestrebungen zur Gewährleistung von Preisstabilität unterstützen. Abschließend wurde es 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 Ziel von 2 % zurückkehre.

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 27. Oktober 2022](#)

Pressemitteilungen

[Geldpolitische Beschlüsse vom 27. Oktober 2022](#)

[EZB rekali­briert gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte zur Wiederherstellung von Preisstabilität auf mittlere Sicht](#)

[EZB passt Verzinsung der Mindestreserven an](#)

Sitzung des EZB-Rats, 26.-27. Oktober 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 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 Oktober 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

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

Begleitpersonen

- Herr Cassidy Stellvertreter für Herrn Makhlouf
- Herr Demarco
- Herr Gavilán
- Frau Goulard
- Herr Haber
- Herr Kelly
- Herr Koukoularides
- Herr Kuodis
- Herr Luikmel
- Herr Lünemann
- Herr Madouros
- Herr Nicoletti Altimari
- Herr Novo
- Herr Ódor
- Herr Rutkaste
- Herr Sleijpen
- Herr Tavlas
- Herr Ulbrich
- Herr Välimäki
- Herr Vanackere
- Frau Žumer Šujica

Sonstige Beschäftigte der EZB

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

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 19. Januar 2023 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.