

Sitzung am 14.-15. Dezember 2022

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 14.-15. Dezember 2022, in Frankfurt am Main

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

Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel stellte fest, dass sich das Narrativ an den Finanzmärkten seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 26.-27. Oktober 2022 verändert habe. Statt Inflationssorgen herrsche nun die Erwartung vor, dass die Zentralbanken weltweit die Zinserhöhungen zunächst verlangsamen, dann beenden und schließlich umkehren würden. Die Daten zum US-Verbraucherpreisindex (VPI) für Oktober, die als Vorboten einer Abnahme des Inflationsdrucks gedeutet würden, hätten die Marktteilnehmer zu einer Neubewertung ihrer Leitzinserwartungen für die Vereinigten Staaten veranlasst. Verstärkt worden sei dies durch die VPI-Inflationsdaten für November, die in den Vereinigten Staaten erneut niedriger als erwartet ausgefallen seien. Die daraus resultierende größere Risikobereitschaft der Anleger habe zu einer breit angelegten Lockerung der globalen Finanzierungsbedingungen geführt, was sich in niedrigeren nominalen und realen Renditen, engeren Kreditspreads und einer dynamischen Entwicklung an den Aktienmärkten im Euro-Währungsgebiet niedergeschlagen habe. All dies wirke dem Bestreben der EZB entgegen, die geldpolitische Akkommodierung zurückzunehmen.

Diese Entwicklungen hätten sich in einem Umfeld ergeben, in dem die Wirtschaftsdaten für den Euroraum wieder besser ausgefallen seien. Gleichzeitig hätten die Märkte den kurzfristigen Inflationsausblick deutlich nach oben revidiert. Zudem bestehe nach wie vor ein erhöhtes Risiko einer Entankerung der längerfristigen Inflationserwartungen. Die Marktbedingungen seien weiterhin schwierig, da die Unsicherheit über die Geldpolitik und die Volatilität der Marktzinsen – bei zugleich geringer Liquidität und Sicherheitenknappheit – immer noch hoch seien.

Die Hoffnung der Marktteilnehmer auf eine Kehrtwende in der Inflationsentwicklung und einen Kurswechsel oder Wendepunkt der Geldpolitik auf globaler Ebene scheine sich auf die

Zinserwartungen im Euroraum übertragen zu haben. Die Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS) im Eurogebiet habe einen inversen Verlauf angenommen, der die Erwartung widerspiegele, dass die EZB ihre Leitzinsen in den kommenden zwei bis drei Jahren moderat senken werde. Die Einschätzung der Marktteilnehmer für die kurze Frist sei hingegen weitgehend unverändert geblieben. Die erwartete „Terminal Rate“ am Höhepunkt des aktuellen Zinserhöhungszyklus liege weiterhin bei rund 2,8 %. Die Marktteilnehmer gingen davon aus, dass die EZB ihre Leitzinsen auf der gegenwärtigen und der kommenden Sitzung im Februar 2023 um jeweils 50 Basispunkte anheben und im März 2023 abschließend noch einmal um 25 Basispunkte erhöhen werde.

Die jüngste Entwicklung der risikofreien Renditen im Euroraum sei maßgeblich durch Übertragungseffekte aus den Vereinigten Staaten bestimmt worden. Dies zeige sich an ihrer Sensitivität gegenüber makroökonomischen Meldungen aus den USA. Die Neubewertung der Zinserwartungen im Eurogebiet über die kurze Frist hinaus scheine im Widerspruch zu den binnenwirtschaftlichen Entwicklungen zu stehen, beispielsweise zu den aktuellen gesamtwirtschaftlichen Daten, den Energiepreisen und den marktbasieren Inflationsaussichten.

So seien die Wirtschaftsdaten im Eurogebiet nach einer Phase unerwartet schwacher Ergebnisse zuletzt wieder positiv ausgefallen. Dies deute auf ein sinkendes Risiko einer tiefen und lang anhaltenden Rezession hin, die von den Marktteilnehmern zuvor als ein entscheidender inflationsdämpfender Faktor für das Eurogebiet angesehen worden sei. Zugleich seien die Erdgaspreise – nach den wegen der milden Witterung und der gefüllten Gasspeicher Ende Oktober erreichten Tiefständen – wieder kräftig gestiegen und lägen nun auf einem ähnlichen Niveau wie zu Beginn des Sommers. Dies lasse auf erneute Spannungen am europäischen Gasmarkt schließen.

Angesichts der nachlassenden abwärtsgerichteten Extremrisiken für das Wirtschaftswachstum und der höheren Energiepreise seien die marktbasieren kurzfristigen Inflationserwartungen erheblich nach oben angepasst worden. Mit Blick auf die Entwicklung der längerfristigen Inflationserwartungen im Eurogebiet zeichneten sich sowohl bei den marktbasieren Indikatoren als auch den Umfrageergebnissen Aufwärtsrisiken ab. Im Survey of Professional Forecasters der EZB und in der Umfrage der EZB unter geldpolitischen Analysten habe sich die Antwortverteilung im Laufe der vergangenen Monate merklich verschoben. Dabei gehe ein erheblicher und zunehmender Anteil der Befragten nun von einer lang andauernden Inflationsphase mit Raten über dem Zielwert von 2 % aus.

Ungeachtet der höheren kurzfristigen Inflationserwartungen und der Aufwärtsrisiken für den längerfristigen Inflationsausblick habe die weltweite Neubewertung der Leitzinserwartungen eine Lockerung der allgemeinen Finanzierungsbedingungen im Euroraum nach sich gezogen. Die Annahme der Marktteilnehmer, dass die Zentralbanken die Leitzinsen kurz nach Erreichen der Terminal Rate senken würden, habe zu einer Verringerung der längerfristigen Renditen gegenüber den kurzfristigen Renditen geführt.

Die jüngste Neubewertung der Leitzinserwartungen habe – nach dem Mitte Oktober verzeichneten Höchstwert – über das gesamte Laufzeitspektrum hinweg einen Rückgang der mit dem realen BIP gewichteten Staatsanleiherenditen im Euroraum ausgelöst. Für alle Laufzeiten bis zu zehn Jahren lägen die realen Zinssätze wieder im negativen Bereich. Zudem hätten sich die Renditeabstände an den Märkten für Staats- und Unternehmensanleihen im Eurogebiet weiter verengt. Die Markterwartungen hinsichtlich einer weltweiten geldpolitischen Kehrtwende hätten sich am stärksten an den Aktienmärkten niedergeschlagen, wo es zu einer erneuten Erholungsrally gekommen sei. Die Abwärtstendenz der konjunkturbereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnisse habe sich just in dem Moment umgekehrt, als sie sich ihren langfristigen Durchschnitten angenähert hätten.

Die Wechselkursentwicklung habe die Triebkräfte der allgemeinen Marktdynamik in der jüngeren Zeit genau abgebildet. Das Ende der nachhaltigen Kursgewinne des US-Dollar scheine gekommen zu sein, was im Einklang mit der Auflösung von Long-Positionen in der US-Währung stehe. Die Änderung der geldpolitischen Aussichten für die Vereinigten Staaten, die Rückkehr zu einem risikofreundlichen Marktumfeld und ein vergleichsweise besserer Konjunkturausblick für das Euro-Währungsgebiet seien maßgeblich für die Aufwertung des Euro gewesen, die seit der vergangenen Sitzung des EZB-Rats zu verzeichnen gewesen sei.

An den Geld- und Repomärkten des Euroraums seien die Bedingungen nach wie vor schwierig, obwohl zuletzt erhebliche Verbesserungen festzustellen gewesen seien. Die am Jahresende beobachteten Spannungen aufgrund der Sicherheitenknappheit in Ländern mit hoher Bonität hätten nachgelassen, was auch im beträchtlichen Anstieg der entsprechenden Reposätze für den Jahreswechsel zum Ausdruck komme. Diese positive Entwicklung sei vor dem Hintergrund zu sehen, dass Behörden wie das Eurosystem oder die nationalen Schuldenverwaltungen in den letzten Wochen Maßnahmen zur Behebung der Sicherheitenknappheit beschlossen hätten. Unter dem Strich seien die Preise am Repomarkt jedoch nach wie vor hoch, da verschiedene Faktoren – wie die Marktpositionierung, die Volatilität der Zinssätze und Bewertungseffekte – die strukturellen Faktoren, die für die Sicherheitenknappheit am besicherten Geldmarkt verantwortlich seien, weiter verstärkten.

In der Vorausschau sei davon auszugehen, dass sich die Verfügbarkeit von Sicherheiten im Jahr 2023 verbessern werde. Grund hierfür seien die Tilgungen im Rahmen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) der EZB, der voraussichtliche Abbau der in den Portfolios des Eurosystems für geldpolitische Zwecke gehaltenen Wertpapiere sowie die erwarteten umfangreichen Neuemissionen.

Am unbesicherten Geldmarkt spiegele der beobachtete Abwärtsdruck auf die Kreditzinsen für Banken die Verfügbarkeit von Überschussliquidität wider, die in Zeiten rasch steigender Leitzinsen investiert werden könne. Dies habe dazu geführt, dass die EURIBOR-Sätze seit dem Beginn des Zinserhöhungszyklus im vergangenen Sommer durchgehend niedriger ausgefallen seien als die entsprechenden OIS-Sätze für Laufzeiten von bis zu drei Monaten.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

Mit Blick zunächst auf das internationale Umfeld wies Herr Lane darauf hin, dass sich die Dynamik des Welthandels gegen Ende 2022 spürbar abgeschwächt habe. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Auftragseingang im Exportgeschäft liege deutlich unterhalb der Schwelle von 50 Punkten, was auf eine anhaltende Schwäche des Welthandels schließen lasse. Durch den rückläufigen Handel habe sich der Druck auf die Lieferketten verringert. So habe sich der EMI-Indikator für die Lieferzeiten der Zulieferer bis November weiter verbessert. Dieser Faktor, der die Produktion lange Zeit gebremst und die Preise nach oben getrieben habe, dürfte demnach an Einfluss verlieren und im nächsten Jahr entfallen.

Der Euro habe seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Oktober in nominaler effektiver Rechnung aufgewertet, nachdem er nahezu zwei Jahre lang Abwertungen verzeichnet habe. Was die Rohstoffpreise betreffe, so tendiere die Öl-Terminkontraktkurve seit der Oktober-Sitzung nach unten. Dagegen hätten die Kassapreise für Gas wieder deutlich zugelegt, während die Terminpreise seit Oktober weitgehend unverändert auf einem erhöhten Niveau geblieben seien.

Das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet habe sich im dritten Quartal 2022 auf 0,3 % verlangsamt. Darin spiegele sich ein Rekordanstieg der Investitionen in Irland wider, die in annualisierter Rechnung um 850 % gegenüber dem Vorquartal zugenommen hätten. Unter Ausschluss der Zahlen für Irland habe sich das reale BIP im Euroraum um 0,2 % erhöht. Mit Blick auf die Verwendungskomponenten des BIP sei festzustellen, dass die privaten Konsumausgaben im zweiten und dritten Quartal 2022 vor allem in Deutschland, Spanien und Italien kräftig gestiegen seien, da das Wachstum des nominalen Einkommens der Verbraucher und der Rückgriff auf die aufgebauten Ersparnisse die hohe Inflationsrate ausgeglichen hätten. Den Projektionen zufolge habe der private Konsum jedoch im Schlussquartal 2022 aufgrund rückläufiger Realeinkommen stagniert, und die privaten Haushalte hätten nicht mehr so bereitwillig auf ihre Ersparnisse zurückgegriffen. Nach einem kontinuierlichen Rückgang seit Beginn des Krieges in der Ukraine habe sich das Verbrauchervertrauen im Oktober und November zwar etwas verbessert, liege aber im historischen Vergleich nach wie vor auf einem niedrigen Niveau. Was die Investitionen anbelange, so bewege sich das Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen seit dem Frühjahr im negativen Bereich. Auch bei den Investitionen ohne Bauten (den Beitrag des geistigen Eigentums in Irland nicht eingerechnet) habe sich das Wachstum im dritten Quartal 2022 verlangsamt und dürfte im Schlussquartal geschrumpft sein.

Der seit Mitte 2021 verzeichnete deutliche Rückgang des Saldos der Warenhandelsbilanz sei im September unterbrochen worden, da die Preise für Energieimporte leicht gesunken und europäische Unternehmen in der Lage gewesen seien, höhere Preise zu verlangen und mehr Waren (ohne

Energie) an die übrige Welt zu verkaufen. Diese Entwicklungen hätten dazu beigetragen, die höheren Energiekosten teilweise auszugleichen.

Kurzfristindikatoren und mechanische Kurzfristprognosen zum BIP deuteten nach wie vor auf eine wirtschaftliche Kontraktion im vierten Quartal 2022 hin. Auf sektoraler Ebene signalisierten die EMI-Indikatoren für das verarbeitende Gewerbe weiterhin eine schwache Produktion, wenngleich sie sich etwas verbessert hätten. Grund hierfür sei die anhaltende Entspannung bei den Lieferengpässen, die es den Unternehmen ermöglicht habe, ihre Auftragsrückstände abzuarbeiten. Im

Dienstleistungssektor seien die zukunftsgerichteten Konjunkturindikatoren rückläufig. Dies stehe im Einklang mit einer Normalisierung nach dem kräftigen Schub, der vom Wiederhochfahren der Wirtschaft im ersten Halbjahr ausgegangen sei.

Am Arbeitsmarkt habe die Beschäftigung nach der Corona-Pandemie wieder stark zugenommen. Die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden je Erwerbstätigen sei jedoch in wesentlich geringerem Maße gestiegen. Für die kommende Zeit sei auf Basis der EMI-Indikatoren von einer sektorübergreifenden Abschwächung des Beschäftigungswachstums auszugehen. Aus den Messgrößen der Anspannung am Arbeitsmarkt gehe hervor, dass Länder mit einer niedrigen Arbeitslosigkeit eine hohe Vakanzquote und Länder mit einer hohen Arbeitslosigkeit eine niedrige Vakanzquote aufwiesen.

Gemäß den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Dezember 2022 werde sich das durchschnittliche jährliche Wachstum des realen BIP merklich verlangsamen, und zwar von 3,4 % im Jahr 2022 auf 0,5 % im Jahr 2023. In den Jahren 2024 und 2025 dürfte es dann wieder steigen und Werte von 1,9 % bzw. 1,8 % erreichen. Gegenüber den September-Projektionen von Fachleuten der EZB sei der Wachstumsausblick für 2022 aufgrund einer überraschend positiven Entwicklung im Sommer um 0,3 Prozentpunkte nach oben, für 2023 indes um 0,4 Prozentpunkte nach unten korrigiert worden. Für 2024 seien die Wachstumsaussichten für das BIP unverändert geblieben.

Die Risiken für den Wachstumsausblick seien – insbesondere auf kurze Sicht – abwärtsgerichtet. Der Krieg Russlands in der Ukraine stelle nach wie vor ein erhebliches Abwärtsrisiko für die Wirtschaft dar. Auch sei es möglich, dass die Kosten für Energie und Nahrungsmittel dauerhaft höher blieben als angenommen. Sollte sich die Weltwirtschaft unerwartet deutlich abschwächen, könnte dies das Wachstum im Eurogebiet zusätzlich belasten. Im Abwärtsszenario der Dezember-Projektionen, in dem eine vollständige Einstellung russischer Gaslieferungen unterstellt werde, würde das reale BIP 2023 um 0,6 % schrumpfen, 2024 aber wieder um 0,2 % und 2025 um 2,0 % zunehmen.

Was die Finanzpolitik betreffe, so sei der Umfang der finanzpolitischen Maßnahmen zur Bewältigung der Energiekrise im Jahr 2022 gemäß den Dezember-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems auf 1,9 % des BIP gestiegen, nachdem in den September-Projektionen der EZB noch 1,2 % des BIP

veranschlagt worden seien. Die Projektionen vom Dezember beinhalteten auch für 2023 eine kräftige Aufwärtskorrektur der finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen, deren Größenordnung nun auf 1,9 % des BIP geschätzt werde. Diese Maßnahmen dürften zum Teil auch noch 2024 (0,5 % des BIP) und 2025 (0,2 % des BIP) in Kraft bleiben. Der konjunkturbereinigte Primärsaldo, der sich 2020 auf -3,4 % des BIP verschlechtert habe, dürfte 2022 im Zuge der schrittweisen Rücknahme der pandemiebedingten Maßnahmen einen Wert von -1,3 % erreichen. Den Projektionen zufolge werde er sich im Jahr 2023 wieder auf -1,6 % des BIP verschlechtern und 2024 um fast 1 Prozentpunkt auf -0,7 % des BIP verbessern.

Was die jüngste Inflationsentwicklung anbelange, so sei die Gesamtinflation gemäß der Schnellschätzung von Eurostat im November auf 10,0 % gesunken, verglichen mit 10,6 % im Oktober. Grund hierfür sei der schwächere Preisauftrieb bei Energie gewesen, der durch eine stärkere Erhöhung der Nahrungsmittelpreise teilweise ausgeglichen worden sei. Der langsamere Anstieg der Energiepreise im November spiegele in erster Linie eine geringere Verteuerung von Rohöl und Gas wider. Im Dezember dürfte sich die Energiepreissteigerung infolge der in einigen Euro-Ländern ergriffenen finanzpolitischen Maßnahmen weiter verringern. Im Januar und Februar 2023 werde sie jedoch voraussichtlich wieder zunehmen, da viele Versorgungsunternehmen ihre Preise in diesen Monaten anpassten. Für die Folgezeit rechneten die Fachleute des Eurosystems in ihren Projektionen vom Dezember mit einer Abschwächung des Preisauftriebs bei Energie. Diese Entwicklung werde sich jedoch wesentlich langsamer vollziehen als zuvor projiziert, weil die Großhandelspreise für Gas und Strom erst mit Verzögerung an Kunden mit langfristigen Verträgen weitergegeben würden.

Die Teuerung bei Nahrungsmitteln habe sich im November auf 13,6 % erhöht und werde den Projektionen zufolge ihren Aufwärtstrend bis Anfang 2023 fortsetzen, bevor sie ab Mitte des Jahres zurückgehe. Der erwartete Anstieg bis zum Jahresbeginn 2023 sei darauf zurückzuführen, dass die starke weltweite Verteuerung der Nahrungsmittelrohstoffe noch nicht vollständig auf die Einzelhandelspreise durchgeschlagen habe. Der Preisauftrieb bei Waren habe sich in den vorgelagerten Stufen der Produktionskette abgeschwächt, was ebenfalls noch nicht auf die Einzelhandelspreise durchgewirkt habe. Der beobachtete deutlich langsamere Anstieg bei den Vorleistungsgütern dürfte sich erst im Verlauf des Jahres 2023 in der Preisentwicklung von Einzelhandelswaren niederschlagen.

Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation seien im Oktober auf hohem Niveau geblieben. Die meisten Messgrößen seien zwar weiter angestiegen, einige hätten sich aber stabilisiert. So hätten sich insbesondere jene stabiler entwickelt, die vom im Vormonatsvergleich geringeren Preisauftrieb bei Energie beeinflusst würden. Die Dynamik der Binneninflation habe sich seit Mitte 2022 verlangsamt, was mit der Abschwächung der indirekten Auswirkungen der Energiepreise und der Lieferengpässe zusammenhängen könnte. Zugleich habe sich die Teuerung bei den lohnintensiven Komponenten des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) in den vergangenen Monaten erhöht.

Das Wachstum der Tarifverdienste habe im dritten Quartal erneut zugenommen, und der experimentelle Indikator der EZB für die Lohnentwicklung weise auf weitere erhebliche Tarifverdienststeigerungen in den kommenden Quartalen hin. In den sieben Ländern, die in diesem Indikator erfasst seien, implizierten die bislang im vierten Quartal 2022 vereinbarten Tarifabschlüsse sowohl für 2022 als auch für 2023 Lohnzuwächse von rund 5 %, was mit den Projektionen vom Dezember weitgehend im Einklang stehe.

Die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen vom November habe ergeben, dass sich die Einschätzungen der aktuellen Teuerung bei 10 % stabilisiert hätten. Dies zeige deutlich, dass die Verbraucher dem Inflationsniveau Beachtung schenkten. An den Erwartungen für die Teuerung in einem Jahr ließen sich erste Anzeichen einer Trendumkehr ablesen. Nach 5,4 % im Oktober sei der Wert auf 5,0 % im November zurückgegangen. Die Erwartungen für die Teuerung in drei Jahren seien indes mit rund 3 % stabil geblieben.

Was die zentralen Aussagen der Dezember-Projektionen betreffe, so sei die Inflation deutlich nach oben korrigiert worden. Es werde nun von durchschnittlichen Teuerungsraten von 8,4 % für 2022, 6,3 % für 2023 und 3,4 % für 2024 ausgegangen. Für 2025 werde eine durchschnittliche Inflation von 2,3 % projiziert. Die Aufwärtskorrekturen seien durch das Zusammenspiel einer in den vergangenen Monaten (ausgenommen November) immer wieder überraschenden Inflationsentwicklung, eines hartnäckigeren Preisdrucks und eines rascheren Lohnwachstums bedingt. Die Jahresdurchschnittswerte verdeckten die stark abwärtsgerichteten Basiseffekte beim Energiepreisanstieg, wodurch die Gesamtinflation den Projektionen zufolge von 10,0 % im vierten Quartal 2022 auf 3,6 % im Schlussquartal 2023 sinken werde. Im vierten Quartal 2024 dürfte sich die Teuerung weiter auf 3,3 % und ab dem dritten Quartal 2025 auf 2,0 % abschwächen. Das etwas ungewöhnliche zeitliche Inflationsprofil für 2023 und 2024 sei darauf zurückzuführen, dass die finanzpolitischen Maßnahmen zur Eindämmung der Energiepreiskrise 2023 inflationsdämpfend und 2024 mit dem geplanten Auslaufen vieler dieser Maßnahmen inflationssteigernd wirken dürften.

So dürfte die Kerninflation (d. h. die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel) 2022 im Durchschnitt bei 3,9 % und 2023 bei 4,2 % liegen, bevor sie den Projektionen zufolge 2024 auf 2,8 % und 2025 auf 2,4 % sinken werde. Vor allem das kräftige Lohnwachstum bei einer robusten Arbeitsmarktentwicklung trage zur Persistenz der Kerninflation bei. Aber auch die höheren Energie- und Nahrungsmittelkosten würden die Kerninflation 2023 und 2024 indirekt weiterhin erheblich beeinflussen und auch 2025 noch eine Rolle spielen. Die vergangene Abwertung des Euro werde 2023 und 2024 ebenfalls einen Anstieg der Kerninflation bewirken. Die für 2024 und 2025 projizierten Kerninflationen würden ohne die geschätzten indirekten Effekte des Energiepreisanstiegs und des Wechselkurseffekts deutlich niedriger ausfallen.

Die Risiken für die Inflationsaussichten seien überwiegend aufwärtsgerichtet. Auf kurze Sicht könne der bestehende Preisdruck dazu führen, dass die Endkundenpreise für Energie und Nahrungsmittel

stärker stiegen als erwartet. Auf mittlere Sicht erwüchsen Risiken vor allem aus binnenwirtschaftlichen Faktoren wie beispielsweise einem anhaltenden Anstieg der Inflationserwartungen auf ein Niveau, das über dem Zielwert der EZB liege, oder unerwartet kräftigen Lohnzuwächsen. Sinkende Energiekosten oder eine weiter abnehmende Nachfrage würden den Preisdruck indessen verringern. Das aktualisierte Abwärtsszenario der Dezember-Projektionen, das diesen Risiken Rechnung trage, weise für 2023 und 2024 bei kräftig steigenden Energiepreisen eine im Vergleich zum Basisszenario höhere Inflation (von 7,4 % bzw. 3,6 %) aus, wohingegen die Teuerung 2025 mit 2,0 % unter den Wert des Basisszenarios falle, da dann der vom Nachfragekanal ausgehende Abwärtsdruck zum bestimmenden Faktor werde. Auch die Ungewissheit über die Wirkung der geldpolitischen Straffung stelle ein Risiko für die Inflationsprojektionen dar, wobei die verschiedenen Modellansätze eine große Bandbreite an Schätzwerten ergäben.

Um der hohen Unsicherheit in Bezug auf die Wirtschaftsaussichten Ausdruck zu verleihen, seien in den Dezember-Projektionen neben dem Basisszenario auch eine Sensitivitätsanalyse und ein Abwärtsszenario erstellt worden. Der mechanische Effekt der dem Basisszenario zugrunde liegenden technischen Annahmen hätte im Vergleich zu den September-Projektionen für 2023 ein geringfügig niedrigeres Wachstum des BIP und für 2024 ein deutlich geringeres BIP-Wachstum ergeben. Gegenüber den Projektionen vom September hätten die technischen Annahmen zudem eine deutlich niedrigere Inflation für 2023 und eine höhere Teuerungsrate für 2024 impliziert. Zugleich könnte eine Verlängerung der derzeitigen finanzpolitischen Maßnahmen bis ins Jahr 2024 – eine nicht unrealistische Annahme angesichts der Bemühungen der Regierungen, den Energiepreisschock abzufedern – die Inflation 2025 merklich erhöhen. Im Abwärtsszenario werde angenommen, dass eine vollständige Einstellung der Gas- und Öllieferungen aus Russland zu Störungen in der Produktion und im Handel führe. Die Inflation würde infolgedessen 2023 und 2024 höher als im Basisszenario ausfallen (was auf vorherrschende Aufwärtsrisiken für die Inflation hindeute) und 2025 geringer sein.

Mit Blick auf die monetäre und finanzielle Entwicklung erinnerte Herr Lane daran, dass der Umfrage unter geldpolitischen Analysten vom Dezember zufolge ein stärker buckelförmiger Verlauf der EZB-Leitzinsen erwartet werde, als dies noch in der Oktober-Umfrage der Fall gewesen sei. Der Zinssatz für die Einlagefazilität werde laut den Erwartungen im März 2023 mit 2,75 % einen Höchststand erreichen, was einem Anstieg der Erwartungen um 25 Basispunkte gegenüber der vorherigen Umfragerunde entspreche. Auf lange Sicht werde nach wie vor – wie schon in der Umfrage vom Oktober – mit einem Einlagesatz von 2,0 % gerechnet. Die geldpolitischen Analysten gingen zudem davon aus, dass die Bestände des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) nach März 2023 abgebaut würden.

Herr Lane stellte gleichwohl fest, dass die langfristigen risikofreien Zinssätze und die Staatsanleiherenditen vor dem Hintergrund geringerer Laufzeitprämien und geänderter geldpolitischer Erwartungen zurückgegangen seien, was risikobehafteten Vermögenswerten zugute komme. Auch

die Realzinsen seien seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Oktober gesunken, auch wenn sich die Laufzeitenstruktur der realen Terminzinssätze im Vergleich zum Vorjahr deutlich nach oben verschoben habe. Während die aktuellen realen Kassazinsen über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg – bedingt durch die gegenüber Ende 2021 sehr hohe Inflationsrate – weiterhin negativ seien, hätten sich die realen Terminzinsen für alle Zeithorizonte um mindestens 150 Basispunkte erhöht. Über die sehr kurze Frist hinaus bedeute der anhaltende Zinsanstieg folglich, dass sich Unternehmen mit Refinanzierungsbedarf im Laufe der Zeit einem weitaus höheren Realzins gegenübersehen. Von den Indizes der finanziellen Bedingungen im Euroraum seien seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Oktober gemischte Signale ausgegangen. Denn der durch die höheren Aktienkurse und geringeren risikofreien Zinssätze bedingten Verschiebung stehe ein stärkerer Euro gegenüber. Gleichwohl seien die finanziellen Bedingungen restriktiver geblieben, als in den September-Projektionen angenommen worden sei.

Mit Blick auf die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen hätten die Firmen in der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln in einem sich eintrübenden wirtschaftlichen Umfeld von einer Ausweitung ihrer „Finanzierungslücke“ – also der Differenz zwischen der Veränderung der Nachfrage nach Außenfinanzierungsmitteln und der (wahrgenommenen) Veränderung des entsprechenden Angebots – berichtet. Außerdem habe der Anteil der als „anfällig“ geltenden Unternehmen zugenommen. Diese seien definiert als Unternehmen, die gleichzeitig einen niedrigeren Umsatz, sinkende Gewinne, höhere Zinsaufwendungen und eine nicht rückläufige Verschuldung gemessen am Gesamtvermögen auswiesen. Sowohl die gemeldete größere Finanzierungslücke als auch die zunehmende Anfälligkeit der Unternehmen gingen in der Regel mit einem anschließenden Rückgang des BIP im Euroraum einher.

Herr Lane berichtete, dass die Transmission der geldpolitischen Straffung die Geldmengen- und Kreditentwicklung so beeinflusse, wie dies auch in der Vergangenheit der Fall gewesen sei. Er wies darauf hin, dass sich der Zinssatz für Termineinlagen in früheren Straffungszyklen in engem Gleichlauf mit dem Leitzins entwickelt habe, während der Zinssatz für täglich fällige Einlagen systematisch deutlich unter dem Leitzins gelegen habe. Angesichts der Rückkehr positiver Leitzinsen stellten die Banken die bisherige Preisstruktur wieder her, indem sie die Zinssätze stärker erhöhten, die am weitesten von ihrem „normalen“ Abstand zu den Leitzinsen entfernt seien. Die Zinssätze für täglich fällige Einlagen seien bislang nur in geringem Maße gestiegen.

Die Kreditzinsen für Hypothekarkredite an private Haushalte hätten merklich angezogen. Dies habe dazu beigetragen, dass weniger neue Kredite an private Haushalte ausgereicht worden seien, was insbesondere einem geringeren Wachstum der Hypothekarkredite zuzuschreiben sei. Auch die Zinssätze für Unternehmenskredite hätten sich deutlich erhöht. Diese Entwicklung habe jedoch noch nicht zu einer signifikanten Verringerung der Kreditvergabe der Banken an Unternehmen geführt, denn diese hätten ihre Anleiheemissionen erheblich reduziert, als die Kosten für die Begebung von

Anleihen stärker gestiegen seien als die Kreditzinsen der Banken, die mit einer größeren Verzögerung reagierten. Darüber hinaus hätten die Firmen einen höheren nominalen Kreditbedarf, da die Betriebskosten und der Finanzierungsbedarf für Investitionen aufgrund der Inflation gestiegen seien.

Zusammenfassend hob Herr Lane hervor, dass die erhebliche Aufwärtskorrektur des Inflationsprofils für den gesamten Projektionszeitraum angesichts der außergewöhnlich hohen Unsicherheit eine geldpolitische Reaktion erfordere, durch die sich die Inflationsrate innerhalb des Projektionszeitraums deutlich verringere. Die in den aktuellen Projektionen ausgewiesene höhere Inflationsdynamik bedeute, dass sich die geschätzte Bandbreite für die Terminal Rate, die eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum Zielwert gewährleiste, deutlich nach oben verlagert habe. Durch eine Anhebung der Leitzinsen auf ein ausreichend restriktives Niveau und dessen Beibehaltung werde die Inflation im Zeitverlauf aufgrund einer schwächeren Nachfrage zurückgehen und ferner dem Risiko vorgebeugt, dass sich die Inflationserwartungen dauerhaft nach oben verschieben würden.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Vor diesem Hintergrund schlug Herr Lane vor, die drei Leitzinssätze der EZB auf der aktuellen Sitzung um jeweils 50 Basispunkte anzuheben. Zudem sollte klar herausgestellt werden, dass die Zinsen noch deutlich und in einem gleichmäßigen Tempo steigen müssten, um ein ausreichend restriktives Niveau zu erreichen, das eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Zielwert von 2 % gewährleiste. Unter Berücksichtigung der kumulierten Anhebung der EZB-Leitzinsen um 200 Basispunkte seit Juli sollte eine Erhöhung um 50 Basispunkte derzeit als angemessenes Tempo angesehen werden, mit dem die Geldpolitik zügig gestrafft werden könnte. Ein Anstieg in dieser Größenordnung würde den Unsicherheiten Rechnung tragen, die bezüglich der Wirtschaftslage, der Inflationsaussichten, der Verzögerungen bei der Transmission beschlossener geldpolitischer Maßnahmen des EZB-Rats sowie der Weitergabe der allgemeinen Straffungsimpulse an das gesamte geldpolitische Instrumentarium, einschließlich der Rückzahlung der GLRGs, bestünden. Angesichts der erheblichen Unsicherheit würde ein gleichmäßiges Tempo dem EZB-Rat ermöglichen, mehr über die bisherigen Auswirkungen seiner Beschlüsse auf die Finanzierungsbedingungen und die Gesamtwirtschaft zu erfahren und von Sitzung zu Sitzung neu einzuschätzen, welches Zinsniveau ausreichend restriktiv wäre, um eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zu ihrem Zielwert zu gewährleisten.

Die EZB-Leitzinsen seien das wichtigste Instrument bei der Festlegung des geldpolitischen Kurses. Der EZB-Rat sollte die Auswirkungen seiner Zinserhöhungen über die gesamte Zinsstrukturkurve hinweg verstärken, indem er Grundsätze für die Normalisierung der vom Eurosystem zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapierbestände ankündige. Herr Lane schlug daher vor, zu kommunizieren, dass die APP-Bestände ab März 2023 in einem maßvollen und vorhersehbaren

Tempo reduziert würden, da das Eurosystem die Tilgungsbeträge von Wertpapieren bei Fälligkeit nicht mehr vollumfänglich wieder anlegen werde. Ferner schlug er vor anzukündigen, dass die Bestände bis zum Ende des dritten Quartals 2023 durchschnittlich um 15 Mrd. € pro Monat vermindert würden und der EZB-Rat das künftige Tempo im weiteren Verlauf festlegen werde. Darüber hinaus sollte der EZB-Rat signalisieren, dass sich aus der Überarbeitung seines Handlungsrahmens zur Steuerung der kurzfristigen Zinssätze, die bis Ende 2023 abgeschlossen sein sollte, Informationen über das Ende des Bilanznormalisierungsprozesses ergeben würden.

Im Einklang mit der geldpolitischen Strategie der EZB sollte der EZB-Rat auf seiner aktuellen Sitzung auch die eingehende Beurteilung der Wechselbeziehung zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität vornehmen. Seit der letzten Beurteilung des EZB-Rats im Juni 2022 hätten sich die Rahmenbedingungen für die Finanzstabilität verschlechtert. Zurückzuführen sei dies auf eine schwächere Wirtschaft und steigende Kreditrisiken. Vor dem Hintergrund der eingetrübten Wirtschaftsaussichten und der schlechteren Lage der öffentlichen Finanzen seien die Staaten zudem anfälliger geworden. Restriktivere Finanzierungsbedingungen würden in der mittleren Frist dem Aufbau von Schwachstellen im Finanzsystem entgegenwirken und Extremrisiken für die Inflation senken. Kurzfristig würden sie jedoch das Risiko systemischen Stresses und die Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum erhöhen. Außerdem könnte die Marktvolatilität durch den Liquiditätsbedarf von Finanzinstituten, die nicht dem Bankensektor angehörten, verstärkt werden. Gleichwohl verfügten die Banken im Euroraum über eine komfortable Kapitalausstattung, die dazu beitrage, die Nebenwirkungen der strafferen Geldpolitik auf die Finanzstabilität abzumildern. Die makroprudenzielle Politik stelle weiterhin die erste Verteidigungslinie dar, wenn es darum gehe, Finanzstabilität sicherzustellen und mittelfristigen Anfälligkeiten 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. Im laufenden Quartal und im ersten Quartal 2023 dürfte die Wirtschaft im Euroraum schrumpfen. Ursächlich hierfür seien die Energiekrise, die hohe Unsicherheit, die weltweit nachlassende Wirtschaftstätigkeit sowie verschärfte Finanzierungsbedingungen. Laut den jüngsten Stabsprojektionen des Eurosystems wäre eine Rezession allerdings relativ kurz und milde. Das Wachstum dürfte sich im Jahr 2023 dennoch verhalten entwickeln und sei gegenüber den von Fachleuten der EZB erstellten September-Projektionen deutlich nach unten korrigiert worden. Über die kurze Frist hinaus dürfte sich das Wachstum erholen, sobald der derzeitige Gegenwind abflaue.

In Bezug auf das außenwirtschaftliche Umfeld stimmten die Ratsmitglieder der von Herrn Lane dargelegten Einschätzung allgemein zu, dass sich die Weltwirtschaft vor dem Hintergrund der anhaltenden geopolitischen Unsicherheit, die vor allem aus dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und ihre Bevölkerung erwachse, sowie aufgrund der weltweit verschärften Finanzierungsbedingungen verlangsamen. Die nachlassende globale Wirtschaftstätigkeit werde auch den Welthandel und die Auslandsnachfrage im Euroraum belasten, wengleich sich der Druck auf die internationalen Lieferketten verringere. Hervorgehoben wurden auch die Risiken in Bezug auf die Wirtschaftslage in China, die zu erneuten Engpässen in den globalen Lieferketten führen könnten. Es wurde betont, dass sich das Eurogebiet nach wie vor einer außergewöhnlich hohen globalen Unsicherheit gegenübersehe, die sowohl wirtschaftlicher als auch geopolitischer Natur sei und deren Auswirkungen noch nicht vollständig abzusehen seien.

Was die Entwicklung im Euro-Währungsgebiet anbelangt, so stimmten die Ratsmitglieder mit Herrn Lane darin überein, dass der Euroraum im Schlussquartal 2022 und im Anfangs Quartal 2023 wahrscheinlich eine milde Rezession durchlaufen werde. Das Wirtschaftswachstum habe sich dort im dritten Quartal 2022 auf 0,3 % verlangsamt. Die hohe Inflation und die verschärften Finanzierungsbedingungen dämpften Ausgaben und Produktion, indem sie die Realeinkommen der Privathaushalte verringerten und die Kosten der Unternehmen in die Höhe trieben. Die zurückliegende Verschlechterung der Terms of Trade, in der sich der raschere Anstieg der Importpreise im Vergleich zu den Exportpreisen widerspiegeln, belasten nach wie vor die Kaufkraft im Euroraum. Was die positiven Entwicklungen angeht, so habe sich die Beschäftigung im dritten Quartal um 0,3 % erhöht, und die Arbeitslosenquote sei im Oktober mit 6,5 % auf einen neuen historischen Tiefstand gefallen. Es sei zu erwarten, dass die verloren gegangene Kaufkraft zu einem gewissen Grad durch höhere Löhne aufgewogen werde, was den Konsum stütze. Im Zuge der konjunkturellen Abschwächung dürften allerdings weniger neue Arbeitsplätze entstehen, und die Arbeitslosigkeit könne in den kommenden Quartalen zunehmen.

Mit Blick auf die künftige Entwicklung wurde darauf hingewiesen, dass die Fachleute des Eurosystems ihre Projektion für das Wirtschaftswachstum 2023 nach unten revidiert hätten. Zugleich wurde von Ratsmitgliedern hervorgehoben, dass sich die Wirtschaftstätigkeit bislang widerstandsfähiger als erwartet gezeigt habe. Die Binnennachfrage stelle sich in Anbetracht der höheren Energiepreise zweifellos weiterhin belastbarer als ursprünglich befürchtet dar. Hierin komme die kräftige Nachfrageerholung bei Verbraucherdienstleistungen im Gefolge der Aufhebung pandemiebedingter Einschränkungen zum Ausdruck. Insbesondere der Arbeitsmarkt bleibe robust und stütze dadurch die Binnennachfrage, weshalb die Beschäftigung in den neuen Projektionen kaum revidiert worden sei. Doch obwohl dieser Befund als gute Nachricht gelte, werde er mittelfristig auch zu einer höheren Inflation beitragen. Es wurde konstatiert, dass das Wachstum im kommenden Jahr bei annähernd null

liegen dürfte, sodass sich der Euroraum im Vergleich zu 2022 einer sehr deutlichen Abschwächung gegenübersehe.

Während die Binnennachfrage ungeachtet der höheren Energiepreise bislang robust gewesen sei, bestehe erhebliche Unsicherheit hinsichtlich der Dämpfungswirkung der strafferen Geldpolitik. Es wurde auf strukturelle Modelle mit zukunftsgerichteten oder rationalen Erwartungen verwiesen, die darauf hindeuteten, dass die Geldpolitik die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in deutlich stärkerem Maße beeinflusse als in den Stabsprojektionen zum Ausdruck komme. Diese Modelle implizierten auch ausgewogenere Risiken für die mittelfristigen Inflationsaussichten. Zugleich wurde angemerkt, dass die zugrunde liegende empirische Evidenz nicht auf eine hohe Zinssensitivität der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und der Inflation in weiten Teilen des Euroraums hinzudeuten scheine, wenngleich es bei der Transmission der Geldpolitik beträchtliche Unterschiede gebe. Jedenfalls sei die kraftvolle Reaktion der Finanzpolitik auf die Energiekrise ein wichtiger Faktor für die Resilienz der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und des Arbeitsmarkts, während zugleich die im Verlauf der Pandemie ergriffenen Maßnahmen zurückgenommen würden. Mithin wurden Bedenken darüber laut, inwieweit sich die Binnennachfrage angesichts einer in Aussicht stehenden Rücknahme der fiskalischen Unterstützung behaupten werde.

Es wurde zudem angeführt, dass angesichts der Wirtschafts- und Arbeitsmarktentwicklung derzeit weniger Bedarf an einer Abwärtskorrektur der Schätzungen des Potenzialwachstums bestehe; dies gelte zumindest insoweit, als sich die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft im Euroraum nicht allein aus fiskalischen Stützungsmaßnahmen speise. Allerdings sei es denkbar, dass die Auswirkung des Krieges – insbesondere des Energiepreisschocks – und der Pandemie auf die wirtschaftlichen Produktionskapazitäten größer und langlebiger als erwartet ausfallen würden, sodass die Nachfrage stärker reduziert werden müsste, um die Inflation zu begrenzen. Eine geringere Produktionslücke stünde eher im Einklang mit der beobachteten kräftigen Dynamik der Kerninflation.

Hinsichtlich der Reaktion der Finanzpolitik auf die höheren Energiepreise bekräftigten die Ratsmitglieder, dass die Hilfsmaßnahmen befristet und auf die anfälligsten Privathaushalte und Unternehmen zugeschnitten sein sollten, um das Risiko der Erzeugung zusätzlichen Inflationsdrucks zu begrenzen. Die fiskalischen Stützungsmaßnahmen sollten zeitlich befristet, zielgerichtet und auf die Wahrung von Anreizen für einen verringerten Energieverbrauch ausgerichtet sein. Maßnahmen, die diesen Grundsätzen nicht gerecht würden, dürften den Inflationsdruck noch verschärfen, sodass eine stärkere geldpolitische Reaktion erforderlich wäre. Die Finanzpolitik solle im Einklang mit dem wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen der EU außerdem darauf abzielen, die Produktivität der Wirtschaft im Euroraum zu steigern und die hohe Staatsverschuldung schrittweise zu senken. Eine Politik, die – gerade im Energiesektor – eine Verbesserung der Angebotskapazitäten des Euroraums bewirke, könne dazu beitragen, den Preisdruck auf mittlere Sicht zu verringern. Daher sollten die Staaten ihre Investitions- und Strukturreformpläne im Rahmen des Programms „Next Generation EU“

zünftig umsetzen. Die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU sollte zeitnah abgeschlossen werden.

Gezielte einkommensbezogene Maßnahmen seien nach Wahrnehmung der Ratsmitglieder im Allgemeinen effektiver als preisbezogene Maßnahmen, da Letztere die nötige langfristige Anpassung der Energieproduktion und des Energieverbrauchs beeinträchtigten. Es wurde weithin unterstrichen, dass die derzeitigen finanzpolitischen Maßnahmen nicht zielgerichtet genug seien, wodurch sich Herausforderungen in Bezug auf die Perspektiven für solide öffentliche Finanzen und die Geldpolitik ergäben. Bei fortgesetzter Lockerung der Haushaltsregeln im Jahr 2023 würden die Haushaltsdefizite wahrscheinlich höher ausfallen als derzeit auf Basis der Standardannahmen projiziert. Allerdings wurde auch betont, dass die Energiepreise weiterhin sehr volatil seien und die Finanzpolitik derzeit versuche, die Auswirkungen auf private Haushalte und Unternehmen abzufedern. Solange die Finanzpolitik im Wesentlichen darauf abziele, die Auswirkungen höherer Energiepreise im Zeitverlauf zu glätten, sei sie nicht unbedingt als expansiv zu werten.

Vor diesem Hintergrund schätzten die Mitglieder die Risiken für die wirtschaftlichen Wachstumsaussichten als abwärtsgerichtet ein. Dies gelte insbesondere auf kurze Sicht. Der Krieg Russlands gegen die Ukraine stelle nach wie vor ein erhebliches Abwärtsrisiko für die Wirtschaft dar. Auch könnten die Energie- und Nahrungsmittelkosten dauerhaft höher bleiben als erwartet. Sollte sich die Weltwirtschaft deutlicher als erwartet abschwächen, könne dies das Wachstum im Euroraum zusätzlich belasten.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung. Die Inflation sei laut der Schnellschätzung von Eurostat im November auf 10,0 % gesunken, was vor allem durch den geringeren Anstieg der Energiepreise, aber auch durch die etwas niedrigere Inflation bei den Dienstleistungen bedingt sei. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln habe jedoch weiter zugenommen auf 13,6 %, da die hohen Vorleistungskosten der Nahrungsmittelproduktion auf die Verbraucherpreise durchschlügen. Der Preisdruck sei sektorübergreifend weiterhin hoch, was zum Teil auf die gesamtwirtschaftlichen Folgen der hohen Energiekosten zurückzuführen sei. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet habe sich die Inflation im November unverändert auf 5,0 % belaufen, und auch andere Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation wiesen ein hohes Niveau auf. Fiskalische Maßnahmen, durch die den privaten Haushalten ein Ausgleich für die hohen Energiepreise und die hohe Inflation gewährt werden solle, dürften die Teuerung im Jahr 2023 zunächst dämpfen, dann aber wieder ansteigen lassen, sobald die Maßnahmen zurückgenommen würden. Die Lieferengpässe bildeten sich allmählich zurück, auch wenn ihre Folgen nach wie vor zur Inflation beitrügen und insbesondere die Warenpreise in die Höhe trieben. Dasselbe gelte für die Aufhebung pandemiebedingter Einschränkungen: Die Auswirkungen der aufgestauten Nachfrage schwächten sich zwar ab, verliehen aber den Preisen – vor allem im Dienstleistungssektor – weiterhin Auftrieb. Zudem wirke die Abwertung des Euro im Jahr 2022 immer

noch auf die Verbraucherpreise durch. Das Lohnwachstum verstärkte sich gestützt durch robuste Arbeitsmärkte und gewisse Aufholbewegungen der Löhne als Ausgleich für die hohe Inflation.

Die Ratsmitglieder betonten, dass sich die Entwicklung der Gesamtinflation im November zwar verlangsamt habe, die Inflation aber immer noch viel zu hoch sei. Angesichts der verzögerten Weitergabe der höheren Energiepreise an die Verbraucherpreise und des jüngsten Wiederanstiegs der Gaspreise sei es überdies unsicher, ob die Gesamtinflation bereits ihren Höchststand erreicht habe. Die jüngsten Daten deuteten darauf hin, dass die Teuerung deutlich an Breite und Persistenz gewinne. Trotz des unerwarteten Rückgangs der Gesamtinflation im November liege die Teuerungsrate immer noch über dem im September projizierten Wert. Da sie den Projektionen zufolge auch 2024 und 2025 noch auf höherem Niveau liegen werde, seien negative Angebotsschocks, Pandemie und Energiepreise nicht mehr die einzigen Inflationstreiber. Nunmehr liege die Inflation ganz klar auch im geldpolitisch relevanten Zeithorizont, für den sich die EZB zu verantworten habe, über dem Zielwert. Selbst wenn die Gesamtinflationszahlen im Jahresverlauf 2023 – vornehmlich infolge von Basiseffekten – drastisch sänken, träfe dies auf die zugrunde liegende Inflation wohl nicht zu. Deren Messgrößen wiesen auf Monatsbasis betrachtet noch immer eine sehr starke Dynamik auf. Dies spiegele sich auch in den Projektionen wider, denen zufolge die Kerninflation 2023 höher als 2022 ausfallen werde. Zudem werde sie sich 2025 persistenter zeigen und deutlich über dem Zielwert liegen. Dies impliziere ein erhöhtes Risiko, dass sich die Inflation in der Wirtschaft des Euroraums verfestige.

Zugleich wurde betont, dass die Inflationsprojektionen vom Dezember deutliche Aufwärtskorrekturen umfassten. Dies träfe vor allem auf die späteren Jahre des Projektionszeitraums zu, wobei die projizierte Gesamtinflation für 2024 so stark wie noch nie revidiert worden sei. Es wurde angemerkt, dass die Aufwärtskorrektur über diesen Zeitraum größtenteils auf veränderte Einschätzungen und das zeitliche Profil der fiskalischen Maßnahmen zurückzuführen sei, da alle relevanten technischen Annahmen (z. B. die Öl- und Gaspreise, der Wechselkurs und die Zinssätze) seit den Projektionen vom September dergestalt revidiert worden seien, dass sich eine niedrigere Inflationsrate hätte ergeben müssen. Maßgeblich für die Aufwärtskorrektur der Inflationsprojektionen seien daher vor allem eine Aufwärtsrevision des inländischen Kostendrucks sowie eine aktualisierte Beurteilung der Frage, wie schnell und wie stark die Kostenentwicklung auf die Preise durchwirke, gewesen. Durch die jüngste Aufwertung des Euro habe sich das außenwirtschaftliche Umfeld nennenswert verändert, wodurch sich der Inflationsdruck im Euroraum in der näheren Zukunft leicht abschwächen dürfte, auch wenn die zeitverzögert eintretenden Effekte der zurückliegenden deutlichen Euro-Abwertungen noch immer auf die Wirtschaft durchschlugen. Schließlich wurde hervorgehoben, dass es beim Tempo des projizierten Abklingens der Inflation gegenüber den September-Projektionen keine nennenswerte Korrektur gegeben habe. Der Vergleich des aktuellen Jahresviertels mit dem Schlussquartal 2024

zeige, dass sich unter Berücksichtigung des höheren Ausgangsniveaus das Inflationsprofil einer drastisch absinkenden Kerninflation praktisch kaum verändere.

Die Mitglieder wiesen darauf hin, dass für die Beurteilung des Risikos von Zweitrundeneffekten auf die Preisentwicklung der Lohndruck maßgeblich sei. Da sich die Lohndynamik im Euroraum beschleunige, habe es den Anschein, dass es nun nach und nach zu Zweitrundeneffekten durch höhere Löhne komme. Die Lage an den Arbeitsmärkten sei weiterhin so angespannt wie noch nie, und der Druck auf die Löhne wachse. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, das zuvor ähnlich stark gestiegen sei wie die Tarifverdienste, nehme nun deutlich rascher zu. Der Anstieg der Lohnstückkosten habe sich deutlich verstärkt, und es sei zu erwarten, dass die entsprechende Wachstumsrate am Ende des Projektionszeitraums auf einem Niveau liegen werde, das nicht mit dem Inflationsziel der EZB in Einklang stünde. Hierfür sei auch ein Rückgang der Arbeitsproduktivität verantwortlich, der zum Teil womöglich auf eine mangelnde Reallokation von Arbeitskräften seit der Pandemie zurückzuführen sein könne. Diese Faktoren könnten als Hinweis darauf gewertet werden, dass es tatsächlich zu Zweitrundeneffekten komme. Es wurde allerdings auch die Auffassung geäußert, dass für die Lohnstückkosten im gesamten Projektionszeitraum eine nach wie vor relativ gedämpfte Entwicklung zu verzeichnen sei, die jedoch genau beobachtet werden müsse.

Es herrschte die Auffassung vor, dass die Beurteilung der Persistenz der mittelfristigen Inflation auch ganz entscheidend von der Finanzpolitik abhänge. Gemäß der im Rahmen der Projektionen durchgeführten Sensitivitätsanalyse seien die aus der Finanzpolitik resultierenden Aufwärtsrisiken für die Inflation beträchtlich. Es werde bereits eine expansivere Finanzpolitik als erwartet verfolgt, wobei sich der Expansionsgrad sogar noch verstärken dürfte. Allerdings wurde auch die Ansicht geäußert, dass die Fiskalmaßnahmen zum Großteil auf natürliche Weise auslaufen oder sich umkehren würden und daher bei der Gestaltung der Geldpolitik „außen vor gelassen“ werden könnten. Die für die späteren Jahre des Projektionszeitraums erwarteten höheren Inflationsraten resultierten stattdessen unmittelbar aus den in Bezug auf die Finanzpläne getroffenen Annahmen, bei denen sich durchaus herausstellen könnte, dass der Gesamteffekt des finanzpolitischen Kurses auf die Inflation für den genannten Zeitraum überschätzt werde. So könne sich beispielsweise der längerfristige Preisdruck abschwächen, falls die energiebezogenen Fiskalmaßnahmen 2023 nicht vollständig umgesetzt würden, oder falls Kosten rezessionsbedingt nur in verringertem Maße an die Waren- und Dienstleistungspreise weitergegeben würden.

Vor diesem Hintergrund wurde angemerkt, dass die Inflationsprojektionen mit einer ungewöhnlich hohen Unsicherheit behaftet seien. Dies gelte vor allem für die mittlere Frist. Die mit den Inflationsprojektionen verbundenen Konfidenzintervalle seien breit und weiteten sich über den Projektionszeitraum hinweg aus. Die Genauigkeit der Inflationsprojektionen für den Horizont in zwei bis drei Jahren wurde als extrem gering eingestuft. Auf der Grundlage dieser Einschätzung könne die aktuelle Projektion für 2025 daher als nicht signifikant vom 2 %-Wert abweichend gesehen werden. In

der Kommunikation müsse diese Unsicherheit hervorgehoben werden, um kein falsches Genauigkeitsgefühl zu vermitteln. In diesem Zusammenhang wurde auch vorgebracht, dass die Risiken, mit denen das Basisszenario der Inflationsprojektionen behaftet sei, auf mittlere Sicht als ausgeglichener eingestuft werden könnten und somit gegenüber den September-Projektionen weniger stark gestiegen seien, weil einige der früheren Aufwärtsrisiken in das Basisszenario der aktuellen Projektionen eingeflossen seien.

Was die längerfristigen Inflationserwartungen anbelangt, so nahmen die Ratsmitglieder die von Frau Schnabel und Herrn Lane vorgetragene Einschätzung zu den jüngsten Entwicklungen der marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs und der umfragebasierten Indikatoren zur Kenntnis. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen derzeit bei rund 2 %. Erneute Korrekturen einiger Indikatoren auf Werte oberhalb des Inflationsziels machten jedoch eine fortgesetzte Beobachtung erforderlich. Die markt- und umfragebasierten längerfristigen Inflationserwartungen würden allgemein als weiterhin fest verankert bewertet. Zugleich bestünde aber die Gefahr, dass einige längerfristige Inflationsindikatoren ihre Verankerung verlören. Es wurde darauf verwiesen, dass dieses Risiko erhöht sei und einen nichtlinearen Anstieg verzeichnen könne, falls die Inflation über längere Zeit zu hoch bleibe, worauf die Projektionen hindeuteten. Angesichts des sehr langen Zeitraums, für den über dem Inflationsziel liegende Raten projiziert würden, und der Bedeutung von Erfahrungen für die Herausbildung der Inflationserwartungen insbesondere privater Haushalte, seien die Risiken für eine Entankerung der Inflationserwartungen nach wie vor erheblich. Darüber hinaus hänge die Verankerung der längerfristigen Inflationserwartungen von der Glaubwürdigkeit des EZB-Rats ab, die Inflation zeitnah wieder auf den Zielwert zurückführen zu können.

Allerdings wurde auch angemerkt, dass einige aktuelle Indikatoren auf einen graduellen Rückgang der längerfristigen Inflationserwartungen hindeuteten. Die Inflationserwartungen der privaten Haushalte seien immer noch recht hoch. Dies verwundere allerdings kaum, denn Privathaushalte seien vergangenheitsorientiert und mäßigen Inflationserwartungen oder den Preise von Waren, die relativ gesehen stärker anstiegen (z. B. Energie und Nahrungsmittel), ein größeres Gewicht bei. In der jüngsten Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen sei der Median der Inflationserwartungen für in drei Jahren mit 3 % recht stabil geblieben. In den Umfragen der Europäischen Kommission hingegen, die freilich qualitativer Natur seien, sei bereits ein klarer Abwärtstrend zu beobachten.

Vor diesem Hintergrund erachteten die Ratsmitglieder die Risiken für die Inflationsaussichten insgesamt als primär aufwärtsgerichtet. Auf kurze Sicht könne der bestehende Preisdruck dazu führen, dass die Endkundenpreise für Energie und Nahrungsmittel stärker stiegen als erwartet. In Bezug auf die mittelfristigen Aussichten wurden zwar unterschiedliche Auffassungen geäußert, doch die Risiken wurden allgemein als weiterhin aufwärtsgerichtet eingeschätzt. Risiken gingen vor allem von Binnenfaktoren aus und bezögen sich auf einen anhaltenden Anstieg der Inflationserwartungen

auf ein über dem Zielwert des EZB-Rats liegendes Niveau oder auf unerwartet kräftige Lohnzuwächse. In diesem Zusammenhang wurde abermals darauf verwiesen, dass die im Rahmen der Projektionen durchgeführte Sensitivitätsanalyse überwiegend auf Aufwärtsrisiken für die Inflation hindeute, die in erster Linie aus der Entwicklung der Energie- und Nahrungsmittelpreise erwüchsen. Im Gegensatz dazu würden sinkende Energiekosten, eine weiter abnehmende Nachfrage und restriktivere Finanzierungsbedingungen den Preisdruck mindern.

In Bezug auf die monetäre und finanzielle Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Herrn Lane eingangs dargelegte Einschätzung. Im Einklang mit der anhaltenden Normalisierung der Geldpolitik erhöhten sich die Kreditkosten für Unternehmen und private Haushalte. Die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen sei weiterhin robust, da die Firmen Anleihen durch Bankkredite ersetzen und ihre höheren Produktions- und Investitionskosten über Kredite finanzierten. Unterdessen habe sich das Wachstum der Kreditvergabe an private Haushalte aufgrund der gestiegenen Kreditkosten und der sich eintrübenden Aussichten am Wohnimmobilienmarkt verringert.

Die Ratsmitglieder stimmten darin überein, dass sich die Transmission der geldpolitischen Normalisierung auf die Finanzierungsbedingungen insgesamt reibungslos vollziehe und im Großen und Ganzen den Erfahrungen der Vergangenheit entspreche. Allerdings wurde darauf verwiesen, dass zwischen den einzelnen Ländern erhebliche Unterschiede bestünden, und dass es für die Transmission relevant sei, diese zu verstehen. Beispielsweise sei die Transmission der Marktzinsen auf Termineinlagen und Bankkreditzinsen in der viertgrößten Volkswirtschaft des Euroraums nur in relativ begrenztem Umfang und schwächer als in der Vergangenheit vonstattengegangen. In der größten Volkswirtschaft des Eurogebiets habe sich die Transmission auf die Kreditzinsen hingegen rascher als üblich vollzogen. Zwei frühere Bedenken hätten indes an Bedeutung verloren: Erstens hätten sich die Banken recht problemlos an die geänderten GLRG-Bedingungen angepasst, weswegen auch in erheblichem Maße vorzeitige Rückzahlungen erfolgt seien. Zweitens seien am Repomarkt die Spannungen etwas zurückgegangen, und Spreads hätten sich dort weniger stark ausgeweitet.

Zugleich wurde Besorgnis darüber laut, dass die langfristigen risikofreien Zinssätze und die Staatsanleiherenditen seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Oktober vor dem Hintergrund gesunkener Laufzeitprämien und geänderter geldpolitischer Erwartungen zurückgegangen seien, was zu niedrigeren Realzinsen geführt habe. Für Laufzeiten von bis zu zehn Jahren lägen diese nun wieder im negativen Bereich. Dieser Rückgang dürfte zum Großteil mit Übertragungseffekten aus den Vereinigten Staaten zusammenhängen und die üblicherweise in diesen beiden Währungsräumen stark korrelierenden Renditeänderungen widerspiegeln. Überdies schienen die Märkte die Entwicklung in den Vereinigten Staaten – wo die Inflation bereits sinke – ungeachtet der unterschiedlichen Aussichten auf den Euroraum zu übertragen. Außerdem hätte die Reaktion der Finanzmärkte auf die EZB-Ratsbeschlüsse vom Oktober und die entsprechende Kommunikation zu einer Lockerung der

Finanzierungsbedingungen beigetragen, wodurch sich die nach der September-Sitzung erfolgte Straffung teilweise zurückgebildet habe. Der Rückgang der Zinsstrukturkurve des Euro-Währungsgebiets habe auch Risikoaktiva gestützt und insgesamt zu einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen geführt. Bei diesen Lockerungen handele es sich um eine Fehlentwicklung. Sie stünden im Widerspruch zu den deutlich ungünstigeren Inflationsaussichten im Euroraum, wie sie in den Projektionen der Fachleute zum Ausdruck kämen. Vor diesem Hintergrund sei eine Umkehr der rückläufigen Preisgestaltung am Markt geboten. Es gelte vor allem begünstigend darauf hinzuwirken, dass die Finanzmärkte ihre Ansicht über den künftigen Leitzinspfad der EZB, einschließlich des Höchstwerts oder der Terminal Rate, neu bewerteten.

Der EZB-Rat nahm außerdem seine halbjährliche eingehende Beurteilung der Wechselbeziehung zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität vor. In einem von geringerem Wachstum und einer schwächeren Haushaltslage geprägten Umfeld hätten sich die Bedingungen für die Finanzstabilität – angesichts einer rückläufigen konjunkturellen Dynamik, des steigenden Kreditrisikos und der zunehmenden Anfälligkeit von Staaten – seit der letzten Überprüfung im Juni 2022 verschlechtert, so die übereinstimmende Meinung der Ratsmitglieder. Sie stellten fest, dass ein plötzlicher Liquiditätsbedarf von Finanzinstituten, die nicht dem Bankensektor angehörten, die Volatilität an den Märkten verstärken könne. Zugleich dürfte die komfortable Kapitalausstattung der Banken im Euro-Währungsgebiet dazu beitragen, mögliche negative Nebenwirkungen des strafferen geldpolitischen Kurses auf die Finanzstabilität zu verringern. Es wurde darauf hingewiesen, dass eine unzureichende oder verspätet erfolgende geldpolitische Reaktion womöglich nur dazu führen werde, dass die Folgen für die Finanzstabilität verzögert und dann vermutlich stärker ausfallen würden. Die Ratsmitglieder erörterten auch eine potenziell ungeordnete Reaktion der Finanzmärkte auf verschiedene Schocks. Hierzu zählten verschiedene Szenarien im Zusammenhang mit einer quantitativen Straffung oder nachteiligen Veränderungen der Finanzpolitik.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

In Bezug auf den geldpolitischen Kurs stellten die Ratsmitglieder fest, dass die Inflationsaussichten in den Eurosystem-Projektionen vom Dezember weiter nach oben korrigiert worden seien und dass die Teuerung sowohl auf mittlere als auch auf kurze Sicht deutlich über dem Zielwert des EZB-Rats liege. Da die Inflation an Persistenz und der Inflationsdruck an Breite gewannen, nehme auch das Risiko einer Entankerung der Inflationserwartungen zu. Während der Preisdruck entlang der Wertschöpfungskette nach wie vor erhöht sei, werde auch die Kerninflation, die weniger volatil sei und im Zeitverlauf stärker auf die Geldpolitik reagieren dürfte, den Projektionen zufolge anhaltend hoch bleiben, wobei der zugrunde liegende Inflationsdruck weiter zunehmen werde. Es wurde angemerkt, dass es angesichts einer wohl mindestens vier Jahre in Folge deutlich über dem Zielwert von 2 %

liegenden Inflationsrate zunehmend schwierig sei, zu argumentieren, dass die hohen Teuerungsraten in erster Linie auf externe Schocks außerhalb des Einflussbereichs der Geldpolitik zurückzuführen seien. In diesem Zusammenhang dürfte die Lohnentwicklung die Gefahr von Zweitrundeneffekten verschärfen, während der Inflationsdruck durch die expansive Finanzpolitik erhöht werde. Hierdurch werde die Wirkung der anhaltenden geldpolitischen Straffung beeinträchtigt. Angemerkt wurde jedoch auch, dass es in der Verantwortung der Finanzpolitik läge, einen Beitrag dazu zu leisten, die aus dem Energiepreisschock resultierenden Folgen der Inflation abzumildern. Es wurde betont, dass die projizierte Verlangsamung des Wirtschaftswachstums, die vom Grundsatz her den Inflationsdruck mindern sollte, nur gering sei und man nicht davon ausgehen könne, dass dies den Inflationsdruck merklich dämpfen werde.

Auch wurde darauf hingewiesen, dass die von Fachleuten der EZB und des Eurosystems erstellten vierteljährlichen gesamtwirtschaftlichen Projektionen, die modellbasierte Analysen und eine Einschätzung der Fachleute enthielten, einen wichtigen Parameter bei der Entscheidungsfindung des EZB-Rats darstellten. Anhand der Projektionen würden Marktteilnehmer und die breite Öffentlichkeit die Kohärenz der Maßnahmen des EZB-Rats beurteilen. Wenn nicht entschlossen auf die in den aktuellen Projektionen enthaltenen ungünstigeren Inflationsaussichten reagiert werde, dann werde zum einen die Bedeutung der Projektionen in Frage gestellt und zum anderen dürften Zweifel darüber aufkommen, mit welchem Nachdruck der EZB-Rat sein Preisstabilitätsziel verfolge und gewährleiste. Es wurde daran erinnert, dass der EZB-Rat im Einklang mit den Ergebnissen der EZB-Strategieüberprüfung bei Inflationsraten, die sowohl unter als auch über seinem mittelfristigen Ziel lägen, eine symmetrische und gleichermaßen entschlossene Reaktion zeigen solle. Die Geldpolitik könne zwar den kurzfristigen Inflationsausblick nicht beeinflussen, doch zeigten die Projektionen inzwischen Teuerungsraten an, die auch 2024 und bis weit in das Jahr 2025 hinein über dem Inflationsziel lägen, also über einen längeren Zeitraum hinweg, in dem die Geldpolitik die Inflationsaussichten durchaus beeinflusse.

Allerdings wurde auch zu bedenken gegeben, dass die Inflationsprojektionen für die späteren Jahre des Projektionszeitraums mit einer sehr hohen Unsicherheit behaftet seien und die Auswirkungen einer raschen geldpolitischen Straffung nach einer sehr langen Phase mit einem äußerst akkommodierenden geldpolitischen Kurs möglicherweise unterschätzten. Von dieser Warte aus betrachtet näherten sich die Inflationsprojektionen bis Mitte 2025 dem Zielwert an. Auch zeige die Entwicklung der Kerninflation nach wie vor eine sehr deutliche Abschwächung an, wobei in Bezug auf die Basisprojektionen sowohl Aufwärts- als auch Abwärtsrisiken bestünden. Aufgrund der erhöhten Unsicherheit sei eine graduelle Vorgehensweise unter Beibehaltung der mittelfristigen Ausrichtung angebracht, anstatt den geldpolitisch relevanten Zeithorizont unangemessen zu verkürzen. Zudem hätten sich mit Blick auf den deutlichen Zinsanstieg infolge der vorangegangenen geldpolitischen Beschlüsse einige Effekte noch nicht in der Realwirtschaft niedergeschlagen. Der EZB-Rat müsse

darauf achten, die Nachfrage mit restriktiveren Zinssätzen nicht zu stark zu drosseln. Anderenfalls werde sich die projizierte Rezession verschärfen.

Unter dem Strich wurde angeführt, dass die deutliche Aufwärtskorrektur der Inflationsprojektionen, die vor allem die späteren Jahre des Projektionszeitraums betreffe, die Marktteilnehmer überraschen dürfte und als unvereinbar mit den vom Markt erwarteten Zinspfad, auf dem die Projektionen basierten, beurteilt werden dürfte. Es herrschte ein breiter Konsens darüber, dass der geldpolitische Kurs deutlich gestrafft werden müsse, da das aktuelle Gefüge von Zinssätzen und Erwartungen, das in der Preisgestaltung an den Märkten zu erkennen sei, nicht ausreichend restriktiv sei, um die Teuerung zeitnah wieder auf ihren Zielwert zurückzuführen. Dementsprechend müssten die Zinsen auf ein Niveau steigen, das über den derzeitigen Markterwartungen liege. Zudem müssten sie für längere Zeit hinreichend restriktiv bleiben, um die Inflation zurückzuführen und dem Risiko einer dauerhaften Aufwärtsverschiebung der Inflationserwartungen entgegenzuwirken. Eine solche Anpassung der geldpolitischen Ausrichtung sei auch im Einklang mit der Kommunikation des EZB-Rats, wonach geldpolitische Entscheidungen in Abhängigkeit von der Datenlage und von Sitzung zu Sitzung getroffen würden.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Auf Grundlage dieser Überlegungen waren sich die Ratsmitglieder einig, dass eine in gleichmäßigem Tempo erfolgende und nachhaltige Straffung der Geldpolitik durch eine Zinsanhebung und eine Verkleinerung der Bilanz des Eurosystems geboten sei.

Eine erhebliche Zahl von Sitzungsteilnehmern äußerte zunächst eine Präferenz für eine Anhebung der EZB-Leitzinsen um 75 Basispunkte. Begründet wurde dies mit der klaren Erwartung, dass die Teuerung zu lange zu hoch bleiben dürfte und die vorherrschenden Markterwartungen und Finanzierungsbedingungen mit einer zeitnahen Rückkehr zum 2 %-Inflationsziel der EZB schlicht unvereinbar seien. Die verschlechterten Inflationsaussichten machten daher einen größeren als den von den Märkten eingepreisten Zinsschritt erforderlich. Würde die Zinserhöhung nicht über den Erwartungen der Marktteilnehmer liegen, so könnte dies als Bestätigung ihrer Einschätzung des künftigen Zinspfads gewertet werden. Dies könnte wiederum dazu führen, dass sich die Zinsstrukturkurve nicht in dem Maße nach oben verschiebe, wie es nötig wäre, um die Inflation wieder zum Zielwert zurückzuführen. Angesichts der ungünstigen Datenlage und des negativen Inflationsausblicks, die sich aus den Dezember-Projektionen ergäben, erfordere der Ansatz des EZB-Rats, Entscheidungen in Abhängigkeit von der Datenlage und von Sitzung zu Sitzung zu treffen, eine Zinsanhebung im gleichen Umfang wie schon im Oktober, um einer nicht gerechtfertigten Lockerung der Finanzierungsbedingungen und der Geldpolitik entgegenzuwirken. Es wurde darauf verwiesen, dass eine Erhöhung um 75 Basispunkte für sich sprechen würde und der Alternative vorzuziehen sei,

die Leitzinsen um 50 Basispunkte anzuheben und parallel dazu die Kommunikation zum weiteren Zinspfad zu verstärken. Im Sinne eines Risikomanagementansatzes zur Bewältigung des anhaltenden Inflationsdrucks seien Beschlüsse geboten, die stärker für entschlossenes Handeln stünden, damit eine Entankerung der Inflationserwartungen verhindert werde. Eine Zinsanhebung um weniger als 75 Basispunkte würde die falschen Signale senden und möglicherweise als unvereinbar mit dem mittelfristigen 2 %-Inflationsziel empfunden werden. Dadurch würde die Wahrnehmung einer asymmetrischen Reaktionsfunktion des EZB-Rats verstärkt werden.

Einige dieser Ratsmitglieder erklärten gleichwohl ihre Bereitschaft, einer Zinsanhebung um 50 Basispunkte zuzustimmen, sofern eine Mehrheit den Vorschlag von Herrn Lane unterstützen sollte. Dabei sei auch zu berücksichtigen, dass ein Bestandteil des Vorschlags die verstärkte Kommunikation zu den geldpolitischen Absichten des EZB-Rats und die Bekräftigung sei, dass der EZB-Rat die Zinsen deutlich und beständig weiter erhöhen werde. Dies käme in gewisser Weise annähernd einer Anhebung der Zinssätze um 75 Basispunkte auf der aktuellen Sitzung gleich, da ein zum jetzigen Zeitpunkt geringeres, dafür aber stetigeres Tempo bei der Anhebung der Zinsen in den restriktiven Bereich als konsistent mit der beharrlicheren Inflationsentwicklung und der anhaltend erhöhten Unsicherheit angesehen werden könne.

Unter Berücksichtigung sämtlicher Aspekte unterstützte eine breite Mehrheit der Ratsmitglieder den Vorschlag von Herrn Lane, die Leitzinssätze der EZB um 50 Basispunkte anzuheben und zu kommunizieren, dass die Zinssätze noch deutlich und in einem gleichmäßigen Tempo steigen müssten, um ein ausreichend restriktives Niveau zu erreichen, das eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen 2 %-Ziel der EZB gewährleiste. Eine Erhöhung um 50 Basispunkte wurde als angemessenes Tempo für die Straffung der Geldpolitik erachtet, das noch immer zügig sei, aber auch den Unsicherheiten Rechnung trage, die im Zusammenhang mit der Konjunktur und den Inflationsaussichten bestünden. Es wurde angemerkt, dass das Vorziehen von Zinserhöhungen und die Geschwindigkeit der geldpolitischen Straffung weniger relevant würden, da sich die Zinssätze dem geschätzten neutralen Niveau annähernten. Wichtiger seien nun vielmehr die Gleichmäßigkeit der Leitzinserhöhungen und der Zeitraum, in dem die Zinssätze im restriktiven Bereich blieben. Es wurde die Ansicht vertreten, dass der EZB-Rat bei einer Anhebung um 50 Basispunkte auf der aktuellen Sitzung in der Lage wäre, die Geldpolitik über einen längeren Zeitraum zu straffen, was mit Blick auf die größere Persistenz der hohen Inflation wichtig sei. Gleichzeitig wurde argumentiert, dass mit beständigen Zinsanhebungen in Schritten von jeweils 50 Basispunkten nach einigen wenigen Sitzungen rasch ein ausreichend restriktives Niveau erreicht werden könnte. Dies würde es dem EZB-Rat erlauben, die Wirkung seiner Maßnahmen im Zeitverlauf zu beurteilen. In diesem Zusammenhang wurde daran erinnert, dass eine Zinserhöhung um 50 Basispunkte im historischen Vergleich einen deutlichen Anstieg darstelle.

Dessen ungeachtet, so wurde betont, bedürfe es einer wirkungsvollen Kommunikation, damit sich die Markterwartungen in Bezug auf den künftigen Zinspfad nach oben verschöben. In dieser Kommunikation seien drei elementare Aussagen zu den Zinssätzen zu betonen, nämlich dass sie noch deutlich angehoben werden müssten, in den restriktiven Bereich steigen würden und länger in diesem Bereich bleiben würden, als der Markt derzeit erwarte. Zu kommunizieren, dass ein länger anhaltender und höherer Zinspfad anstehe, werde wahrscheinlich eine wesentliche Straffung der Finanzierungsbedingungen bewirken. Es wurde daran erinnert, dass der EZB-Rat durch die Anhebung der Zinsen um insgesamt 200 Basispunkte seit dem Sommer große Fortschritte bei der Rücknahme der geldpolitischen Akkommodierung erzielt habe. Diese hätten sich in erheblichem Maße auf die Konjunktur und die Inflationsaussichten ausgewirkt, wengleich sie teilweise mit einer gewissen Verzögerung sichtbar würden.

Ferner wurde hervorgehoben, dass der EZB-Rat zeitgleich ankündigen werde, mit der Verringerung der Reinvestitionen fällig werdender Wertpapiere im APP-Portfolio zu beginnen, und dass die laufenden GLRG-Rückzahlungen ebenfalls zu einer beschleunigten Bilanzverkleinerung des Eurosystems beitragen. Diese Ankündigung werde zwar weitgehend vom Markt erwartet, doch seien die Auswirkungen der Maßnahme auf die Finanzmärkte ungewiss. Aus diesem Grund müsse die Anhebung der Zinsen vorsichtig erfolgen. Es wurde die Sorge geäußert, dass ein größerer Zinsschritt die Risiken für die Finanzstabilität erhöhen könne und – zusammen mit der Ankündigung einer Verringerung der APP-Reinvestitionen und den umfangreichen vorzeitigen GLRG-Rückzahlungen – möglicherweise zu Volatilität an den Finanzmärkten führe. Eine Zinserhöhung um 50 Basispunkte wurde letztlich auch deswegen als angemessen erachtet, weil für die Inflation in den kommenden Monaten ein Rückgang projiziert werde, der zum Teil Basiseffekten und fiskalischen Maßnahmen geschuldet sei.

Andere Ratsmitglieder sprachen sich weiterhin für eine Zinsanhebung um 75 Basispunkte aus, denn dies sei die naheliegendste Reaktion auf die Entwicklung der Finanzierungsbedingungen. Diese seien zunehmend unvereinbar mit der Erwartung, dass die Inflation über längere Zeit höher ausfallen werde, wie in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen dargestellt, wobei die Risiken nach wie vor aufwärtsgerichtet seien. Eine Stärkung der Kommunikation wurde unter diesen Bedingungen als wichtig erachtet. Gleichwohl könne diese weder einen größeren Zinsschritt ersetzen, noch schaffe sie Abhilfe im Falle einer zu geringen Zinsanhebung. Es wurde die Position vertreten, dass die vorgeschlagene Anpassung des geldpolitischen Kurses unzureichend sei, selbst wenn berücksichtigt werde, dass die Zinsanhebung um 50 Basispunkte zusammen mit der Ankündigung erfolge, die Reinvestitionen im Rahmen des APP zu verringern.

Mit Blick auf die Maßnahmen, die sich auf die Größe und Zusammensetzung der Bilanz des Eurosystems auswirken, stimmten die Ratsmitglieder weitgehend dem Vorschlag von Herrn Lane zu, die wichtigsten Grundsätze für die Verkleinerung des APP-Portfolios zu kommunizieren. Ab

März 2023 würden die Bestände des APP-Portfolios in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo – durchschnittlich um 15 Mrd. € im Monat – reduziert, da das Eurosystem die Tilgungsbeträge von Wertpapieren bei Fälligkeit nicht mehr vollumfänglich wieder anlegen werde. Dieser weitere Schritt zur Normalisierung des geldpolitischen Kurses der EZB wurde als begrüßenswert erachtet. Er stehe im Einklang mit der langjährigen Kommunikation des EZB-Rats, wonach dieser bereit sei, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats flexibel anzupassen, um sicherzustellen, dass die Inflation auf ihr mittelfristiges Ziel zurückkehre.

Es wurde daran erinnert, dass die Leitzinsen das wichtigste Instrument des EZB-Rats bei der Festlegung des geldpolitischen Kurses seien. Zwar sei es erforderlich, die einzelnen Elemente des geldpolitischen Kurses zusammen zu betrachten, doch es wurde davor gewarnt, Zinssätze und Bilanzanpassungen als untereinander austauschbar anzusehen, sodass sie im Rahmen des vorgeschlagenen Maßnahmenpakets gegeneinander aufgewogen werden könnten. Eine Normalisierung der vom Eurosystem zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapierbestände wurde als notwendige Ergänzung zur anhaltenden Straffung der Zinspolitik angesehen, signalisiere sie doch die Bereitschaft des EZB-Rats, alle seine Instrumente so aufeinander abzustimmen, dass sie in dieselbe Richtung wirkten. Da die Inflationsraten derzeit hoch seien und sich die Zinsen von ihrer Untergrenze entfernt hätten, wurden akkommodierende Liquiditätsbedingungen nicht mehr länger als erforderlich angesehen. Darüber hinaus werde eine rechtzeitige Ankündigung den Marktteilnehmern die Gewissheit geben, dass die Verringerung des APP-Portfolios auf maßvolle und vorhersehbare Weise erfolgen werde.

Einige Ratsmitglieder sprachen sich für eine schnellere Verkleinerung des APP-Portfolios bzw. für eine vollständige Beendigung der Reinvestitionen aus. Es wurde daran erinnert, dass der Beschluss nur einen Teil der geldpolitischen Portfolios des Eurosystems, nämlich die APP-Bestände, betreffe, jedoch nicht für das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) gelte. Darüber hinaus müsse ein rascheres Tempo des Abbaus der Wertpapierbestände vor dem Hintergrund gesehen werden, dass die monatlichen Nettoankäufe zum Aufbau des Portfolios sehr hoch gewesen seien. Es wurde die Auffassung vertreten, dass die Anleger auch ohne die Marktpräsenz des Eurosystems in der Lage seien, Neuemissionen zu absorbieren. Der Beginn der passiven Bilanzverkleinerung im Rahmen des Normalisierungsprozesses wurde als überfällig angesehen, denn mit diesbezüglichen Ankündigungen der EZB hätten die Märkte bereits bei der geldpolitischen Sitzung im Oktober gerechnet. Eine frühere oder deutlichere Verringerung des APP-Portfolios würde auch dazu beitragen, geldpolitischen Spielraum für die Zukunft zurückzugewinnen.

Es wurde zudem darauf hingewiesen, dass die Fachleute bei ihren Schätzungen der Auswirkungen einer Bilanzverkleinerung auf das Wirtschaftswachstum und die Inflation von symmetrischen Effekten ausgegangen seien, also davon, dass die Maßnahme ihre Wirkung über dieselben Kanäle entfalten würde wie in der Phase der Bilanzausweitung. Allerdings gebe es auch Gründe zu der Annahme, dass

die Auswirkungen einer quantitativen Straffung asymmetrisch und schwächer ausfallen würden als die der Bilanzausweitung. Daher sei es besser, den Portfolioabbau als einen Teil der geldpolitischen Normalisierung zu betrachten, der im Hintergrund ablaufe. Die Leitzinsen seien unterdessen das wichtigste Instrument der EZB bei der Festlegung des geldpolitischen Kurses.

Es wurde jedoch zu bedenken gegeben, dass ein zu rascher Abbau zu einer erneuten Fragmentierung der Anleihemärkte führen könnte, wodurch sich weitere Zinserhöhungen möglicherweise schwieriger gestalten würden. Vor diesem Hintergrund wurde ein moderates Tempo als angemessener erachtet, zumal eine Bilanzverkleinerung Schätzungen zufolge nur einen begrenzten Einfluss auf die Inflationsaussichten haben dürfte.

Auf der Grundlage der vorstehenden Beratungen wurde vereinbart, ein durchschnittliches Tempo für die Verringerung der APP-Bestände anzukündigen, das ab Anfang März 2023 und auch nur im zweiten Quartal gelten werde. Das Tempo für die Zeit danach werde dann zu einem späteren Zeitpunkt beschlossen und kommuniziert. Dies werde es dem EZB-Rat ermöglichen, die Reaktion der Anleger in den kommenden Monaten zu bewerten und das Tempo bei Bedarf anzupassen. Es wurde angemerkt, dass die Grundsätze und Modalitäten für die Normalisierung der zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapierbestände des Eurosystems jederzeit mit dem Ergebnis der Überprüfung der geldpolitischen Strategie des EZB-Rats im Einklang stehen würden. Dies gelte auch in Bezug auf die Verpflichtung der EZB, die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Europäischen Union zu unterstützen, soweit dies ohne Beeinträchtigung des vorrangigen Ziels der Preisstabilität möglich sei.

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 effizienter und präventiver Ansatz, um potenziellen, aus der Pandemie erwachsenden neuerlichen Risiken für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken. Der Ansatz lasse sich als ein von Vorsicht geprägtes Vorgehen rechtfertigen.

Die Mitglieder waren sich größtenteils einig zu kommunizieren, dass die Inflation nach wie vor deutlich zu hoch sei und den Projektionen zufolge zu lange über dem mittelfristigen Ziel des EZB-Rats von 2 % verharren werde. Dabei wurde betont, dass es angesichts der revidierten Inflationsaussichten eine notwendige und starke Botschaft sei zu signalisieren, die Leitzinsen in einem gleichmäßigen und beständigen Tempo auf ein ausreichend restriktives Niveau anheben zu wollen, um eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum Zielwert der EZB zu gewährleisten. Weiterhin wurde die Auffassung vertreten, dass es vor dem Hintergrund des nach oben korrigierten Inflationsausblicks und angesichts des Ausbleibens kraftvollerer Politikmaßnahmen besonders wichtig sei, die Gründe für den Beschluss des EZB-Rats zu erläutern. In der Kommunikation des EZB-Rats seien Konsistenz und Kohärenz geboten, da dies deren Wirkung auf die Markterwartungen stärke.

Zugleich wurde die Sorge geäußert, es könnte als eine Abkehr vom Ansatz des EZB-Rats, geldpolitische Entscheidungen in Abhängigkeit von der jeweiligen Datenlage und von Sitzung und Sitzung zu treffen, und als Wiedereinführung einer Art Forward Guidance zu den Leitzinsen wahrgenommen werden, wenn die Erwartung kommuniziert würde, dass die Zinssätze noch deutlich und in einem gleichmäßigen Tempo steigen müssten, um ein ausreichend restriktives Niveau zu erreichen, das eine zeitnahe Rückkehr der Inflation auf den Zielwert des EZB-Rats gewährleiste. Dies könnte die Aufmerksamkeit auf künftige Sitzungen lenken und zu Problemen mit Zeitinkonsistenzen führen. So könnte sich angesichts der dann neu verfügbaren Informationen ein anderer Pfad als angemessen erweisen als der derzeit erwartete. Stattdessen wurde vorgeschlagen, in der Kommunikation anzuerkennen, dass die Zinsen aufgrund der aktuellen Inflationsaussichten für einen längeren Zeitraum auf ein höheres Niveau angehoben werden müssten, als derzeit von den Märkten eingepreist und in den Inflationsprojektionen der Fachleute des Eurosystems berücksichtigt sei.

Es wurde zudem angeregt, dass der EZB-Rat seinen Appell an die Finanzpolitik dahingehend verstärken solle, dass die finanzpolitischen Maßnahmen zeitlich befristet, zielgerichtet und auf die Wahrung von Anreizen für einen verringerten Energieverbrauch ausgerichtet bleiben sollten, um eine Verschärfung des Inflationsdrucks zu vermeiden. Im Zuge dessen könne auch auf die fiskalischen Schwachstellen und die Notwendigkeit verwiesen werden, die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU zum Abschluss zu bringen.

Schließlich wurde es als angemessen erachtet, erneut die Bereitschaft des EZB-Rats zu bekräftigen, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats flexibel 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 in einer Pressekonferenz nach der EZB-Ratssitzung vortrugen.

Erklärung zur Geldpolitik

[Erklärung zur Geldpolitik vom 15. Dezember 2022](#)

Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse vom 15. Dezember 2022](#)

Sitzung des EZB-Rats, 14.-15. Dezember 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 Dezember 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 Adviser, GD Volkswirtschaft

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

Begleitpersonen

- Frau Buch
- Herr Demarco
- Herr Garnier
- Herr Gavilán
- Herr Gilbert
- Herr Haber
- Herr Kaasik
- Herr Koukoularides
- Herr Kuodis
- Herr Lünnemann
- Herr Madouros
- 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 2. März 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.