

Sitzung am 25.-26. Oktober 2023

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 25.-26. Oktober 2023, in Athen

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

Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel begann ihre Ausführungen mit der Feststellung, dass die Märkte auf die dramatischen geopolitischen Turbulenzen im Nahen Osten nach den Terroranschlägen vom 7. Oktober 2023 auf Israel bislang verhalten reagiert hätten. Gestützt durch das anhaltend robuste Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten habe sich der seit dem Sommer beobachtete weltweite Anstieg der Renditen langfristiger Anleihen in den letzten Wochen fortgesetzt. Grund hierfür sei, dass die Anleger zunehmend damit rechneten, dass die Zinsen für eine längere Zeit hoch bleiben würden. Zugleich seien die Erwartungen hinsichtlich der weiteren Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze weitgehend unverändert geblieben.

Die Renditen der langfristigen Staatsanleihen hätten sich weltweit erhöht. Auf beiden Seiten des Atlantiks näherten sie sich mittlerweile dem im letzten geldpolitischen Straffungszyklus von 2005 bis 2007 verzeichneten Stand an. Die Differenz zwischen den zehnjährigen Zinssätzen in den USA und im Euroraum sei wieder auf das Niveau gesunken, das zu Beginn der Leitzinserhöhungen der EZB im Juli 2022 zu beobachten gewesen sei. Insgesamt sei der jüngste Anstieg der Staatsanleiherenditen im Eurogebiet vornehmlich auf eine Zunahme der risikofreien Zinssätze zurückzuführen gewesen. Die Renditen hätten sich jedoch in den verschiedenen Euro-Ländern nicht einheitlich erhöht. Zu dieser Entwicklung dürften idiosynkratische Faktoren beigetragen haben. Anzeichen für eine Marktfragmentierung habe es indessen nicht gegeben.

Es stelle sich die Frage, warum die langfristigen risikofreien Zinssätze zu einer Zeit, in der sich die meisten Zentralbanken dem Ende ihres Straffungszyklus näherten, so stark gestiegen seien. Eine Zerlegung des Anstiegs in die Realverzinsung und die Inflationskomponente zeige, dass der seit Anfang September 2023 höhere zehnjährige Overnight-Index-Swapsatz (OIS) vollständig einer

Zunahme der Realzinsen geschuldet sei. Außerdem sei bei der Laufzeitprämie eine deutliche Veränderung festzustellen. Seit Anfang September habe sie sich um rund 25 Basispunkte erhöht. Aus Analysen von Fachleuten der EZB gehe hervor, dass die Neubewertung der Laufzeitprämien im Zuge geldpolitischer und makroökonomischer Übertragungseffekte weitgehend von den Vereinigten Staaten ausgegangen sein dürfte.

Mit Blick auf die Entwicklung der Laufzeitprämien zehnjähriger Anleihen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum seit dem letzten, im Jahr 2005 begonnenen Straffungszyklus zeige sich, dass die US-Laufzeitprämie außergewöhnlich niedrig geblieben sei. Im historischen Vergleich sei dies ungewöhnlich für eine Zeit, in der die Zinssätze über der effektiven Zinsuntergrenze lägen. Im Eurogebiet steige die Laufzeitprämie indes seit über einem Jahr kontinuierlich und stetig an. Diese höhere Risikokompensation sei weitgehend erwartet worden, da die Unsicherheit bezüglich der Aussichten für die Inflation und die Geldpolitik zugenommen habe. Aber auch im Euroraum liege die Laufzeitprämie nach wie vor deutlich unter dem Niveau des vorangegangenen Straffungszyklus.

Der Zeitpunkt der Erhöhung der globalen Laufzeitprämie lasse sich durch das Zusammenwirken von drei allgemeinen Faktoren erklären. Erstens seien viele Anleger im früheren Jahresverlauf zu der Überzeugung gelangt, dass eine globale Rezession bevorstehe und die Zentralbanken weltweit 2024 zu deutlichen Zinssenkungen genötigt sein würden. Seitdem hätten sich die geldpolitischen Erwartungen jedoch erheblich geändert. So rechneten die Anleger derzeit für 2024 mit Zinssenkungen im Euroraum von insgesamt 60 bis 70 Basispunkten. Im Mai seien hingegen noch 100 Basispunkte erwartet worden. Gemäß der jüngsten EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts) habe sich der Median der Erwartungen hinsichtlich des Zeitpunkts der ersten Zinssenkung um 25 Basispunkte von zuvor Juni 2024 auf nun September 2024 verschoben. Offenbar seien sich die Anleger zurzeit nicht mehr so sicher, dass der Kampf gegen die Inflation rasch zu gewinnen sei. Dies sei ein globales Phänomen, das in zahlreichen Industrieländern um sich greife. Dadurch wachse die Unsicherheit hinsichtlich der gesamten künftigen Entwicklung der kurzfristigen Zinsen, was wiederum zu einer höheren Laufzeitprämie führe.

Der zweite Faktor, der zu dem plötzlichen Anstieg der Laufzeitprämie beigetragen haben dürfte, hänge mit Veränderungen der Angebots- und Nachfragesituation bei US-Staatsanleihen zusammen. Im Euroraum werde für 2024 allgemein mit einer geringeren Nettoemission gerechnet als 2023. Gleichzeitig nehme die Wahrscheinlichkeit einer geldpolitischen Kehrtwende in Japan zu. Der Markt preise derzeit einen Ausstieg der Bank von Japan aus der Negativzinspolitik bis April 2024 ein. Außerdem bestehe die Möglichkeit, dass die Notenbank die Steuerung der Zinsstrukturkurve bereits im Oktober 2023 ein weiteres Mal anpassen werde.

Der dritte Faktor, der den Anstieg der globalen Laufzeitprämie wohl verstärkt habe, sei die Positionierung der Anleger am Markt für US-Staatsanleihen.

Im Euroraum seien die marktbasieren Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen, die sich am fünfjährigen indexgebundenen Termin-Swapsatz in fünf Jahren ablesen ließen, schließlich von ihren zyklischen Höchstständen zurückgegangen. Allerdings seien sie weiterhin volatil und lägen nach wie vor deutlich über 2 %. Die Messgrößen des Inflationsausgleichs seien entlang der gesamten Zinsstrukturkurve gesunken. Dabei sei die Veränderung bei den längeren Laufzeiten größtenteils auf einen Rückgang der Inflationsrisikoprämie zurückzuführen gewesen.

Der Rückgang des Inflationsausgleichs im aktuellen Umfeld sei besonders bemerkenswert, da der Konflikt im Nahen Osten eigentlich aufwärtsgerichtete Risiken für die Energiepreise impliziere. Insgesamt seien die Preise für Gasterminkontrakte und Erdöl spürbar höher als noch vor einigen Monaten.

Dass die Messgrößen des Inflationsausgleichs in einem solchen Umfeld gesunken seien, deute darauf hin, dass die geldpolitische Straffung (bedingt durch die Zinserhöhung der EZB vom September 2023) zusammen mit den gestiegenen Realzinsen (bedingt durch globale Übertragungseffekte) dazu geführt habe, das Vertrauen der Märkte in die Entschlossenheit des EZB-Rats zu stärken, die Inflationsrate zeitnah wieder zum Zielwert von 2 % zurückzuführen.

Tempo und Ausmaß des Anstiegs der Realzinsen sowie der Konflikt im Nahen Osten beeinträchtigten auch risikoreiche Vermögenswerte, da diese Faktoren die Risikostimmung trübten. Die Volatilität an den Aktienmärkten habe zwar merklich zugenommen, liege aber weiterhin deutlich unter dem Niveau, das nach dem russischen Einmarsch in die Ukraine verzeichnet worden sei. Die Bewertungen an den globalen Aktienmärkten seien in den letzten Wochen deutlich gesunken. Im Euroraum seien die Bewertungen indes nach wie vor höher als vor dem Beginn des geldpolitischen Straffungszyklus. Ein Grund hierfür sei die Robustheit der Aktienrisikoprämie. Obwohl sich das Wirtschaftsklima merklich verschlechtert habe, sei die Risikoprämie konstant geblieben. Ein ähnliches Phänomen sei am Markt für Unternehmensanleihen zu beobachten. Diese deutlichen Abweichungen von früheren Gesetzmäßigkeiten ließen darauf schließen, dass der Risikoneigungskanal der geldpolitischen Transmission bei steigenden Zinsen möglicherweise anders wirke als bei sinkenden Zinsen.

Dennoch gebe es Unterschiede zwischen den Ratingklassen. Bei Emittenten mit höherem Rating hätten die Kreditspreads kaum auf den Renditeanstieg reagiert. Dagegen sei es bei risikoreicheren Anleihen aus dem Hochzinssegment in den letzten Wochen zu einer deutlicheren Spreadausweitung gekommen. Allerdings lägen selbst diese Spreads näher an den Tiefständen als an den Höchstständen des aktuellen Zyklus.

Die Geschwindigkeit des Ausverkaufs an den Anleihenmärkten habe auch an den Devisenmärkten deutliche Spuren hinterlassen. So habe der Euro seit Mitte Juli fast 6 % gegenüber dem US-Dollar abgewertet. Dies behindere das Eurosystem in seinen Bestrebungen, die Inflationsrate zeitnah zu senken. Die Aufwertung des US-Dollar sei unterdessen auf breiter Front erfolgt. Im Hinblick auf die

Devisenmärkte dürften Anleger die Realrenditen in den Vereinigten Staaten daher als Zeichen der Stärke sehen, zumal sich das Wirtschaftswachstum besser als erwartet entwickle.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euroraum

Im Anschluss daran gab Herr Lane einen Überblick über die jüngsten wirtschaftlichen, monetären und finanziellen Entwicklungen in der Welt und im Euroraum. Mit Blick zunächst auf die Weltwirtschaft stellte Herr Lane fest, dass sich die globale Wachstumsdynamik weiter verlangsamt. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sei im September den vierten Monat in Folge gesunken. Ausschlaggebend hierfür sei, dass sich die Lage im Dienstleistungssektor verschlechtere und sich der entsprechende EMI auf die Werte des verarbeitenden Gewerbes im kontraktiven Bereich zubewege. In China wirke sich der Immobiliensektor nach wie vor wachstumshemmend aus. Der BIP-Wert für das dritte Quartal 2023 deute jedoch darauf hin, dass die Wirtschaft möglicherweise wieder Fuß fassen werde. In den Vereinigten Staaten sei die Wirtschaft im dritten Quartal hingegen robust geblieben, zeige aber nun deutlichere Anzeichen einer Abkühlung. Seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 13.-14. September habe der Euro sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch in nominaler effektiver Rechnung abgewertet. Die davor erfolgte Aufwertung beeinträchtige den Handel des Eurogebiets noch immer.

Die Eskalation des Konflikts zwischen Israel und der Hamas erhöhe die Unsicherheit und berge auf kurze Sicht Aufwärtsrisiken für die Öl- und Gaspreise. Bislang seien die Auswirkungen auf die längerfristigen Terminpreise jedoch begrenzt gewesen. Die Ölpreise seien höher als zur Zeit der September-Sitzung und zum Stichtag der Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2023. Allerdings weise die aktuelle Öl-Terminkontraktkurve einen steileren negativen Verlauf auf als in den Projektionen. Herr Lane erinnerte auch daran, dass die Crack-Spreads (die Differenz zwischen den Rohölpreisen und den Preisen für Raffinerieprodukte wie Benzin und Diesel), die eine Zeit lang erhöht gewesen seien, sich seit der September-Sitzung um 36 % verringert hätten. Die Crack-Spreads für Gasöl seien sogar um 90 % gesunken. Mit Blick auf die Verbraucherpreise für Energie insgesamt sei es wichtig, sowohl die Preise für raffiniertes Öl als auch jene für Rohöl zu beobachten. Der Gasmarkt sei noch immer einer Reihe angebotsseitiger Risiken ausgesetzt. Die Gaspreise seien zwar weiterhin niedriger als zum Stichtag der September-Projektionen, lägen aber über dem zum Zeitpunkt der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung verzeichneten Niveau. Was die übrigen Rohstoffe betreffe, so setze sich das allgemeine Muster sinkender Preise für Metalle und Nahrungsmittel fort. Dies könnte damit zusammenhängen, dass sich die Weltwirtschaft verhaltener entwickle.

Im Euroraum sei die Wirtschaftsleistung im dritten Quartal schwach geblieben. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung und der EMI deuteten auf ein abnehmendes Verbrauchervertrauen und eine rückläufige Wirtschaftstätigkeit hin. Laut der Schnellschätzung habe sich die Produktion im verarbeitenden Gewerbe im Oktober weiter verringert. Grund hierfür seien niedrigere Lagerbestände, sinkende Auftragseingänge und restriktivere Finanzierungsbedingungen. Die Wohnungsbau- und Unternehmensinvestitionen gingen zurück, da sich die Nachfrage aufgrund der gestiegenen Kreditkosten abschwäche. Der Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen habe tatsächlich bereits im zweiten Quartal 2022 eingesetzt, wobei es Anfang 2023 infolge der positiven Auswirkungen des milden Winters zu einer Erholung gekommen sei. Der EMI und die zukunftsgerichteten Indikatoren der Europäischen Kommission deuteten auf eine weitere Abnahme der Wohnungsbauinvestitionen im vierten Quartal 2023 hin. Es habe sich gezeigt, dass das Baugewerbe für einen großen Teil der gesamtwirtschaftlichen Schwäche verantwortlich sei.

Im Gegensatz zu den Wohnungsbauinvestitionen hätten sich die Unternehmensinvestitionen über einen längeren Zeitraum als robust erwiesen, wozu auch die Abarbeitung von Auftragsrückständen beigetragen habe. Im zweiten Quartal 2023 seien die Unternehmensinvestitionen nur geringfügig gestiegen, und der Auftragseingang deute auf einen Rückgang in der zweiten Jahreshälfte hin. Ohne die Unterstützung aus Mitteln des Programms „Next Generation EU“ wären die Investitionsaussichten deutlich schlechter gewesen.

Der Dienstleistungssektor verliere an Schwung, auch wenn die Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen immer noch höher sei als vor der Pandemie und der Tourismus nach wie vor eine stützende Wirkung entfalte. Dies sei dem Umstand geschuldet, dass die Abkühlung in der Industrie inzwischen auf unternehmensbezogene Dienstleistungen übergreife, die vom Wiederhochfahren der Wirtschaft ausgehenden Impulse nachließen und sich die Auswirkungen der höheren Zinssätze sektorübergreifend ausweiteten. Der EMI für den Dienstleistungssektor sei der Schnellschätzung zufolge im Oktober weiter gesunken und verharre seit August unterhalb der Wachstumsschwelle.

Die privaten Konsumausgaben dürften sich im dritten Quartal weiterhin schwach entwickelt haben. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher sei zwar bis zum Frühjahr 2023 gestiegen, habe sich in den Sommermonaten aber wieder verringert und liege noch immer deutlich unter seinem historischen Durchschnitt.

Was den Handel betreffe, so trübten sich die Exportaussichten derzeit ein. Umfragedaten für September 2023 zeigten, dass der Auftragseingang bei Waren und Dienstleistungen im Exportgeschäft im kontraktiven Bereich geblieben sei. Dies lasse darauf schließen, dass die weltwirtschaftliche Schwäche die Exporte des Euroraums weiterhin belaste. Darüber hinaus hätten die Unternehmen ihre Auftragsrückstände abgearbeitet, was darauf hindeute, dass die von diesem Bereich ausgehende Unterstützung nachlasse. Ein weiterer wichtiger Faktor, der die Nachfrage nach

Waren des Euroraums gedämpft habe, sei der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit infolge der anhaltend hohen Energiepreise und der vorangegangenen Aufwertung des Euro.

Der Arbeitsmarkt erweise sich nach wie vor als robust. So habe die Arbeitslosenquote im August auf einem historischen Tiefstand von 6,4 % gelegen. Allerdings lasse die Dynamik inzwischen nach, da sich die Konjunktur weiterhin schwach entwickle. Laut der EMI-Schnellschätzung seien die Beschäftigungserwartungen im Oktober sowohl im Dienstleistungssektor als auch im verarbeitenden Gewerbe weiter gesunken, wobei die entsprechenden Erwartungen im verarbeitenden Gewerbe ihren niedrigsten Stand seit August 2020 erreicht hätten. Die Zahl der Erwerbspersonen sei im zweiten Quartal des Jahres abermals gestiegen und liege nun 2,3 % über dem Vorpandemieniveau. Allerdings würden derzeit weniger neue Arbeitsplätze geschaffen.

Mit Blick auf die Finanzpolitik ließen die Übersichten über die Haushaltsplanung 2024 auf eine erhebliche Verringerung der Stützungsmaßnahmen schließen, was einen restriktiven finanzpolitischen Kurs implizieren würde. Dieser restriktive Kurs spiegele jedoch keine Sparmaßnahmen, sondern das Auslaufen von Energiesubventionen wider.

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum seien nach wie vor abwärtsgerichtet. Das Wachstum könnte geringer ausfallen, wenn sich die Wirkung der Geldpolitik als kräftiger erweisen sollte als erwartet. Eine schwächere Weltwirtschaft würde das Wachstum ebenfalls belasten. Von dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und dem durch die Terroranschläge in Israel ausgelösten tragischen Konflikt gingen wesentliche geopolitische Risiken aus. Unternehmen und private Haushalte könnten deshalb an Zuversicht in Bezug auf die Widerstandsfähigkeit der Weltwirtschaft verlieren und mit mehr Unsicherheit in die Zukunft blicken. Dadurch könnte das Wachstum weiter gedämpft werden. Das Wachstum könnte aber auch höher als erwartet ausfallen, wenn Privatpersonen und Unternehmen aufgrund des nach wie vor robusten Arbeitsmarkts und der steigenden Realeinkommen mehr Vertrauen schöpften und ihre Ausgaben erhöhten oder wenn die Weltwirtschaft stärker wachse als erwartet.

Die Gesamtinflation sei im September merklich auf 4,3 % gesunken, was mit den September-Projektionen im Einklang stehe. Es werde auch erwartet, dass sie auf kurze Sicht weiter zurückgehe, bevor es um den Jahreswechsel herum vorübergehend zu einem leichten mechanischen Anstieg komme. Der Rückgang im September sei über alle Hauptkomponenten hinweg zu beobachten gewesen. Dies bestätige, dass ein allgemeiner Disinflationsprozess im Gange sei. Die Energiepreise seien aufgrund negativer Basiseffekte um 4,6 % zurückgegangen. Bei Nahrungsmitteln sei die Teuerung zwar weiterhin hoch, habe sich aber auf 8,8 % verringert.

Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) gemessene Inflationsrate sei im September ebenfalls kräftig auf 4,5 % gesunken. Damit habe sie 0,2 Prozentpunkte unter dem Stand gelegen, der in den Projektionen vom September erwartet worden

sei. Gestützt worden sei diese Entwicklung durch zunehmend bessere Angebotsbedingungen, die Weitergabe vorangegangener Energiepreiserückgänge und die Auswirkungen der strafferen Geldpolitik auf die Nachfrage und die Preissetzungsmacht der Unternehmen. Die Teuerung bei Industrierzeugnissen ohne Energie sei im September auf 4,1 % gefallen, womit die monatliche Dynamik wieder ihre historischen Durchschnittswerte erreiche. Bei den Dienstleistungen sei der Preisauftrieb im September den zweiten Monat in Folge zurückgegangen und habe 4,7 % betragen. Dies sei zum Teil dem Auslaufen des 9-Euro-Tickets im öffentlichen Nahverkehr Deutschlands im vergangenen Jahr und den abklingenden Auswirkungen der Änderung der HVPI-Gewichte zuzuschreiben. Die Entwicklung könnte aber auch eine gewisse Abschwächung der Geschäftstätigkeit in den Sektoren Reiseverkehr und Tourismus widerspiegeln, da die Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach der Pandemie nachließen.

Die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation gingen weiter zurück. Die um die Auswirkungen der vergangenen Energiepreis- und Angebotsschocks bereinigten Messgrößen hätten ihre Abwärtsbewegung im August weitgehend fortgesetzt. Die bereinigte persistente und gemeinsame Komponente der Inflation, die in der Vergangenheit ein guter Indikator der Inflationsentwicklung gewesen sei, liege nun nahe 2 %. Gleichzeitig erweise sich die Binneninflation weiterhin als hartnäckig. So habe sie bis August um einen Wert von 5,5 % geschwankt, bevor sie im September leicht auf 5,2 % zurückgegangen sei. Das nach wie vor hohe Niveau dieses Indikators unterstreiche die Bedeutung des anhaltenden Lohndrucks für die zugrunde liegende Inflation.

Was die jüngste Lohnentwicklung anbelange, so sei das Wachstum der Tarifverdienste im dritten Quartal robust geblieben. Der von Indeed veröffentlichte Lohnindikator, der den Anstieg der Löhne bei Neueinstellungen erfasse, weise jedoch weiterhin auf einen nachlassenden Lohndruck hin. Kontaktpersonen im Unternehmenssektor hätten ein anhaltend kräftiges Lohnwachstum gemeldet, wenngleich die Befragten der Telefonumfrage bei Unternehmen mit einer etwas moderateren Dynamik im kommenden Jahr rechneten. Insgesamt ließen die verfügbaren Indikatoren noch immer darauf schließen, dass sich die in den Projektionen vom September enthaltenen Prognosen zur Entwicklung der Löhne weitgehend erfüllten. Die Lohnentwicklung müsse in den kommenden Monaten kontinuierlich beobachtet werden, da die meisten Tarifverhandlungen erst Anfang 2024 stattfänden. Die Telefonumfrage bei Unternehmen deute überdies darauf hin, dass die Gewinnmargen im Jahr 2023 geschrumpft seien und 2024 weiter zurückgehen würden. Diese Ergebnisse stünden im Einklang mit den September-Projektionen, die von einem Rückgang der Gewinnmargen in den kommenden Quartalen ausgegangen seien.

Die anhand des Survey of Professional Forecasters der EZB ermittelten Inflationserwartungen seien im Oktober weitgehend stabil geblieben. Die Verteilung konzentriere sich weiterhin größtenteils auf einen Wert von rund 2 %. Die EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen habe ergeben, dass die Verbraucherinnen und Verbraucher ihre Wahrnehmung der vergangenen Inflation noch nicht nach

unten angepasst hätten. Dies könne darauf hindeuten, dass die Bereitschaft zu einer Abwärtskorrektur der Inflationswahrnehmung weniger stark auf die tatsächliche Entwicklung der Teuerung reagiere als die Bereitschaft zu einer entsprechenden Aufwärtskorrektur. Die Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher seien im September gestiegen. Dies gelte vor allem für den Einjahreshorizont. Auch wenn diese Entwicklung jener in Ländern außerhalb des Euroraums (wie z. B. den Vereinigten Staaten, Schweden und dem Vereinigten Königreich) entspreche und anscheinend mit der jüngsten Energieverteuerung in Zusammenhang stehe, müsse sie doch genau beobachtet werden.

Es gebe nach wie vor zwei Arten von Inflationsrisiken. Einerseits könnten Aufwärtsrisiken für die Teuerung aus höheren Energie- und Nahrungsmittelpreisen erwachsen. Durch die stärkeren geopolitischen Spannungen könnten die Energiepreise auf kurze Sicht anziehen und die mittelfristigen Aussichten unsicherer werden. Wetterextreme und die fortschreitende Klimakrise allgemein könnten Nahrungsmittel stärker verteuern als angenommen. Zudem könne auch ein dauerhafter Anstieg der Inflationserwartungen über das Inflationsziel hinaus oder ein unerwartet starker Zuwachs bei Löhnen oder Gewinnmargen den Preisauftrieb – auch auf mittlere Sicht – erhöhen. Andererseits würde eine schwächere Nachfrage – beispielsweise aufgrund einer kräftigeren Transmission der geldpolitischen Impulse oder einer Eintrübung des wirtschaftlichen Umfelds in der übrigen Welt vor dem Hintergrund größerer geopolitischer Risiken – den Preisdruck vor allem mittelfristig verringern.

Der Blick auf die monetären und finanziellen Entwicklungen zeige, dass die kurzfristigen risikofreien Zinssätze seit der geldpolitischen Sitzung vom September stabil geblieben seien. Die langfristigen Zinssätze hätten sich jedoch deutlich erhöht, wodurch die Finanzierungsbedingungen noch etwas restriktiver geworden seien. Die in der Vergangenheit ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen der EZB wirkten nach wie vor außergewöhnlich stark auf die Finanzierungsbedingungen durch und beeinflussten in zunehmendem Maße die Gesamtwirtschaft. Zudem dämpften sie die Nachfrage, was zu einem Rückgang der Inflation beitrage. Die Bankzinsen für Unternehmenskredite und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte hätten sich im August auf 5,0 % bzw. 3,9 % erhöht und seien damit abermals kräftiger gestiegen als in vorangegangenen Zinserhöhungszyklen; diese Kosten lägen auf ihrem höchsten Stand seit über zehn Jahren.

Laut der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum hätten sich die Kreditrichtlinien für Unternehmen und private Haushalte im dritten Quartal weiter verschärft, da den Banken die Risiken, denen ihre Kundinnen und Kunden ausgesetzt seien, zunehmend Sorgen bereiteten und ihre eigene Risikobereitschaft abnehme. Die Kreditdynamik habe sich weiter verlangsamt. Die Jahreswachstumsrate der Unternehmenskredite sei merklich zurückgegangen, und zwar von 2,2 % im Juli auf 0,7 % im August und 0,2 % im September, als ein positiver monatlicher Nettozufluss die umfangreichen Abflüsse vom August nur zum Teil kompensiert habe. Die Vergabe von Krediten an private Haushalte entwickle sich weiterhin verhalten. Die entsprechende Rate habe sich von 1,3 %

im Juli auf 1,0 % im August und 0,8 % im September verringert. Die Jahresänderungsrate des breit gefassten Geldmengenaggregats M3 sei im September nach wie vor negativ gewesen, und dies trotz eines beträchtlichen monatlichen Zuflusses aus der übrigen Welt und aus einer teilweisen Umkehr der im August verzeichneten hohen Nettotilgungen bei Unternehmenskrediten. Während das Wachstum des nominalen BIP 2023 positiv sei, impliziere die aktuell leicht negative Jahreswachstumsrate von M3, dass das reale Geldmengenwachstum stark im negativen Bereich liege. Die Geldmenge M1 (Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen) habe zwar geringfügige Zuwächse verzeichnet, aber die entsprechende Rate sei immer noch deutlich negativ. Die Unternehmen und privaten Haushalte würden weiterhin Mittel aus täglich fälligen Einlagen in Termineinlagen umschichten, was deren attraktive Verzinsung widerspiegele, auch wenn sich dieser Trend in den letzten Monaten etwas abgeschwächt habe. Der beispiellose Rückgang der Geldmenge M1 lasse sich nach wie vor durch diese Entwicklung erklären.

Insgesamt sei die Transmission der geldpolitischen Straffung auf die Kreditzinsen und die Kreditvolumen im historischen Vergleich hoch, und zwar auch dann noch, wenn der steile Anstieg der EZB-Leitzinsen in der jüngsten Vergangenheit berücksichtigt werde.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Basierend auf den drei Elementen der Reaktionsfunktion des EZB-Rats schlug Herr Lane vor, die drei EZB-Leitzinsen auf ihrem aktuellen Niveau zu belassen. Die aktuellen Daten bestätigten weitgehend die bisherige Einschätzung des EZB-Rats zu den mittelfristigen Inflationaussichten. Es werde nach wie vor erwartet, dass die Inflation zu lange zu hoch bleiben werde. Zudem sei der binnenwirtschaftliche Preisdruck immer noch stark. Die Teuerung sei indes im September merklich zurückgegangen, und die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seien weiter rückläufig. Die bisherigen Zinsanhebungen des EZB-Rats würden weiterhin stark auf die Finanzierungsbedingungen durchschlagen. Dies dämpfe zunehmend die Nachfrage und trage so zu einem Rückgang der Inflation bei.

Durch die Beibehaltung des aktuellen Niveaus der EZB-Leitzinsen werde die Einschätzung des EZB-Rats vom September bestätigt, dass die Leitzinsen eine Höhe aufwiesen, die – wenn sie über einen hinreichend langen Zeitraum aufrechterhalten würde – einen wesentlichen Beitrag zu einer zeitnahen Rückkehr der Inflation zum Zielwert leisten würde. Dies werde durch eine Reihe modellbasierter Simulationen gestützt. Diese ließen den Schluss zu, dass vom Straffungszyklus bislang ein merklicher Abwärtsdruck auf die Inflation und das BIP-Wachstum ausgegangen sei und der derzeitige geldpolitische Kurs zu einer weiteren Straffung führe, die die Inflation im Zeitverlauf noch weiter verringern werde. Bis zur geldpolitischen Sitzung im Dezember würden dem EZB-Rat neue Angaben

zum BIP-Wachstum für das dritte Quartal sowie die Inflationszahlen für Oktober und November, aktuelle Daten zur monetären Entwicklung und neue Projektionen vorliegen.

Mit den künftigen Zinsbeschlüssen solle der EZB-Rat sicherstellen, dass sich die EZB-Leitzinsen so lange wie erforderlich auf einem hinreichend restriktiven Niveau befänden. Bei der Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus solle der EZB-Rat weiterhin einen datengestützten Ansatz verfolgen. Konkret sollten die Zinsbeschlüsse des Rates nach wie vor auf seiner Einschätzung der Inflationsaussichten vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren.

Ferner sei es immer noch geboten, die Option beizubehalten, bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im Portfolio des PEPP flexibel zu agieren, um pandemiebedingten Risiken für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld nahmen die Mitglieder die von Herrn Lane vorgetragene Einschätzung zur Kenntnis, dass zwar die aktuellen Handelsdaten unerwartet gut ausgefallen seien, sich aber die kurzfristigen Aussichten für den Handel gegenüber den EZB-Projektionen vom September verschlechtert hätten. Es wurde die Frage aufgeworfen, inwieweit dies noch mit den Erwartungen vereinbar sei, dass sich die Nachfrage nach Exporten des Euroraums beleben und diese künftig als Treiber der konjunkturellen Erholung fungieren werde. Allerdings wurde auch betont, dass sowohl in China als auch in den Vereinigten Staaten überraschend gute Wachstumszahlen verzeichnet worden seien, die auf ein sich verbesserndes internationales Umfeld hindeuteten.

In Bezug auf die Rohstoffmärkte wurde angeführt, dass die 1970er-Jahre kein guter Maßstab für eine Beurteilung der jüngsten Ölpreisspitzen seien, da sich Energiequellen heutzutage leichter als in der Vergangenheit substituieren ließen. Die Großhandelspreise für Gas, auf die die hohen Teuerungsraten bei Energie vor allem zurückgingen, lägen weiterhin deutlich unter ihren vorherigen Höchstständen. Zugleich wurden auch Bedenken dahingehend geäußert, dass die Entwicklung im Nahen Osten zu Angebotschocks bei Energie führen könne. Diese hätten wie bereits in den 1970er-Jahren weltweit negative Auswirkungen auf Wachstum und Inflation.

Mit Blick auf die Konjunktur im Eurogebiet stimmten die Mitglieder im Großen und Ganzen mit Herrn Lane überein, dass sich die Wirtschaft weiterhin schwach entwickle und sich der Ausblick eintrübe.

Die gedämpfte Auslandsnachfrage und restriktivere Finanzierungsbedingungen belasteten zunehmend die Investitions- und Konsumausgaben. Die jüngsten Daten deuteten darauf hin, dass die Produktion im verarbeitenden Gewerbe abermals gesunken sei und sich auch die Entwicklung im Dienstleistungssektor abschwäche. Verschiedene Faktoren kämen hier zum Tragen. So greife die verhaltene Entwicklung in der Industrie auf andere Branchen über, die vom Wiederhochfahren der Wirtschaft ausgehenden Impulse ließen nach, und die Auswirkungen der höheren Zinssätze weiteten sich sektorübergreifend aus. Die Konjunktur dürfte im restlichen Verlauf dieses Jahres schwach bleiben. Vor dem Hintergrund eines weiteren Inflationsrückgangs, sich erholender Realeinkommen der privaten Haushalte und einer sich belebenden Nachfrage nach Exporten des Euroraums sollte die Konjunktur in den nächsten Jahren jedoch anziehen.

Allgemein wurde betont, dass die Aussichten für die Weltwirtschaft und den Euroraum mit erhöhter Unsicherheit behaftet seien. Die Ratsmitglieder merkten diesbezüglich an, dass die seit der geldpolitischen Sitzung vom September verzeichnete Eintrübung des Ausblicks für das Wirtschaftswachstum darauf hindeute, dass nun die Abwärtsrisiken, die bereits zum Zeitpunkt der damaligen Sitzung identifiziert worden seien, zum Tragen gekommen seien. Verglichen mit den in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September formulierten Erwartungen ließen die Instrumente für das Nowcasting ein niedrigeres Wachstum im dritten und vierten Quartal 2023 erkennen; impliziert werde sogar eine technische Rezession. Es wurde angeführt, dass die anhaltende Schwäche im vierten Quartal vermehrt Bedenken hinsichtlich der Frage aufkommen lassen werde, ob die Konjunktur in diesem Quartal den bisherigen Annahmen entsprechend tatsächlich allmählich Fahrt aufnehmen werde oder ob die konjunkturelle Flaute möglicherweise bis weit in das Jahr 2024 hinein andauern werde. Zugleich wurde argumentiert, dass die EMI-Indikatoren zwar noch immer einen stärkeren Abschwung erkennen ließen, sie jedoch etwas an Vorhersagekraft eingebüßt haben könnten. Überdies wiesen die jüngsten Informationen auf eine stagnierende Wirtschaftstätigkeit und nicht auf eine tiefe Rezession hin.

Aus diesem Grund wurde die Sorge geäußert, dass die schlechteren kurzfristigen Aussichten im Zusammenspiel mit einer etwas geringeren Auslandsnachfrage und sich weiter verschärfenden Finanzierungsbedingungen auch auf ein unerwartet schwaches Wachstum in den Jahren 2024 und 2025 hindeuten könnte. Es wurde die grundsätzliche Frage aufgeworfen, woher die von den Fachleuten der EZB im September projizierte Verbesserung der Wirtschaftsentwicklung denn kommen solle, wenn sich das Wachstum aktuell in allen Nachfragekomponenten (Konsum, Investitionen und Ausfuhren) verlangsamt. Zudem würden die finanzpolitischen und die monetären Bedingungen restriktiver. Unterdessen wurde angeführt, dass auch ein etwas schwächerer Wachstumsausblick nach wie vor mit der These einer weichen Landung in Einklang stehe, wie dies in den September-Projektionen angenommen worden sei. Voraussetzung hierfür sei, dass die Inflation weiter zurückgehe und sich die Realeinkommen erholten. Die beobachtete Wachstumsabschwächung

spiegele überdies auch die erfolgreiche Transmission der geldpolitischen Straffung wider. Diese Transmission sei weit fortgeschritten, und ihre Auswirkungen hätten nun offenbar fast ihr maximales Ausmaß erreicht. Die ungünstigeren kurzfristigen Aussichten stünden also einer für 2024 und 2025 projizierten graduellen Erholung nicht entgegen.

Ein Szenario einer sanften Landung werde von den soliden Bilanzen der privaten Haushalte gestützt. Die verfügbaren Daten ließen darauf schließen, dass die höheren Ersparnisse, die im zweiten Quartal des laufenden Jahres verbucht worden seien, größtenteils durch Kredittilgungen bedingt seien und nicht etwa durch gestiegene Liquiditätsbestände. Dies deute zwar darauf hin, dass die privaten Haushalte ihre Konsumausgaben nicht unmittelbar in nächster Zeit ausweiten würden, doch wirke sich die bilanzielle Verbesserung positiv auf die Finanzstabilität aus und erhöhe auf längere Sicht die Sicherheit der Bilanzpositionen der Haushalte.

Mit Blick auf die Beschäftigung wurde angemerkt, dass sich die Konjunktur bislang auf die Stärke des Arbeitsmarkts habe stützen können. Die Ratsmitglieder hoben unterschiedliche Aspekte der jüngsten Daten hervor. Einerseits stellten sie fest, dass die Lage am Arbeitsmarkt noch immer angespannt sei. Die Arbeitsmarktergebnisse seien erneut besser als erwartet ausgefallen, und die Arbeitslosenquote befinde sich auf einem historisch niedrigen Niveau. Die These, dass das Wachstum dank höherer Ausgaben wieder anziehen werde, stütze sich im Wesentlichen darauf, dass die Unternehmen ihre Beschäftigten in den Betrieben hielten. Überdies lasse sich auch ein begrenzter Anstieg der Arbeitslosigkeit weiterhin mit einem Szenario einer sanften Landung vereinbaren. Andererseits wurde darauf hingewiesen, dass Anzeichen einer Eintrübung am Arbeitsmarkt eine merkliche Veränderung früherer Einschätzungen bedeuteten. Es wurden Bedenken geäußert, dass die robuste Entwicklung des Arbeitsmarkts zum Teil auf die Hortung von Arbeitskräften zurückzuführen und somit fragil sei. Die Arbeitsmärkte in Europa seien heutzutage viel stärker den Erschütterungen durch externe Schocks ausgesetzt. Entsprechende Anpassungen würden, sobald sie vorgenommen würden, umfassender als zuvor ausfallen. Sollte die Schwäche der Auslandsnachfrage weiter anhalten, könnte diese Entwicklung abrupt auf den Arbeitsmarkt übergreifen. Daraus ergäben sich Abwärtsrisiken für das Wachstum. In diesem Zusammenhang wurde auch darauf verwiesen, dass sich sowohl die Produktivität als auch die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen noch nicht vollständig von der Pandemie erholt hätten. Es sei ungewiss, ob die Wirtschaft einen neuen Normalzustand erreichen könne, in dem diese beiden Indikatoren einfach aus strukturellen Gründen niedriger seien. Dies wirke sich auch auf die mittelfristigen Inflationsaussichten aus.

Was die Finanzpolitik betreffe, so bekräftigten die Ratsmitglieder, dass die Regierungen im Zuge der abklingenden Energiekrise die entsprechenden Hilfsmaßnahmen weiter zurücknehmen sollten. Dies sei entscheidend, um eine Verstärkung des mittelfristigen Inflationsdrucks zu verhindern. Andernfalls könne eine noch straffere Geldpolitik erforderlich werden. Die Finanzpolitik sollte darauf ausgerichtet sein, die Produktivität der Wirtschaft zu steigern und die hohe öffentliche Verschuldung allmählich zu

verringern. Strukturelle Reformen und Investitionen zur Verbesserung der Angebotskapazitäten des Euroraums – die durch die vollständige Umsetzung des Programms „Next Generation EU“ gefördert würden – sollten auf mittlere Sicht zu einer Verringerung des Preisdrucks beitragen. Gleichzeitig unterstützten sie den ökologischen und digitalen Wandel. Die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU sollte daher vor Ende des laufenden Jahres abgeschlossen werden. Außerdem sollten die Entwicklung in Richtung einer Kapitalmarktunion und die Vollendung der Bankenunion beschleunigt werden.

Die Ratsmitglieder stellten fest, dass die Haushaltsplanungen der Euro-Länder weitgehend mit der den September-Projektionen zugrunde liegenden Annahme übereinstimmten, dass der finanzpolitische Kurs für das Eurogebiet als Ganzes 2024 im Vergleich zum Vorjahr etwas restriktiver ausfallen werde. Erforderlich sei allerdings eine tiefere Analyse der Auswirkungen des Konjunkturzyklus und der aktuellen wirtschaftlichen Abschwächung auf den Finanzierungssaldo insgesamt sowie auf den konjunkturbereinigten Haushaltssaldo. Ein weiteres Thema sei die Tragfähigkeit der aktuellen und der zukünftigen Schuldenentwicklung. So wurde insbesondere darauf hingewiesen, dass die jüngste Verringerung der Schuldenquoten zu einem großen Teil den Auswirkungen der hohen Inflation zu verdanken sei. Sie dürfe daher nicht als das Ergebnis politisch gesteuerter Konsolidierungsanstrengungen verstanden werden. Mit einer nachlassenden Teuerung könne nicht länger auf diese Mitnahmeeffekte vertraut werden. Auch der Einfluss der höheren Zinsen auf die staatlichen Finanzierungskosten habe sich noch nicht vollständig entfaltet.

Die Ratsmitglieder äußerten sich besorgt darüber, dass aus den laufenden Diskussionen über die Fiskalregeln im Zusammenhang mit den Beratungen über den wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen der EU im Jahr 2024 ein Vakuum erwachsen könne, da der Stabilitäts- und Wachstumspakt noch nicht von neuen Regelungen abgelöst worden sei. Haushaltsdisziplin sei für die Gewährleistung von Preisstabilität unerlässlich. Es wurde jedoch der Standpunkt vertreten, dass die derzeitige finanzpolitische Ausrichtung Gefahr laufe, genau das Gegenteil zu bewirken, etwa durch Maßnahmen, die die Kreditkosten beeinflussten. Damit würden sie direkt in die Transmission der Geldpolitik eingreifen.

Zugleich wurde vorgebracht, dass eine Straffung der Finanzpolitik ohne Strukturreformen nur bedingt hilfreich und die Wirtschaft auf angebotsseitige Unterstützung angewiesen sei.

Die Ratsmitglieder erachteten die Risiken für das Wirtschaftswachstum nach wie vor als abwärtsgerichtet. Das Wachstum könnte geringer ausfallen, wenn sich die Wirkung der Geldpolitik als kräftiger erweisen sollte als erwartet. Auch eine schwächere Weltwirtschaft würde das Wachstum belasten. Von dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und dem durch die Terroranschläge in Israel ausgelösten tragischen Konflikt gingen wesentliche geopolitische Risiken aus. Unternehmen und private Haushalte könnten deshalb womöglich weniger zuversichtlich in die Zukunft blicken, wodurch das Wachstum weiter gedämpft werden könnte. Das Wachstum könnte aber

auch höher als erwartet ausfallen, sofern Privatpersonen und Unternehmen aufgrund des nach wie vor robusten Arbeitsmarkts und der steigenden Realeinkommen mehr Vertrauen schöpften und ihre Ausgaben erhöhten oder falls die Weltwirtschaft stärker wachse als erwartet.

Es wurde angemerkt, dass zuvor identifizierte Abwärtsrisiken schlagend geworden seien, sich seit der EZB-Ratssitzung im September jedoch noch weitere Risiken und Unsicherheiten ergeben hätten. Dies beziehe sich hauptsächlich auf die Auswirkungen des Konflikts im Nahen Osten, vor allem, falls dieser weiter eskalieren sollte. Neben dem Ukrainekrieg stelle dies einen zusätzlichen Belastungsfaktor dar. Daher werde die daraus resultierende Unsicherheit möglicherweise die Skepsis der Unternehmen erhöhen und dadurch die Investitionsnachfrage dämpfen. Da auch die Entwicklung in China weiterhin für Anfälligkeit Sorge, wurde die Ansicht vertreten, dass die Abwärtsrisiken im Wesentlichen vom außenwirtschaftlichen Umfeld herrührten. Hierzu gehörten auch mögliche Übertragungseffekte aus den Vereinigten Staaten, da sich die langfristigen Renditen im Euroraum möglicherweise im Gleichlauf mit jenen in den USA erhöhten. Zugleich signalisierten die jüngsten überraschend positiven Daten, dass die Entwicklung in den Vereinigten Staaten und in China auch besser als erwartet ausfallen könnte. In der Gesamtschau bleibe das Wachstum schleppend, die Eurosystem-Projektionen im Dezember würden aber ein umfassenderes Bild ermöglichen.

Was die Preisentwicklung anbelange, so traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung. Die aktuellen Daten bestätigten weitgehend die bisherige Einschätzung der mittelfristigen Inflationsaussichten. Die Inflation sei im September unter anderem aufgrund starker Basiseffekte auf 4,3 % gesunken, wobei der Rückgang breit angelegt gewesen sei. Auf kurze Sicht dürfte die Inflation weiter zurückgehen, da der starke Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise vom Herbst 2022 aus den Jahresraten herausfallen werde. Allerdings hätten sich die Energiepreise zuletzt erneut erhöht, und ihre weitere Entwicklung lasse sich angesichts der neuen geopolitischen Spannungen schlechter vorhersagen.

Mit Blick auf die Gesamtinflation stellten die Ratsmitglieder fest, dass die jüngste Entwicklung weitgehend mit den von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen vom September im Einklang stehe. Zudem wurde angemerkt, dass sich die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation in den letzten Monaten in die richtige Richtung bewegt hätten; die meisten hätten ihren Höhepunkt überschritten und seien weiterhin rückläufig. Die Kosten – insbesondere für Industrierohstoffe – seien gesunken. Insgesamt nehme der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen weiter ab und werde an die Verbraucherpreise weitergegeben. Zugleich wurde darauf hingewiesen, dass der binnenwirtschaftliche Preisdruck nach wie vor hoch sei. Dies spiegele die Persistenz des Preisauftriebs bei den Dienstleistungen und die Auswirkungen des anhaltenden Lohndrucks auf die zugrunde liegende Inflation wider. Bei den meisten Komponenten der Gesamtinflation habe die Dynamik zugenommen. Eine Ausnahme bilde die Teuerung bei den Dienstleistungen.

Die Ratsmitglieder merkten an, dass die jüngsten Informationen zu den Löhnen weitgehend auch mit den in den Projektionen der EZB vom September enthaltenen Erwartungen im Einklang stehen dürften. Es wurde hervorgehoben, dass die Lohndriftkomponente stärker ansteige als die Tarifverdienste. Die stärkere Konjunkturreakibilität der Lohndrift könne jedoch auch eine deutlichere Abschwächung der Dynamik des Lohnwachstums zur Folge haben, sollte die Nachfrage nachlassen und die Beschäftigung stagnieren. Bislang gebe es kaum Anzeichen von Zweitrundeneffekten und keinen Hinweis auf Lohn-Preis-Spiralen. Verglichen mit dem Beginn des Inflationsprozesses blieben die realen Löhne im Euroraum in kumulierter Betrachtung verhalten. Informationen zu den aktuellen Tarifabschlüssen aus dem Indikator der EZB für die Lohnentwicklung ließen auf ein anhaltend kräftiges Lohnwachstum schließen. Zwar dürfte sich die Entwicklung im Zeitverlauf abschwächen, doch sei das Lohnwachstum bislang noch nicht gesunken und es bestehe diesbezüglich eine hohe Unsicherheit. Energiepreissteigerungen könnten den erwarteten Rückgang des Lohnwachstums verzögern oder abschwächen, da sie dazu genutzt werden könnten, um höhere Lohnforderungen zu rechtfertigen.

Die Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen lägen zumeist bei rund 2 %. Einige Indikatoren seien jedoch weiterhin erhöht und müssten genau beobachtet werden. Der jüngste Rückgang des Inflationsausgleichs am Markt sei eine begrüßenswerte Entwicklung und stehe mit einer gestärkten Glaubwürdigkeit, die Inflation wieder zum Zielwert zurückführen zu können, im Einklang. Allerdings seien die Erwartungen der Märkte auch stärker zukunftsorientiert, während die Erwartungen der privaten Haushalte und teilweise auch die der Unternehmen stark vergangenheitsorientiert seien. Dieser Unterschied sei zu berücksichtigen, sollte sich die Inflation erneut unerwartet entwickeln. Dementsprechend seien die Inflationserwartungen fragil, was am neuerlichen Anstieg der Verbrauchererwartungen erkennbar sei. Verantwortlich hierfür könnten die höheren Energiepreise sein. Dem jüngsten Survey of Professional Forecasters der EZB zufolge hätten sich zudem die Risiken in Bezug auf die Inflationserwartungen in zwei Jahren insgesamt nach oben verschoben und werde die Inflation mit einer Wahrscheinlichkeit von einem Drittel längerfristig über 2,5 % liegen.

Die Ratsmitglieder sprachen auch darüber, dass sich die erhöhte Unsicherheit bezüglich der Aussichten für das Wirtschaftswachstum in zusätzlicher Unsicherheit bei den Inflationaussichten, insbesondere über die kurze Frist hinaus, niederschlage. Es wurde angemerkt, dass die Gesamtinflation vor allem aufgrund von Basiseffekten auf kurze Sicht weiter sinken dürfte. Zum Jahreswechsel könnten energiepreisbedingte Basiseffekte indes einen temporären Wiederanstieg der Teuerung bewirken.

Die Ratsmitglieder betonten, dass die Aussichten für das Lohnwachstum nach wie vor äußerst ungewiss seien. Erst im Laufe des nächsten Jahres werde sich allmählich herauskristallisieren, wie sich die Löhne entwickeln würden, da die Veröffentlichungen der harten Daten mit großer zeitlicher

Verzögerung erfolgten. Es wurde angeführt, dass der kräftige Rückgang der Gesamtinflation und das gestiegene Vertrauen in eine Rückkehr der Inflation zum Zielwert der EZB dazu beitragen dürften, den Aufwärtsdruck auf die Löhne in den bevorstehenden Tarifverhandlungen zu begrenzen. Die hohe Unsicherheit in Bezug auf die Aussichten für die Lohnentwicklung wie auch die Aussichten für die Produktivität und die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen impliziere einen äußerst ungewissen Ausblick für die Lohnstückkosten und damit für die Inflation. Außerdem trügen auch die Stückgewinne entscheidend dazu bei, wie sich die Inflation in Zukunft entwickeln werde. Es wurde angemerkt, dass sich vorherige Aufwärtsverschiebungen der Gewinnmargen als vorübergehend erweisen könnten, wenn sich die Konjunktur abschwäche. Zugleich könnte sich ein etwaiger Aufwärtsdruck auf die Margen verringern, wenn andere Kostenfaktoren nachließen.

Vor diesem Hintergrund waren die Ratsmitglieder der Auffassung, dass es sowohl Aufwärts- als auch Abwärtsrisiken für die Inflation gebe. Aufwärtsrisiken könnten von Kostensteigerungen bei Energie und Nahrungsmitteln ausgehen. Durch die erhöhten geopolitischen Spannungen könnten die Energiepreise auf kurze Sicht anziehen und die mittelfristigen Aussichten unsicherer werden. Wetterextreme und die fortschreitende Klimakrise im Allgemeinen könnten Nahrungsmittel stärker verteuern als angenommen. Unerwartet kräftige Zuwächse bei Löhnen oder Gewinnmargen oder ein dauerhafter Anstieg der Inflationserwartungen auf ein Niveau über dem Zielwert könnten die Inflation – auch auf mittlere Sicht – ansteigen lassen. Eine schwächere Nachfrage, beispielsweise aufgrund einer stärkeren Transmission der Geldpolitik oder einer Eintrübung des wirtschaftlichen Umfelds in der übrigen Welt angesichts höherer geopolitischer Risiken, würde indes vor allem mittelfristig den Preisdruck mindern. Die Einschätzung der Gesamtrisikokonstellation für die Inflation fiel unterschiedlich aus. Einige Ratsmitglieder vertraten die Auffassung, dass die Risiken insgesamt aufwärtsgerichtet seien, denn es bestünden Aufwärtsrisiken für das Lohnwachstum und die Energiepreise. Aufwärtsrisiken könnten sich aber auch aus den Auswirkungen der jüngsten Euro-Abwertung insbesondere in Relation zum US-Dollar ergeben. Andere Ratsmitglieder sahen die Risiken für die Inflation als ausgeglichen an, da sich die Inflation im Großen und Ganzen im Einklang mit den Projektionen entwickle und auf mittlere Sicht wieder ihrem Ziel von 2 % annähere. Es bestehe möglicherweise sogar das Risiko einer Unterschreitung des Inflationsziels. Gewisse Abwärtsrisiken für die Kerninflation ergäben sich daraus, dass die Konjunktorentwicklung hinter den Erwartungen zurückbleibe und die jüngsten Daten für die Kerninflation etwas niedriger ausgefallen seien als erwartet.

Im Hinblick auf die Folgen weiterer negativer Angebotsschocks insbesondere im Zusammenhang mit Energie wurde die Ansicht geäußert, dass ein solches Szenario wahrscheinlich nicht mit den 2021 bis 2022 verzeichneten erheblichen Rohstoffpreisschocks vergleichbar sein würde. Letztere seien bei gleichzeitig anhaltenden Lieferengpässen mit der Auflösung der aufgestauten Nachfrage und dem Wiederhochfahren der Wirtschaft nach der Pandemie zusammengefallen. Die angesichts des Konflikts

im Nahen Osten beobachteten Ölpreissteigerungen hielten sich bislang in Grenzen, und der jüngste Anstieg werde vom Markt eher als eine Spitze und nicht als eine sehr persistente Verschiebung angesehen. Die aufgrund der geldpolitischen Straffung schwächere gesamtwirtschaftliche Nachfrage dürfte Unternehmen prinzipiell dazu veranlassen, entweder einen starken Anstieg der Lohnstückkosten zu vermeiden oder diesen über die Gewinnmargen zu absorbieren, anstatt ihn an die Verbraucher weiterzugeben. So lasse die deutliche Ausweitung der Gewinnmargen 2022 darauf schließen, dass es künftig Spielraum gebe, um höhere Energiekosten über die Gewinnmargen zu absorbieren. Dennoch seien die von den höheren Energiepreisen ausgehenden Aufwärtsrisiken (nach einer langen Phase deutlich über dem Zielwert liegender Inflationsraten) nicht unerheblich, auch wenn das aktuelle gesamtwirtschaftliche Umfeld ganz anders aussehe. Vor diesem Hintergrund könnten persistent höhere Energiepreise weitere Zweitrundeneffekte auslösen, vor allem, weil zahlreiche Tarifvereinbarungen zu Beginn des nächsten Jahres ausgehandelt würden. Dies könnte dazu führen, dass sich der erwartete Rückgang des Lohnwachstums verzögere oder verringere. Insgesamt müssten die vom geopolitischen Umfeld ausgehenden Risiken einschließlich direkter oder indirekter Effekte der höheren Rohstoffpreise oder seine Auswirkungen auf die wirtschaftliche Einschätzung von Unternehmen und privaten Haushalten genau beobachtet werden.

Was die monetäre und finanzielle Analyse anbelangt, so teilten die Ratsmitglieder weitgehend die eingangs von Herrn Lane vorgetragene Einschätzung. Die wichtigste Entwicklung seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats sei der deutliche Anstieg der längerfristigen Zinssätze gewesen. Dieser spiegele kräftige Zinsanstiege in anderen großen Volkswirtschaften, insbesondere in den Vereinigten Staaten, wider. Es wurde auch auf den Rückgang des fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatzes in fünf Jahren hingewiesen. Dies habe zu einer deutlicheren Zunahme der Realzinsen beigetragen und sei ein gutes Signal dafür, dass die jüngsten geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats glaubwürdig seien. Insgesamt dürften der Anstieg der langfristigen Zinssätze und die Preiskorrektur bei risikoreichen Vermögenswerten zu einer weiteren Verschärfung der Finanzierungsbedingungen führen. Die Abwertung des Euro habe indes den gegenteiligen Effekt.

Die Ratsmitglieder erörterten verschiedene Erklärungsansätze, weshalb sich die längerfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten erhöht hätten. Je nachdem, könne sich dieser Zinsanstieg unterschiedlich auf den Euroraum auswirken. So könne beispielsweise die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten die Erwartungen übertroffen haben, was das Narrativ stütze, dass die Zinssätze über einen längeren Zeitraum hoch bleiben könnten. Ein Anstieg der Laufzeitprämie könne den Zinsanstieg ebenfalls erklären. Sowohl ein höheres Produktionspotenzial in den USA als auch zunehmende Bedenken hinsichtlich des Finanzierungsbedarfs im Zusammenhang mit dem anhaltend hohen US-Haushaltsdefizit könnten dazu geführt haben, dass sich der natürliche Zins erhöht habe. Auch technische Faktoren spielten eine Rolle. Es wurde auch angeführt, dass bei einer quantitativen Straffung eine stabile Nachfrage nach Anleihen durch die Zentralbanken fehle und

die Laufzeitprämie in einem solchen Umfeld naturgemäß ansteige, da der Markträumungspreis für langfristige Anleihen höher sei als zuvor. Dies gelte insbesondere angesichts der zuletzt beobachteten Volatilitätsschübe.

Es herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass Übertragungseffekte aus den Vereinigten Staaten eine wesentliche Rolle beim Anstieg der längerfristigen Zinsen im Euroraum gespielt und zu der seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats verzeichneten Zunahme der OIS-Sätze im Euroraum um gut 20 Basispunkte beigetragen hätten. Die Entwicklung lasse sich nicht mit den zugrunde liegenden wirtschaftlichen Fundamentaldaten und den Inflationsaussichten im Eurogebiet erklären. Sie werde nicht von den Erwartungen bezüglich der langfristigen Zinssätze bestimmt, sondern vielmehr von der Laufzeitprämienkomponente. In diesem Zusammenhang wurde auch angeführt, dass die Finanzpolitik im Euroraum zum Anstieg der Laufzeitprämien beigetragen haben könnte. Zudem bestehe auch die Möglichkeit, dass die Finanzmärkte begonnen hätten, einen höheren natürlichen Zinssatz für das Eurogebiet einzupreisen.

Die Ratsmitglieder waren sich grundsätzlich einig, dass die höheren längerfristigen Zinsen im Euroraum die Finanzierungsbedingungen stärker als erwartet verschärft hätten. Dies mache es wahrscheinlicher, so wurde argumentiert, dass der geldpolitische Kurs des EZB-Rats restriktiv genug sei. Jedoch sei diese Einschätzung noch mit Unsicherheit behaftet.

Bezüglich der Frage, ob höhere langfristige Zinssätze für den Euroraum wünschenswert seien, gab es unterschiedliche Auffassungen. Einerseits seien sie unerwünscht, denn sie stünden in keinem Zusammenhang mit der Entwicklung im Eurogebiet, trügen aber zu einer zusätzlichen Straffung bei. Dies könne die Konjunktur unnötig stärker schwächen als beabsichtigt und zu einer Unterschreitung des Inflationsziels führen. Darüber hinaus könnten höhere langfristige Zinssätze in einigen Ländern des Euroraums eine tragfähige Finanzpolitik erschweren. Andererseits könnten höhere Langfristzinsen nach einer langen Phase, in der die Laufzeitprämien deutlich verringert worden seien, begrüßenswert sein. Sie würden für ein verstärktes Durchwirken der Geldpolitik auf Geschäfte, die auf längerfristigen Krediten basierten, sorgen und den Regierungen signalisieren, dass sich die Aufnahme längerfristiger Kredite in Zukunft verteuere. Zudem würde eine solche Straffung dazu beitragen, die Glaubwürdigkeit einer zeitnahen Rückkehr der Inflation zum Zielwert zu stärken. Eine Straffung stünde auch im Einklang damit, dass die Leitzinsen über einen längeren Zeitraum hinweg auf einem ausreichend restriktiven Niveau gehalten würden. Die Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet hingen dabei davon ab, ob der Anstieg der langfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten durch günstigere Aussichten für das US-amerikanische Wirtschaftswachstum bedingt gewesen sei. Über eine stärkere Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums würde es zu positiven Übertragungseffekten kommen.

Es herrschte Einigkeit darüber, dass die Geldpolitik nach wie vor stark auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen durchschlage. Die Refinanzierung der Banken habe sich verteuert, und

die durchschnittlichen Zinsen für Unternehmenskredite und für Hypothekarkredite seien im August erneut gestiegen, obwohl die Zinssätze für längerfristige Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen zurückgegangen seien. Die jüngste Umfrage zum Kreditgeschäft lasse auf eine abermals deutlich gesunkene Kreditnachfrage im dritten Quartal schließen. Gründe hierfür seien höhere Kreditzinsen sowie ein Rückgang von Investitionsvorhaben und Wohnimmobilienkäufen gewesen. Ferner hätten sich die Kreditrichtlinien für Unternehmen und private Haushalte weiter verschärft. Gleichzeitig wurde angemerkt, dass die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors keinen Grund zur Sorge bereite, sich die Finanzierungsbeschränkungen laut der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln im historischen Vergleich in Grenzen hielten und die Banken laut der Telefonumfrage bei Unternehmen in den meisten Wirtschaftssektoren weiterhin bereit seien, Kredite an Unternehmen zu vergeben.

Vor diesem Hintergrund seien die Geldmengen- und Kreditaggregate weiter rasch zurückgegangen. Angesichts der schwachen Kreditvergabe und der Verkürzung der Bilanz des Eurosystems sinke das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 nach wie vor deutlich. Im August sei das M3-Wachstum im Vorjahresvergleich so stark wie noch nie seit der Euro-Einführung zurückgegangen. Auch im September sei das Wachstum negativ gewesen. Die Kreditdynamik habe sich weiter verlangsamt: Die Jahreswachstumsrate der Unternehmenskredite sei deutlich zurückgegangen und jene der Kredite an private Haushalte sei verhalten geblieben. Es gebe allerdings keine Anzeichen für finanzielle Verstärkungseffekte, d. h., dass Schwachstellen im Bankensektor negative gesamtwirtschaftliche Entwicklungen verstärkten. Außerdem wurde davon ausgegangen, dass die zuvor verzeichneten umfangreichen negativen Kreditströme an nichtfinanzielle Unternehmen hauptsächlich durch den Rückgang der Vergabe kurzfristiger Kredite bedingt gewesen seien, welche üblicherweise mit der Finanzierung des Betriebsmittelbedarfs und der Lagerbestände zusammenhänge. Die Kreditdynamik schwäche sich überdies nicht mehr so rasch ab wie zuvor. So hätten sich die im August beobachteten hohen negativen Nettoströme im September teilweise wieder umgekehrt.

Allerdings wurde allgemein die Auffassung vertreten, dass die geldpolitische Transmission über den Bankkreditkanal stärker gewesen sei als bislang – auch von den Banken selbst – erwartet. Dies habe zu erheblich restriktiveren Finanzierungsbedingungen geführt. Die geldpolitische Transmission hätte sogar noch stärker ausfallen können, hätten der strukturelle Arbeitskräftemangel und die resistente Risikostimmung an den Finanzmärkten, die sich in den robusten Aktienmärkten und den vergleichsweise niedrigen Risikoprämien widerspiegeln, dem nicht entgegengewirkt. Zugleich wurde darauf verwiesen, dass der Dienstleistungssektor, der für die Persistenz der Inflation hauptverantwortlich sei, laut der Telefonumfrage bei Unternehmen anscheinend nicht besonders stark auf die verschärften Finanzierungsbedingungen reagiere. Drei von vier Dienstleistungsunternehmen gaben an, dass ihre Geschäftstätigkeit in den vergangenen zwölf Monaten nicht durch die restriktiveren Finanzierungsbedingungen beeinträchtigt worden sei. Mit Blick auf die kommenden

zwölf Monate sei der Anteil sogar noch höher. Die Finanzierungsbedingungen wirkten sich durch das langsamere Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage aber immer noch indirekt auf den Dienstleistungssektor aus. Bis vor Kurzem hätten jedoch die beträchtlichen Effekte aus dem Wiederhochfahren der Wirtschaft diese Entwicklung kompensiert.

Es wurde betont, dass der Rückgang der Hypothekarkredite für einige Länder besonders besorgniserregend sei. Dabei wurde auf einige Länder verwiesen, die Maßnahmen zur Stützung des Hypothekenmarkts ergriffen hätten. Diese Maßnahmen wirkten dem Effekt der geldpolitischen Maßnahmen zur Senkung der Inflation entgegen. Es wurde jedoch auch angemerkt, dass dies nicht die allgemein im Euroraum zu beobachtende Lage sei. Insgesamt wurde generell die Meinung vertreten, dass die geldpolitische Transmission gut funktioniere und stark sei, zugleich aber schrittweise und geordnet erfolge.

Es wurde angeführt, dass künftig noch weitere Transmissionseffekte eintreten könnten, da Kredite mit einem festen Zinssatz prolongiert würden. Vor allem in Ländern, in denen mehr Kredite mit fester als mit variabler Verzinsung vergeben würden, sei damit zu rechnen. Wegen der langen Zinsbindungsfristen bei Hypotheken entfalte der Transmissionsprozess derzeit nur ganz allmählich seine Wirkung. Darüber hinaus wurde angesprochen, dass im Unternehmenssektor teilweise umfangreiche Liquiditätsbestände vorhanden seien. Diese könnten im Zusammenspiel mit dem nahenden Ende des Lagerzyklus dazu führen, dass für eine gewisse Zeit weniger neue Kredite benötigt würden. Über das Ausmaß der zusätzlichen Transmission herrsche nach wie vor Unsicherheit. Doch möglicherweise werde sich die Transmissionswirkung weiter verstärken, unter anderem weil die Vergabe von langfristigen Krediten durch die höheren langfristigen Zinsen gedämpft werden könnte. Indes wurde auch auf die Ergebnisse der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft verwiesen. Diese deuteten darauf hin, dass die Banken ihre Kreditrichtlinien im kommenden Quartal nicht so stark verschärfen würden. Sollte eine solche Entwicklung tatsächlich eintreten, sei ceteris paribus eine baldige Plateaubildung bei diesem Teil der Finanzierungsbedingungen denkbar.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Bei der Beurteilung des geldpolitischen Kurses hoben die Ratsmitglieder hervor, dass die wirtschaftlichen Aussichten inzwischen mit einer größeren Unsicherheit behaftet seien als bei der Sitzung im September. Dies beeinflusse auch die Beurteilung, welcher geldpolitische Kurs angemessenen sei. Gleichzeitig wurde angemerkt, dass sich die Finanzierungsbedingungen aufgrund der Übertragungseffekte aus den Vereinigten Staaten verschärft hätten. Sofern die Inflation nicht deutlich von den September-Projektionen abweiche, wachse also die Zuversicht, dass der geldpolitische Kurs hinreichend restriktiv sei, um die Inflation zeitnah zu ihrem Zielwert zurückzuführen. Darüber hinaus wurde vorgebracht, dass die Märkte ihre Erwartungen bezüglich des

Zinspfads nach oben revidiert hätten. Wenn der Zinspfad für einige Zeit auf diesem höheren Niveau beibehalten werde, werde dies zu einem hinreichend restriktiven geldpolitischen Kurs beitragen. Mit Blick auf die angespannte Lage an den Arbeitsmärkten wurde jedoch zu bedenken gegeben, dass das aktuelle Leitzinsniveau möglicherweise nicht so restriktiv sei wie allgemein angenommen. Ferner habe sich nun auch der Zeitpunkt, zu dem die Marktteilnehmer die erste Zinssenkung erwarteten, nach hinten verschoben. Dies werteten die Ratsmitglieder als Beleg dafür, dass die Marktteilnehmer keine Gefahr einer Überstraffung sähen.

Vor diesem Hintergrund beurteilten die Ratsmitglieder die seit der September-Sitzung verfügbar gewordenen Daten anhand der drei Hauptelemente der Reaktionsfunktion des EZB-Rats. Die Hauptelemente waren im früheren Jahresverlauf kommuniziert worden und umfassen die Auswirkungen der eingehenden Wirtschafts- und Finanzdaten auf die Inflationsaussichten, die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation sowie die Stärke der geldpolitischen Transmission. Allgemein wurde die Ansicht vertreten, dass sich alle drei Elemente der Reaktionsfunktion in die richtige Richtung bewegten. Dies sei ein klarer Hinweis darauf, dass die Geldpolitik wie beabsichtigt wirke.

Zunächst wurden die Inflationsaussichten betrachtet: Hier traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung unter den Ratsmitgliedern. Insgesamt verlaufe der Disinflationsprozess offenbar erwartungsgemäß. Dies sei nicht nur auf die nachlassende Wirkung inflationsverstärkender exogener Faktoren zurückzuführen, sondern auch auf die Auswirkungen der Geldpolitik. Die Gesamtinflation habe sich im Einklang mit den Projektionen entwickelt. Das Wachstum sei jedoch schwächer gewesen als erwartet, unter anderem weil Abwärtsrisiken zum Tragen gekommen seien. Zudem zeige sich in der konjunkturellen Verlangsamung auch der dämpfende Effekt der vorangegangenen Zinserhöhungen. Für Zuversicht unter den Ratsmitgliedern sorgte indes die Tatsache, dass der Fehler der Inflationsprognosen bei nahezu null liege. Der Disinflationsprozess verlaufe allenfalls sogar etwas schneller als erwartet. Insgesamt erhöhten diese Entwicklungen das Vertrauen, dass der beschriebene Prozess andauern werde und die Inflation somit zeitnah zu ihrem Zielwert zurückgeführt werde. Allerdings wurde zu bedenken gegeben, dass sich die inflationsdämpfenden Effekte der bisherigen Zinsanhebungen größtenteils erst innerhalb der nächsten zwei Jahre zeigen würden, und diese Zeit sei vor allem aufgrund der künftigen Lohndynamik, der Finanzpolitik und der geopolitischen Risiken nach wie vor mit hoher Unsicherheit behaftet. Sollten sich aus den genannten Faktoren Aufwärtsrisiken für die Inflation ergeben, dürfte es einige Zeit dauern, bis sie sich auf die Teuerung auswirkten. Darüber hinaus wurde an die Herausforderungen erinnert, vor denen die Geldpolitik bei der Bekämpfung der Effekte ungünstiger Angebotsschocks auf die Inflation stehe. Insgesamt sei mit Blick auf die aktuellen Aussichten zu erwarten, dass es dem EZB-Rat gelingen werde, die Inflation bis 2025 zum Zielwert von 2 % zurückzuführen. Es sei zwar allgemein zutreffend, dass die letzten Meter vor dem Ziel die schwierigsten seien, doch sollte der EZB-Rat auch

darauf bedacht sein, dass seine Bemühungen zur Eindämmung der Inflation letztlich nicht zu einer Unterschreitung des Zielwerts führten.

Die Mitglieder waren sich darin einig, dass die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation offenbar ihren Höchststand hinter sich gelassen hätten und weiter gesunken seien. Auf dieses Signal habe der EZB-Rat seit Monaten gewartet. Gleichzeitig sei die binnenwirtschaftliche Teuerung hartnäckig hoch, und die längerfristigen Inflationsprojektionen lägen anscheinend immer noch über dem Ziel des EZB-Rats.

Bei der Beurteilung der geldpolitischen Transmission stimmten die Ratsmitglieder im Allgemeinen darin überein, dass die Transmission eine stärkere Wirkung entfalte als im September erwartet. Darüber hinaus stehe ein erheblicher Teil der Zinsweitergabe noch aus, sodass während des Projektionszeitraums mit einer gedämpften Konjunktur und Inflation zu rechnen sein dürfte. Es wurde auch darauf hingewiesen, dass eine erfolgreiche Disinflationsphase bisher immer eine länger anhaltende Phase restriktiver Zinssätze und sich abschwächender Arbeitsmärkte erfordert habe. Zugleich wurden die Abwärtsrisiken hervorgehoben, die zu einer noch höheren Transmissionswirkung auf die Konjunktur und die Inflation führen könnten.

Keinesfalls – so wurde betont – gebe es Anlass zur Selbstzufriedenheit, denn der schwierige Teil der Disinflationsphase beginne gerade erst. Die Inflationsdynamik im weiteren Jahresverlauf dürfte von unterschiedlichen Basiseffekten geprägt werden. Diese könnten als Umkehr des Inflationstrends missverstanden werden und zu Marktvolatilität führen, wenngleich der Inflationsanstieg von kurzer Dauer sein und die insgesamt disinflationären Aussichten nicht verändern werde. In diesem Zusammenhang wurde davor gewarnt, schon jetzt vom Sieg über die Inflation zu sprechen, wo doch die Teuerung noch mehr als doppelt so hoch sei wie das Ziel der EZB.

Die Ratsmitglieder zeigten sich mit Blick auf die erzielten Fortschritte insgesamt zuversichtlich, erachteten es aber als wichtig, den restriktiven Kurs für eine ausreichend lange Zeit beizubehalten. Nun, da die Zinsen im restriktiven Bereich lägen, seien Geduld und Beharrlichkeit gefragt, um sicherzustellen, dass sich die Inflation zeitnah auf das mittelfristige Ziel zubewege. Der EZB-Rat werde neu eingehende Daten umgehend bewerten und bei Bedarf tätig werden.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Hintergrund stimmten alle Ratsmitglieder dem Vorschlag von Herrn Lane zu, die drei Leitzinssätze der EZB auf ihrem aktuellen Niveau zu belassen. Alle drei Elemente der Reaktionsfunktion des EZB-Rats sprächen dafür, den Zinserhöhungszyklus nach zehn Zinsanhebungen in Folge zu unterbrechen. Es wurde die Zuversicht geäußert, dass der aktuelle geldpolitische Kurs hinreichend restriktiv sei. Er ermögliche es dem EZB-Rat, die Zinsen auf ihrem

derzeitigen Stand zu halten und den Inflationsausblick, die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und die Stärke der geldpolitischen Transmission in Ruhe zu bewerten.

Ferner, so wurde angemerkt, rechneten die Märkte damit, dass die Leitzinsen für eine längere Zeit hoch bleiben würden als vor der Ratssitzung vom September angenommen. Nachdem bisher ein buckelförmiger Zinspfad erwartet worden sei, der in den makroökonomischen Modellen tendenziell als optimal gelte, werde nun mit einem flacheren Verlauf und einer späteren ersten Senkung des Einlagesatzes gerechnet. Es wurde als wichtig erachtet, dass der EZB-Rat eine ungerechtfertigte Lockerung der Finanzierungsbedingungen vermeide. Darüber hinaus wurden Argumente dafür angeführt, die Tür für eine etwaige weitere Zinserhöhung offen zu halten. Dies stehe auch im Einklang mit der vom EZB-Rat betonten Datenabhängigkeit.

Die Entscheidung bei der September-Sitzung sei zwar knapp ausgefallen, doch durch die im September beschlossene Zinserhöhung seien die Fortschritte in Richtung des Preisstabilitätsziels beschleunigt worden. Ein weiterer wichtiger Faktor sei die Definition des Inflationsziels von 2 % gewesen, die der EZB-Rat nach seiner Überprüfung der geldpolitischen Strategie im Jahr 2021 eingeführt habe. Es wurde angemerkt, dass die markt- und umfragebasierten Indikatoren der mittelfristigen Inflationserwartungen während der aktuellen Inflationsphase durchgehend bei ihrem Zielwert verankert gewesen seien.

Die Mitglieder waren sich einig, dass der Fokus der aktuellen Sitzung auf der Kommunikation und nicht so sehr auf dem Handeln liege. Es sei notwendig, dass der EZB-Rat in seiner Kommunikation die hohe Unsicherheit berücksichtige, die angesichts der sich verändernden Wirtschafts- und Inflationsaussichten vor dem Hintergrund der konjunkturellen Eintrübung herrsche. Gleichzeitig solle der EZB-Rat Kontinuität und Konsistenz anstreben und sich so weit wie möglich an seiner bisherigen Kommunikation orientieren, um Signale der Selbstzufriedenheit zu vermeiden.

Nach Ansicht der Ratsmitglieder sollte der EZB-Rat auch weiterhin seine Entschlossenheit betonen, die Leitzinsen durch seine künftigen Beschlüsse auf ein ausreichend restriktives Niveau festzulegen, so lange wie dies erforderlich sei, um die Inflation zeitnah auf den Zielwert zurückzuführen. In Anbetracht der hohen Unsicherheit und des Risikos erneut auftretender Angebotsschocks wurde der datenabhängige Ansatz des EZB-Rats ebenfalls bestätigt. Auch für den Fall, dass die Zinssätze auf der aktuellen Sitzung unverändert belassen würden, solle der EZB-Rat sofern erforderlich bereit sein, die Zinsen auf der Grundlage seiner laufenden Bewertung weiter zu erhöhen, selbst wenn dies nicht Teil des derzeitigen Basisszenarios sei.

Abschließend wurde betont, der EZB-Rat müsse sowohl beharrlich als auch wachsam sein. Beharrlichkeit sei von wesentlicher Bedeutung, um die Inflation mittelfristig zum Wert von 2 % zurückzuführen. Damit solle auch bei etwaigen neu auftretenden Schocks Ausdauer und Geduld signalisiert werden. Wachsamkeit impliziere, dass der EZB-Rat zwar die Wirksamkeit seiner

Maßnahmen bekräftigen und die erzielten Fortschritte würdigen müsse; gleichzeitig seien eine übersteigerte Zuversicht und Selbstzufriedenheit zu vermeiden, könnten sich doch bis zur Rückkehr der Inflation zum Zielwert neue Herausforderungen ergeben.

Die Ratsmitglieder stimmten auch dem Vorschlag des EZB-Direktoriums zu, bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im PEPP-Portfolio weiterhin flexibel zu agieren. Es bestand weitgehende Einigkeit, dass Kontinuität bei den Wiederanlagen mit der Entscheidung vereinbar sei, die Zinssätze bei der Sitzung im Oktober unverändert zu belassen. Dagegen wurden Diskussionen über eine frühzeitige Beendigung der Wiederanlagen in der aktuellen Sitzung als verfrüht angesehen.

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen fasste der EZB-Rat auf Vorschlag der Präsidentin die in der Pressemitteilung 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 26. Oktober 2023](#)

Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse vom 26. Oktober 2023](#)

Sitzung des EZB-Rats, 25.-26. Oktober 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 Reinesch
- Frau Schnabel
- Herr Scicluna
- Herr Šimkus
- Herr Stournaras*
- Herr Välimäki, Interimsvertreter für Herrn Rehn
- Herr Vasle
- Herr Villeroy de Galhau
- Herr Visco
- Herr Vujčić*
- Herr Wunsch

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

Sonstige Anwesende

- Frau Senkovic, Sekretärin, Generaldirektorin Sekretariat
- Herr Rostagno, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Geldpolitik
- Herr Winkler, Stellvertretender Sekretär für Geldpolitik, Senior Adviser, GD Volkswirtschaft

Begleitpersonen

- Frau Bénassy-Quéré
- Herr Dabušinskas
- Herr Demarco
- Herr Gavilán

- Herr Haber
- Herr Kaasik
- Herr Kroes
- Herr Koukoularides
- Herr Lünnemann
- Herr Madouros
- Herr Martin
- Herr Nicoletti Altimari
- Herr Novo
- Herr Pösö
- Herr Rutkaste
- Herr Šošić
- Herr Tavlas
- Herr Ulbrich
- 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 18. Januar 2024 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.