

Sitzung am 1.-2. Februar 2023

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 1.-2. Februar 2023, in Frankfurt am Main

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

Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel stellte fest, dass sich die letzte geldpolitische Sitzung des EZB-Rats am 14.-15. Dezember 2022 spürbar auf die Finanzmärkte des Euroraums ausgewirkt habe. So seien die Realzinsen erfreulicherweise auf ein Niveau gestiegen, das stärker mit einer zeitnahen Rückkehr der Inflation zum Zielwert von 2 % im Einklang stehe.

Die in der realen Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS) im Eurogebiet eingepreiste „Terminal Rate“ (die maximale Zinsrate des Straffungszyklus) habe sich zunächst erhöht, jedoch hätten die Marktteilnehmer ihre Zinserwartungen später nach unten revidiert. Grund hierfür sei unter anderem ein abrupter Rückgang der erwarteten Inflation gewesen, der aus niedrigeren Gaspreisen und unerwartet niedrigen Inflationsszahlen resultierte. Erwartungen einer raschen Disinflation hätten die Märkte zudem veranlasst, ab 2024 wesentliche Zinssenkungen einzupreisen, was darauf hindeute, dass die Phase der restriktiven Geldpolitik zur Eindämmung der hohen Inflation als relativ kurz eingeschätzt werde.

Zusammen mit weiteren Anzeichen einer größeren Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft des Euroraums und dem Wiederhochfahren der Wirtschaft Chinas hätten diese Entwicklungen die Risikobereitschaft erhöht. Die Risikoprämien seien über alle Marktsegmente hinweg merklich gesunken, wodurch sich die Renditeabstände von Anleihen verringert hätten und die Aktienkurse gestiegen seien. Der Euro habe indes auf breiter Front weiter aufgewertet, da sich die Stimmung gegenüber dem Eurogebiet verbessert habe. Die Verringerung der Risikoaufschläge beruhe allerdings auf der festen Überzeugung der Märkte, dass die Inflation bereits stark und nachhaltig in Richtung 2 % sinke. Eine stärkere Persistenz des zugrunde liegenden Preisdrucks könne zu einer Neubewertung der geldpolitischen Aussichten und einer Korrektur der Vermögenspreise führen. Dies lege die

während der Woche heftige Reaktion der Märkte auf einige höher als erwartet ausgefallene Inflationszahlen nahe.

Mit Blick auf die seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats beobachteten erheblichen Änderungen der Realzinsen wurde festgestellt, dass sich die reale OIS-Terminzinskurve im Euroraum nach oben verlagert habe, wobei der zweijährige reale OIS-Satz erstmals seit der Weltfinanzkrise 2008-2009 wieder positiv sei. Die Aufwärtsverlagerung spiegele die Wirkung der Kommunikation der EZB vom Dezember wie auch den Rückgang der erwarteten Inflation, der in der kurzen Frist am ausgeprägtesten gewesen sei, wider. Der Anstieg der Realzinsen bedeute nicht zwangsläufig, dass die Zinssätze nun restriktiv seien, zumal über das Niveau des neutralen Zinssatzes Unsicherheit herrsche, doch könne die Entwicklung – sofern sie anhalte – das Ende einer langen Phase negativer Realzinssätze markieren.

Die modellbasierten Analysen deuteten darauf hin, dass der Rückgang des marktbasierten Inflationsausblicks im Wesentlichen auf zwei Ursachen zurückzuführen sei. Erstens seien bei der Gesamtinflation für den Euroraum seit November nach einer langen Phase unerwartet hoher Inflationsraten einige Abwärtsüberraschungen gegenüber den Erwartungen zu beobachten gewesen. Zweitens seien die Gaspreise deutlich gesunken, was sich derzeit sowohl am kurzen als auch am langen Ende der Inflationsswapkurve viel stärker auf die Inflationsswapsätze als in der Vergangenheit auswirke. Diese höhere Reagibilität auf Gaspreisänderungen könnte zu einer zunehmenden Entkopplung der am Markt implizierten Inflationsentwicklung von den entsprechenden Prognosen der Fachleute beigetragen haben. Zwei Faktoren ließen Zweifel an der günstigen Einschätzung der Märkte zur Inflationsentwicklung aufkommen: zum einen die zunehmenden Anzeichen dafür, dass eine technische Rezession im Eurogebiet unwahrscheinlicher geworden sei, und zum anderen das Wiederhochfahren der chinesischen Wirtschaft.

Da die Märkte diese Risiken für die Inflationsaussichten anscheinend nicht so stark gewichteteten, stellten sie auch infrage, ob die EZB die Zinssätze für längere Zeit im restriktiven Bereich halten werde. Während der am Markt implizierte Pfad für die Kurzfristzinsen im Einklang mit der Kommunikation der EZB vom Dezember auf kurze Sicht eine weitere Straffung vorsehe, sei darüber hinaus eine Zinsumkehr ab 2024 eingepreist. Als Reaktion auf die letzte geldpolitische Sitzung des EZB-Rats habe sich die erwartete Terminal Rate im Euroraum zunächst deutlich nach oben verlagert. Allerdings sei sie im Zuge der Neubewertung des Inflationsausblicks durch die Anleger nach und nach gesunken. Außerdem rechneten die Märkte derzeit mit zahlreichen Zinssenkungen im kommenden Jahr. Die Anleger gingen mit ihrer Erwartung einer raschen und nachhaltigen Rückkehr der Inflation auf 2 % also davon aus, dass die Leitzinsen nur für kurze Zeit restriktiv bleiben würden.

Auch im Hinblick auf den revidierten erwarteten Zinspfad hätten die Anleger größere Klarheit gewonnen. Die implizite Volatilität über einen Zeithorizont von bis zu einem Jahr sei nun so niedrig wie zuletzt im Frühjahr 2022, wenngleich sie im historischen Vergleich nach wie vor hoch sei. Hinter der

geringeren Volatilität der Zinssätze verbürgen sich jedoch bedeutende Unterschiede bei den einzelnen Unsicherheitsfaktoren. So lasse die modellbasierte Analyse darauf schließen, dass die Unsicherheit über die „Reaktionsfunktion“ der EZB zugenommen habe, während die Unsicherheit in Bezug auf die Inflation gesunken sei.

Diese Entwicklung beschränke sich nicht nur auf den Euroraum. Weltweit gingen die Anleger davon aus, dass die großen Zentralbanken ihre Leitzinsen in diesem oder im nächsten Jahr senken würden, da die Gesamtinflation den Erwartungen zufolge von ihrem hohen Kassa-Niveau ausgehend rasch zurückgehen werde. Als Reaktion auf erste Anzeichen eines Wendepunkts bei der Gesamtinflation signalisierten die Anleger, dass ihrer Ansicht nach bald Zinssenkungen erforderlich seien. Indes warnten weltweit Funktionsträger der Zentralbanken davor, dass die Zinssätze wohl für längere Zeit höher bleiben würden als von den Märkten erwartet, da die Kerninflation – gemessen am Gesamtindex ohne Energie und Nahrungsmittel – nach wie vor erhöht sei. Insgesamt seien die Märkte demnach der Auffassung, dass sich die Weltwirtschaft, einschließlich des Euroraums, an einem Wendepunkt befinde. Schließlich seien das Wachstum höher und die Inflation niedriger als zuvor erwartet ausgefallen. Eine solche Positionierung berge ein erhebliches Risiko für Preiskorrekturen an den Märkten, sollte sich die Inflation als persistenter erweisen.

Dies zeige sich auch in den signifikanten Auswirkungen, die die globale Neubewertung der Inflations- und Zinssichten auf die Finanzmärkte im Allgemeinen habe. So sei an den Anleihemärkten eine breit angelegte Verringerung der Risikoprämien zu beobachten gewesen. An den Staatsanleihemärkten des Eurogebiets seien die Renditeabstände in den einzelnen Ländern gesunken, obgleich die EZB im Dezember angekündigt habe, dass die Bestände aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) ab März 2023 reduziert würden, und obgleich mit einem rascheren Abbau ab dem dritten Quartal gerechnet werde. An den Märkten für Unternehmensanleihen des Euroraums lägen die Renditeaufschläge von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften rund 25 % unter dem Niveau von Ende Oktober. Die durch das aktuelle Disinflationnarrativ beflügelte Hausse an den Finanzmärkten sei an den Aktienmärkten besonders ausgeprägt gewesen. So hätten insbesondere die Aktien im Eurogebiet deutliche Kursgewinne verzeichnet.

Die anhaltende Aufwertung des Euro seit der Sitzung vom 14.-15. Dezember 2022 sei vor allem den im Zuge niedriger Gaspreise nachlassenden Rezessionsrisiken geschuldet. Diese Aufwertung sei auf breiter Front gegenüber den meisten wichtigen Währungen erfolgt, wobei der japanische Yen eine nennenswerte Ausnahme dargestellt habe.

Vor dem Hintergrund einer positiveren Risikostimmung habe sich die Funktionsfähigkeit der Märkte ebenfalls spürbar verbessert, was sich in der geringeren Volatilität und der höheren Liquidität an den Staatsanleihemärkten des Euroraums zeige. Dies habe die Risikotragfähigkeit der Anleger abermals positiv beeinflusst. Zugleich hätten die vermehrten Emissionen des öffentlichen Sektors dazu beigetragen, die Knappheit an Sicherheiten zu verringern. Die Reposätze für Geschäfte mit nicht

allgemeinen Sicherheiten (Non-General Collateral) aus Deutschland hätten sich wieder stärker dem Tagesgeld-Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) angenähert, wodurch sich die Sicherheitenprämie reduziert habe.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euroraum

Herr Lane stellte fest, dass sich die Weltwirtschaft im vierten Quartal 2022 weiter abgeschwächt habe. So sei der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor Ende 2022 unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten gesunken. Im Einklang mit der niedrigen Wirtschaftstätigkeit habe sich auch der Welthandel im Schlussquartal 2022 verlangsamt. Trotz dieser Entwicklung hätten sich die Projektionen für das globale Wachstum für das laufende Jahr verbessert, was zum Teil der Lockerung der pandemiebedingten Einschränkungen in China zuzuschreiben sei. Der Euro habe seit der EZB-Ratssitzung vom 14.-15. Dezember 2022 weiter aufgewertet. Handelsgewichtet sei der Wechselkurs wieder auf das Niveau von Anfang 2022 zurückgekehrt.

Die Energiepreise seien infolge des weltweiten Nachfragerückgangs, des ungewöhnlich warmen Winters und der wirksamen Maßnahmen zur Gaseinsparung drastisch gesunken. Seit der geldpolitischen Sitzung vom Dezember habe sich Gas in Europa um rund 50 % verbilligt. Am Verlauf der Terminkontraktkurve lasse sich ablesen, dass die Gaspreise in etwa auf dem aktuellen Niveau verbleiben dürften, weshalb die Bedenken in Bezug auf die Gasspeicherstände für nächsten Winter nachließen. Die Ölpreise hätten sich seit der Dezember-Sitzung erhöht, lägen aber weiterhin deutlich unter ihrem Stand von Mitte 2022. Die stark gesunkenen Energiepreise und die nachlassenden Lieferengpässe könnten als eine teilweise Umkehr des großen negativen Angebotschocks, der seit 2021 zu beobachten sei, interpretiert werden.

Die Wirtschaft des Euroraums habe sich im vierten Quartal 2022 weiter abgeschwächt, sich im Dezember jedoch als widerstandsfähiger erwiesen als erwartet. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor habe im Januar 2023 die Wachstumsschwelle von 50 Punkten überschritten, nachdem er im vergangenen Herbst deutlich in den kontraktiven Bereich gefallen sei. Allerdings liege der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe im Gegensatz zu jenem im Dienstleistungssektor noch immer unterhalb der Wachstumsschwelle. Die Gesamtproduktion sei erneut am stärksten durch die Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe belastet worden, wenngleich die Lieferengpässe weiter nachließen. Letzteres habe sich vor allem auf die Herstellung und den Absatz von Pkws günstig ausgewirkt. Die hohe Nachfrage nach Dienstleistungen

im Freizeitbereich, Tourismus und Gastgewerbe dämpfe die Wachstumsverlangsamung im Dienstleistungssektor.

Die jüngste Haushaltsbefragung der Europäischen Kommission lasse darauf schließen, dass die privaten Haushalte im Eurogebiet ihre Erwartungen hinsichtlich der Verbraucherpreise in zwölf Monaten deutlich nach unten und ihre Erwartungen hinsichtlich der Wirtschaftslage nach oben revidiert hätten. Die weniger pessimistische Einschätzung der Wirtschaftslage stütze auch die sich verbessernden Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich ihrer finanziellen Lage und werde den privaten Konsum in nächster Zeit begünstigen. Die Umfrageergebnisse untermauerten die Interpretation, dass sich der negative Angebotschock abschwäche.

Die Wohnungsbau- und die Unternehmensinvestitionen schwächten sich spürbar ab, was unter anderem auf die restriktiveren Finanzierungsbedingungen zurückzuführen sei. Der Branchenumfrage der Europäischen Kommission zufolge stellten bislang angebotsseitige und nicht etwa nachfrageseitige Beschränkungen das größte Produktionshemmnis dar. Die Produktion im Investitionsgütersektor werde vor allem durch einen Mangel an Material und Ausrüstung beeinträchtigt. Zwar sei die Wirtschaftstätigkeit in diesem Sektor dadurch gestützt worden, dass sich angebotsseitige Engpässe verringert hätten und die Unternehmen – insbesondere in der Automobilindustrie – Auftragsrückstände abgebaut hätten, doch bleibe die Entwicklung der Auftragseingänge schwach. Im Baugewerbe sei sowohl der EMI für die Produktion als auch der entsprechende Index für den Auftragseingang seit Anfang 2022 rückläufig.

Gleichwohl ging Herr Lane weiterhin davon aus, dass sich die Wirtschaft im Jahresverlauf erholen werde. Grund hierfür seien ein robuster Arbeitsmarkt, steigende Löhne und die fiskalischen Stützungsmaßnahmen, aber auch die Tatsache, dass die derzeit vorherrschenden widrigen Faktoren abklängen. Setze sich die günstige angebotsseitige Entwicklung fort, würde dies der konjunkturellen Erholung zusätzlich zugutekommen.

Der langsamere Anstieg der Energiepreise habe eine Verbesserung der Terms of Trade bewirkt. Nach einem deutlichen Rückgang der Teuerungsrate der Importpreise sei es auch zu einem Rückgang der Rate der Exportpreise gekommen, der jedoch geringer ausgefallen sei. Diese Asymmetrie bei der Preisanpassung habe Ende 2022 zu einer deutlichen Verbesserung der Leistungsbilanz im Euroraum geführt.

Der Arbeitsmarkt sei nach wie vor widerstandsfähig. Die Arbeitslosenquote habe sich im Dezember bei 6,6 % stabilisiert. Sie liege somit weit unter dem Vorpandemieniveau. Der EMI für die Beschäftigung, der gegenüber seinem Mitte 2021 verzeichneten sehr hohen Stand nachgegeben habe, befinde sich noch immer eindeutig im Wachstumsbereich. Dies lasse darauf schließen, dass die

Unternehmen weiterhin ihre Beschäftigtenzahl erhöhten. Die Zahl der offenen Stellen sei zwar leicht gesunken, aber es seien noch immer sehr viele Stellen unbesetzt. Dies gehe aus den jüngsten Daten von Indeed – aus Online-Stellenbörsen in den fünf größten Euro-Ländern sowie in Irland – hervor.

Im Vergleich zu den im Dezember geäußerten Erwartungen seien die Risiken für die Wachstumsaussichten nunmehr ausgewogener. Der Krieg Russlands gegen die Ukraine stelle nach wie vor ein erhebliches Abwärtsrisiko für die Wirtschaft dar. Er könnte die Kosten für Energie und Nahrungsmittel erneut in die Höhe treiben. Sollte sich die Weltwirtschaft stärker als zurzeit erwartet abschwächen, könnte dies das Wachstum im Euroraum zusätzlich belasten. Auch wenn die Pandemie wieder aufflammen und zu neuerlichen Lieferengpässen führen sollte, würde dies die Erholung beeinträchtigen. Der negative Energieschock könnte jedoch schneller als erwartet abklingen, und obwohl die Sicherheit der europäischen Gasversorgung weiterhin anfällig für angebotsseitige Risiken auf globaler Ebene sei, hätten sich durch die ungewöhnlich hohen Gasvorräte die Versorgungsrisiken für den kommenden Winter verringert. Darüber hinaus könnten sich die Unternehmen im Eurogebiet rascher an das schwierige internationale Umfeld anpassen. Dies würde zu einem höheren Wachstum beitragen als derzeit erwartet.

Die am HVPI gemessene Inflation sei spürbar von 10,6 % im Oktober auf 9,2 % im Dezember 2022 gesunken und habe sich im Januar 2023 laut der Schnellschätzung von Eurostat weiter auf 8,5 % verringert. Die niedrigeren Inflationszahlen seien vor allem eine Folge des deutlich geringeren Preisauftriebs bei Energie. Im Gegensatz dazu habe sich die Teuerung bei Nahrungsmitteln von 13,8 % im Dezember auf 14,1 % im Januar erhöht. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet habe die HVPI-Inflation im Januar wie schon im Vormonat bei 5,2 % gelegen. Allerdings wiesen die einzelnen Unterkategorien bis zu einem gewissen Grad unterschiedliche Entwicklungen auf. So sei die Inflationsrate für Industrieerzeugnisse ohne Energie von 6,4 % auf 6,9 % gestiegen, während die Teuerung bei den Dienstleistungen von 4,4 % auf 4,2 % gesunken sei. Mit Blick auf die Dynamik der Entwicklung – gemessen an der auf Jahresrate hochgerechneten prozentualen Veränderung der Preise gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum – sei die Verlangsamung des Preisauftriebs zwischen Dezember und Januar deutlich stärker ausgefallen, als die Jahresänderungsraten dieser Komponenten vermuten ließen.

Die von Eurostat veröffentlichte HVPI-Schnellschätzung vom Januar sei mit höherer Unsicherheit behaftet als üblich, da der Wert für Deutschland geschätzt worden sei. Im Januar habe außerdem die übliche Anpassung der HVPI-Gewichte stattgefunden, um während des Vorjahres verzeichnete Änderungen bei den Ausgaben zu berücksichtigen. Eine der wichtigsten Änderungen bei den Positionen sei das höhere Gewicht, das den Dienstleistungen beigemessen werde. Hintergrund sei,

dass sich die Anteile der verschiedenen Konsumkategorien der privaten Haushalte wieder annähernd normalisiert hätten.

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation lägen nach wie vor auf einem hohen Niveau, wobei die Indikatoren, die eine Energiekomponente enthielten, jedoch eine Trendumkehr aufwiesen. Die jüngste Entwicklung der Kerninflation zeige überdies, dass sich die Aufwärtsdynamik abgeschwächt habe.

Hinsichtlich der Bestimmungsfaktoren des Preisauftriebs bei Waren hätten energiepreisabhängige Positionen bis Dezember 2022 nach wie vor einen kräftigen Beitrag geleistet. Der Beitrag dieser Positionen dürfte in Zukunft indes geringer ausfallen. Allerdings sei ungewiss, ob der Rückgang gleichermaßen rasch wie der Anstieg erfolgen werde. Der Beitrag der nichtenergiepreisabhängigen Positionen werde hingegen größer.

Um den weiter wachsenden Beitrag energiepreisabhängiger Positionen mit dem Rückgang der Energiekosten in Einklang zu bringen, sei es hilfreich, den Preisdruck entlang der Wertschöpfungskette zu betrachten. In Bezug auf die Teuerung bei Nahrungsmitteln habe sich der Preisdruck verringert. Dies gelte insbesondere für die internationalen Preise für Nahrungsmittelrohstoffe und die europäischen Ab-Hof-Preise. Der Erzeugerpreisindex für verarbeitete Nahrungsmittel sei jedoch aufgrund langer Transmissionsverzögerungen immer noch im Anstieg begriffen. Eine ähnliche Entwicklung lasse sich beim Preisauftrieb bei Waren beobachten. Während der Preisdruck bei Vorleistungsgütern bereits deutlich gesunken sei, erhöhe sich der Erzeugerpreisindex für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel noch immer. Der rasch nachlassende Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Produktionskette dürfte dennoch – wie schon in den Vereinigten Staaten – zu niedrigeren Endkundenpreisen führen.

Herr Lane berichtete, dass die Firmen in der jüngsten Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey) angegeben hätten, dass sich der Kostendruck bei den Vorleistungen abgeschwächt habe, was sinkenden Energiekosten und anderen Vorleistungskosten geschuldet sei. Zudem rechneten die Unternehmen mit einem weiteren Rückgang der Vorleistungskosten.

Mit Blick auf den Inflationsdruck, der aus dem Wohnimmobiliensektor erwachse, habe sich die Mietpreisentwicklung im Euroraum im Jahr 2022 ganz allmählich beschleunigt. Die wohnungsbezogenen Ausgaben hätten 2022 stark angezogen, jedoch habe sich das Tempo zum Jahresende hin zu verlangsamen begonnen. Darüber hinaus hätten sich die Preissteigerungen bei den Kosten für selbst genutztes Wohneigentum ab dem dritten Quartal 2022 aufgrund der mit dem Immobilienerwerb verbundenen Komponente abgeschwächt. Der Preisauftrieb bei Wohnimmobilien im

Eurogebiet habe sich im genannten Quartal deutlich verringert, und zwar auf 6,8 % (nach 9,2 % im zweiten Quartal).

Beim gemessenen Lohnwachstum sei ein Anstieg zu verzeichnen, da ein Ausgleich für die hohe Inflation in der Vergangenheit zum zentralen Thema der Tarifverhandlungen werde. Bislang stehe die Lohnentwicklung jedoch im Großen und Ganzen mit den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2022 im Einklang. Der Indikator der EZB für die Lohnentwicklung, dessen Repräsentativität durch die Einbeziehung von Daten für Frankreich verbessert worden sei, weise darauf hin, dass auf Grundlage der neuen, im Jahr 2022 unterzeichneten und im Jahr 2023 in Kraft tretenden Tarifverträge weitere Lohnsteigerungen (von rund 5 %) zu erwarten sein dürften. Desgleichen rechneten die Unternehmen laut der Telefonumfrage der EZB vom Januar für das Jahr 2023 mit einem durchschnittlichen Lohnwachstum von etwa 5 %, was ungefähr der in der Umfragerunde von Oktober erwarteten Zuwachsrate entspreche. Der von Indeed veröffentlichte Lohnindikator habe in den letzten beiden Monaten des Jahres 2022 gewisse Anzeichen einer Trendumkehr angezeigt.

Die längerfristigen Inflationserwartungen lägen bei rund 2 %. Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs seien leicht gesunken, wobei für 2023 und 2024 eine deutlichere Korrektur zu verzeichnen sei. Dem Survey of Professional Forecasters der EZB zufolge hätten sich die Inflationsprojektionen für 2023 und 2024 jedoch erhöht. Allerdings seien die längerfristigen Erwartungen geringfügig auf 2,1 % nach unten revidiert worden, wohingegen die entsprechenden Erwartungen gemäß der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts) mit 2 % unverändert geblieben seien. Aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen für Dezember 2022 gehe überdies hervor, dass sich der Medianwert der Inflationswahrnehmung sowie die Erwartungen für die Teuerung in einem Jahr abflachten, während sich die Erwartungen für die Teuerung in drei Jahren jedoch weiterhin auf rund 3 % beliefen.

Insgesamt dürften die günstigen Entwicklungen auf der Angebotsseite – sofern sie anhielten – dazu beitragen, die Inflation zu dämpfen. So dürften unter anderem die Auswirkungen der niedrigeren Energiepreise auf die Kostenstruktur der energieintensiven Branchen in den einzelnen Unterkategorien der Waren und Dienstleistungen sowie die Auswirkungen auf die reale Lohnlücke inflationssenkend wirken. Zudem ergebe sich aus der Verbesserung der Terms of Trade ein positiver Einkommens- und Vermögensschock, der die Nachfrage stützen werde.

Die Inflationsaussichten seien nach wie vor mit hoher Unsicherheit behaftet, wenngleich die Risiken für den Inflationsausblick verglichen mit den Erwartungen des EZB-Rats vom Dezember vor allem in der kurzen Frist nun ausgewogener seien. Aufwärtsrisiken könnten sich daraus ergeben, dass der bestehende Preisdruck die Endkundenpreise auf kurze Sicht dennoch in die Höhe treibe. Darüber

hinaus könnte eine überraschend kräftige Wirtschaftserholung in China den Rohstoffpreisen und der Auslandsnachfrage neuen Auftrieb verleihen. Binnenfaktoren wie dauerhaft über dem Zielwert der EZB liegende Inflationserwartungen oder unerwartet starke Lohnzuwächse könnten die Inflation auch auf mittlere Sicht ansteigen lassen. Abwärtsrisiken bestünden indessen im Zusammenhang mit dem jüngsten Rückgang der Energiepreise. Sollte dieser anhalten, könnte er die Inflation stärker verlangsamen als angenommen. Dieser Abwärtsdruck in der Energiekomponente könnte dann auch zu einer schwächeren Dynamik bei der zugrunde liegenden Inflation führen. Eine weiter nachlassende Nachfrage würde vor allem mittelfristig ebenfalls zu einem geringeren Preisdruck beitragen als derzeit erwartet. Der Nettoeffekt des Wiederhochfahrens der Wirtschaft in China auf die Inflationsentwicklung im Euroraum in den kommenden Monaten sei ungewiss. Eine kräftige Erholung der Produktion in China könnte zwar zu einer weiteren Verringerung der Lieferengpässe führen und den Wettbewerb am internationalen Gütermarkt ankurbeln, was disinflationär auf die Weltwirtschaft wirken würde, doch könnte eine Belebung der Nachfrage in dem Land den Inflationsdruck – insbesondere durch die höhere Nachfrage nach Rohstoffen – auch verstärken.

Was die finanzielle und monetäre Entwicklung betreffe, so komme in den Refinanzierungskosten der Banken weiterhin die geldpolitische Transmission zum Ausdruck. Seit der EZB-Ratssitzung im Dezember seien die Renditen von Bankanleihen im Euroraum weiter leicht gestiegen; dies spiegele die Entwicklung der EZB-Leitzinsen und der Marktzinsen wider. Auch die Einlagenzinsen hätten sich erneut erhöht. Dabei seien sie seit Mai 2022 für Unternehmen stärker angestiegen als für private Haushalte.

Der Zinsabstand zwischen den in M3 enthaltenen Spareinlagen und den täglich fälligen Einlagen habe sich noch ausgeweitet, was weitgehend im Einklang mit zurückliegenden Zinserhöhungszyklen stehe. Mit der Zeit dürften sich daraus beträchtliche Abwärtskorrekturen bei den Beständen an täglich fälligen Einlagen ergeben – deren Anteil gegenwärtig nach wie vor hoch sei –, da aktuell der Anreiz bestehe, die Einlagenbestände auf Girokonten zu verringern. Darüber hinaus würden über gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) aufgenommene Mittel zurückgezahlt, sodass die Banken zur Erfüllung verschiedener aufsichtlicher Kennziffern längerfristige Einlagen benötigen. Daher sei von einer Fortsetzung dieser Portfolioumschichtung auszugehen.

Die höheren Leitzinssätze würden nach wie vor an die Unternehmen weitergegeben. Die Fremdfinanzierungskosten hätten sich seit September 2022 beträchtlich erhöht, und infolge des kräftigen Anstiegs der Zinsen für Bankkredite habe sich der Abstand zwischen den Kosten marktbasierter Fremdfinanzierung und jenen für Bankkredite Ende 2022 gegenüber dem Stand vom September deutlich verringert.

Das aktuelle Tempo der geldpolitischen Straffung sei höher als in vorangegangenen Zinserhöhungszyklen, was die häufigeren und größeren Zinsschritte widerspiegele. Da diese Entwicklung jedoch eine Umkehr der vorangegangenen geldpolitischen Lockerung und eine notwendige Normalisierung darstelle, um der hohen Inflation entgegenzuwirken, werde sie von den Banken bzw. ihren Kunden nicht als schwerwiegende Liquiditätsverknappung wahrgenommen.

Die Transmission der Geldpolitik sei laut der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft auch in den Kreditvergabebedingungen der Banken erkennbar. Für das vierte Quartal 2022 hätten die Banken per saldo weiterhin eine deutliche Verschärfung ihrer Vergaberichtlinien für Unternehmens- und Wohnungsbaukredite gemeldet. Herr Lane merkte an, dass die Umfrage dazu diene, die Veränderung der Kreditrichtlinien zu bewerten, nicht aber deren Niveau. Aus diesem Grund sei die Frage berechtigt, ob die Banken die Richtlinien verschärfen oder ob damit nur eine sehr akkommodierende Ausrichtung der Kreditstandards wieder rückgängig gemacht werde. Mit fortschreitender Verschärfung werde die Entwicklung allerdings irgendwann über die geldpolitische Normalisierung hinausgehen.

Die Nachfrage nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften nach Bankkrediten habe sich im Schlussquartal 2022 ebenfalls verringert. Verantwortlich hierfür seien vor allem steigende Zinsen im Einklang mit den höheren Kreditzinsen der Banken für Unternehmen. Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken sei die rückläufige Kreditnachfrage insbesondere auf die Bereiche Gewerbeimmobilien, Wohnimmobilien und Bau zurückzuführen – die zinsensibelsten Sektoren. Gedämpft werde die Kreditnachfrage überdies durch einen geringeren Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen sowie einen nachlassenden Finanzierungsbedarf der Unternehmen für Betriebsmittel. Aus der Umfrage zum Kreditgeschäft lasse sich außerdem ablesen, dass die Nachfrage der privaten Haushalte nach Wohnungsbaukrediten so stark wie nie zuvor seit Beginn dieser Befragung gesunken sei. Maßgeblich hierfür seien steigende Zinsen, sich verschlechternde Aussichten am Wohnimmobilienmarkt und das niedrige Verbrauchervertrauen.

Bei den Unternehmen seien die Fremdfinanzierungsströme im November und Dezember gesunken, da per saldo Bankkredite getilgt worden seien. Somit gebe es Belege dafür, dass die Unternehmen Ende 2022 ihren Verschuldungsgrad leicht verringert hätten. Auch die Kreditaufnahme der privaten Haushalte habe sich abgeschwächt, wofür vor allem die Entwicklung der Wohnungsbaukredite verantwortlich sei. Der Abwärtstrend bei der Hypothekarkreditaufnahme sei auf strengere Vergaberichtlinien, steigende Zinssätze und eine nachlassende Kreditnachfrage zurückzuführen.

In Bezug auf die monetäre Entwicklung berichtete Herr Lane, dass sich die geringere Kreditvergabe in einem rückläufigen Geldmengenwachstum widerspiegele. Die Wachstumsschwäche bei der breit gefassten Geldmenge M3 sei hauptsächlich eine Folge von Abflüssen aus der eng gefassten Geldmenge M1, deren Wachstum merklich gesunken sei. Die anhaltend niedrige Verzinsung täglich

fälliger Einlagen habe zur Folge, dass die Opportunitätskosten für das Halten von M1-Instrumenten deutlich gestiegen seien. Die Einlagenströme seien weiterhin Ausdruck der Verschiebungen hin zu Termineinlagen und M3-Instrumenten, die eine marktnahe Verzinsung böten.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Vor diesem Hintergrund schlug Herr Lane vor, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 50 Basispunkte anzuheben und zu kommunizieren, dass der EZB-Rat von weiteren Erhöhungen ausgehe. Der EZB-Rat solle den eingeschlagenen Kurs fortsetzen, indem er die Zinsen deutlich und in einem gleichmäßigen Tempo anhebe und sie auf einem ausreichend restriktiven Niveau halte, das eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zu seinem mittelfristigen 2 %-Ziel gewährleiste. Angesichts des zugrunde liegenden Inflationsdrucks schlug Herr Lane vor, die Absicht des EZB-Rats zu kommunizieren, die Zinssätze bei der nächsten geldpolitischen Sitzung im März um weitere 50 Basispunkte anzuheben und anschließend eine Bewertung des darauffolgenden geldpolitischen Pfads vorzunehmen. Das Signal für einen Zinsschritt von 50 Basispunkten bei der Ratssitzung im März bestätige, dass der EZB-Rat – unter Berücksichtigung einer Vielzahl unterschiedlicher Szenarien – der Ansicht sei, dass ein weiterer Schritt in dieser Größenordnung erforderlich bleibe, um die EZB-Leitzinsen auf ein Niveau zu heben, das eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum Zielwert gewährleiste. Über die sehr kurze Frist hinaus könne die geldpolitische Sitzung im März aber auch als Zwischenetappe angesehen werden, an dem der darauffolgende geldpolitische Pfad bewertet werde. Dies geschehe dann auch auf Basis neuer gesamtwirtschaftlicher Stabsprojektionen, die bis dahin verfügbar würden. Dadurch stelle der EZB-Rat sicher, dass die Leitzinsbeschlüsse auch in Zukunft von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung festgelegt würden.

Hinsichtlich der Parameter, die das maßvolle und vorhersehbare Tempo der Verringerung der Bestände aus dem APP regeln würden, die im Dezember beschlossen worden sei, sei es wichtig, dass der Prozess weiterhin transparent, gut verständlich und in Bezug auf die Preisbildung der im Bestand gehaltenen Wertpapierklassen möglichst neutral verlaufe. Herr Lane schlug hierzu vor, die partielle Wiederanlage weitgehend im Einklang mit der derzeitigen Praxis zu handhaben. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Preisstabilitätsziels möglich sei, solle der EZB-Rat auch die schrittweise Dekarbonisierung der Bestände des Eurosystems an Unternehmensanleihen entsprechend der Ziele des Pariser Abkommens fördern.

Was das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) anbelange, so komme dem geldpolitischen Transmissionsmechanismus nach wie vor die Signalwirkung der Flexibilität bei der Wiederanlage im Rahmen des PEPP zugute. Aus Vorsichtsgründen werde daher vorgeschlagen, die Flexibilität bei der Wiederanlage im Rahmen des PEPP als wirksame erste Verteidigungslinie gegen verbleibende Fragmentierungsrisiken beizubehalten.

Frau Schnabel ging anschließend ausführlicher auf die vorgeschlagenen Modalitäten zur Verringerung des APP-Portfolios ein, nachdem der EZB-Rat auf seiner geldpolitischen Dezember-Sitzung beschlossen habe, das APP-Portfolio ab Anfang März bis zum Ende des zweiten Quartals 2023 um durchschnittlich 15 Mrd. € im Monat zu reduzieren. Während der Phase der partiellen Wiederanlage dürften die zur Wiederanlage anstehenden Beträge relativ gering sein. Änderungen bei den Modalitäten dürften daher nur sehr begrenzte Auswirkungen auf die Zusammensetzung des APP-Portfolios haben. Dies spreche dafür, im Zeitraum der partiellen Wiederanlage die Modalitäten einfach zu halten. Sie sollten so weit wie möglich den für die vollumfängliche Wiederanlage geltenden Praktiken ähneln. Dadurch werde zudem sichergestellt, dass die Vereinbarkeit mit dem allgemeinen geldpolitischen Kurs und der Funktionsfähigkeit der Märkte gewahrt bleibe. Überdies dürfte dies die öffentliche Kommunikation des Eurosystems erleichtern.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

In Bezug auf das außenwirtschaftliche Umfeld nahmen die Ratsmitglieder die von Herrn Lane dargelegte Einschätzung zur Kenntnis, dass die gedämpfte Weltwirtschaft und die hohe geopolitische Unsicherheit, die vor allem aus dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und ihre Bevölkerung erwachse, das Wachstum im Euroraum weiterhin bremsen. Zwar seien in Bezug auf die internationalen Lieferketten Verbesserungen zu verzeichnen, aber die gedämpfte weltwirtschaftliche Aktivität belastete den Welthandel und die Auslandsnachfrage des Euroraums. Die Ratsmitglieder führten im Rahmen ihrer Diskussion an, dass auf der einen Seite die Wiederöffnung der chinesischen Wirtschaft zu einem Abbau der globalen Lieferkettenengpässe führen und dadurch die Weltwirtschaft stärken dürfte. Dies würde auch der Auslandsnachfrage nach Produkten aus dem Euroraum zugutekommen. Auf der anderen Seite würde durch diese Wiederöffnung auch Chinas Hunger nach Rohstoffen (einschließlich Erdgas) steigen, wodurch das Land zu einem starken Mitbewerber Europas am Markt für Flüssiggas werde. Dies würde einen Aufwärtsdruck auf die europäischen Erdgaspreise ausüben und die wirtschaftliche Erholung Europas belasten. Bei anderen Rohstoffen, beispielsweise Metallen, sei der Preisdruck aufgrund der erhöhten Nachfrage aus China bereits sichtbar. Es sei unklar, welcher der unterschiedlichen Faktoren letztlich zum Tragen komme, weshalb die Aussichten im Eurogebiet mit erheblicher Unsicherheit behaftet seien.

Die Ratsmitglieder betonten, dass die Preise für Energierohstoffe deutlich gesunken seien und in einigen Fällen sogar wieder auf dem Stand vor Ausbruch des Krieges Russlands gegen die Ukraine lägen. Dies impliziere, dass die Importausgaben des Euroraums für fossile Brennstoffe merklich sinken würden. Zugleich wurde vorgebracht, dass an den Energiemärkten weiterhin beträchtliche

Skepsis dahingehend herrsche, ob die derzeitigen niedrigeren Energiepreise anhielten. Der Rückgang dieser Preise scheine zum Teil auf das aktuell milde Winterwetter zurückführen zu sein, zu dem es im kommenden Winter nicht unbedingt wieder kommen werde. Es wurde allgemein bekräftigt, dass das Eurogebiet nach wie vor mit einer außergewöhnlich hohen globalen Unsicherheit konfrontiert sei, für die sowohl wirtschaftliche als auch geopolitische Faktoren maßgeblich seien.

In Bezug auf die Konjunktur stimmten die Mitglieder trotz des schwierigen außenwirtschaftlichen Umfelds mit Herrn Lane darin überein, dass das Eurogebiet einer Rezession wahrscheinlich entgehen könne. Im Verbund mit der hohen Inflation und den verschärften Finanzierungsbedingungen dämpften die widrigen globalen Faktoren die Ausgaben und die Produktion insbesondere des verarbeitenden Gewerbes. Die Lieferengpässe ließen jedoch nach, und die Gasversorgung sei sicherer. Zusätzlich seien die Unternehmen noch immer dabei, ihre hohen Auftragsrückstände abzuarbeiten, und das Vertrauen nehme zu. Des Weiteren entwickle sich die Produktion im Dienstleistungssektor stabil. Gestützt werde sie durch die anhaltenden Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft sowie durch eine stärkere Nachfrage nach Freizeitaktivitäten. Aufgrund steigender Löhne und des zuletzt rückläufigen Energiepreisauftriebs dürfte zudem der Kaufkraftverlust nachlassen, von dem viele Menschen aufgrund der hohen Inflation betroffen gewesen seien. Dies werde wiederum den Konsum stützen. Insgesamt habe sich die Wirtschaft widerstandsfähiger als erwartet gezeigt und dürfte sich in den kommenden Quartalen erholen. Die Arbeitslosenquote habe im Dezember 2022 mit 6,6 % weiterhin auf einem historischen Tiefstand gelegen. Die Zuwachsrate beim Stellenaufbau verlangsamt sich jedoch möglicherweise, sodass die Arbeitslosigkeit in den kommenden Quartalen zunehmen könne.

Die Ratsmitglieder äußerten sich zu der bis dato erstaunlich widerstandsfähigen Konjunktur. Die vorläufige Schnellschätzung von Eurostat für das BIP-Wachstum im vierten Quartal 2022 sei günstiger als erwartet ausgefallen. Dies sei eine positive Entwicklung, obgleich das Ergebnis sehr wahrscheinlich durch volatile Transaktionen in Irland im Bereich des geistigen Eigentums in die Höhe getrieben worden sei. Im Verbund mit dem aktuellen Inflationsniveau, das niedriger als erwartet sei, werde diese stärkere Aktivität als Hinweis auf eine teilweise Umkehr der negativen Angebotschocks angesehen, die die Wirtschaftsentwicklung im Euroraum im vergangenen Jahr geprägt hätten. Infolgedessen befinde sich die Wirtschaft des Eurogebiets nun in einer besseren Verfassung als im Dezember erwartet. Die jüngsten Entwicklungen stünden mit einer „weichen Landung“ (d. h. einer konjunkturellen Abkühlung ohne Abgleiten in eine Rezession) in Einklang. Unter diesen Umständen gelänge es dem EZB-Rat möglicherweise, die Inflation zu senken, ohne dass die Konjunktur übermäßig stark beeinträchtigt würde. Trotz der besser als erwartet ausgefallenen Wirtschaftsdaten habe sich die wirtschaftliche Grundtendenz seit der Dezember-Sitzung allerdings nicht wesentlich verändert.

Die Ratsmitglieder stimmten darin überein, dass die staatlichen Stützungsmaßnahmen zum Schutz der Wirtschaft vor den Auswirkungen der hohen Energiepreise zeitlich befristet, zielgerichtet und so zugeschnitten sein müssten, dass die Anreize zur Verringerung des Energieverbrauchs aufrechterhalten würden. So müsse angesichts der Entspannung der Energiekrise damit begonnen werden, diese Maßnahmen im Einklang mit den sinkenden Energiepreisen rasch und koordiniert zurückzunehmen. Maßnahmen, die den genannten Grundsätzen nicht gerecht würden, dürften den mittelfristigen Inflationsdruck erhöhen und damit eine stärkere geldpolitische Reaktion erforderlich machen. 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 – insbesondere im Energiesektor – eine Verbesserung der Angebotskapazitäten des Eurogebiets 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“ zügig umsetzen. Die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU solle zeitnah abgeschlossen werden.

Vor diesem Hintergrund bewerteten die Ratsmitglieder die Risiken für die Konjunkturaussichten nunmehr als ausgewogener. Der Krieg Russlands gegen die Ukraine stelle nach wie vor ein erhebliches Abwärtsrisiko für die Wirtschaft dar. Er könnte die Kosten für Energie und Nahrungsmittel erneut in die Höhe treiben. Sollte sich die Weltwirtschaft stärker als erwartet abschwächen, könnte dies das Wachstum im Euroraum zusätzlich belasten. Auch wenn die Pandemie wieder aufflammen und zu neuerlichen Lieferengpässen führen sollte, würde dies die Erholung beeinträchtigen. Der Energieschock könnte indes schneller als erwartet abklingen. Die Unternehmen im Euroraum könnten sich rascher an das schwierige internationale Umfeld anpassen. Dies würde zu einem höheren Wachstum beitragen als derzeit erwartet.

Was die Preisentwicklung anbelange, so teilten die Ratsmitglieder die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung. Der Preisdruck sei nach wie vor hoch. Dies liege teilweise daran, dass die hohen Energiekosten sich auf die gesamte Wirtschaft ausgebreitet hätten. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel als Maß der Kerninflation habe im Januar weiterhin 5,2 % betragen. Auch andere Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation seien nach wie vor hoch. Zwar bildeten sich die Lieferengpässe allmählich zurück. Ihre zeitlich verzögerte Wirkung bewirke aber, dass der Preisauftrieb bei Waren immer noch zunehme. Dasselbe gelte für die Aufhebung pandemiebedingter Einschränkungen: Die Auswirkungen der aufgestauten Nachfrage schwächten sich zwar ab, verliehen aber vor allem im Dienstleistungssektor den Preisen weiterhin Auftrieb.

Staatliche Maßnahmen zum Ausgleich der hohen Energiepreise für private Haushalte dämpften 2023 hingegen die Inflation. Allerdings hänge das Ausmaß einiger dieser Maßnahmen von der Energiepreisentwicklung ab. Daher sei ihr Gesamtbeitrag zur Teuerung mit besonderer Unsicherheit behaftet, denn nach ihrem Auslaufen sei mit einem Anstieg der Inflation zu rechnen. Marktbasierte

Indikatoren deuteten darauf hin, dass die Energiepreise im laufenden Jahr und in den Folgejahren deutlich niedriger ausfallen dürften, als zum Zeitpunkt der Dezember-Sitzung des EZB-Rats erwartet worden sei. Zugleich habe sich das Lohnwachstum vor dem Hintergrund der robusten Arbeitsmarktverfassung beschleunigt. Die jüngsten Daten zur Lohnentwicklung stünden allerdings im Einklang mit den gesamtwirtschaftlichen Stabsprojektionen des Eurosystems vom Dezember. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen bei rund 2 %, bedürften aber der weiteren Beobachtung.

Die Ratsmitglieder teilten die Ansicht, dass sich die Gesamtinflationsrate seit Oktober zwar verlangsamt habe, die Inflation aber immer noch viel zu hoch sei. Zwar sei die positive Meldung zu begrüßen, die Einschätzung der Inflationssichten vom Dezember habe sich indes nicht grundlegend geändert. Die Kerninflation liege weiterhin auf dem im Dezember projizierten Niveau. Daher sei es deutlich verfrüht, von einer erfolgreichen Inflationsbekämpfung zu sprechen.

Es wurde darauf hingewiesen, dass die Inflationsergebnisse für die größte Volkswirtschaft des Eurogebiets nicht rechtzeitig verfügbar gewesen seien, um in der Schnellschätzung von Eurostat für Januar Berücksichtigung zu finden. Die endgültigen Daten für den Euroraum würden aller Wahrscheinlichkeit nach etwas über der Schnellschätzung liegen. In diesem Zusammenhang wurde betont, dass die Kerninflation geringfügig höher als erwartet ausgefallen sei und auf dem gleichen Stand wie im Dezember gelegen habe. Dies wurde als Grund für die sehr verhaltene Reaktion der Märkte auf die unerwartet niedrige Gesamtinflation im Januar angesehen. Die Kerninflation gelte häufig als „Anziehungspunkt“, zu dem die Gesamtinflation mittelfristig zurückkehre. Daher stellten die jüngsten Inflationsszahlen insgesamt nicht unbedingt eine begrüßenswerte Entwicklung dar. Allerdings wurde davor gewarnt, sich zu sehr auf die Messgrößen der Kerninflation zu konzentrieren. So könnten sich einige Bestandteile der Kerninflation recht schnell verschieben, wie sich in den Vereinigten Staaten gezeigt habe und was im Einklang mit der jüngsten Entwicklung des Preisdrucks im Euroraum stehe. Dies bedeute jedoch nicht zwangsläufig, dass sich die persistenteren Inflationsbestandteile, wie etwa jene mit Lohnbezug, umkehren würden. Die EZB überwache eine Vielzahl von Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation und unterziehe alle Gesamtinflationskomponenten einer eingehenden Analyse, anstatt ausschließlich bestimmte Messgrößen der Kerninflation, die verschiedene volatile Positionen ausklammerten, zu betrachten. Es wurde darauf verwiesen, dass die Inflationsentwicklung in Kroatien, das gerade der Währungsunion beigetreten sei, im Januar gegenüber Dezember insgesamt recht stabil gewesen sei. Dies deute darauf hin, dass sich der preistreibende Effekt der Bargeldumstellung entgegen einigen Erwartungen bislang eher in Grenzen halte.

Im Hinblick auf die Entwicklung der Kerninflation wurde betont, dass die Beurteilung der Frage, wie rasch diese Messgröße überzeugende Anzeichen einer Verlangsamung zeigen werde, entscheidend von der Weitergabe der niedrigeren Energiepreise an die Kerninflationsrate abhängen. In diesem Zusammenhang diskutierten die Mitglieder darüber, inwieweit niedrigere Energiepreise zu einer

Abschwächung des zugrunde liegenden Preisdrucks führten. Dies hänge davon ab, ob die Weitergabe sinkender Energiepreise an andere Inflationskomponenten symmetrisch zur zuvor beobachteten Überwälzung der steigenden Energiepreise verlaufe.

Einerseits gebe es eine Reihe von Gründen zu der Annahme, dass Ausgleichsfaktoren zu einer langsameren Weitergabe des disinflationären Impulses führen könnten, als dies in der jüngsten Inflationsphase zu beobachten gewesen sei. Insbesondere die Überwälzung der früheren höheren Großhandelspreise für Energie auf die Endkundenpreise nehme Zeit in Anspruch und halte weiter an. Der Nachfragedruck habe zugenommen. Der Lohndruck steige aufgrund der Tarifverhandlungen an. Diese stünden zunehmend im Zeichen der hohen bisherigen und aktuellen Inflationsraten und des fortdauernden Arbeitskräftemangels. Darüber hinaus könnten die längere Tarifvertragslaufzeit, steigende Mindestlöhne und eine gestaffelte Lohnsetzung zu einem länger anhaltenden Lohnwachstum führen. In diesem Zusammenhang wurde betont, dass sich der Inflationsdruck seit einiger Zeit ausgeweitet habe. Daher sei die Entwicklung der Teuerung nicht mehr nur auf einen rein angebotsseitigen Inflationsschock als treibende Kraft zurückzuführen. Der Anstieg der Teuerung habe zwar mit einem Angebotsschock begonnen, sich dann aber in einen eher nachfragebedingten Preisauftrieb gewandelt. Infolgedessen habe die Inflationspersistenz zugenommen. Ferner gebe es Hinweise darauf, dass sich der Effekt eines Energiepreisanstiegs sowohl auf das BIP als auch auf die Inflation deutlich von jenem sinkender Energiepreise unterscheide. Dies sei zum Teil abwärtsgerichteten Rigiditäten bei den Preisen und Löhnen zuzuschreiben. Den jüngsten Daten für das Eurogebiet zufolge liege eine erhebliche Asymmetrie vor. Aus diesem Grund könne nicht erwartet werden, dass sich die zu Zeiten steigender Energiepreise beobachtete starke und rasche Weitergabe bei sinkenden Preisen einfach umkehre.

Andererseits könnte sich der Rückgang der Energiepreise durchaus auch schneller in den Komponenten der Kerninflation bemerkbar machen, ähnlich wie im Zuge der Preisanstiege der vergangenen Quartale inflationäre Schocks an die Kerninflation weitergegeben worden seien. In diesem Fall würde die Kerninflation im Zeitverlauf möglicherweise schneller zurückgehen als in den Dezember-Projektionen angenommen. Noch lasse sich eine derartige rasche Weitergabe jedenfalls nicht beobachten, denn die Inflation bei Industrieerzeugnissen ohne Energie steige nach wie vor an. Das lasse den Schluss zu, dass von den zuvor erhöhten Energiepreisen noch immer Aufwärtsdruck ausgehe. Angesichts der schrittweise vorgenommenen Preisanpassungen kämen die höheren Energiepreise erst einige Zeit später bei den privaten Haushalten und Unternehmen an. Deshalb würden sie den vergangenen Anstieg der Energiepreise zum Teil noch immer spüren, obwohl die Preise für Energierohstoffe inzwischen rückläufig seien. Zugleich dürfe nicht verkannt werden, dass sich die Teuerungsrate der industriellen Erzeugerpreise ohne Energie deutlich verlangsamt habe. Es sei also durchaus zu erwarten, dass sich die niedrigeren Energiepreise mit der Zeit in einer niedrigeren Kerninflation niederschlagen würden. Wichtig sei hier auch ein Blick auf die

Änderungsrate des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum, die die „Kerndynamik“ der Inflation abbilde. Ihre Entwicklung lege nahe, dass bald auch die Jahresänderungsrate der zugrunde liegenden Inflation zu sinken beginnen werde, obwohl die Kerninflation naturgemäß mit Verzögerung auf Veränderungen der Energiepreise reagiere.

Die Ratsmitglieder erörterten auch die Auswirkungen des Wiederhochfahrens der chinesischen Wirtschaft auf die Inflationsentwicklung im Euroraum. Dabei wurde angemerkt, dass dieses Wiederhochfahren einer wichtigen globalen Nettoexportwirtschaft wie China im Ergebnis einen dämpfenden Effekt auf den weltweiten Preisdruck haben sollte, auch wenn gleichzeitig die gesamtwirtschaftliche Nachfrage Chinas zunähme. Zudem sei damit zu rechnen, dass chinesische Exporteure ihre Preise senken würden, um die während der Lockdowns verlorenen Marktanteile zumindest teilweise zurückzuerlangen. Dies würde den globalen Preiswettbewerb schüren. Zugleich könnte von einer steigenden Nachfrage aus China (insbesondere nach Rohstoffen) jedoch ein Aufwärtsdruck auf die Inflation ausgehen.

In Bezug auf den inflationsdämpfenden Effekt der strafferen Geldpolitik herrsche nach wie vor beträchtliche Unsicherheit. Die jüngste geldpolitische Straffung spiegele sich höchstwahrscheinlich noch nicht in der aktuellen Inflationsdynamik wider. Den jüngsten Umfrageergebnissen nach zu urteilen seien die aktuellen Finanzierungsbedingungen wohl kaum restriktiv genug, als dass sie die Nachfrage ausreichend dämpfen würden, um die Inflation zeitnah wieder auf den Zielwert der EZB zurückzuführen. Dies lasse den Schluss zu, dass die Geldpolitik bislang nur begrenzt zur Disinflation beigetragen habe. Bisher seien lediglich indirekte Auswirkungen durch die Aufwertung des Euro sowie in einer Reihe von Euro-Ländern auch über den Wohnimmobilienmarktkanal zu beobachten. Zum Wechselkurs wurde angemerkt, dass die jüngste Aufwertung des Euro den Inflationsdruck im Euroraum in nächster Zeit dämpfen sollte.

Laut Ratsmitgliedern hingen die Risiken von Zweitrundeneffekten maßgeblich vom Lohndruck ab, der auch die dauerhaftere Entwicklung des zugrunde liegenden Preisdrucks bestimmen werde. Bis vor einigen Monaten sei das Lohnwachstum moderat geblieben, doch nun sei eine deutliche Beschleunigung zu verzeichnen. Dies sei in Bezug auf die Aussichten für die Kerninflation zu berücksichtigen. Zudem wurde hervorgehoben, dass der Arbeitsmarkt trotz der konjunkturellen Abschwächung weiterhin außergewöhnlich angespannt sei. Deshalb werde der Preisdruck auf arbeitsintensive Dienstleistungen wohl nicht so schnell nachlassen. Die Indikatoren für die Lohnentwicklung deuteten auf sehr starke Lohnsteigerungen bei neu abgeschlossenen Verträgen hin. In Anbetracht der langen Laufzeiten von Tarifverträgen und der großen Verbreitung zentralisierter Tarifverhandlungen könnte es somit zu einem persistenteren Lohnwachstum kommen. Es wurde jedoch auch darauf hingewiesen, dass das Lohnwachstum bei Beschäftigten, die den Arbeitsplatz wechselten, naturgemäß deutlich höher ausfallen dürfte als bei denjenigen, die in ihrem Arbeitsverhältnis blieben, denn der Großteil des Produktivitätswachstums dürfte auf die

Stellenwechsler entfallen. Im Gefolge der Pandemie durchlaufe die Wirtschaft einen verstärkten Stellenumbruch. In solchen Phasen sei es ganz natürlich, dass sich die Arbeitsproduktivität und das Lohnwachstum beschleunigten. Dies werde aber nicht zwangsläufig einen höheren Preisdruck nach sich ziehen. Allerdings wurde auch hervorgehoben, dass der beobachtete starke Anstieg der Mindestlöhne den bestehenden Lohndruck verstärken werde. Es sei erwiesen, dass Mindestlohnanhebungen mit der Zeit auch in höheren Lohnsegmenten zu Lohnerhöhungen führen könnten. Die Mitglieder waren sich zwar weitgehend einig darin, dass es keine Anzeichen einer Lohn-Preis-Spirale gebe. Allerdings wurde das Argument vorgebracht, dass das aktuelle Lohnwachstum selbst unter Berücksichtigung der trendmäßigen Produktivitätsverbesserungen eindeutig nicht mit einem Inflationsziel von 2 % vereinbar sei.

In diesem Zusammenhang wurde nochmals betont, dass die Löhne ein nachlaufender Indikator seien. Deshalb könne nur die jüngste Phase des Lohnwachstums vollständig auf die vorangegangenen Preiserhöhungen zurückgeführt werden. In einigen Sektoren und Ländern seien Lohnanstiege um mehr als 10 % zu erwarten. Allerdings bestünden große Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren und Ländern. Außerdem könne man die aktuellen Lohnforderungen kaum als verlässliche Frühindikatoren für die Ergebnisse der noch laufenden Tarifverhandlungen betrachten, denn die endgültigen Tarifverträge fielen meist moderater aus als die Forderungen. Nach dem akkumulierten Kaufkraftverlust der letzten Jahre sei ein gewisser Nachholeffekt zu erwarten, der unweigerlich einen Aufwärtsdruck auf das Lohnwachstum ausüben werde. Dies stehe auch im Einklang mit den Projektionen vom Dezember. Allerdings seien die Realeinkommen aufgrund der wieder rückläufigen Energiepreise weniger stark gesunken als erwartet. In der Folge könnten auch die Forderungen nach höheren Löhnen zur Wiederherstellung der Kaufkraft nachlassen, und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage könnte stärker ausfallen als erwartet. Es wurde betont, dass das bisherige Zusammenspiel von rasch steigenden Preisen und einer verzögerten Lohnanpassung mit umfangreichen Verschiebungen von Arbeitseinkommen zu Kapitaleinkommen einhergegangen sei. Das anhaltend sehr hohe Wachstum der Stückgewinne lasse den Schluss zu, dass höhere Kosten nach wie vor auf die Verkaufspreise überwälzt würden. Daher, so wurde weithin betont, müsse die Entwicklung der Gewinnmargen und -aufschläge ebenso wie die Lohnentwicklung laufend beobachtet und weiter analysiert werden.

Die Ratsmitglieder waren sich einig, dass es weiterhin entscheidend von der Finanzpolitik abhängen würde, wie persistent sich die mittelfristige Inflation erweisen werde. Mehrere Mitglieder waren der Auffassung, dass die Finanzpolitik den geldpolitischen Bemühungen zur Wiederherstellung der Preisstabilität entgegenwirke. Der durch die Finanzpolitik – insbesondere durch die Maßnahmen zum Schutz der Verbraucher vor Kaufkraftverlusten – ausgelöste positive Nachfrageeffekt könne einen gewissen Aufwärtsdruck auf die Inflation ausüben. Jedoch dürften die Regierungen die zusätzlichen Hilfen wegen der Budgetmehrbelastungen zurückfahren, sobald der Bedarf nachlasse.

Mit Blick auf die längerfristigen Inflationserwartungen nahmen die Ratsmitglieder die von Frau Schnabel und Herrn Lane vorgetragene Einschätzung zu den jüngsten Entwicklungen der marktbasierenden Messgrößen des Inflationsausgleichs und der umfragebasierten Indikatoren zur Kenntnis. Es herrschte Einigkeit darüber, dass diese weitgehend mit einer festen Verankerung der längerfristigen Inflationserwartungen im Einklang stünden. Die Finanzmärkte hielten es weiterhin für glaubwürdig, dass der EZB-Rat die Inflation wieder auf den Zielwert zurückführen werde. Zugleich bestehe aber noch immer die Gefahr, dass sich einige längerfristige Inflationsindikatoren entankern könnten. Die marktbasierenden Erwartungen bezüglich der kurzfristigen Inflation seien deutlich gesunken, während die mittel- und langfristigen Inflationserwartungen weitgehend unverändert geblieben seien. Einige umfragebasierte Messgrößen seien sogar gestiegen. Der aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen vom Dezember gewonnene Median der Erwartungen bezüglich der Teuerung in drei Jahren habe seinen vorangegangenen Rückgang kompensiert und läge wieder bei 3 %. Im Survey of Professional Forecasters seien die Erwartungen für die Gesamt- wie auch für die Kerninflation für die Jahre 2023 und 2024 nach oben korrigiert worden, während die langfristigen Inflationserwartungen leicht nach unten korrigiert worden seien.

Vor diesem Hintergrund gelangten die Ratsmitglieder zu der Einschätzung, dass die Risiken für die Inflationsaussichten vor allem in der kurzen Frist nun ausgewogener seien. Aufwärtsrisiken ergäben daraus, dass der bestehende Preisdruck die Endkundenpreise auf kurze Sicht in die Höhe treiben könnte. Darüber hinaus könnte eine überraschend kräftige Wirtschaftserholung in China den Rohstoffpreisen und der Auslandsnachfrage neuen Auftrieb verleihen. Binnenfaktoren wie ein anhaltender Anstieg der Inflationserwartungen auf ein Niveau über dem Zielwert der EZB oder unerwartet starke Lohnzuwächse könnten die Inflation auch auf mittlere Sicht ansteigen lassen. Abwärtsrisiken bestünden indessen im Zusammenhang mit dem jüngsten Rückgang der Energiepreise. Sollte dieser anhalten, könnte er die Inflation stärker verlangsamen als angenommen. Dieser Abwärtsdruck in der Energiekomponente könnte dann auch zu einer schwächeren Dynamik bei der zugrunde liegenden Inflation führen. Eine weiter nachlassende Nachfrage würde vor allem mittelfristig ebenfalls zu einem geringeren Preisdruck beitragen als derzeit erwartet.

In Bezug auf die monetäre und finanzielle Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Herrn Lane eingangs dargelegte Einschätzung. Im Zuge der geldpolitischen Straffung zögen die Bankkreditzinsen für Unternehmen und private Haushalte an. Die Dynamik der Kreditvergabe der Banken an Unternehmen habe sich in den letzten Monaten deutlich verlangsamt. Dies sei zum Teil auf den geringeren Finanzierungsbedarf für Lagerhaltung zurückzuführen. Jedoch spiegele sich darin auch eine rückläufige Nachfrage nach Krediten zur Finanzierung von Unternehmensinvestitionen wider, die mit einem steilen Anstieg der Bankkreditzinsen und einer erheblichen Verschärfung der Kreditrichtlinien zusammenhänge. Dies gehe aus der aktuellen Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum hervor. Die Kreditvergabe an private Haushalte sei ebenfalls weiter gesunken, was den

steigenden Kreditzinsen, verschärften Kreditrichtlinien und einem starken Rückgang der Nachfrage nach Immobilienkrediten zuzuschreiben sei. Angesichts der nachlassenden Kreditvergabe verlangsame sich auch das Geldmengenwachstum deutlich. Dabei sei ein ausgeprägter Rückgang bei den liquidesten Komponenten einschließlich täglich fälliger Einlagen festzustellen, der durch eine Verlagerung hin zu Termineinlagen nur teilweise ausgeglichen werde.

Die Abschwächung der Kreditdynamik, die das Wachstum der Unternehmenskredite im Euroraum im November und Dezember praktisch zum Erliegen gebracht habe, sei größtenteils eine natürliche und gewollte Folge der anhaltenden Normalisierung des geldpolitischen Kurses. Allerdings müssten Umfang und Geschwindigkeit des jüngsten Rückgangs beobachtet werden, da dieser die Erholung behindern könnte. Es wurde die Frage aufgeworfen, inwieweit die nachlassende Kreditentwicklung eher einer geringeren Nachfrage infolge der geldpolitischen Straffung oder angebotsseitigen Faktoren zuzuschreiben sei. In diesem Zusammenhang wurde auf die Ergebnisse der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft verwiesen. Demnach sei die schwächere Kreditnachfrage vor allem durch ein allgemein höheres Zinsniveau und eine geringere Nachfrage nach Krediten zur Finanzierung von Anlageinvestitionen bedingt. Die Verschärfung der Kreditrichtlinien lasse sich hingegen vornehmlich auf die Risikoeinschätzung und Risikotoleranz der Banken und weniger auf die Refinanzierungskosten zurückführen. Zugleich wurde angemerkt, dass die Kapitalpositionen der Banken im Euroraum ungeachtet der schwierigen und sich rasch wandelnden makroökonomischen und finanziellen Bedingungen weiterhin solide seien und sich auch die Qualität der Aktiva verbessere. Zudem führe der Anstieg der Zinsmargen in der aktuellen Phase der geldpolitischen Normalisierung zu einer höheren Ertragskraft der Banken. Steigende Bankkreditzinsen und niedrigere Kreditvolumina spiegelten daher nicht zwangsläufig eine verringerte Intermediationsfähigkeit der Banken wider.

Lasse man die Kosten bankbasierter Finanzierungen außer Acht, so sei festzustellen, dass sich die allgemeinen Finanzierungsbedingungen nach der Dezember-Sitzung insgesamt verschärft hätten, was auf die geldpolitischen Beschlüsse und die Kommunikation des EZB-Rats zurückgehe. Die Markterwartungen für die Terminal Rate seien auf ein Niveau gestiegen, das angemessener sei und stärker im Einklang mit einer zeitnahen Rückkehr der Inflation zum Zielwert stehe. Trotz der Unsicherheit über die genaue Höhe der Terminal Rate seien die diesbezüglichen Erwartungen seit Dezember bemerkenswert stabil geblieben. Darüber hinaus begrüßten die Ratsmitglieder, dass die realen Terminzinssätze nun über die gesamte Zinsstrukturkurve hinweg positiv seien. Es wurde betont, dass sich die Fremdfinanzierungsbedingungen vor dem Hintergrund einer guten Lage am Anleihemarkt und einer nachlassenden Unsicherheit verschärft hätten. Insbesondere die Renditeabstände bei Anleihen hielten sich insgesamt in Grenzen, und risikoreiche Vermögenswerte, darunter Aktien, zeigten eine positive Wertentwicklung. Die Ankündigung der EZB vom Dezember, das APP-Portfolio ab März 2023 verringern zu wollen, habe nicht zu einem deutlichen Anstieg der Laufzeitprämien oder der Renditeabstände bei Staatsanleihen geführt. Insgesamt herrschte die

Meinung vor, dass die Reaktion der Märkte auf die Kommunikation des EZB-Rats nach der Dezember-Sitzung als Erfolg zu werten sei, wenngleich eine gewisse Volatilität zu verzeichnen gewesen sei.

Angesichts der jüngsten monetären und finanziellen Entwicklungen stellten die Ratsmitglieder fest, dass die Transmission der Geldpolitik auf die Finanzierungsbedingungen offenbar wie beabsichtigt erfolgt sei und bislang weitgehend im Einklang mit früheren Zinserhöhungszyklen stehe. Da es bei der Transmission zu langen und verschiedenartigen Verzögerungen komme, die in der Regel auf rund zwei Jahre geschätzt würden, sei zum jetzigen Zeitpunkt nur ein begrenzter Einfluss auf Nachfrage und Inflation zu erwarten. Dies gelte zumindest, wenn man Juli 2022 als Beginn der geldpolitischen Normalisierung ansehe. Ein geeigneterer Startpunkt könnte indes Dezember 2021 sein, als die Reduzierung des Nettoerwerbs von Vermögenswerten angekündigt worden sei. Zu jener Zeit, also deutlich vor der erstmaligen Anhebung der Leitzinsen, hätten sich die Finanzierungsbedingungen zu verschärfen und die Hypothekenzinsen zu erhöhen begonnen. Dementsprechend gebe es seit einiger Zeit Hinweise darauf, dass die Geldpolitik auf den Wohnimmobilienmarkt durchwirke. Angesichts der sich schon lange abzeichnenden Überhitzung sei dies zu begrüßen. Dagegen seien die Auswirkungen auf die Konsumentenkredite und die Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften vor dem kräftigen Rückgang der Unternehmenskredite der vergangenen Monate gering geblieben. Hinsichtlich der Frage, inwieweit die Finanzierungsbedingungen die Nachfrage begrenzten, wurde auf die Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen verwiesen. Deren Ergebnisse deuteten darauf hin, dass größere Firmen die Finanzierungsbedingungen nach wie vor als günstig einschätzten. Nur wenige von ihnen hätten in ihnen einen Grund für eine Verringerung ihrer Investitionen gesehen. Auch in der jüngsten Umfrage der Europäischen Kommission hätten die Unternehmen Finanzierungsbeschränkungen nicht als bedeutenden produktionshemmenden Faktor genannt. Dies stehe in gewissem Widerspruch zu den Ergebnissen der von der EZB durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft. Dort hätten die Banken angegeben, dass von den Zinssätzen erhebliche negative Auswirkungen auf die Kreditnachfrage ausgingen.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs betonten die Ratsmitglieder, dass die Inflation nach wie vor viel zu hoch sei. Die jüngsten Daten deuteten jedoch darauf hin, dass die Risiken nunmehr ausgewogener seien. So hätten sich sowohl die Abwärtsrisiken für das Wachstum als auch die Aufwärtsrisiken für die Inflation gegenüber der Einschätzung des EZB-Rats vom Dezember verringert. Die Energiepreise seien rapide gesunken, was darauf hindeute, dass sich der vorangegangene negative Angebotsschock teilweise umgekehrt habe. Sollte diese Entwicklung anhalten, dürfte sie zu einem rascheren Rückgang der Gesamtinflation führen. Es wurde erneut darauf hingewiesen, dass der

bislang beobachtete Rückgang der Gesamtinflation angesichts der normalerweise langen Transmissionsverzögerungen wohl eher nicht auf die geldpolitische Straffung zurückzuführen sei. Zugleich wurde betont, dass sich die Kerninflation und andere Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation hartnäckiger auf einem hohen Niveau halten dürften. Bislang gebe es diesbezüglich kaum Anzeichen für eine Stabilisierung.

Im Großen und Ganzen wurde überwiegend die Auffassung vertreten, dass sich die Einschätzung des EZB-Rats vom Dezember durch die jüngsten Daten und die veränderte Risikobilanz nicht grundlegend verändert habe. Es sei notwendig, den eingeschlagenen Kurs fortzusetzen, indem die Zinsen deutlich und in einem gleichmäßigen Tempo angehoben und auf einem ausreichend restriktiven Niveau gehalten würden, das eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Zielwert der EZB von 2 % gewährleiste.

Die Ratsmitglieder waren sich dahingehend einig, dass es keine Anzeichen einer Lohn-Preis-Spirale gebe, wenngleich der Lohndruck im Einklang mit den Projektionen vom Dezember 2022 an Breite gewinne. Alles in allem weise die Gesamtinflation zwar Anzeichen einer Stabilisierung und eines Wendepunkts auf, doch sei die Wirkung auf die persistenten Komponenten der Inflation äußerst unsicher. Der zugrunde liegende Preisdruck sei nach wie vor hoch, der Preisauftrieb bei den Komponenten des Preisindex ohne Energie nehme zu, und vom angespannten Arbeitsmarkt werde weiterhin Druck auf die Kerninflation ausgehen. Zudem seien die Wachstumsaussichten besser als erwartet ausgefallen und würden zu anhaltendem Inflationsdruck beitragen, der von allein und ohne eine weitere deutliche Straffung des geldpolitischen Kurses kaum nachlassen dürfte.

Auf Grundlage der Standardmodellelastizitäten wurde angeführt, dass die Inflationserwartungen unter Berücksichtigung der aktuellsten Daten sowie Veränderungen der externen Annahmen für 2025 nun näher bei 2 % lägen, als dies in den Projektionen vom Dezember 2022 der Fall gewesen sei. Dabei seien unter anderem höhere Marktzinssätze, ein stärkerer Euro in nominaler effektiver Rechnung und deutlich niedrigere Energiepreise berücksichtigt worden. Neben dem Einfluss neuer Daten spielten auch die veränderten Marktzinserwartungen eine Rolle; diese hätten sich seit dem Stichtag für die Dezember-Projektionen erhöht. Allerdings, so wurde eingeräumt, handele es sich hierbei nur um eine Analyse von Teilaspekten. Aufgrund der Stärke und Persistenz der verschiedenen Inflationsfaktoren sei die Erstellung umfassender neuer Projektionen erforderlich, um die Auswirkungen sowohl auf das Basisszenario als auch auf die Risikobilanz beurteilen zu können. Die Unsicherheit sei jedenfalls nach wie vor sehr hoch, und es sei unklar, ob die Energiepreise weiterhin auf dem derzeit niedrigen Niveau blieben. Die Unsicherheit hinsichtlich der Inflationsaussichten resultiere vor allem daraus, wie sich das Wiederhochfahren der Wirtschaft in China, die fiskalischen Maßnahmen und der Wechselkurs auf die Inflation auswirkten. Die nächsten von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen würden weiteren Aufschluss hierüber geben und ein vollständigeres Bild liefern. Legte man bei den neuen Stabsprojektionen eine Zinsstrukturkurve zugrunde, die sich stärker an den Einschätzungen der

Ratsmitglieder orientierte, so dürfte daraus eine bessere Referenzgröße resultieren als jene aus den Projektionen, die auf der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Dezember verfügbar gewesen sei.

Die Ratsmitglieder befassten sich auch mit der Lücke zwischen der in den Dezember-Projektionen enthaltenen Inflationsentwicklung und der an den Finanzmärkten erwarteten Entwicklung. Die Marktteilnehmer schienen optimistischer zu sein und hätten ihre Inflationserwartungen deutlich revidiert, wobei die inflationsindexierten Swapsätze in der kurzen Frist spürbar gesunken seien. Hier stelle sich die Frage, ob die Märkte dem Rückgang der Energiepreise eine zu große Bedeutung beimessen würden. In diesem Zusammenhang überraschte in gewisser Weise, dass die Märkte kaum auf die Januar-Schnellschätzung der Gesamtinflation im Eurogebiet reagiert hätten, die niedriger ausgefallen sei als der projizierte Wert. Zugleich hätten sie aber stark auf die im Januar unerwartet hohe Gesamtinflation in der viertgrößten Volkswirtschaft des Euroraums reagiert, wo sich auch die Kerninflation beschleunigt habe. Dies könnte darauf hindeuten, dass die Märkte nun eher auf die Kerninflation als auf die Gesamtinflation achteten, um den zugrunde liegenden Inflationsdruck einzuschätzen.

Es wurde betont, dass sowohl die umfragebasierten als auch die marktbasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen nach wie vor weitgehend verankert seien. Dies lasse den Schluss zu, dass es der EZB den Erwartungen zufolge gelingen werde, die Inflation mittelfristig auf 2 % zu senken. Allerdings wurde auch angemerkt, dass einige umfragebasierte Messgrößen der Inflationserwartungen nach oben korrigiert worden seien und die Gefahr einer Entankerung der Inflationserwartungen noch nicht gebannt sei.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Hintergrund stieß der Vorschlag von Herrn Lane, die Leitzinsen der EZB um 50 Basispunkte anzuheben und zu kommunizieren, dass der EZB-Rat von weiteren Zinserhöhungen ausgehe, auf breite Zustimmung. Dem Vorschlag zufolge solle der EZB-Rat dabei konkret seine Absicht bekunden, die Zinssätze bei der nächsten geldpolitischen Sitzung im März um weitere 50 Basispunkte anzuheben und anschließend eine Bewertung des darauffolgenden geldpolitischen Pfads vorzunehmen. In der Tat seien weitere Erhöhungen erforderlich, damit die vom EZB-Rat beschlossenen Leitzinsen in den restriktiven Bereich gelangten. Zudem müssten sie auf einem ausreichend restriktiven Niveau gehalten werden, um eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Zielwert von 2 % zu gewährleisten.

Jedwede Einschätzung, welches Zinsniveau als übermäßig restriktiv angesehen werden könne, sei komplex und mit Unsicherheit behaftet. Gleichwohl wurde allgemein die Ansicht vertreten, dass Befürchtungen einer zu starken Straffung angesichts der aktuell hohen Inflation und der mutmaßlichen Persistenz des zugrunde liegenden Preisdrucks verfrüht seien. Es wurde betont, dass die Leitzinsen

derzeit kaum mit der Bandbreite der Schätzungen für den neutralen Zinssatz im Einklang stünden und dass auch das große Anleiheportfolio des Eurosystems nach wie vor mit einer beträchtlichen geldpolitischen Akkommodierung einhergehe. Darüber hinaus sei selbst das an den Finanzmärkten erwartete günstige Inflationsszenario abhängig von den in der Terminzinskurve eingepreisten weiteren deutlichen Zinserhöhungen.

Insgesamt wurde es als zwingend erachtet, den eingeschlagenen Kurs fortzusetzen und Entschlossenheit hinsichtlich der Absicht zur weiteren Straffung der Geldpolitik zu demonstrieren. Dies würde die unerwünschte geldpolitische Unsicherheit verringern und stünde in vollem Einklang mit den Beschlüssen und der Kommunikation, die der EZB-Rat im Dezember verabschiedet habe. Es wurde die Auffassung geäußert, dass es in der aktuellen Phase angesichts des immer noch deutlichen Abstands zur voraussichtlichen Terminal Rate – unter dem Gesichtspunkt des Risikomanagements – nach wie vor sinnvoll sei, Zinserhöhungen vorzuziehen. Wenn man sich jetzt entschlossen zeige, die Zinsen weiter deutlich anzuheben, könne dies dazu beitragen, dass man später nicht zu weiteren Zinsanhebungen gezwungen sei.

In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass die Märkte – wie aus der risikofreien Terminzinskurve hervorgehe – schon für die Zeit kurz nach Erreichen der Terminal Rate mit Zinssenkungen rechneten. Dies stehe in einem gewissen Widerspruch zur Kommunikation des EZB-Rats vom Dezember, wonach die Zinssätze auf einem restriktiven Niveau gehalten werden müssten, damit die Inflation auf den mittelfristigen Zielwert zurückkehren würde. Zugleich könne dies dahingehend interpretiert werden, dass die Märkte auf eine erfolgreiche Stabilisierung der Inflation durch die EZB vertrauten. Mit anderen Worten: Die Zinssätze könnten nach Rückkehr der Inflation auf den Zielwert wieder auf ein Niveau sinken, das mit dem langfristigen „Gleichgewichtsniveau“ im Einklang stehe.

Zwar herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass die Geldpolitik weiter gestrafft werden müsse, doch wurden Vorbehalte hinsichtlich des Vorschlags geäußert, eine entsprechende Absicht für die März-Sitzung zu bekunden. Es wurde darauf hingewiesen, dass sich die Leitzinsen einem Niveau annäherten, bei dem Vorsicht geboten sei, um sicherzustellen, dass die Geldpolitik nicht übermäßig gestrafft werde. Angesichts der hohen Unsicherheit könne sich der Inflationsausblick rasch in beide Richtungen verändern. Dies erfordere eine gründliche Auswertung neuer Daten. Zudem müsse die Wirkung der bisherigen Zinserhöhungen auf die Preisdynamik genau geprüft werden. Nicht zuletzt im Hinblick auf das symmetrische Inflationsziel der EZB sei das Risiko, zu viel zu tun, genauso zu beachten wie das Risiko, zu wenig zu tun. Es wurde angemerkt, dass sich auch die kurzfristige Dynamik der Kerninflation etwas abgeschwächt habe und die Kerninflation unter Berücksichtigung der Transmissionsverzögerungen im Zeitverlauf weiter zurückgehen dürfte. Überdies sei es zu Beginn der geldpolitischen Normalisierung aufgrund der hohen Ersparnisbildung von privaten Haushalten und Unternehmen sowie eines erheblichen Nachfragestaus möglich gewesen, die Geldpolitik ohne

größere Beeinträchtigung der Realwirtschaft zu verschärfen. Die Sparpolster seien zwar nach wie vor beträchtlich, hätten sich jedoch verringert. Demzufolge sei hinsichtlich weiterer Straffungsschritte größere Vorsicht geboten.

Es wurde darauf hingewiesen, dass die vorgeschlagene Kommunikation einer Anpassung der beabsichtigten Änderung des geldpolitischen Kurses im März nicht entgegenstehe, sofern dies auf der Grundlage substanzieller neuer Informationen erforderlich sei: Eine „Absichtsbekundung“ sei etwas anderes als ein festes „Bekennnis“. Die Kommunikation spiegele lediglich die Einschätzung wider, dass die Wahrscheinlichkeit einer Änderung ausgehend von den vorliegenden Informationen äußerst gering sei. Sie bringe die Auffassung zum Ausdruck, dass – sofern sich die Umstände nicht plötzlich veränderten – eine weitere Zinserhöhung um 50 Basispunkte auf der März-Sitzung mit einer Vielzahl möglicher Szenarios für die Entwicklung der Inflation im Einklang stehe. Ein vorzeitiger Hinweis auf einen solchen Zinsschritt würde daher Klarheit über die kurzfristige Ausrichtung der Geldpolitik schaffen. Somit sei eine entsprechende Absichtsbekundung für den März mit dem von der Datenlage abhängigen Ansatz vereinbar.

Insgesamt wurde es als wichtig erachtet, ein klares Signal der geldpolitischen Absichten für die Ratssitzung im März auszusenden und gleichzeitig darauf hinzuweisen, dass der nach der März-Sitzung einzuschlagende geldpolitische Pfad im Einklang mit dem von der Datenlage abhängigen Ansatz offen und unvoreingenommen bewertet werde.

Hinsichtlich der Maßnahmen mit Auswirkung auf den Umfang und die Zusammensetzung der Bilanz des Eurosystems stießen der Vorschlag von Herrn Lane zu den wesentlichen Parametern für die Verringerung der APP-Bestände sowie die von Frau Schnabel beschriebenen und in einer gesonderten EZB-Pressemitteilung dargelegten detaillierten operationellen Modalitäten auf breite Zustimmung. Insbesondere brachten die Ratsmitglieder angesichts der erwarteten relativ geringen Wiederanlagebeträge ihre breite Unterstützung für einen einfachen und neutralen Ansatz zum Ausdruck. Dies bedeute, dass die partielle Wiederanlage im Zeitraum von März bis Ende Juni weitgehend im Einklang mit der derzeitigen Praxis erfolge. Dabei würden die zur Wiederanlage verbleibenden Beträge den einzelnen Teilprogrammen des APP im Verhältnis zu deren Anteil an den Tilgungsbeträgen zugewiesen. Beim Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) würden sie den Ländern sowie den nationalen und supranationalen Emittenten im Verhältnis zu deren Anteil an den Tilgungsbeträgen zugewiesen. Ebenso wie das APP bei seiner Einführung den geldpolitischen Kurs unterstützt habe, müsse auch die Verringerung des APP-Portfolios so erfolgen, dass eine reibungslose Normalisierung und Transmission der Geldpolitik gefördert werde und die Bestände in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo reduziert würden.

Es wurde hervorgehoben, dass eine stärkere Ausrichtung der Reinvestitionen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) auf Emittenten mit einer besseren Klimabilanz das fortwährende Bekenntnis der EZB zum Ausdruck bringen würde, die

politischen Maßnahmen der EU zur Erreichung der Klimaschutzziele des Pariser Abkommens durch eine schrittweise Dekarbonisierung der Bestände des Eurosystems an Unternehmensanleihen zu unterstützen, soweit dies ohne Beeinträchtigung des Preisstabilitätsziels 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.

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

Erklärung zur Geldpolitik

[Erklärung zur Geldpolitik vom 2. Februar 2023](#)

Pressemitteilungen

[Geldpolitische Beschlüsse vom 2. Februar 2023](#)

[EZB beschließt konkretere Modalitäten für die Verringerung der Wertpapierbestände aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten \(APP\)](#)

Sitzung des EZB-Rats, 1.-2. Februar 2023

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 Februar 2023 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

Sonstige Anwesende

- Herr Donohoe, Präsident der Euro-Gruppe**
- 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 Šošić
- 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 20. April 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.