

Sitzung am 26.-27. Juli 2023

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 26.-27. Juli 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 das Narrativ an den globalen Finanzmärkten seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 14.-15. Juni 2023 verändert habe. So habe sich der Fokus weg vom Szenario einer höheren Inflationsrate für einen längeren Zeitraum („higher for longer“) hin zu einem wachsenden Optimismus zugunsten eines Disinflationsszenarios verschoben. Die zunehmende Divergenz zwischen den Wirtschaftsdaten aus dem Euroraum und den Vereinigten Staaten sowie die erhöhte Reagibilität der Vermögenspreise im Euroraum insbesondere gegenüber überraschenden Ergebnissen bei den US-Daten machten die Interpretation der Marktdaten zu einer Herausforderung und könnten zu raschen Veränderungen der Marktnarrative führen.

Nach der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung habe sich die Terminkurve des €STR (Euro Short-Term Rate) aufgrund der Zentralbankkommunikation, hoher Inflationszahlen für das Vereinigte Königreich und starker US-Konjunkturdaten zunächst nach oben verlagert. Diese Aufwärtsverschiebung habe sich dann als Reaktion auf die am 12. Juli erfolgte Veröffentlichung des US-Verbraucherpreisindex und auf niedriger als erwartet ausfallende Einkaufsmanagerindizes für den Euroraum zum Teil wieder umgekehrt. Blende man diese Volatilität aus, so liege die aktuelle €STR-Terminkurve noch immer über dem Niveau, das vor der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats zu verzeichnen gewesen sei. Im Markt eingepreist seien eine weitere Zinsanhebung von 25 Basispunkten auf der gegenwärtigen Sitzung und eine Wahrscheinlichkeit von 56 %, dass im September 2023 eine zusätzliche Anhebung um 25 Basispunkte erfolgen werde, sowie ein Höchststand des Zinssatzes für die Einlagefazilität bei 3,94 % gegen Jahresende. Die Bepreisung durch den Markt stehe weitgehend im Einklang mit den Ergebnissen der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA) sowie den Reuters- und Bloomberg-Umfragen. Bei den

letztgenannten Umfragen, die nach der Veröffentlichung des US-Verbraucherpreisindex (VPI) durchgeführt worden seien, gehe eine leichte Mehrheit der Befragten von einer weiteren Zinsanhebung im September 2023 und von einem Höchstsatz der Einlagefazilität von 4 % aus. Es wurde erörtert, inwieweit die jüngste Aufwärtsverschiebung der Markterwartungen für den Zinshöhepunkt der EZB mit den Erwartungen in Bezug auf nachfolgende Zinssenkungen zusammenhänge; dabei sei keine eindeutige Korrelation zwischen dem erwarteten Höchstzinssatz und den eingepreisten kumulativen Zinssenkungen bis Ende 2024 festzustellen gewesen.

Wesentliche Bestimmungsfaktoren der risikofreien Renditen im Euroraum seien Übertragungseffekte aus den Vereinigten Staaten und die Neubewertung der Geldpolitik im Eurogebiet gewesen. Da die Geldpolitik aktuell mehr von der Datenlage abhängt, als dies vor dem laufenden globalen Straffungszyklus der Fall gewesen sei, habe sich die Reagibilität der Vermögenspreise gegenüber makroökonomischen Nachrichten generell stark erhöht. Hinzu komme, dass sich wegen der großen gemeinsamen Komponente der globalen Inflationsdynamik sowie der tragenden Rolle der USA im Inflationszyklus die Reagibilität der risikofreien Renditen des Euroraums – sowie der Vermögenspreise allgemein – gegenüber überraschend ausfallenden US-Datenergebnissen offenbar generell erhöht habe. Eine modellbasierte Zerlegung des risikofreien zehnjährigen Overnight-Index-Swapsatzes (OIS) deute darauf hin, dass die OIS-Sätze im Euroraum zunächst von den Erwartungen einer weiteren geldpolitischen Straffung gestützt worden seien. Betrachte man die Entwicklung seit der Veröffentlichung des Verbraucherpreisindex in den USA, so sei der Umschwung bei den längerfristigen Renditen im Euroraum durch Übertragungseffekte aus den Vereinigten Staaten bedingt gewesen, was durch sich lockernde Erwartungen an die Geldpolitik und enttäuschende Datenveröffentlichungen im Euroraum verstärkt worden sei.

Die Veränderung beim Marktnarrativ habe sich auch in der Wechselkursentwicklung zwischen dem Euro und dem US-Dollar widerspiegelt. Zunächst habe der Euro vor dem Hintergrund der Erwartungen, dass die Geldpolitik im Euroraum in Relation zu den USA weiter gestrafft werde, sowie angesichts einer höheren Risikoaffinität aufgewertet. In der vorangegangenen Woche habe er seine Zugewinne wegen der sich eintrübenden Wirtschaftsaussichten im Euroraum allerdings teilweise wieder abgegeben. Insgesamt habe der Euro aber weiter aufgewertet. Derzeit liege er in nominaler effektiver Rechnung rund 15 % über seinem Tiefstand vom September 2022, was über niedrigere Einfuhrpreise den Inflationsdruck vermindere.

Im Gefolge der geldpolitischen Sitzung vom Juni sei an den Finanzmärkten eine Neubewertung des kurzfristigen Inflationsdrucks zu beobachten gewesen. Darin niedergeschlagen hätten sich unter anderem die Aufwärtskorrektur der projizierten Inflation in den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Juni 2023 und die erwartete Persistenz der Inflation sowie die Rotation der ihr zugrunde liegenden Faktoren. Eine Zerlegung des einjährigen

Termininflationsausgleichs in einem Jahr im Euroraum zeige, dass der von den nachfrageseitigen Faktoren ausgehende Aufwärtsdruck das Abklingen der negativen Angebotschocks überwiege.

Vorhandene Marktwahrnehmungen einer stärkeren Persistenz der Inflation im Euro-Währungsgebiet korrespondierten mit anhaltenden Aufwärtsrisiken für den längerfristigen Inflationsausblick. Die marktbasierten Messgrößen des längerfristigen Ausgleichs der Gesamtinflation im Eurogebiet hätten weiter nach oben tendiert. Empirische Analysen legten nahe, dass die inflationsindexierten Swapsätze nach wie vor einen verlässlichen Indikator für den Inflationsausgleich im Euroraum darstellten und von den Ungleichgewichten zwischen Angebot und Nachfrage am Markt, die in den Breakeven-Inflationsraten (BEIRs) des Euroraums reflektiert seien, nicht wesentlich beeinflusst würden.

Die Inversion der Zinsstrukturkurve im Euroraum habe sich aufgrund der Erwartung höherer Zinsen im Kurzfristbereich im Verbund mit insgesamt stabilen Langfristzinsen verstärkt. Im Zusammenspiel mit negativen Datenüberraschungen im Eurogebiet habe sie neuerliche Rezessionsbefürchtungen unter den Marktteilnehmern aufkeimen lassen. Denn die empirische Evidenz schreibe derartig starken Zinskurveninversionen eine hohe Prognosegüte hinsichtlich bevorstehender Rezessionen zu. Nach wie vor liege allerdings die Laufzeitprämie wegen des Bestandeffekts durch die von den Zentralbanken gehaltenen Anleiheportfolien auf einem niedrigen Niveau, was den Prognosegehalt des Gefälles der Zinsstrukturkurve für das Wirtschaftswachstum beeinträchtigen könne.

Unterdessen seien die Aktien- und Kreditmärkte im Euroraum robust geblieben. Sowohl die steigenden Aktienkurse als auch die solide Entwicklung an den Kreditmärkten stünden damit im Einklang, dass eine weiche konjunkturelle Landung („soft landing“) erwartet werde. Zugleich seien sie ein Hinweis für eine begrenzte Transmission der Geldpolitik auf die Preise für Risikoaktiva. Dies könne wiederum mit den komprimierten Laufzeitprämien zusammenhängen, die lockerere Finanzierungsbedingungen im mittel- und längerfristigen Segment implizierten. Die Renditeabstände bei den Staatsanleihen lägen in der Nähe ihrer Ende 2021 vor dem geldpolitischen Straffungszyklus verzeichneten Niveaus, denn der Aufwärtsdruck, der von den stark ansteigenden Leitzinsen womöglich ausgehe, sei durch das solide nominale Wirtschaftswachstum weitgehend wettgemacht worden. Dabei wirke die Einführung des Instruments zur Absicherung der Transmission (TPI) als zusätzlicher Kompensationsfaktor. Bei den Unternehmensanleihen sei die Ausweitung der Renditeabstände als Reaktion auf die Erwartung einer restriktiveren Geldpolitik 2022 besonders ausgeprägt gewesen. Allerdings hätten sich diese Spreads im bisherigen Jahresverlauf verengt. Mit der Ausnahme von Hochzinsanleihen lägen sie unterhalb der Niveaus, die vor der letzten Sitzung des EZB-Rats vorgeherrscht hätten. Dies scheine im Widerspruch zu den steigenden Ausfallrisiken zu stehen, die aus den Erwartungen eines länger anhaltenden Wirtschaftsabschwungs resultierten.

Die stabilen Bedingungen an den Kreditmärkten seien auch vor dem Hintergrund einer stark rückläufigen Überschussliquidität – angesichts der umfangreichen Rückzahlungen im Rahmen der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) – und des Beginns des

vollständigen Abbaus des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zu sehen. All dies deute auf eine gute Absorptionskapazität an den Märkten hin. Der historisch starke Rückgang der Überschussliquidität Ende Juni, der auf die Fälligkeit eines GLRG-III-Geschäfts zurückzuführen gewesen sei, habe zu keinem Aufwärtsdruck auf die Geldmarktsätze geführt. Während der Phase zunehmender Überschussliquidität habe sich der negative Spread zwischen dem €STR und dem Einlagesatz stetig ausgeweitet. Seit der Wiedereinführung positiver Zinssätze und dem Abbau der Überschussliquidität habe der Spread – ganz unabhängig vom Umfang der Überschussliquidität – bei rund 10 Basispunkten gelegen. So sei er auch nach dem Rückgang der Überschussliquidität im Gefolge der umfangreichen GLRG-III-Rückzahlungen vom Juni 2023 unverändert geblieben. Diese Beobachtung stehe im Einklang mit der nach wie vor reichlichen Liquiditätsausstattung und mit dem Ausbleiben von Indizien für lokal auftretende Reserveknappheiten. Hierin spiegele sich zum Teil die Tatsache wider, dass die Banken die Rückzahlungen weithin bereits antizipiert hätten.

Die Inanspruchnahme der standardmäßigen Refinanzierungsgeschäfte – der Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) und der dreimonatigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) – habe sich geringfügig erhöht. Dieser Anstieg sei allerdings geringer als erwartet ausgefallen. Zuletzt sei der Rückgriff auf diese Geschäfte wieder deutlich zurückgegangen. Mit Blick auf die weitere Entwicklung sei zu erwarten, dass sich die Überschussliquidität mit Fälligkeit der verbleibenden GLRG-III-Geschäfte und der allmählichen Auflösung der APP-Portfolios stetig zurückbilden werde.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euroraum

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld stellte Herr Lane fest, dass sich die globale Konjunktur in der ersten Jahreshälfte als widerstandsfähig erwiesen, doch in den letzten Wochen spürbar an Dynamik verloren habe. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe sei im Juni aufgrund des deutlichen Abschwungs in den Industrieländern in den kontraktiven Bereich gefallen, was negative Folgen für den Welthandel habe. Der EMI für den Dienstleistungssektor befinde sich zwar nach wie vor oberhalb der Wachstumsschwelle, habe aber offenbar einen Wendepunkt erreicht. Der Euro habe seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom 14.-15. Juni sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch in nominaler effektiver Rechnung an Wert gewonnen, wenngleich in der jüngsten Zeit eine leichte Umkehr zu beobachten gewesen sei. Bei den Rohstoffen habe sich Öl verteuert, Gas dagegen verbilligt. Während die Metallpreise relativ stabil geblieben seien, hätten sich die Notierungen für Nahrungsmittelrohstoffe seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats erhöht, was unter anderem auf den einseitigen Ausstieg Russlands aus der Schwarzmeer-Getreide-Initiative zurückzuführen sei.

Was den Euroraum betreffe, so deuteten die jüngsten Indikatoren auf schwache Wachstumsaussichten hin. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sei seit April 2023 rückläufig und im Juli unter die Wachstumsschwelle von 50 gefallen. Diese Entwicklung stehe im Einklang mit einem schwachen BIP-Verlauf im zweiten und dritten Quartal des Jahres. So dürfte die Produktion im verarbeitenden Gewerbe im zweiten Quartal erneut zurückgegangen sein. Schätzungen zufolge hätten sich auch die Wohnungsbau- und die Unternehmensinvestitionen verringert. Dies korrespondiere zum einen mit den verschärften Finanzierungsbedingungen, durch die Wohnimmobilien weniger erschwinglich seien, und zum anderen mit den höheren Kapitalkosten, die die Investitionstätigkeit dämpften. Der Dienstleistungssektor habe sich insbesondere in kontaktintensiven Teilsektoren wie dem Tourismus erneut widerstandsfähiger gezeigt. Allerdings deute der EMI vom Juli auf eine deutliche Abschwächung der Aktivität hin. Zudem ließen die Auftragseingänge auf eine breit angelegte Verlangsamung in den kommenden Monaten schließen.

In Bezug auf die Nachfragekomponenten des BIP seien die privaten Konsumausgaben sowohl im Schlussquartal 2022 als auch im ersten Quartal 2023 gesunken. Im ersten Quartal 2023, in dem sich das Arbeits- und das Nichtarbeitseinkommen als stützende Faktoren erwiesen hätten, sei der Rückgang der Konsumausgaben durch die Rückführung finanzpolitischer Maßnahmen und die Zunahme der Ersparnisse privater Haushalte – ungeachtet der Fortschritte bei der Korrektur des Terms-of-Trade-Schocks – bedingt gewesen.

Das Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen habe sich im dritten Quartal 2022 ins Negative gekehrt. Diese Entwicklung habe sich im Schlussquartal sogar noch verstärkt. Im ersten Quartal 2023 sei das Wachstum dann positiv ausgefallen, wobei das Bauwesen durch den milden Winter und die Entspannung bei den Lieferengpässen begünstigt worden sei. Nach diesem positiven „Ausreißer“ seien die Wachstumsaussichten für das zweite und dritte Quartal wieder negativ geworden, da die Aktivität im Hochbau gesunken sei und die Umfrageindikatoren im kontraktiven Bereich gelegen hätten. Darüber hinaus seien die Baugenehmigungen für Wohngebäude – ein Frühindikator des Wohnungsmarkts – in den letzten Quartalen beträchtlich zurückgegangen. Ein ähnlicher Rückgang sei bei den Hausverkäufen zu beobachten.

Die Unternehmensinvestitionen seien im ersten Quartal 2023 ebenfalls robust gewesen, wozu der Abbau der Lieferengpässe beigetragen habe. Die jüngsten Umfrageindikatoren – wie etwa die EMIs für den Auftragsbestand und den Auftragseingang im Investitionsgütersektor – deuteten jedoch auf einen Rückgang in den folgenden Quartalen hin. Aus der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey) vom Juli gehe hervor, dass die Unternehmen weiterhin ihre Auftragsrückstände abarbeiteten, wohingegen der Auftragseingang rückläufig sei.

Was den Handel anbelange, so sei die Auftragslage im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes wieder auf ihr historisches Durchschnittsniveau zurückgekehrt. Die Exportunternehmen könnten sich

demnach nicht mehr länger auf einen hohen Auftragsüberhang verlassen. Der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft befinde sich unterdessen tief im kontraktiven Bereich. Im Dienstleistungssektor sei der entsprechende EMI unter die Wachstumsschwelle von 50 gesunken. Dabei nehme der Auftragseingang im Tourismus weiter – jedoch immer langsamer – zu. Bei den Importen verzeichneten die Vorleistungsgüter den deutlichsten Rückgang, was mit den schwachen Investitionsaussichten zusammenhänge.

Der Arbeitsmarkt zeige sich nach wie vor robust. Die Arbeitslosenquote sei im Mai auf ihrem historischen Tiefstand von 6,5 % geblieben. Aus den aktuellen Daten gehe hervor, dass die Beschäftigung im zweiten Quartal – insbesondere im Dienstleistungssektor – abermals zugenommen habe. Herr Lane erinnerte daran, dass die steigende Zahl von Erwerbspersonen in den vergangenen zwei Jahren maßgeblich zur Schaffung von Arbeitsplätzen und wahrscheinlich auch positiv zum Produktionspotenzial beigetragen habe. Zukunftsgerichtete Umfrageindikatoren legten nahe, dass sich der Beschäftigungsaufbau in den kommenden Monaten verlangsamen und im verarbeitenden Gewerbe ins Negative kehren könnte. Die Lohnverhandlungen verliefen insgesamt offenbar weitgehend im Einklang mit der in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni unterstellten Entwicklung. Allerdings seien diese Projektionen mit gewissen Risiken behaftet. So deuteten der zukunftsorientierte Indikator der EZB für die Lohnentwicklung und die Ergebnisse der jüngsten Telefonumfrage bei Unternehmen einerseits auf gewisse moderate Aufwärtsrisiken für das im Juni projizierte Lohnwachstum hin. Andererseits zeigten die jüngsten monatlichen Daten für einige Länder, dass der Anstieg der Tarifverdienste (ohne Einmalzahlungen) nachgelassen habe.

Mit Blick auf die Gewinne hätten sowohl die Stückgewinne als auch die Lohnstückkosten im ersten Quartal 2023 erheblich zum Anstieg des BIP-Deflators beigetragen. Unterdessen gehe aus der jüngsten Telefonumfrage hervor, dass die Gewinne zu Beginn des Jahres gesunken seien und für die folgenden Quartale mit einem weiteren Rückgang zu rechnen sei.

Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Inflation sei im Juni erwartungsgemäß erneut zurückgegangen, und zwar von 6,1 % im Mai auf 5,5 %. Bei den Ursachen des jüngsten Abwärtstrends der Inflationsdynamik zeichne sich ein Wandel ab. Externe Inflationsursachen verlören an Bedeutung, wohingegen der binnenwirtschaftliche Preisdruck als Inflationstreiber zusehends wichtiger werde. Dies schließe auch den von steigenden Löhnen und weiterhin robusten Gewinnen ausgehenden Preisdruck ein. Die Energiepreise seien erneut zurückgegangen und um 5,6 % gegenüber dem Vorjahr gefallen. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln habe sich zwar weiter verlangsamt, sei aber mit 11,6 % nach wie vor hoch. Dies deute auf eine verzögerte Weitergabe vergangener Kostenschocks bei den Vorleistungen und auf witterungsbedingte Faktoren hin.

Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel habe sich im Juni im Einklang mit den Juni-Projektionen leicht auf 5,5 % erhöht. Dies sei einem gewissen Einfluss aufwärtsgerichteter

Basiseffekte auf die Teuerung bei Dienstleistungen geschuldet. Der Preisauftrieb bei den Industriegütern ohne Energie habe sich im Juni weiter verringert, und zwar auf 5,5 % nach 5,8 % im Mai. Zurückzuführen sei dies auf nachlassende Lieferengpässe, eine schwächere Nachfrage und einen stärkeren internationalen Wettbewerb. Bei den Dienstleistungen sei die Teuerung mit 5,4 % indes höher als im Mai (5,0 %) ausgefallen. Grund hierfür seien die robusten Ausgaben für Urlaubsreisen und Reisedienstleistungen sowie aufwärtsgerichtete Basiseffekte.

Angesichts der Relevanz von Basiseffekten sei es für die Einschätzung der kurzfristigen Entwicklung wichtig, die Indikatoren der Dynamik der HVPI-Inflation und ihrer Komponenten weiterhin zu beobachten. Diese gingen – wenn auch in unterschiedlichem Maße – weiter zurück. Die Gesamtinflation liege gemessen an der annualisierten Dreimonatsrate im Juni bei rund 2 %, was auf die stark negative Dynamik der Energiepreisentwicklung zurückzuführen sei. Was die Teuerung bei Nahrungsmitteln betreffe, so sei die Dynamik auf 6 % gesunken, was nach wie vor sehr hoch sei. Unter den Komponenten der Kerninflation sei die Dynamik bei den Waren deutlich, bei den Dienstleistungen jedoch überhaupt nicht zurückgegangen. Über einen längeren Zeitraum betrachtet sei die Inflationsdynamik insgesamt zwar gesunken, liege aber weiterhin über dem vor der Pandemie verzeichneten Durchschnittswert. Dies sei durch die Preisentwicklung sowohl bei Nahrungsmitteln als auch bei Dienstleistungen bedingt.

Die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation hätten sich zwar etwas abgeschwächt, seien aber auf einem erhöhten Niveau geblieben. Einer Analyse der EZB zufolge sei die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) der beste Indikator für die Teuerung in zwei Jahren. Aber auch die anderen Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation hätten eine gewisse Aussagekraft, sodass sie alle weiterhin überwacht werden sollten. Die Analyse zeige auch, dass der abklingende Effekt vergangener Energiepreiserhöhungen und Lieferengpässe diese Indikatoren im Zeitverlauf unter Abwärtsdruck setzen werde. Ein weiterer vorübergehender Faktor, der nach wie vor sämtliche Messgrößen beeinflusse, seien die Auswirkungen des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach der Pandemie auf die Dienstleistungen. Obwohl dies zu einem gewissen Grad mit dem Schock der Lieferengpässe zusammenhänge, liege die Vermutung nahe, dass die durch hohe Gewinne in der Tourismusbranche und im Gastgewerbe erzeugte Teuerung die zugrunde liegende Inflation ebenfalls als vorübergehender Faktor ankurbele.

Beim Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Produktionskette zeigten die aktuellen Daten zu den entsprechenden Preisen deutliche Rückgänge sowohl bei den Nahrungsmitteln als auch bei den Waren. Im Fall der Nahrungsmittelpreise stellten jedoch der heiße Sommer und die mit El Niño und anderen Klimaereignissen verbundenen Risiken eindeutig Aufwärtsrisiken dar, die mit den herkömmlichen Instrumenten nicht hätten erfasst werden können. Was die Teuerung der Waren betreffe, so deute der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen zweifellos auf eine signifikante Abschwächung im weiteren Jahresverlauf hin. Aus der Analyse des Preisauftriebs bei den

Dienstleistungen ergebe sich indes insgesamt keine signifikante Abwärtskorrektur. Mit Blick auf die kontaktintensiven Dienstleistungen stellte Herr Lane fest, dass im Zuge der Wiedereröffnung im Frühjahr 2022 die Preise im Beherbergungsbereich sehr markant angepasst worden seien. Im laufenden Jahr seien die Preise dagegen in geringerem Ausmaß erhöht worden als im Vorjahr. Im Gaststättenbereich seien die Preissteigerungen wesentlich gradueller als bei den Beherbergungen erfolgt, und die dortige Inflation habe sich gerade zu stabilisieren begonnen. Dieser Wirtschaftszweig sei äußerst lohnintensiv, sodass steigende Lohnkosten in diesem Bereich Aufwärtsdruck auf die Teuerung im gesamten Dienstleistungssektor erzeugen dürften. Der EMI für die Verkaufspreise in der Tourismus- und Freizeitbranche, der ein guter Frühindikator für kontaktintensive Dienstleistungen sei, deute jedoch auf einen Rückgang der Inflation in der nächsten Zeit hin.

Die Jahreswachstumsrate der Preise für Wohnimmobilien sei im ersten Quartal 2023 auf 0,4 % gesunken. Gleichzeitig erhöhten sich die Mietkosten sehr langsam. So sei im Juni ein jährlicher Anstieg von 2,7 % verzeichnet worden. Die Preissteigerung bei selbst genutztem Wohneigentum habe sich im ersten Quartal dieses Jahres nur geringfügig auf 8,0 % verringert. Während der Preisdruck beim Kauf von Wohneigentum nachgelassen habe, blieben die Instandhaltungs- und sonstigen Wohnkosten also hoch.

Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen derzeit bei rund 2 %. Einige Indikatoren seien jedoch nach wie vor erhöht und müssten genau beobachtet werden.

Herr Lane wies darauf hin, dass es seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom 14.-15. Juni keine nennenswerten Neuigkeiten in Sachen Finanzpolitik gegeben habe. Die jüngsten Daten bestätigten, dass es im Jahr 2024 zu einer gewissen finanzpolitischen Straffung kommen werde. So dürften im kommenden Jahr die nationalen Staatshaushalte die Stützungsmaßnahmen im Zusammenhang mit den Energiekosten im Vergleich zu 2023 reduzieren und kleinere Beträge im Rahmen des Programms „Next Generation EU“ (NGEU) für Ausgaben zur Verfügung stehen.

Die geldpolitische Straffung des EZB-Rats wirke nach wie vor stark auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen durch. Seit der vorangegangenen Sitzung hätten sich die risikofreien Zinsen im kurz- bis mittelfristigen Laufzeitenbereich erhöht und die Refinanzierungskosten der Banken seien gestiegen. Dies sei zum Teil dem Auslaufen der GLRG III geschuldet. Die umfangreichen GLRG-III-Rückzahlungen im Juni seien aufgrund der guten Vorbereitung der Banken reibungslos verlaufen. Die durchschnittlichen Zinsen für Unternehmens- und für Hypothekarkredite hätten sich im Mai abermals auf 4,6 % bzw. 3,6 % erhöht.

Die jüngste Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken deute auf eine weitere Verschärfung der Kreditrichtlinien und einen erneuten starken Rückgang der Kreditnachfrage im zweiten Quartal sowohl für Unternehmen als auch für private Haushalte hin, da sich die Banken in Bezug auf die Risiken ihrer Kunden zunehmend besorgt zeigten und weniger bereit seien, diese zu tragen. Die gemeldete

Kreditnachfrage der Unternehmen sei auf den tiefsten Stand seit Beginn der Umfrage im Jahr 2003 gesunken und damit erstmals niedriger als auf dem Höhepunkt der globalen Finanzkrise ausgefallen. Der Nachfragerückgang sei deutlich stärker als von den Banken im Vorquartal erwartet worden sei. Zurückzuführen sei dies in erster Linie auf die Auswirkungen steigender Zinsen auf die Kreditnachfrage und die geringere Bereitschaft zu Anlageinvestitionen. Mit Blick auf die Finanzierung der Unternehmen insgesamt seien sowohl die monatliche Bankkreditvergabe als auch die Nettoemission von Unternehmensschuldverschreibungen weiterhin unverändert. In Relation zum nominalen Geschäftseinkommen oder zum nominalen BIP deute dies auf eine deutliche Verringerung des Kreditvolumens hin.

Durch die restriktiveren Finanzierungsbedingungen seien auch Wohnimmobilien weniger erschwinglich und verlören als Anlageform an Attraktivität. Dementsprechend sei die Nachfrage nach Hypothekarkrediten das fünfte Quartal in Folge gesunken. Den Umfrageergebnissen zum Kreditgeschäft der Banken zufolge hätten sich die Kreditrichtlinien für Konsumentenkredite und sonstige Kredite stärker verschärft als im Vorquartal und als von den Banken erwartet worden sei. Auch die Konditionen für Konsumentenkredite seien gestrafft worden, und die Kreditnachfrage sei weiter zurückgegangen, sodass auf kurze Sicht der Konsum von Gebrauchsgütern beeinträchtigt werden dürfte.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Auf der Grundlage der Einschätzung der Inflationsaussichten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission schlug Herr Lane vor, dass der EZB-Rat die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte anhebe. Die jüngsten Datenveröffentlichungen hätten die in den Juni-Projektionen dargelegten Inflationsaussichten weitgehend bestätigt. Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation zeigten zwar Anzeichen einer Abkühlung, blieben aber auf hohem Niveau. Zudem bleibe die starke Transmission des geldpolitischen Kurses auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen ein wichtiger Faktor, um die Inflationsrate wieder auf das Zielniveau zu bringen.

Angesichts der aktuellen Informationen solle der EZB-Rat die Kontinuität seiner allgemeinen geldpolitischen Ausrichtung unterstreichen. Bis zur September-Sitzung stünden dem EZB-Rat neue Projektionen zur Verfügung. Hinzu kämen dann die Inflationszahlen für Juli und August sowie weitere Hinweise auf das Tempo und die Stärke der geldpolitischen Transmission. Zusammengenommen würden die Projektionen vom September, die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation und die neuesten Informationen zur geldpolitischen Transmission dem EZB-Rat dabei helfen, seine Einschätzung des angemessenen geldpolitischen Kurses zu aktualisieren. Herr Lane schlug daher vor, zu kommunizieren, dass die zukünftigen Beschlüsse des EZB-Rats dafür sorgen würden, dass

die EZB-Leitzinsen so lange wie erforderlich auf ein ausreichend restriktives Niveau festgelegt würden, um eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen 2 %-Ziel des EZB-Rats zu erreichen. Diese Formulierung mache deutlich, dass der EZB-Rat noch völlig offen sei mit Blick darauf, welches geldpolitische Vorgehen auf der September-Sitzung angemessen sei. Der EZB-Rat solle auch weiterhin signalisieren, dass die angemessene Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus von der Datenlage abhängen.

Auch angesichts der Beendigung der Wiederanlage von Mitteln aus dem APP erscheine es nach wie vor geboten, die Option beizubehalten, Reinvestitionen im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms flexibel zu handhaben. Dies stelle eine erste Verteidigungslinie gegen Fragmentierungsrisiken dar.

Ferner schlug Herr Lane vor, die Mindestreserven künftig mit 0 % zu verzinsen. Dieser Schritt werde den insgesamt auf Zentralbankguthaben zu zahlenden Zinsbetrag, der zur Umsetzung des angemessenen geldpolitischen Kurses erforderlich sei, reduzieren. Zugleich werde sichergestellt, dass dasselbe Maß an Kontrolle über diesen Kurs beibehalten werde. Damit werde die Wirksamkeit der Geldpolitik des EZB-Rats gewahrt und gleichzeitig die Umsetzung der geldpolitischen Maßnahmen effizienter gemacht.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld nahmen die Mitglieder die von Herrn Lane vorgelegte Einschätzung zur Kenntnis, dass die jüngsten Umfragedaten auf einen spürbaren Rückgang der weltwirtschaftlichen Dynamik hindeuteten, nachdem harte Daten auf ein Durchschreiten der Talsohle Ende 2022 und auf eine robuste Entwicklung im ersten Halbjahr 2023 hätten schließen lassen. Verwiesen wurde auf die Wirtschaft Chinas, wo die Aktivität im zweiten Quartal unter den Markterwartungen gelegen habe. Gleichzeitig hätten die chinesischen Behörden eine Reihe politischer Maßnahmen angekündigt, darunter einige, die auf ein unternehmensfreundlicheres Umfeld zur Unterstützung von Investitionen abzielten. Es wurde die Frage aufgeworfen, was dies angesichts der starken Handelsverflechtungen mit China für die Aussichten des Euroraums bedeute. Argumentiert wurde zudem, dass die Schwäche der weltweiten Nachfrage nicht nur China geschuldet sei. So preisten die Finanzmärkte offenbar eine relativ hohe Wahrscheinlichkeit für den Eintritt einer Rezession in den Vereinigten Staaten, dem größten Handelspartner des Euroraums, ein. Die Ratsmitglieder nahmen auch die jüngste Aufwertung des Euro im Vergleich zu den technischen Annahmen zur Kenntnis, die zum Zeitpunkt der von Fachleuten des Eurosystems erstellten

Projektionen vom Juni getroffen wurden. Dies sei sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch in nominaler effektiver Rechnung der Fall, was sich auf die Realwirtschaft und letztlich auf die Preise im Eurogebiet auswirken werde.

Was die konjunkturelle Entwicklung im Euroraum betreffe, so stimmten die Mitglieder mit Herrn Lane darin überein, dass sich die kurzfristigen Wirtschaftsaussichten für das Eurogebiet eingetrübt hätten, was weitgehend auf eine geringere Binnennachfrage zurückzuführen sei. Die hohe Inflation und die verschärften Finanzierungsbedingungen dämpften die Ausgaben. Dies belaste insbesondere die Produktion im verarbeitenden Gewerbe, die zudem von einer schwachen Auslandsnachfrage gebremst werde. Auch bei den Wohnungsbau- und den Unternehmensinvestitionen seien Anzeichen einer Schwäche festzustellen. Der Dienstleistungssektor sei zwar nach wie vor widerstandsfähiger, vor allem in kontaktintensiven Teilsektoren wie dem Tourismus, doch insgesamt verlangsame sich die Dynamik in diesem Sektor ebenso. Es werde erwartet, dass sich die schwache wirtschaftliche Entwicklung auf kurze Sicht fortsetze. Mit der Zeit dürften eine sinkende Inflation, steigende Einkommen und zunehmend bessere Angebotsbedingungen die Erholung unterstützen.

Die Einschätzung, dass Anzeichen für überraschende Abwärtstendenzen bei der Konjunkturerwicklung im Vergleich zu den Juni-Projektionen wichtige Neuigkeiten seien, traf auf breite Zustimmung. Verviesen wurde auf die Ergebnisse aus Nowcasting-Modellen, die harte und weiche Daten mechanisch zusammenfassten und auf eine Stagnation hindeuteten. Demgegenüber seien die Projektionen noch von einem deutlich positiven vierteljährlichen Wachstum ausgegangen. Es wurde allerdings zu bedenken gegeben, dass sich die Korrelation zwischen weichen Indikatoren und harten Daten abgeschwächt habe und die BIP-Daten revisionsanfälliger geworden seien. Daher sei es ratsam, die BIP-Daten von Eurostat in der kommenden Woche abzuwarten, bevor endgültige Schlussfolgerungen gezogen würden. In jedem Fall würden die von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen vom September mehr Daten und eine umfassendere Aktualisierung enthalten.

Die Frage wurde aufgeworfen, inwieweit die Eintrübung des kurzfristigen Wachstumsausblicks Folge des geldpolitischen Straffungskurses der EZB sei oder vielmehr noch immer die Auswirkungen der pandemie- und energiepreisbedingten Schocks widerspiegele. Auch könnten eher strukturelle Faktoren die Wirtschaft des Euroraums beeinträchtigen, wie etwa eine gesunkene Wettbewerbsfähigkeit angesichts höherer Energie- und klimabezogener Kosten. Einerseits wurde angeführt, dass die schlechteren Aussichten zeigten, dass die geldpolitische Transmission funktioniere und die Zinsanhebungen ihre beabsichtigte Wirkung entfalteteten. Andererseits ließen die typischerweise verzögerte Transmission der Geldpolitik sowie die Schätzungen von Fachleuten der EZB darauf schließen, dass die Auswirkungen der bereits vorgenommenen Straffung auf das BIP zum Großteil noch ausstünden und erst im Lauf des kommenden Jahres zum Tragen kommen würden. In diesem Zusammenhang gelte es, nach weiteren Hinweisen darauf zu suchen, ob die jüngste

Verschlechterung der Wachstumsaussichten dem Einfluss der geldpolitischen Maßnahmen geschuldet sei oder auch von Resteffekten des Durchwirkens früherer Schocks bzw. von länger fortdauernden strukturellen Problemen, die eine Belastung auf der Angebotsseite darstellten, bestimmt werde. Es wurde allgemein als wenig überraschend angesehen, dass weniger Investitionen in Wohnimmobilien getätigt worden und generell die Investitionsaussichten, insbesondere in kapitalintensiven und zinssensiblen Sektoren, schwächer seien. Zuversichtlicher stimme hierbei, dass laut der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken Investitionen im Bereich Klimaschutz weniger stark von der allgemeinen Abschwächung der Kreditvergabe betroffen sein könnten. Öffentliche und private Klimaschutzinvestitionen seien nämlich ein entscheidender Faktor, um das Eintreten und die Auswirkung klimabedingter Schocks abzufedern. Gleichzeitig wurde argumentiert, dass die schlechten Nachrichten in Bezug auf den Wachstumsausblick in erster Linie die Wohnungsbauinvestitionen und inzwischen auch die Perspektiven für die Unternehmensinvestitionen betreffen, die stärker von Finanzierungen abhängen als die Nachfrage in anderen Sektoren. Daher stelle sich die Frage, ob die in den Projektionen enthaltenen Elastizitäten, die der Erfassung der Effekte der geldpolitischen Maßnahmen dienen, zu niedrig angesetzt worden seien.

Die Mitglieder diskutierten ausführlich über die widersprüchlichen Signale aus der Industrie und dem Dienstleistungssektor. Während die jüngsten Umfragedaten für die Industrie auf einen konjunkturellen Abschwung hindeuteten, stünden die Daten für die Dienstleistungsbranche nach wie vor mit einem positiven Wachstum im Einklang. Zudem habe sich die Stimmung der Verbraucher trotz der restriktiveren Geldpolitik der EZB und der nach wie vor hohen Inflation weiter verbessert. Es wurde darauf hingewiesen, dass die relativ ausgeprägte Widerstandsfähigkeit der Dienstleistungen zu einem großen Teil auf die saisonale Wirtschaftstätigkeit im Bereich Freizeit und Reisen sowie Beherbergung zurückzuführen sei und sich somit im weiteren Jahresverlauf ändern könne. Dahingehend wurde angemerkt, dass die Nachfrage nach tourismusbezogenen Dienstleistungen teilweise von Ländern außerhalb Europas getragen werde. Die aufgestaute Nachfrage innerhalb des Eurogebiets basiere zudem wohl auf den zuvor angehäuften Ersparnissen, die sich nach und nach verringern dürften. Darüber hinaus greife die Verlangsamung der Industrieproduktion allmählich auf die Dienstleistungen über. Diese Angleichung der Entwicklung zwischen den beiden Sektoren könnte sich nach dem Sommer noch beschleunigen. Es wurde jedoch auch angeführt, dass ein Ausstrahlen der Schwäche im verarbeitenden Gewerbe auf den Dienstleistungsbereich nicht unvermeidbar sei, da es innerhalb der Dienstleistungsbranche eine erhebliche Heterogenität gebe.

Die Diskrepanz zwischen dem verarbeitenden Gewerbe und dem Dienstleistungssektor entspreche indessen historischen Verlaufsmustern, wonach sich die Geldpolitik mit einer größeren zeitlichen Verzögerung auf die Dienstleistungen auswirke. Mit Blick auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität seien diese verzögerte Reaktion und die längere Zeit der Erholung ein inzwischen weiter verbreitetes Phänomen, da die Wirtschaft im Euroraum mittlerweile stärker auf Dienstleistungen ausgerichtet sei

als in früheren Jahrzehnten. Die divergierende Entwicklung lasse jedoch noch immer die Frage unbeantwortet, ob die Konjunkturabschwächung vor allem durch die Nachfrage und die Auswirkungen der Geldpolitik bedingt sei, denn wenn das der Fall sei, wären auch bei den Dienstleistungen stärkere Effekte zu beobachten gewesen. Es sei ebenfalls erstaunlich, dass die Zinselastizität des verarbeitenden Gewerbes im Eurogebiet anscheinend viel höher sei als in den Vereinigten Staaten. Die Tatsache, dass sich die Stimmung im verarbeitenden Gewerbe in den USA verglichen mit dem Euroraum gut behauptete, lasse Zweifel aufkommen, ob die Abschwächung im Eurogebiet auf die Geldpolitik zurückzuführen sein könne. Um die Asymmetrie zwischen den beiden Wirtschaftsräumen zu erklären, könnte man auch auf strukturelle Faktoren blicken, die speziell das verarbeitende Gewerbe im Euroraum in Mitleidenschaft zögen. Ein gutes Beispiel sei die Automobilindustrie, die nicht nur unter der niedrigeren Nachfrage zu leiden habe, sondern auch mit dem Thema der Wettbewerbsfähigkeit konfrontiert sei. Der Energiepreisschock, der zu umfangreichen strukturellen Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit in der Industrie geführt habe, stelle ein weiteres Beispiel dar.

Unter den Ratsmitgliedern herrschte breiter Konsens, dass der Arbeitsmarkt weiterhin robust sei. Die Arbeitslosenquote sei im Mai auf ihrem historischen Tiefstand von 6,5 % geblieben. Zudem entstünden zahlreiche neue Arbeitsplätze, insbesondere im Dienstleistungssektor. Allerdings deuteten die zukunftsgerichteten Indikatoren darauf hin, dass sich dieser Trend in den kommenden Monaten verlangsamen könnte. Für das verarbeitende Gewerbe kehre er sich möglicherweise ins Negative um. Es wurde angemerkt, dass die Entwicklung am Arbeitsmarkt nach wie vor verwunderlich sei, da die Reaktion des Arbeitsmarkts verglichen mit früheren Phasen einer Wachstumsschwäche ungewöhnlich gedämpft ausfalle. Der Arbeitsmarkt bleibe ein positiver Faktor, was die gesamtwirtschaftlichen Aussichten betreffe, und deute darauf hin, dass eine weiche Landung der Wirtschaft immer noch möglich sei. Diese Stärke spiegele die vermehrte Flexibilität vieler Arbeitsmärkte in Europa wider, insbesondere in Bezug auf den Dienstleistungssektor. Gleichzeitig impliziere die größere Flexibilität auch, dass die Beschäftigung im Dienstleistungsbereich anfälliger sei, da sie auch stärker negativ beeinflusst würde, wenn die Unternehmen keine neuen Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter mehr einstellen oder Beschäftigte entlassen würden. Die Arbeitslosigkeit könnte später dann auch abrupt zunehmen. Verschärft werde dieses Risiko dadurch, dass es im Dienstleistungssektor einen hohen Anteil an befristet Beschäftigten und an Teilzeitbeschäftigten gebe. Es wurde konstatiert, dass sich im verarbeitenden Gewerbe bereits allmählich eine Abschwächung der Arbeitsmarktlage abzeichne. Zudem könnten sich im weiteren Verlauf sektorenübergreifend noch mehr solcher Anzeichen bemerkbar machen.

In Bezug auf die Finanzpolitik teilten die Ratsmitglieder die Auffassung, dass die Regierungen mit dem Abklingen der Energiekrise entsprechende Stützungsmaßnahmen zügig und koordiniert zurücknehmen sollten. Dies sei entscheidend, um zu verhindern, dass sich der mittelfristige

Inflationsdruck erhöhe, was andernfalls eine stärkere geldpolitische Reaktion erforderlich machen würde. Die kürzlich von der Euro-Gruppe abgegebene Erklärung zum finanzpolitischen Kurs im Euroraum stehe mit dieser Beurteilung im Einklang. Die Finanzpolitik sollte darauf ausgerichtet sein, die Produktivität der Wirtschaft im Eurogebiet zu steigern und die hohe öffentliche Verschuldung allmählich zu verringern. Eine Politik, die eine Verbesserung der Angebotskapazitäten des Euroraums verfolge, könne dazu beitragen, dass der Preisdruck auf mittlere Sicht zurückgehe. Gleichzeitig könne sie den ökologischen Wandel unterstützen, der auch durch das NGEU-Programm gefördert werde. Es wurde bekräftigt, dass die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU vor Ende des laufenden Jahres abgeschlossen werden sollte.

Was die aus den nationalen Haushaltsplänen für das Jahr 2024 abgeleitete Straffung der Finanzpolitik anbelange, so sei in der Zukunft mit einer deutlich restriktiveren Ausrichtung zu rechnen. Dies würde auch dem Disinflationsprozess zugutekommen. Die Europäische Kommission habe begonnen, zusätzliche Haushaltsanpassungen zu fordern, und es gebe Anzeichen dafür, dass die Regierungen die finanzpolitische Straffung ernster nähmen. Allerdings sei Vorsicht geboten, da den zuvor angekündigten besseren Kontrollen der Staatsausgaben und dem Abbau der Haushaltsdefizite oftmals nicht die entsprechenden Taten gefolgt seien. Vor diesem Hintergrund bleibe abzuwarten, ob beispielsweise die Energiesubventionen zügig zurückgefahren und gleichzeitig die Defizite reduziert würden. Es wurde darauf hingewiesen, dass sich im bislang beobachteten Rückgang der Schuldenquoten zumeist die Auswirkungen der Inflation niederschlugen und weniger die Bemühungen um Strukturreformen. Zudem ließen zwar Veränderungen des Primärsaldos auf eine gewisse Straffung schließen, doch sei die Finanzpolitik in vielen Ländern Europas weiterhin prozyklisch ausgerichtet und verstärke somit noch immer den Inflationsdruck. Solange die öffentlichen Haushalte weiterhin von unerwartet hohen Steuereinnahmen aufgrund der hohen Teuerungsraten profitierten, nehme der Druck, angesichts steigender Zinsen höhere Primärsalden zu erzielen, nur ganz allmählich zu.

Vor diesem Hintergrund stimmten die Ratsmitglieder darin überein, dass die Aussichten für das Wirtschaftswachstum nach wie vor mit großer Unsicherheit behaftet seien. Abwärtsrisiken für das Wachstum ergäben sich unter anderem aus Russlands ungerechtfertigtem Krieg gegen die Ukraine und einer Zunahme der geopolitischen Spannungen insgesamt. Diese Faktoren könnten zu einer Fragmentierung des Welthandels führen und damit die Wirtschaft des Euroraums belasten. Das Wachstum könnte sich zudem verlangsamen, wenn die Geldpolitik eine kräftigere Wirkung entfalte als erwartet oder sich die Weltwirtschaft abschwäche und im Zuge dessen die Nachfrage nach Exporten des Eurogebiets zurückgehe. Es sei aber auch möglich, dass das Wachstum die Projektionen übertreffe, wenn nämlich private Haushalte und Unternehmen aufgrund des robusten Arbeitsmarkts, der steigenden Realeinkommen und der nachlassenden Unsicherheit mehr Vertrauen schöpften und mehr ausgaben. Es wurde vorgebracht, dass das Szenario der Juni-Projektionen zwar vorerst das

Hauptszenario bleibe, die jüngsten Informationen allerdings deutlichere Abwärtsrisiken für das Wachstum implizierten. Angesichts der erhöhten Unsicherheit bei den Nowcasts würde die bevorstehende Veröffentlichung der BIP-Daten für das zweite Quartal aber weitere Informationen liefern.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung. Bei den Inflationstreibern zeichne sich ein Wandel ab: Externe Inflationsursachen verlören an Bedeutung, wohingegen der binnenwirtschaftliche Preisdruck als Inflationstreiber zunehmend wichtiger werde. Dies schließe auch den von steigenden Löhnen und weiterhin robusten Gewinnmargen ausgehenden Preisdruck ein. Wenngleich einige Messgrößen rückläufig seien, bleibe die zugrunde liegende Inflation insgesamt hoch. Dies hänge unter anderem damit zusammen, dass die Auswirkungen zurückliegender Energiepreiserhöhungen auf die Preise in der gesamten Wirtschaft noch immer spürbar seien.

Die Ratsmitglieder betonten, dass die aktuellsten Inflationsergebnisse im Vergleich zu den Projektionen vom Juni keine substanzielle Überraschung gewesen seien. Angesichts der zuvor immer wieder überraschend hohen Inflationszahlen sei dies eine gute Nachricht. Hauptverantwortlich für den beobachteten Rückgang der Gesamtinflation seien die Energie- und Nahrungsmittelpreise. Dies sei eine Bestätigung dafür, dass die Schocks, die ursprünglich zum starken Inflationsanstieg geführt hätten, nun auch rasch nachließen. Erkennbar sei dies an den Basiseffekten, die beim Inflationsrückgang eine große Rolle spielten. Es wurde darauf hingewiesen, dass daher die Inflation in Ländern, in denen der Anteil von Energie und Nahrungsmitteln am Warenkorb der privaten Haushalte größer sei, einem Boom-Bust-Muster folgen könnte. Ganz allgemein verdeutliche dies, wie entscheidend das Problem der „letzten Meile“ – der Inflationsbekämpfung bis zum Schluss – sei, wenn sich der Inflationsdruck von externen Ursachen hin zu einem binnenwirtschaftlichen Preisdruck verlagere.

Auch die Kerninflation könnte ihren Höhepunkt überschritten haben. Es wurde jedoch zu bedenken gegeben, dass sie in den Sommermonaten erhöht bleiben werde. Ein leichter Rückgang sei indes erkennbar, wenn man den aufwärtsgerichteten Basiseffekt außer Acht lasse, der mit der vorübergehenden Subvention der Preise im Verkehrssektor in der größten Volkswirtschaft des Euroraums im Sommer 2022 im Zusammenhang stehe. Der Basiseffekt falle erst mit der Berechnung der Oktoberdaten heraus. Dann würden die Daten hoffentlich bestätigen, dass die Kerninflation, die vorerst hartnäckig hoch bleibe, ihren Höchststand erreicht habe. In diesem Zusammenhang stimmten die Umfragedaten für Unternehmen etwas zuversichtlicher. Sie wiesen darauf hin, dass Preisanhebungen im Vergleich zu Preissenkungen in einigen Ländern des Euroraums deutlich seltener vorgenommen würden und ihr Anteil erheblich gesunken sei. Auch die kurzfristigen

Inflationserwartungen der privaten Haushalte und die Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen hätten sich in den letzten Monaten im Eurogebiet durchweg verringert.

Es wurde auf die von Fachleuten der EZB erstellte Analyse zu den zugrunde liegenden Inflationssmessgrößen verwiesen, auf die Herr Lane eingangs Bezug genommen hatte. Diese Messgrößen hätten sich in den vergangenen Monaten – wenngleich auf hohem Niveau – insgesamt recht stabil entwickelt. Außerdem wurde angemerkt, dass die drei Messgrößen, die von den Fachleuten als am besten geeignete Indikatoren für die mittelfristige Inflation ermittelt worden seien, derzeit in unterschiedliche Richtungen zeigten. So wies die PCCI (die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation) einen raschen Rückgang auf, während der HVPIXX (der HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe) und die Messgröße des binnenwirtschaftlichen Preisdrucks nach wie vor nach oben zeigten. Bereinigt um den Effekt der Schocks im Zusammenhang mit den Energiepreisen und den Lieferengpässen fielen die verschiedenen Messgrößen niedriger aus, lägen aber noch immer jeweils deutlich über 2 %. Somit dürfte ein Abklingen der Schocks allein nicht zu einer Rückkehr der Inflation zum Zielwert führen, was auf einen stärker verfestigten Inflationsdruck hindeute.

Die Entwicklung der Nahrungsmittelpreise sei ein wesentlicher Unsicherheitsfaktor. Grund hierfür sei, dass hier Einflussfaktoren und potenzielle Schocks wirkten, die schwer vorhersagbar seien. In diesem Zusammenhang seien die Folgen des einseitigen Ausstiegs Russlands aus der Schwarzmeer-Getreide-Initiative höchst ungewiss. Auch die Auswirkungen des Klimawandels und witterungsbedingter Schocks wie etwa im Zusammenhang mit El Niño stellten einen bedeutenden Risikofaktor für die Nahrungsmittelpreise dar, wobei diese Auswirkungen nichtlinear sein dürften. Es müsse festgestellt werden, ob diese Schocks nachfrage- oder angebotsseitig seien und ob sie überwiegend eine kurzfristige Volatilität implizierten oder die mittelfristigen Aussichten beeinflussen könnten. Eine über einen kurzen Zeitraum zu beobachtende Volatilität erfordere nicht unbedingt eine geldpolitische Reaktion. Im Umfeld einer hohen Inflation könnte sich die Volatilität indes auf die Tarifverhandlungen auswirken und damit einen wesentlicheren Einfluss haben.

Die Ratsmitglieder merkten an, dass das Lohnwachstum im ersten Quartal 2023 zwar etwas höher ausgefallen sei als erwartet, die Daten insgesamt jedoch mit einer Umkehr und einem niedrigeren Lohnwachstum im Jahr 2024 im Einklang zu stehen schienen, wie in den Juni-Projektionen erwartet. So gesehen gebe es keine substantielle Überraschung im Hinblick auf das Lohnwachstum. Nach wie vor werde davon ausgegangen, dass es im Sommer 2023 seinen Höchststand erreichen und sich anschließend abschwächen werde. Allerdings wurden einige Bedenken geäußert, dass dieser Ausblick mit Aufwärtsrisiken behaftet sei. Es wurde auf Tarifvereinbarungen mit längeren Laufzeiten hingewiesen, wodurch der Lohndruck auf kurze Sicht geringer sei, er für längere Zeit aber zurückgehalten und erst nach Auslaufen der aktuellen Vereinbarungen zum Tragen kommen werde.

Außerdem ließen anekdotische Informationen für einige Volkswirtschaften des Euroraums darauf schließen, dass sich die Lohnforderungen in den Tarifverhandlungen zunehmend an der tatsächlichen Inflation der jüngsten Vergangenheit orientierten statt sich an der Zukunft – mit der Aussicht auf die Rückkehr der Inflation zum Zielwert von 2 % als Anker – auszurichten.

Es wurde überdies angemerkt, dass das höhere Lohnwachstum das geringere Produktivitätswachstum, das sich aus der jüngsten Konjunktur- und Arbeitsmarktentwicklung ableiten lasse, wahrscheinlich übertreffe. In der Folge würde sich der aus den Lohnstückkosten resultierende Druck weniger stark verringern als in den Projektionen vom Juni vorgesehen. Dies deute auf Aufwärtsrisiken für die Inflation hin, wobei der jüngste trendmäßige Anstieg der Nominallöhne bei Berücksichtigung der verhaltenen Produktivitätsentwicklung mit dem mittelfristigen Ziel der EZB von 2 % unvereinbar sei. Mit Blick auf die Weitergabe höherer Löhne wurde zudem daran erinnert, dass eine der zentralen Annahmen der Juni-Projektionen gewesen sei, ein Anstieg der Lohnkosten würde durch einen Rückgang der Stückgewinne abgefedert. Es wurden Zweifel daran geäußert, ob dies der Fall sein werde, nachdem im Jahr 2022 und bis ins Jahr 2023 hinein ein starkes Gewinnwachstum verzeichnet worden sei. Allerdings wurde auch angeführt, dass die Chancen auf eine solche Abfederung in der Zukunft angesichts der enttäuschenden Wachstumsdynamik und der negativen Nachfrageentwicklung realistischer geworden seien, da es wahrscheinlicher werde, dass die Unternehmen ihre Gewinnaufschläge verringerten. Ferner wurde daran erinnert, dass die Hortung von Arbeitskräften nicht ohne Kosten bleibe. Früher oder später kämen diese nicht nur in einer geringeren Produktivität, sondern auch in geringeren Unternehmensgewinnen und niedrigeren Löhnen zum Ausdruck. Zusammenfassend wurde festgehalten, dass die Entwicklung des Lohn- und Gewinnwachstums ein wesentlicher Unsicherheitsfaktor bleibe.

Mit Blick auf die längerfristigen Inflationserwartungen 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 lägen derzeit bei rund 2 %. Einige Indikatoren seien jedoch nach wie vor erhöht und müssten genau beobachtet werden. Die weitgehende Stabilität der umfragebasierten Indikatoren der langfristigen Inflationserwartungen sei wichtig, da sie bedeute, dass hohe Lohnzuwächse in der Zukunft unwahrscheinlicher würden. Es wurde betont, dass der anhaltende Anstieg der marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs, einschließlich der fünfjährigen Termininflationsrate in fünf Jahren, die über 2,5 % liege, in erster Linie auf Risikoprämien zurückzuführen sei. Dies stelle zwar nicht die Verankerung der Inflationserwartungen infrage, aber lasse darauf schließen, dass Marktteilnehmer zunehmende Aufwärtsrisiken für die längerfristige Inflation sähen. Außerdem stelle sich angesichts dieser Evidenz nach wie vor die Frage, weshalb sich die nachlassende Inflationsunsicherheit nicht in einer Verringerung der Risikoprämien niederschlage.

Vor diesem Hintergrund waren die Ratsmitglieder der Auffassung, dass die Aussichten für die Inflation weiterhin mit großer Unsicherheit und sowohl mit Aufwärts- als auch mit Abwärtsrisiken behaftet seien. Zu den Aufwärtsrisiken zähle ein potenzieller erneuter Aufwärtsdruck auf die Kosten für Energie und Nahrungsmittel – auch im Zusammenhang mit dem einseitigen Ausstieg Russlands aus der Schwarzmeer-Getreide-Initiative. Widrige Witterungsbedingungen könnten die Nahrungsmittelpreise angesichts der sich abzeichnenden Klimakrise stärker in die Höhe treiben als projiziert. Auch ein dauerhafter Anstieg der Inflationserwartungen auf ein Niveau über dem Zielwert der EZB oder unerwartet starke Zuwächse bei Löhnen oder Gewinnmargen könnten die Inflation unter anderem auch auf mittlere Sicht ansteigen lassen. Eine schwächere Nachfrage, beispielsweise aufgrund einer stärkeren Transmission der Geldpolitik, würde hingegen vor allem mittelfristig einen niedrigeren Preisdruck nach sich ziehen. Darüber hinaus werde die Inflation schneller zurückgehen, wenn sinkende Energiepreise und ein geringerer Preisanstieg bei Nahrungsmitteln rascher als derzeit angenommen auf die Preise anderer Waren und Dienstleistungen durchwirkten.

Die Ratsmitglieder erörterten die verschiedenen Risiken für die Inflation. Eine Reihe von Risiken beziehe sich darauf, dass die gesteigerten Lohnzuwächse oder Gewinnmargen für längere Zeit erhöht bleiben könnten. Der Disinflationprozess könnte sich schwieriger gestalten, wenn die direkten Auswirkungen der vorangegangenen außenwirtschaftlichen Angebotsschocks auf die Inflation nachließen und der persistenterer binnenwirtschaftliche Preisdruck sowie Zweitrundeneffekte dominierten. Derzeit liefere die Entwicklung der Löhne, Gewinnmargen und Inflationserwartungen jedoch noch keine erkennbaren Hinweise darauf, dass sich Zweitrundeneffekte verstärkten. Zudem wurde daran erinnert, dass die Inflationsprojektionen auf der Annahme beruhten, dass keine neuen Schocks aufträten. Beispielhaft legten die Klima- und Nahrungsmittelkrise indes nahe, dass es innerhalb des Projektionszeitraums durchaus zu neuen Schocks kommen könne, da die Auswirkungen von El Niño im laufenden und im kommenden Jahr die Krisen verstärken dürften, woraus sich Aufwärtsrisiken für die Inflation ergäben. Bereits jetzt zeigten sich die Folgen des Klimawandels in den häufigeren Extremwetterereignissen (Dürren, Waldbrände und Überschwemmungen), die die Ernten und den Tourismus bedrohten. Vor diesem Hintergrund schätzten die Ratsmitglieder die Risiken für die Nahrungsmittelpreise als stark aufwärtsgerichtet ein. Einige dieser Schocks und ungünstigen strukturellen Entwicklungen könnten zudem dazu führen, dass sich die Angebotskapazitäten im Euroraum verringerten und die Aufwärtsrisiken für die Inflation auf mittlere und längere Sicht erhöhten.

Es wurde vorgebracht, dass eine den Erwartungen entsprechende Inflation und ein hinter den Erwartungen zurückbleibender Wachstumsausblick impliziere, dass die Risiken für die Inflation ausgewogener oder sogar bereits abwärtsgerichtet seien. Zugleich wurde darauf hingewiesen, dass sich bei negativen Angebotsschocks auch eine Stagflation ergeben könne. In diesem Fall ginge sogar eine Rezession noch eine gewisse Zeit lang nicht notwendigerweise mit einem deutlichen

Inflationsrückgang einher. Bei Nachfrageschocks, die häufiger aufträten, sei dies hingegen der Fall. Es wurde angeführt, dass eine Korrektur der Risiken für den Inflationsausblick nach unten gegenüber den Projektionen vom Juni nur dann angebracht sei, wenn der mechanische Effekt berücksichtigt werde, den die aktualisierten technischen Annahmen zu den Finanzierungsbedingungen und zum Wechselkurs (bei konventionellen Elastizitäten) auf das Inflationsergebnis hätten. Allerdings lasse sich das Bild einer den Erwartungen entsprechenden Inflation und eines niedrigeren Wachstums auch so interpretieren, dass die Inflationspersistenz größer sei, als sie für eine gegebene Wachstumsrate erwartet werde, oder dass die geldpolitische Straffung weniger stark auf diese Zielgröße durchwirke.

Was die monetäre und finanzielle Analyse anbelangt, so teilten die Ratsmitglieder grundsätzlich die eingangs von Herrn Lane vorgetragene Einschätzung. Die Zinsen für Unternehmens- und für Immobilienkredite stiegen im Durchschnitt an, und bei den Kreditrichtlinien sei eine Verschärfung zu beobachten. Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken sei die Kreditnachfrage von Unternehmen und privaten Haushalten rückläufig – dadurch sei das Kreditwachstum gedämpft –, und die monatliche Kreditvergabe an Unternehmen schwanke seit November 2022 um Werte von null. Die Umfrage zum Kreditgeschäft belege zudem, dass die Nachfrage von Unternehmen nach Krediten für Unternehmensinvestitionen gesunken sei und sich noch weiter verringern dürfte. Es wurde allerdings auch darauf verwiesen, dass das ausstehende Kreditvolumen (nach dem großen Umschwung während der Pandemie und dem 2022 verzeichneten Energieschock) aus einer mittelfristigen Perspektive nun wieder zu seinem längerfristigen Trend zurückkehren könnte.

Mit Blick auf die Entwicklung der Geldmengen- und Kreditaggregate seien die Wachstumsraten rasch rückläufig und in realer Rechnung negativ. Insbesondere wurde darauf verwiesen, dass die Entwicklung der eng gefassten Geldmenge in der Regel ein guter Vorlaufindikator für konjunkturelle Wendepunkte sei. Zwar könne eine schwache Entwicklung der Kreditaggregate sowohl auf Angebots- als auch auf Nachfrageeffekte zurückzuführen sein, doch wurde das Argument vorgebracht, dass die Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken keine Hinweise auf Kreditangebotsbeschränkungen liefere, und dass die aktuellen Daten keine finanziellen Verstärkungseffekte aus dem Bankensektor erkennen ließen. Allerdings sei der Kreditangebotskanal nicht nur bei einer krisenhaften Entwicklung im Finanzsektor relevant. Er könne auch ganz allgemein über die Kreditnachfrage den straffenden Effekt geldpolitischer Impulse verstärken. Dieser Kanal müsse bei der Kalibrierung des geldpolitischen Kurses berücksichtigt werden. In diesem Zusammenhang wurde vorgebracht, dass die Liquiditätsbedingungen der Banken genau beobachtet werden müssten, da Finanzstabilitätsrisiken besonders hoch seien, wenn die Bilanzen von Finanzintermediären angesichts sich eintrübender gesamtwirtschaftlicher Bedingungen schrumpften.

Mit Blick auf die Transmission verschärfter Finanzierungsbedingungen auf Wohnungsbaukredite wurde angemerkt, dass sich der Wohnimmobilienmarkt in einigen Teilen des Euroraums trotz der

anhaltenden geldpolitischen Straffung erhole. Als möglicher Grund hierfür wurde die verhaltene Reaktion der längerfristigen Zinssätze ausgemacht, die nach wie vor durch den hohen Bestand an Vermögenswerten in der Bilanz des Eurosystems komprimiert würden. Die Langfristzinsen seien im bisherigen Jahresverlauf weitgehend stabil geblieben, nachdem sie sich 2022 zunächst kräftig erhöht hätten. Es gebe Hinweise darauf, dass die verschärften Finanzierungsbedingungen allmählich auch andere wirtschaftliche Entscheidungen beeinflussten. Dies gelte vor allem für Investitionsentscheidungen.

Alles in allem liege die risikofreie Terminzinskurve nach wie vor leicht über dem Niveau, das vor der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats verzeichnet worden sei. Die in den vergangenen Wochen beobachtete Abwärtsverschiebung lasse sich dadurch erklären, dass die Marktteilnehmer davon ausgingen, die niedrigeren Wachstumsraten würden sich in niedrigeren Inflationsraten niederschlagen, sodass weniger ausgeprägte Zinserhöhungen nötig seien. Allerdings scheine diese Einschätzung nicht mit der kontinuierlichen Aufwärtstendenz der marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs vereinbar zu sein. Wenn man allerdings die Messgrößen des Inflationsausgleichs, die anhand inflationsindexierter Termin-Swapsätze ermittelt werden, um die Inflationsrisikoprämien korrigiere, liege der fünfjährige Termin-Inflationsswapsatz in fünf Jahren praktisch auf demselben Niveau wie zur Zeit der Sitzung vom 14.-15. Juni 2023. Die Tatsache, dass die Risikoprämien noch immer anstiegen oder auf einem erhöhten Niveau lägen, dürfte auf Aufwärtsrisiken für die Inflation hindeuten.

Es wurde zu bedenken gegeben, dass sich die Inversion der Zinsstrukturkurve als Indikator einer bevorstehenden konjunkturellen Abschwächung deuten lasse. Dass die Zinsstrukturkurve für die Vereinigten Staaten sogar noch stärker invertiert sei, gelte als zusätzliches Rezessionsrisiko für das Eurogebiet, da die USA der wichtigste Handelspartner des Euroraums seien. In diesem Zusammenhang wurde angeführt, dass die Geldpolitik im Euroraum vor einer Herausforderung stehe, da die Marktteilnehmer für beide Wirtschaftsräume einen jeweils ähnlich ausgerichteten Zinspfad erwarteten. In Anbetracht der zurückliegenden unerwartet negativen Daten habe sich die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum jedoch von der positiveren Entwicklung in den Vereinigten Staaten abgekoppelt.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Bei der Beurteilung des geldpolitischen Kurses waren die Ratsmitglieder der Auffassung, dass sich die Finanzierungsbedingungen seit der geldpolitischen Sitzung im Mai insgesamt verschärft hätten und dass die bisherigen Leitzinserhöhungen weiterhin in allen Sektoren stark auf die Finanzierungsbedingungen durchwirkten. Im kurz- bis mittelfristigen Laufzeitenbereich seien die risikofreien Zinsen gestiegen. Während die Aufwertung des Euro zur Verschärfung der

Finanzierungsbedingungen beigetragen habe, hätten sich Risikoaktiva – einschließlich Aktien – insgesamt als widerstandsfähig gegenüber der geldpolitischen Straffung und der Eintrübung des Konjunkturausblicks erwiesen. Dies gelte auch für die Spreads von Unternehmens- und Staatsanleihen. Es wurde angemerkt, dass die Kreditkosten für Banken, Unternehmen und private Haushalte erheblich gestiegen seien. Angesichts der verzögerten Transmission der Geldpolitik würden sie auch ohne weitere Zinserhöhungen noch einige Zeit zunehmen. Zudem werde die geldpolitische Straffung, die aus den Leitzinsanhebungen resultiere, durch andere geldpolitische Maßnahmen verstärkt, etwa durch die fällig werdenden GLRG-III-Geschäfte und den Abbau des APP-Portfolios. Die längerfristigen Zinssätze bewegten sich nach einer schnellen Anpassung zu Beginn des Straffungszyklus nun seit einiger Zeit seitwärts, obwohl die Realzinsen im vergangenen Jahr deutlich gestiegen seien und auch ohne weitere Leitzinsanhebungen weiter steigen würden, da mit einem weiteren Rückgang der Inflation zu rechnen sei.

Es wurde betont, dass der gegenwärtige Grad der Restriktivität wie auch der Grad der geldpolitischen Straffung, der letztlich insgesamt erforderlich sein könnte, weiterhin ungewiss seien. Im Einklang mit den drei Hauptelementen der Reaktionsfunktion des EZB-Rats, die dieser im früheren Jahresverlauf kommuniziert hatte, beurteilten die Mitglieder die Entwicklung seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 14. und 15. Juni in Bezug auf die Inflationsaussichten, die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und die Stärke der geldpolitischen Transmission.

Mit Blick auf die Inflationsaussichten stimmten die Mitglieder allgemein darin überein, dass die Entwicklung weitgehend mit den von Fachleuten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni im Einklang stehe. Demgegenüber signalisierten Indikatoren für die Realwirtschaft ein schwächeres BIP-Wachstum als in den Projektionen erwartet. Es wurde angemerkt, dass die Gesamtinflation rasch gesunken sei, wenn auch von einem hohen Niveau aus. Die Inflationserwartungen seien nach wie vor weitgehend verankert, was zum Teil der starken geldpolitischen Reaktion und dem beobachteten Inflationsrückgang zu verdanken sei. Zudem scheine das Risiko, dass es durch Zweitrundeneffekte zu Lohn- und Preisspiralen kommen werde, begrenzt zu sein. Dies stimme zuversichtlich, dass die Geldpolitik allmählich ihre Wirkung entfalte. Dennoch sei Vorsicht geboten, denn der EZB-Rat könne den Abwärtstrend der HVPI-Inflation erst bestätigen, wenn ihm die Inflationsdaten für die kommenden Monate vorlägen. Es wurde angemerkt, dass die Inflation schon seit geraumer Zeit über 2 % liege und bei Ausbleiben weiterer Maßnahmen keine baldige Rückkehr zum Zielwert zu erwarten sei. Die neuen im September erscheinenden Projektionen der EZB würden ein umfassenderes Bild liefern.

Zugleich wurde argumentiert, die Abschwächung der Konjunktur könne dazu beitragen, die Voraussetzungen für die Wiederherstellung der Preisstabilität zu schaffen. Die Inflationsaussichten seien zwar nach wie vor mit Aufwärtsrisiken behaftet, die sich in erster Linie aus einer potenziellen Unterschätzung des Lohndrucks und der Möglichkeit erneuter Angebotsschocks ergäben. Allerdings

werde eine Abschwächung der Wirtschaft helfen, den Inflationsdruck zu dämpfen. Dadurch würden die Inflationsaussichten näher an das mittelfristige Ziel des EZB-Rats von 2 % gebracht. Gleichzeitig wurde angemerkt, dass sich das 2 %-Ziel nicht nachhaltig erreichen lasse, wenn es aufgrund einer übermäßig starken Straffung letztlich zu einer deutlichen Unterschreitung des Inflationsziels komme. Es wurde erneut daran erinnert, dass die Auswirkungen der bisherigen Zinserhöhungen noch nicht vollständig auf die Realwirtschaft übertragen worden seien. Außerdem müsse der EZB-Rat auch den „sekundären Zielen“ Rechnung tragen, die ihm durch den Vertrag über die Europäische Union vorgegeben worden seien. Demnach habe er bei der Verfolgung seines Mandats zur Gewährleistung der Preisstabilität auf mittlere Sicht unnötige Nebeneffekte auf die Produktion und Beschäftigung zu begrenzen. Es wurde die Sorge geäußert, dass die noch laufende Transmission der bisherigen geldpolitischen Maßnahmen aufgrund der derzeitigen konjunkturellen Abschwächung zu einer stärkeren Verlangsamung der Konjunktur führen könnte, als dies für das Erreichen von Preisstabilität erforderlich sei.

Angesichts des nach wie vor erhöhten Inflationsausblicks und der schwächeren Konjunkturaussichten wurden jedoch auch Bedenken vorgebracht, dass sich die Wirtschaft möglicherweise auf eine Stagflationsphase zubewege statt auf das günstigere Szenario einer weichen Landung. Es wurde hervorgehoben, dass das Mandat des EZB-Rats darin bestehe, Preisstabilität zu wahren. Den Zentralbanken sei institutionelle Unabhängigkeit gewährt worden, damit sie sich ganz auf die Preisstabilität konzentrieren können. Da nach wie vor Unsicherheit herrsche und es mit hohen Kosten verbunden wäre, die Inflation zu senken, nachdem diese sich erst einmal verfestigt habe, sei es besser, die Geldpolitik weiter zu straffen, als sie nicht genug zu straffen. Bevor der EZB-Rat beschließen könne, den Straffungszyklus zu beenden, benötige er mehr Klarheit darüber, ob sich die Inflation dem Zielwert annähern werde, sobald die Auswirkungen der jüngsten Schocks nachließen. Die Ratsmitglieder waren zudem der Auffassung, dass von der fiskalischen Entwicklung nach wie vor Inflationsrisiken ausgingen.

Auch die Höhe und Persistenz der zugrunde liegenden Inflation wurden als Anlass zur Sorge erachtet, wenngleich eingeräumt wurde, dass die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation in den letzten Monaten weitgehend stabil gewesen seien. Diese Stabilität sei ein Indiz dafür, dass sich die Dynamik umkehre und die Inflation ihren Höchststand überschritten haben könnte. Wenig zuversichtlich stimme indes eine Analyse von EZB-Fachleuten, wonach ein Abklingen angebotsseitiger Schocks allein nicht ausreichen werde, um die Kerninflation wieder auf Werte von rund 2 % zu bringen. Insgesamt sei trotz der jüngsten Verbesserungen damit zu rechnen, dass die zugrunde liegende Inflation ohne weitere geldpolitische Schritte noch über einen längeren Zeitraum hoch bleiben werde, selbst wenn sich das Wirtschaftswachstum verlangsamt. Andere Ratsmitglieder argumentierten unterdessen, dass die bisherigen, noch nicht vollständig transmittierten Straffungsschritte zusammen mit moderaten

Lohnerhöhungen und der Pufferwirkung der Gewinnmargen dazu beitragen sollten, die Kerninflation zu senken.

Mit Blick auf die Transmission des geldpolitischen Kurses waren sich die Ratsmitglieder einig, dass es zahlreiche Belege dafür gebe, dass die geldpolitische Straffung stark auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen, einschließlich der Kreditzinsen der Banken sowie der Geld- und Kreditströme, durchwirke. Außerdem dämpfe die geldpolitische Transmission zunehmend die Nachfrage. Dies erachteten die Ratsmitglieder als wichtigen Faktor für die Rückkehr der Inflation zum Zielwert. Dabei schwäche sich die Konjunktur einerseits jedoch weniger stark ab, als es als Reaktion auf die kräftige geldpolitische Straffung in den letzten Monaten zu erwarten gewesen wäre. Andererseits bestehe aber ein erhöhtes Risiko für eine unerwartete starke Transmissionswirkung, insbesondere da die Bankkreditzinsen deutlich gestiegen seien und sich das Kreditwachstum verlangsamt habe.

Die geldpolitische Straffung scheine finanzierungsintensive Sektoren wie den Wohnimmobiliensektor, das Baugewerbe, die Automobilindustrie und die Investitionsgüterbranche besonders stark zu belasten. In diesem Zusammenhang wurde diskutiert, ob die Entkopplung der Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor damit zusammenhängen könnte, dass sich die Geldpolitik unterschiedlich auf diese beiden Sektoren auswirke. Es könne davon ausgegangen werden, dass das verarbeitende Gewerbe stärker und schneller auf die Straffung der Geldpolitik reagiere als der Dienstleistungssektor. Dementsprechend stehe zu erwarten, dass die Reaktion des Dienstleistungssektors zum Teil noch ausstehe und sich mit Verzögerung einstellen werde.

Da die aktuelle wirtschaftliche Entwicklung noch immer von den Nachwirkungen der Pandemie und des Energiepreisschocks beeinflusst werde, lasse sich schwer feststellen, inwieweit die Wachstumsverlangsamung auf die geldpolitische Straffung oder auf noch anhaltende Effekte der vergangenen Angebotsschocks zurückzuführen sei. Falls die Konjunkturschwäche in Teilen immer noch Angebotsschocks geschuldet sei und nicht etwa der Nachfrageentwicklung, so hätte sie geringere Auswirkungen auf die Inflation. Während es kaum Zweifel gebe, dass die erste Stufe der geldpolitischen Transmission – die Übertragung auf die Finanzierungsbedingungen – gut funktioniere, sei unbedingt ein besseres Verständnis der zweiten Stufe, d. h. der Weiterleitung von den Finanzierungsbedingungen auf die Realwirtschaft, vonnöten.

Nach einer Diskussion über die Reaktionsfunktion des EZB-Rats einigten sich die Mitglieder darauf, dass eine Straffung des geldpolitischen Kurses in Form einer weiteren Zinsanhebung geboten sei. Da die Inflationsaussichten seit der geldpolitischen Sitzung im Juni praktisch unverändert geblieben seien, wurde ein zusätzlicher Zinsschritt in den restriktiven Bereich als notwendig erachtet, um die Inflation zeitnah wieder auf den Zielwert zurückzuführen.

Der EZB-Rat, so wurde erneut betont, kommuniziere seit September 2022, dass er sein Inflationsziel zeitnah erreichen wolle. Infolge der schwerwiegenden angebotsseitigen Schocks habe sich der Zeitpunkt, zu dem er mit einer Rückkehr der Inflation zum Zielwert rechne, schon vom Schlussquartal 2024 auf das Jahr 2025 verschoben. Diese Verschiebung wieder rückgängig zu machen könnte die Konjunktur unnötig stark belasten. Doch sei es wichtig, dass sich der Zeithorizont bis zur Erreichung des Inflationsziels nicht über das Jahr 2025 hinaus verschiebe. Gleichzeitig wurde gewarnt, dass sich die Inflation im Falle erneuter Schocks – beispielsweise aufgrund witterungsbedingter Effekte auf die Nahrungsmittelpreise – weiter vom Zielwert entfernen könnte.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Hintergrund unterstützten alle Ratsmitglieder die von Herrn Lane vorgeschlagene Zinserhöhung um 25 Basispunkte. In Anbetracht des Risikos, dass die Transmission stärker als erwartet ausfallen könnte, wurde allerdings anfangs auch eine Präferenz dafür geäußert, die Leitzinsen nicht anzuheben. Angesichts des unsicheren Umfelds und der Tatsache, dass die Marktteilnehmer besonderes Augenmerk auf die Kommunikation des EZB-Rats zur künftigen Entwicklung der Leitzinsen legen würden, sei es angebracht, Zinsbeschlüsse auch weiterhin in Abhängigkeit von der Datenlage von Sitzung zu Sitzung zu treffen. Insbesondere herrschte weitgehende Einigkeit darüber, dass der EZB-Rat vor seiner September-Sitzung weder weitere Zinserhöhungen andeuten noch signalisieren sollte, dass die Anhebung der Zinssätze ausgesetzt werde oder diese ihren Höchststand erreicht hätten. Weitere geldpolitische Straffungsschritte müssten von Sitzung zu Sitzung auf der Grundlage der eingehenden Daten und eines Risikomanagementansatzes beurteilt werden, bei dem die relevanten Risiken sorgfältig abgewogen würden.

Einerseits wurde argumentiert, dass die Zinssätze noch weiter angepasst werden müssten, um die Inflation wieder zum Zielwert zurückzuführen, vor allem, wenn die Teuerung nicht so schnell zurückgehen sollte wie erwartet. Eine weitere Zinserhöhung im September wäre dann erforderlich, wenn es keine überzeugenden Hinweise dafür gäbe, dass die Wirkung der kumulierten Straffung stark genug sei, um die zugrunde liegende Inflation so zu senken, dass sie mit einer zeitnahen Rückkehr der Gesamtinflation zum Zielwert von 2 % im Einklang stehe. In diesem Zusammenhang wurde vorgebracht, dass es schwer werden könnte, die Inflation von einem moderaten, aber anhaltend erhöhten Niveau wieder vollständig zum Zielwert zurückzuführen. Insbesondere könnte sich der Disinflationprozess schwieriger gestalten, wenn die direkten Auswirkungen der vorangegangenen außenwirtschaftlichen Angebotsschocks auf die Inflation nachließen und der persistenterer binnenwirtschaftliche Preisdruck zu dominieren beginne. Deshalb müsse der EZB-Rat weitere

Maßnahmen ergreifen, um zu demonstrieren, dass er mindestens ebenso hartnäckig und persistent wie letztlich der Inflationsdruck sei.

Andererseits wurde auf darauf hingewiesen, dass die Inflationsentwicklung in den EZB-Projektionen vom September mit recht hoher Wahrscheinlichkeit hinreichend nach unten in Richtung 2 % revidiert werde, ohne dass im September keine weitere Zinserhöhung erforderlich sei. Allerdings wurde auch davor gewarnt, der September-Sitzung und den Projektionen zu große Bedeutung beizumessen. Vielmehr sei es wichtig, angesichts der vorherrschenden Unsicherheit bei den kommenden Sitzungen einen Risikomanagementansatz anzuwenden.

Der Vorschlag von Herrn Lane, die Mindestreserven künftig mit 0 % zu verzinsen und den Mindestreservesatz bei 1 % zu belassen, stieß auf breite Zustimmung. Die Ratsmitglieder waren sich weitgehend darüber einig, dass dieser Beschluss die Geldpolitik effizienter machen würde, indem der insgesamt auf Zentralbankguthaben zu zahlende Zinsbetrag, der zur Umsetzung des angemessenen Kurses erforderlich sei, reduziert würde. Damit sei es auch möglich, das derzeitige Maß an Kontrolle über den geldpolitischen Kurs beizubehalten und das vollständige Durchwirken der Zinsbeschlüsse auf die Geldmärkte sicherzustellen. Die Verzinsung der Mindestreserven mit 0 % wurde als verhältnismäßige Reaktion auf einige der Nebenwirkungen betrachtet, die sich aus der raschen geldpolitischen Straffung in einem Umfeld hoher Überschussliquidität ergeben hätten.

Es wurde daran erinnert, dass der EZB-Rat das zweistufige System für die Verzinsung der Reserveguthaben eingeführt hatte, als die Zinssätze an der Untergrenze gelegen hätten, um negativen Nebenwirkungen mit Blick auf die Fähigkeit der Banken, geldpolitische Impulse weiterzugeben, entgegenzuwirken. Eine Absenkung der Verzinsung der Mindestreserven könnte somit als Aufhebung des zweistufigen Systems betrachtet werden. Diese Absenkung sei auch erforderlich, da die geldpolitische Straffung nach einer Phase von Wertpapierankäufen zunächst durch eine Anhebung der Zinssätze erfolge, während die Bilanz erst anschließend nach und nach verkleinert werde. So würde auch den Finanzmarktrisiken Rechnung getragen, die bei einer zu raschen Veräußerung von Vermögenswerten entstehen könnten.

Ferner wurde in Erinnerung gerufen, dass der EZB-Rat im Oktober 2022 beschlossen habe, den Zinssatz für die Mindestreserven zu senken und diese nicht mehr zum Hauptrefinanzierungssatz, sondern fortan zum Zinssatz für die Einlagefazilität zu verzinsen. Durch diese Änderung sei die Verzinsung der Mindestreserven stärker an die kurzfristigen Geldmarktsätze angepasst worden. Mit dem steigenden Leitzinsniveau habe seitdem jedoch auch der Effizienzaspekt an Bedeutung gewonnen. Darüber hinaus wurde klargestellt, dass dieser Beschluss dem Ergebnis der laufenden Überprüfung des operativen Rahmens der EZB in keiner Weise vorgegreife.

Zugleich äußerten jedoch einige Ratsmitglieder auch Vorbehalte gegen eine Änderung der Verzinsung der Mindestreserven. Eine solche Verzinsung zu 0 %, also zu einem unter den entsprechenden Marktzinsen liegenden Satz, könnte die straffende Wirkung der geldpolitischen Maßnahmen verstärken. Außerdem wurde davor gewarnt, dass Änderungen des Zinssatzes für die Mindestreserven Fragen zu den Zielen in der Reaktionsfunktion des Eurosystems im Zusammenhang mit Gewinnen und Verlusten der Zentralbank aufwerfen könnten und womöglich Bedenken über ihre finanzielle Unabhängigkeit schürten.

Andere Ratsmitglieder betrachteten die Mindestreservepflicht hingegen als geldpolitisches Instrument, das zur Unterstützung oder Ergänzung des beabsichtigten restriktiven geldpolitischen Kurses eingesetzt werden könne. Sie sprachen sich dafür aus, den Mindestreservesatz auf 2 % zu erhöhen, und wiesen darauf hin, dass ein Mindestreservesatz von 2 % vor dem Jahr 2011 die Regel gewesen sei. Der EZB-Rat habe gute Argumente, um einen weiteren Schritt zur Normalisierung seiner geldpolitischen Instrumente zu unternehmen. Dies könne durch eine Rücknahme der früheren Absenkung auf 1 % erfolgen, die im Dezember 2011 im Rahmen eines Pakets von Sondermaßnahmen zur Unterstützung des Bankkreditkanals und zur Freisetzung von Liquidität und Sicherheiten beschlossen worden sei, als die geldpolitische Transmission eindeutig unter Stress geraten war. Es wurde in Erinnerung gerufen, dass die Banken über einen längeren Zeitraum von außerordentlich günstigen Refinanzierungsbedingungen profitiert hätten, wozu nicht zuletzt die GLRGs beigetragen hätten.

Es wurde jedoch auch vorgebracht, dass die Mindestreserven vor 2011 zum Zinssatz für die Einlagefazilität verzinst worden seien. Weiterhin wurde darauf hingewiesen, dass die Daseinsberechtigung für eine Mindestreservepflicht angesichts der im Gefolge der globalen Finanzkrise eingeführten aufsichtlichen Liquiditätsvorschriften für Banken inzwischen weniger eindeutig sei. Insgesamt wurde davor gewarnt, den Mindestreservesatz als aktives Instrument zur Anpassung des geldpolitischen Kurses zu verwenden.

Unter Berücksichtigung all dieser Überlegungen äußerten die Ratsmitglieder ihre Bereitschaft, sich einem breiten Konsens anzuschließen und den Vorschlag von Herrn Lane zu unterstützen.

Mit Blick auf die Kommunikation wurde die Auffassung vertreten, dass die Reaktionsfunktion der EZB von den Marktteilnehmern offenbar gut verstanden worden sei. Im Einklang mit dem datenabhängigen Ansatz des EZB-Rats dürfe man bei der Kommunikation mit den Marktteilnehmern und der Öffentlichkeit keine Signale der Sorglosigkeit – vor dem Hintergrund eines Inflationsrückgangs und sich verlangsamenden Wachstums – senden. Denn solche Signale führten zu einer Lockerung der finanziellen Bedingungen sowie der Finanzierungsbedingungen und stünden somit der Intention des EZB-Rats entgegen, die Inflation zeitnah wieder zum Zielwert zurückzuführen. Es bestand weitgehende Einigkeit darüber, dass der EZB-Rat dafür sorgen werde, dass die EZB-Leitzinsen so

lange wie erforderlich auf ein ausreichend restriktives Niveau festgelegt würden, um eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen 2 %-Ziel zu erreichen. Das Wort festlegen wurde als mit der Wahrung der Optionalität vereinbar erachtet; dies schließe jedoch nicht die Möglichkeit einer Zinssenkung im September ein. Schließlich bekräftigte der EZB-Rat erneut seine Forderung, dass die Finanzpolitik darauf ausgerichtet sein sollte, die Produktivität der Wirtschaft im Euroraum zu steigern und die hohe öffentliche Verschuldung allmählich zu verringern.

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

Erklärung zur Geldpolitik

[Erklärung zur Geldpolitik vom 27. Juli 2023](#)

Pressemitteilungen

[Geldpolitische Beschlüsse vom 27. Juli 2023](#)

[EZB passt Verzinsung der Mindestreserveguthaben an](#)

Sitzung des EZB-Rats, 26.-27. Juli 2023

Mitglieder

- Frau Lagarde, Präsidentin
- Herr de Guindos, Vizepräsident
- Herr Centeno*
- Herr Elderson
- Herr Hernández de Cos
- Herr Herodotou
- Herr Holzmann
- Herr Kažimír*
- Herr Knot

- Herr Lane
- Herr Makhlouf
- Herr Müller
- Herr Nagel
- Herr Panetta
- Herr Reinesch
- Frau Schnabel
- Herr Scicluna
- Herr Šimkus
- Herr Stournaras
- Herr Välimäki, temporär für Herrn Rehn*
- Herr Vasle*
- Herr Villeroy de Galhau
- Herr Visco*
- Herr Vujčić
- Herr Wunsch

* Mitglieder, die im Juli 2023 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

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 Bénassy-Quéré
- Herr Bitans
- Frau Buch
- Herr Demarco

- Herr Gavilán
- Herr Gilbert
- Herr Kaasik
- Herr Koukoularides
- Herr Lünnemann
- Herr Madouros
- Herr Martin
- Herr Nicoletti Altimari
- Herr Novo
- Herr Pösö
- Herr Rutkaste Stellvertreter für Herrn Kazāks
- Herr Šiaudinis
- Herr Šošić
- Herr Steiner
- Herr Tavlas
- 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 den 12. Oktober 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.