

## Sitzung am 13.-14. September 2023

### Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 13.-14. September 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 seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 26.-27. Juli 2023 die Wachstumsaussichten der Anleger für den Euroraum bzw. für die Vereinigten Staaten weiter auseinanderentwickelt hätten. Sowohl in Bezug auf die realen als auch die nominalen Renditen habe sich dadurch der Abstand zwischen beiden Wirtschaftsräumen ausgeweitet und damit zur Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar beigetragen. Obwohl für den Euroraum von einer Verlangsamung der Wachstumsdynamik ausgegangen werde, hätten sich die Markterwartungen in Bezug auf die Inflation auf mittlere und längere Sicht weiter leicht nach oben bewegt. Im Eurogebiet werde sowohl eine konjunkturelle Abschwächung als auch eine hartnäckige Inflation wahrgenommen. In diesem Spannungsfeld hätten sich die Erwartungen in Bezug auf den Höchstsatz der Einlagefazilität und den Verlauf der Terminzinsstrukturkurve kaum verändert.

Die langfristigen Staatsanleiherenditen hätten sich den wichtigsten Industrieländern erhöht. Allerdings sei dieser Anstieg in Ländern mit unerwartet schlechten gesamtwirtschaftlichen Daten (wie dem Eurogebiet) wesentlich gedämpfter verlaufen. Angesichts der entsprechenden Auswirkungen auf die Devisenmärkte habe sich der Euro gegenüber dem US-Dollar merklich abgeschwächt. Da jedoch andere Währungen auf breiter Front schwach notiert hätten, sei es in nominaler effektiver Rechnung nur zu geringen Kursverlusten gekommen.

Aus der Zerlegung der einjährigen Nominalrenditen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten in eine Realverzinsung und die Inflationskomponente gehe hervor, dass sich die unterschiedlichen gesamtwirtschaftlichen Aussichten in stark divergierenden Realzinsen in beiden Wirtschaftsräumen widerspiegeln. Für die kommenden vier Jahre bewerteten die Anleger die künftigen einjährigen Realzinsen im Euroraum niedriger. Für die Vereinigten Staaten hingegen gingen die Anleger aufgrund

der Stärke der US-Wirtschaft künftig von deutlich höheren einjährigen Realzinsen aus. Zugleich hätten Anleger im Euroraum trotz des schwächeren konjunkturellen Ausblicks den Inflationsausgleich angehoben, den sie für kurze und mittlere Laufzeiten verlangten.

Die steigenden inflationsindexierten Swapsätze seien zum Teil auf die nach oben korrigierten Erwartungen der Anleger für die Kerninflation zurückzuführen. Die marktbasierende Bewertung der tatsächlichen Erwartungen über die synthetische Kerninflation im Euroraum – also die um Risikoprämien bereinigten Erwartungen über die synthetische Kerninflation – legt den Schluss nahe, dass die Marktteilnehmer ihre Kerninflationserwartungen seit Mai 2023 nach oben revidiert hätten. Die marktbasierenden Messgrößen des längerfristigen Gesamtinflationenausgleichs im Eurogebiet hätten sich ebenso erneut etwas nach oben bewegt. Der höhere Inflationsausgleich sei zwar zum Großteil die Folge des fortgesetzten Anstiegs der Inflationsrisikoprämien, aber die tatsächlichen langfristigen Inflationserwartungen hätten ebenfalls leicht zugenommen.

Vor dem Hintergrund der sich abschwächenden Binnenkonjunktur und der starren Inflation hätten sich die Erwartungen bezüglich der geldpolitischen Zinssätze im Euroraum seit der letzten Sitzung des EZB-Rats im Großen und Ganzen nicht verändert. Die Teilnehmenden an der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten gingen weiterhin von einem Höchststand des Einlagesatzes von 4 % aus, der erst im Oktober 2023 erreicht werde. Für September 2023 ergebe sich ein fast ausgeglichenes Bild: Mit 53 % erwarte eine knappe Mehrheit der Befragten eine Zinspause, während 47 % mit einer erneuten Zinsanhebung rechneten.

Gegenüber dem Höchstzinssatz werde für den Jahresverlauf 2024 nun insgesamt eine nur geringfügig stärkere Zinssenkung eingepreist, als dies in der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung erwartet worden sei. Die schwächere Wirtschaftsentwicklung habe die Anleger bislang nicht dazu bewegt, von einer rascheren geldpolitischen Kehrtwende auszugehen. Stattdessen sei die Grundlage ihrer Positionierung nach wie vor, dass die Leitzinsen noch für einen längeren Zeitraum auf ihrem Höchststand gehalten werden. Anders ausgedrückt lasse der Verlauf der Terminzinsstrukturkurve erkennen, dass die Marktteilnehmer anscheinend keine schwerwiegende Rezession erwarteten. Dies entspreche der Widerstandskraft der meisten risikoreichen Anlagen, die diese im Verlauf des aktuellen Straffungszyklus gezeigt hätten. Die Renditeabstände von Staatsanleihen hielten der Abwärtskorrektur der kurzfristigen Wachstumsdynamik größtenteils stand. Seit der letzten geldpolitischen Sitzung hätten sie sich nur geringfügig ausgeweitet. Angesichts der für Griechenland erwarteten und erfolgten Ratinganhebungen hätten griechische Staatsanleihen die Erwartungen übertroffen. Auch die Renditeabstände von Unternehmensanleihen hätten geringfügig zugenommen, lägen aber weiterhin unter dem Niveau von 2022.

Im Gegensatz dazu seien die Aktienkurse im Euroraum seit der EZB-Ratssitzung im Juli allgemein rückläufig gewesen, vor allem aufgrund der in den letzten Wochen sich ausweitenden Risikoprämien. Dennoch hätten sich die Aktiennotierungen seit Beginn des Straffungszyklus als sehr

widerstandsfähig erwiesen, wobei nichtfinanzielle und finanzielle Unternehmen von jeweils unterschiedlichen Faktoren beeinflusst worden seien. Die Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften profitierten vornehmlich von einer Verringerung der Risikoprämien, die im Einklang mit der sich aufhellenden Risikoneigung der Investoren stand, aber auch von Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufen. Dem hätten dämpfende Effekte infolge der längerfristigen Gewinnerwartungen und höheren Zinsen gegenübergestanden. Die Aktienkurse von Finanzunternehmen hätten von höheren Gewinnerwartungen sowie kräftigen Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufen profitiert.

Die allmählich sinkende Volatilität sowie die Auffassung, dass der globale Straffungszyklus allmählich beendet werde, hätten die allgemeine Resilienz risikoreicher Vermögenswerte begünstigt. Die Widerstandsfähigkeit risikoreicher Anlagen ließe sich überdies auch dadurch erklären, dass die Märkte eine höhere Wahrscheinlichkeit dafür einpreisten, dass die Auswirkungen der restriktiveren Finanzierungsbedingungen auf das Wachstum ihren Höhepunkt nun annähernd erreicht hätten. Die Finanzierungsbedingungen hätten sich 2022 drastisch und seither nur noch leicht verschärft. Unter Berücksichtigung der üblichen Verzögerungen bei der Übertragung der Finanzierungsbedingungen auf die Konjunktur lasse dies darauf schließen, dass das Wirtschaftswachstum von den restriktiveren Bedingungen derzeit wohl stark belastet werde, diese Belastungen in naher Zukunft jedoch nachlassen dürften. Eine dritte Erklärung für die Widerstandsfähigkeit der risikoreichen Anlagen bestehe darin, dass die langfristigen Zinsen weniger stark gestiegen seien. Die längerfristigen Nominalzinsen bewegten sich seit Oktober 2022 um rund 3 %. Dies lege den Schluss nahe, dass seit knapp einem Jahr so gut wie kein straffender Impuls vom längeren Laufzeitende der Kurve ausgegangen sei und die Laufzeitprämien nach wie vor gering seien. Auch die realen Zinssätze im Euroraum hätten sich seit Dezember 2022 im Großen und Ganzen kaum verändert. Sie lägen deutlich unter dem Höchststand vom Oktober 2022.

Die seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats verzeichnete Entwicklung der Rohstoffmärkte mache die Aufwärtsrisiken für die Inflation deutlich. So hätten die Ölnotierungen mit 91 USD je Barrel den höchsten Stand in zehn Monaten erreicht, nachdem die OPEC+-Länder vereinbart hätten, die Drosselung ihrer Ölförderung bis zum Jahresende aufrechtzuerhalten. Auch die europäischen Gaspreise hätten seit der Juli-Sitzung kräftig angezogen. Zudem reagierten sie verstärkt auf Angebotsausfälle. Aufwärtsrisiken für die Inflation könnten schließlich auch von den Nahrungsmittelpreisen ausgehen. Diese könnten zeitverzögert auf die Extremwetterereignisse dieses Jahres reagieren, die vom Klimawandel ausgelöst und durch das El-Niño-Phänomen verstärkt würden.

Was den Geldmarkt anbelangt, so seien die nicht geldpolitischen Einlagen seit der Sitzung vom 26.-27. Juli weiter zurückgegangen. Vor dem Hintergrund einer begrenzten Volatilität seien die besicherten Geldmarktsätze weitgehend unverändert geblieben. Dies weise darauf hin, dass es an den Repomärkten keinen Abwärtsdruck infolge befürchteter Knappheiten gebe. Die dreimonatigen

Asset-Swap-Spreads hätten sich seit Mai 2023 beträchtlich verringert, da die Befürchtungen bezüglich einer Verknappung von Sicherheiten rückläufig seien und sich die Emission von Staatstiteln bei zugleich ausgewogeneren Positionierungen erhöht habe. Auch der unbesicherte Geldmarkt habe sich nach der Änderung bei der Verzinsung der Mindestreserveguthaben stabil entwickelt.

## 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. Die aktuelle Sitzung biete die Gelegenheit, eine Bestandsaufnahme der im Sommer gewonnenen Erkenntnisse zu machen. Mit Blick zunächst auf das internationale Umfeld sei das Weltwirtschaftswachstum im Frühjahr 2023 durch die Dienstleistungen gestützt worden. Die Wachstumsdynamik habe ab dem zweiten Jahresviertel jedoch nachgelassen. Verantwortlich hierfür seien Wachstumsverlangsamungen sowohl in China, wo die Konjunktur nach dem Wiederhochfahren im Gefolge der Pandemie erneut schwächele, als auch in Japan. Die weltwirtschaftliche Aktivität habe sich im dritten Quartal weiter verlangsamt, was aber nicht zu einem Wirtschaftseinbruch geführt habe. Vielmehr sei sie auf ihren langfristigen Durchschnitt zurückgegangen. Für den Euroraum sei weltwirtschaftlich gesehen allerdings vor allem der Handel von Bedeutung, und gerade der Warenhandel habe eine längere Schwächephase durchlaufen. Verantwortlich hierfür sei die anhaltende Verlagerung von Waren hin zu Dienstleistungen, die weniger handelsintensiv seien.

Mit Blick auf die wirtschaftlichen Aussichten für den Euroraum wies Herr Lane darauf hin, dass sich die Schnellschätzung zur jährlichen Teuerung nach dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im August wie bereits im Vormonat auf 5,3 % belaufen habe. Der zuvor beobachtete Inflationsrückgang sei durch den jüngsten sprunghaften Anstieg der Energiepreise unterbrochen worden. So habe sich die jährliche Steigerungsrate dieser Preise von -6,1 % im Juli auf -3,3 % im August erhöht. Die nach oben verschobenen Energiepreiserwartungen würden die Entwicklung der Gesamtinflation in den kommenden Monaten beeinflussen. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln sei gegenüber ihrem Höchststand von 15,5 % im März zwar gesunken, habe im August aber immer noch fast 10 % betragen.

Die jährliche Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel sei im August auf 5,3 % zurückgegangen (nach 5,5 % im Juli). Bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie habe sich der Preisauftrieb auf 4,8 % verringert, da die in der Vergangenheit verzeichneten Energiepreisschübe abnahmen und sich die Lieferengpässe auflösten. Die Teuerung bei den Dienstleistungen habe zuletzt zwar leicht auf 5,5 % abgenommen, liege im August aber nach wie vor auf einem erhöhten Niveau. Grund hierfür

seien die noch immer lebhaftere Dynamik bei den mit dem Tourismus verbundenen Dienstleistungen sowie der Lohndruck.

Insgesamt stehe die Dämpfung der Kerninflation im Einklang mit einer anhaltenden Abschwächung der zugrunde liegenden Inflation. Diese sei Ausdruck der abklingenden Auswirkungen vorheriger angebotsseitiger Schocks, eines weniger großen Missverhältnisses zwischen Angebot und Nachfrage und des allmählichen Durchwirkens der rückläufigen Energiepreise. In den kommenden Monaten werde der drastische Preisanstieg vom Herbst 2022 aus den Jahresraten herausfallen und so die Inflation senken.

Gemessen an der annualisierten Veränderung des HVPI im aktuellen Dreimonatszeitraum gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum habe die Teuerung im August 2023 bei rund 3 % gelegen. Dies bedeute, dass der Wert von 5,3 % größtenteils Nachwirkungen statistischer Überhänge widerspiegele. Begünstigt worden sei das Ergebnis von 3 % auch durch die nach wie vor negative Dynamik des Preisauftriebs bei Energie. Was die Teuerung von Nahrungsmitteln anbelange, so habe die entsprechende Rate bei 4 % und damit erheblich unter der jährlichen Inflationsrate von rund 10 % gelegen. Mit Blick auf die Kernkomponenten schwäche sich die Teuerungsdynamik bei Waren im laufenden Jahr spürbar ab, während sie bei den Dienstleistungen deutlich weniger stark abgenommen habe.

Die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation seien weiter rückläufig, worin sich die nachlassenden Auswirkungen von früheren Schocks und Lieferengpässen widerspiegeln. Auch die „gesäuberten“ Messgrößen, d. h. die um vergangene Angebotschocks bereinigten Maße der zugrunde liegenden Inflation, schwächten sich in den vergangenen Monaten abermals geringfügig ab. Zwar wiesen insgesamt nicht alle Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation eine weitere, deutliche Abwärtskorrektur auf, doch lagen jene Maße, die die beste Vorhersagekraft für die künftige Inflation zeigten, am unteren Ende der Bandbreite aller Messgrößen. Überdies gingen sie – mit Ausnahme der Binneninflation – erneut merklich zurück.

Analysiere man den Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette, so zeige sich, dass es beim Preisauftrieb für Nahrungsmittel und Waren auf den vorgelagerten Stufen der Produktionskette zu einer anhaltenden Abwärtskorrektur komme. Im Vergleich zur Entwicklung des Erzeugerpreisindex sei der Rückgang des Preisanstiegs für Nahrungsmittel auf der Verbraucherstufe nach wie vor gering gewesen. Der von den Erzeugerpreisen ausgehende Abwärtsdruck dürfte ab Herbst stärker zu spüren sein. Allerdings erhöhten sich durch Ereignisse im Zusammenhang mit dem Klimawandel und die wiederholt auftretenden Naturkatastrophen die Risiken von Preissteigerungen bei den Nahrungsmittelrohstoffen, woraus die Gefahr einer stärkeren Verteuerung von Nahrungsmitteln erwachse.

In Bezug auf die Waren dürfte auch die deutliche Abwärtskorrektur des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen, die vor allem die Importpreise für Vorleistungsgüter und für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel betreffe, in den kommenden Monaten einen neuerlichen Abwärtsdruck auf die HVPI-Inflation bei Waren ausüben.

Die Teuerung bei den Dienstleistungen bleibe anhaltend hoch, wofür hauptsächlich der Einfluss vorangegangener Energieschocks und des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach der Pandemie verantwortlich sei. Im Dienstleistungssektor entfalle der größte Beitrag zur Gesamtinflation nach wie vor auf die Verteuerung von kontaktintensiven und energiepreisabhängigen Dienstleistungen; hier gebe es noch keine Anzeichen einer Kehrtwende. Somit bleibe die jährliche Änderungsrate bei rund 8 %. Demgegenüber sei die Teuerung bei den nicht kontaktintensiven Dienstleistungen merklich niedriger.

Im Einklang mit den vorangegangenen Projektionsrunden sei der Lohndruck im zweiten Quartal dieses Jahres weiterhin erhöht. Da sich der kumulierte Reallohnverlust etwas abschwäche und niedrigere Inflationsraten verzeichnet würden, dürfte sich das Lohnwachstum im Laufe der Zeit verlangsamen. Herr Lane wies darauf hin, dass die Lohnentwicklung saisonal geprägt sei, da die meisten Tarifverträge zu Jahresbeginn erneuert würden. Die Daten zum Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im ersten Quartal 2024 würden also ein wichtiges Signal liefern, ob sich der Euroraum tatsächlich auf einem Pfad eines sinkenden Lohnwachstums befinde. Es sei unwahrscheinlich, dass zusätzliche Daten bis dahin noch Informationen zur erwarteten Lohnentwicklung lieferten, sodass die Unsicherheit für geraume Zeit hoch bleiben dürfte.

Der Beitrag der Stückgewinne zur jährlichen Inflation gemäß der Definition des BIP-Deflators habe sich im ersten Halbjahr 2023 gegenüber dem entsprechenden Beitrag im Jahr 2022 verringert. Dies deute darauf hin, dass der wachsende Lohndruck nun nach und nach von den Unternehmen absorbiert werde. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen derzeit bei rund 2 %. Einige Indikatoren hätten sich jedoch erhöht und müssten genau beobachtet werden.

Laut den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September werde die Gesamtinflation 2023 und 2024 aufgrund der Verteuerung von Energie höher sein als zuvor erwartet. Im Jahr 2025 dürfte sie aber niedriger ausfallen. Grund hierfür seien die Aufwertung des Euro, restriktivere Finanzierungsbedingungen und eine größere wirtschaftliche Unterauslastung. Die Gesamtinflation dürfte den Erwartungen zufolge von 8,4 % im Jahr 2022 in den Jahren 2023, 2024 und 2025 auf durchschnittlich 5,6 %, 3,2 % bzw. 2,1 % zurückgehen. Zugleich hätten die Fachleute ihre Projektionen für die Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel für 2024 und 2025 nach unten korrigiert, was mit den schwächeren Wachstumsaussichten und der Aufwertung des Euro im vergangenen Jahr im Einklang stehe. Es wird nun eine Teuerung von 5,1 % im Jahr 2023 erwartet, bevor diese Rate 2024 auf 2,9 % und 2025 auf 2,2 % sinken dürfte. Nach dem Stichtag habe sich die in den September-Projektionen enthaltene Euro-Aufwertung teilweise wieder umgekehrt.

Allerdings wirkten sich die bisherigen Kursgewinne infolge ihrer verzögerten Effekte noch immer auf die Wirtschaft des Euroraums aus.

Blicke man auf die prozentualen Veränderungen im vierten Quartal gegenüber dem jeweiligen Vorjahresquartal – was eine Bereinigung der Daten um die Auswirkungen des statistischen Überhangs ermögliche – so sei zu erkennen, dass der HVPI nur im vierten Quartal 2023 nach oben korrigiert worden sei. Den Projektionen zufolge werde die HVPI-Inflation im vierten Quartal 2023 0,4 Prozentpunkte höher sein als im vierten Quartal 2024. Zudem werde im Jahr 2024 keine zusätzliche Inflationsdynamik erwartet.

Aufwärtsrisiken für die Inflation ergäben sich unter anderem aus einer etwaigen erneuten Zunahme des Kostendrucks bei Energie und Nahrungsmitteln. Widrige Witterungsverhältnisse und ganz allgemein die fortschreitende Klimakrise könnten Nahrungsmittel stärker verteuern als erwartet. Ein dauerhafter Anstieg der Inflationserwartungen auf ein Niveau über dem Zielwert von 2 % oder unerwartet starke Zuwächse bei Löhnen oder Gewinnmargen könnten die Inflation – auch auf mittlere Sicht – ebenfalls antreiben. Eine schwächere Nachfrage, beispielsweise aufgrund einer stärkeren Transmission der Geldpolitik oder einer Eintrübung des wirtschaftlichen Umfelds außerhalb des Euroraums, würde indes vor allem mittelfristig einen geringeren Preisdruck nach sich ziehen.

Das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet habe in der ersten Jahreshälfte 2023 über weite Strecken stagniert. Unterdessen sei der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im August so stark gesunken wie seit nahezu drei Jahren nicht mehr. Er liege nun auf einem Stand von 46,7 Punkten. Die Produktion im verarbeitenden Gewerbe dürfte angesichts der weiter abnehmenden Exportnachfrage und der restriktiven Finanzierungsbedingungen schwach bleiben, auch weil die bisherige von den Auftragsrückständen ausgehende Unterstützung nachlasse. Die Dienstleistungen hätten bislang aufgrund der gestiegenen Nachfrage in den kontaktintensiven Bereichen positiv zum Wachstum beigetragen, allerdings zeichne sich seit Juni ganz klar eine Abkühlung ab. Die Eintrübung der Umfrageindikatoren habe zu einer Neubewertung der BIP-Aussichten für das zweite Halbjahr 2023 geführt. Den September-Projektionen zufolge werde das reale BIP im dritten Quartal 2023 stagnieren und im Schlussquartal um 0,1 % steigen.

Was die Binnennachfrage anbelange, so seien die privaten Konsumausgaben konstant geblieben, während die Wohnungsbauinvestitionen im zweiten Quartal in den negativen Bereich gefallen seien, nachdem sie bereits im vergangenen Jahr größtenteils rückläufig gewesen seien. Auch die Zahl der Baugenehmigungen für Wohngebäude – ein Frühindikator für die Wohnungsbauinvestitionen – hätte im zweiten Jahresviertel abgenommen. Die Einschätzung der Unternehmen zu ihrer Auftragslage im dritten Quartal sei pessimistischer ausgefallen, was auf weiter schrumpfende Wohnungsbauinvestitionen in nächster Zeit hindeute. Höhere Zinsen hätten diese Nachfragekomponente bereits erkennbar beeinflusst. Das Wachstum der Unternehmensinvestitionen

(ohne die volatilen Daten zu den Investitionen in geistiges Eigentum in Irland) habe sich im zweiten Quartal deutlich abgeschwächt. Zudem signalisierten die aus Umfragen der Europäischen Kommission gewonnenen Indikatoren und der EMI für die Produktion im Investitionsgütersektor einen Rückgang in der zweiten Jahreshälfte.

Auf kurze Sicht sei mit einer weiterhin schwachen Entwicklung des privaten Konsums zu rechnen, während die Wohnungsbau- und die Unternehmensinvestitionen zum Teil aufgrund der geldpolitischen Straffung zurückgehen dürften. Im Laufe der Zeit werde die wirtschaftliche Dynamik wohl zunehmen, da sich die Realeinkommen – gestützt durch eine sinkende Inflation, steigende Löhne und einen starken Arbeitsmarkt – erhöhen sollten. Dies werde den Konsumausgaben zugutekommen. Allerdings wirkten die geldpolitische Straffung und die ungünstigen Kreditangebotsbedingungen zunehmend auf die Realwirtschaft durch und dämpften somit die Wirtschaftstätigkeit. Auch die erwartete schrittweise Rücknahme der finanzpolitischen Unterstützungsmaßnahmen werde das Wirtschaftswachstum in den kommenden Quartalen voraussichtlich belasten.

Der Arbeitsmarkt habe sich trotz der konjunkturellen Abkühlung bislang robust entwickelt, weise aber Anzeichen einer nachlassenden Dynamik auf. Die Arbeitslosenquote sei im Juli auf ihrem historischen Tiefstand von 6,4 % geblieben. Nachdem sich die Beschäftigung im zweiten Quartal um 0,2 % erhöht habe, deuteten die jüngsten Umfrageergebnisse auf eine nahezu stagnierende Entwicklung hin. Auch die hohe Nachfrage nach Arbeitskräften habe sich inzwischen abgeschwächt. So seien die Vakanzquoten in den letzten Monaten zurückgegangen. Der Anstieg der Erwerbspersonenzahl, der hauptverantwortlich für das Beschäftigungswachstum gewesen sei, habe sich in den vergangenen Monaten verlangsamt. Infolge der konjunkturellen Eintrübung werde in den Projektionen vom September über den Projektionszeitraum hinweg von einem geringeren Beschäftigungszuwachs und einer Zunahme der Arbeitslosigkeit ausgegangen. Für Letztere sei in den Projektionen vom Juni noch ein erneuter Rückgang vorhergesagt worden. Die aktuellen EMIs bestätigten die nachlassende Dynamik des Beschäftigungswachstums, die in den Dienstleistungsbereichen besonders auffällig sei.

Was die Haushaltsaussichten betreffe, so hielten sich die in den September-Projektionen berücksichtigten Änderungen in Grenzen. Die Projektionen zu den öffentlichen Finanzen seien allerdings mit hoher Unsicherheit behaftet, da die Regierungen noch keine Haushaltsbeschlüsse für das nächste Jahr gefasst hätten. Ausgehend von den Absichtsbekundungen der Regierungen unterstellten die Projektionen zu den öffentlichen Finanzen gleichwohl eine deutliche Verbesserung des konjunkturbereinigten Primärsaldos im Zeitraum von 2023 bis 2024.

Die in den Projektionen vom September veranschlagte durchschnittliche Jahreswachstumsrate des realen BIP belaufe sich für 2023 auf 0,7 % (nach 3,4 % im Jahr 2022), für 2024 auf 1,0 % und für 2025 auf 1,5 %. In Anbetracht der restriktiveren Finanzierungsbedingungen und der entsprechenden Kreditangebotseffekte enthielten die September-Projektionen für die Jahre 2024 und 2025 eine



deutliche Abwärtskorrektur sowohl bei den Wohnungsbau- als auch bei den Unternehmensinvestitionen.

Das Wirtschaftswachstum könne sich verlangsamen, wenn die Geldpolitik eine kräftigere Wirkung entfalte als erwartet oder sich die Weltwirtschaft abschwäche, beispielsweise aufgrund einer weiteren Konjunkturabkühlung in China. 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 höhere Ausgaben tätigten.

Mit Blick auf die monetäre und finanzielle Analyse seien die Banken im Euroraum im zweiten Quartal 2023 nach wie vor gut kapitalisiert gewesen. Sie hätten ein gutes Zinsergebnis erzielt und nur moderate Risikovorsorgekosten aufgewiesen. Die positive Entwicklung des Verhältnisses von Kapital zu Vermögen sei auf geringere Bilanzsummen zurückzuführen, die ihrerseits durch eine schwächere Kreditdynamik und eine schrumpfende Liquidität bedingt gewesen seien.

Die Refinanzierungskosten der Banken stiegen vor allem aufgrund höherer Einlagenzinsen und Geldmarktsätze weiter an. Die allmähliche Mittelumschichtung weg von täglich fälligen Einlagen hin zu Termineinlagen übe einen zusätzlichen Aufwärtsdruck auf die Refinanzierungskosten aus. Durch die Zinserhöhungen der EZB habe sich die Attraktivität längerfristiger gegenüber täglich fälligen Einlagen erhöht. Die verminderte Refinanzierung über die Zentralbank führe gleichzeitig dazu, dass die Banken bei der Refinanzierung verstärkt auf die Emission von Schuldverschreibungen setzten.

Die geldpolitische Straffung wirke nach wie vor stark auf die Finanzierungsbedingungen durch und beeinflusse zunehmend die Gesamtwirtschaft. Im Neugeschäft hätten sich die Kreditzinsen erhöht und die Kreditvolumina weiter verringert. Bei den Unternehmen seien die Kosten der Bankkreditaufnahme erneut deutlich gestiegen und hätten im Juli mit 4,9 % den höchsten Stand seit 2008 erreicht. Bei den privaten Haushalten weise der gewichtete Hypothekenzins nach wie vor eine steigende Tendenz auf und habe im Juli bei über 3,7 % gelegen. Dies sei die höchste Rate seit Anfang 2012.

Der Kreditangebotskanal sei weiterhin aktiv. Aus der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft gehe eine unterschiedliche Transmission in den einzelnen Unternehmenssektoren hervor. Die Verschärfung der Kreditrichtlinien und die Abschwächung der Nachfrage seien bei Immobiliengesellschaften und Baufirmen stärker ausgeprägt als bei Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe und dem Dienstleistungssektor.

Vor dem Hintergrund einer weiteren Verschärfung der Kreditrichtlinien und höherer Refinanzierungskosten der Banken habe sich die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte auch im Juni und Juli schwach entwickelt. Im Juli habe die Vergabe von Buchkrediten an private Haushalte mit -7 Mrd. € einen historischen Tiefstand erreicht. Die kräftige geldpolitische Straffung dürfte auch in den kommenden Monaten noch auf die Bankzinsen durchschlagen. Grund

hierfür sei, dass mehr festverzinsliche Kredite ausliefen und die Banken mit steigenden Refinanzierungskosten konfrontiert seien, da die Sparer vermehrt zu Termineinlagen und höher verzinslichen Bankanleihen wechselten. Im Einklang mit der geringeren Kreditschöpfung habe sich die Jahreswachstumsrate von M3 im Juli mit -0,4 % erstmals seit 2010 ins Negative gekehrt und werde in den kommenden Monaten voraussichtlich weiter sinken.

## 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 anheben solle, um den Fortschritt in Richtung des mittelfristigen Inflationsziels von 2 % voranzutreiben.

Die neu verfügbaren Daten hätten die bisherige Beurteilung der Inflationsaussichten seitens des EZB-Rats weitgehend bestätigt. Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seien inzwischen rückläufig. Zudem wirke die Geldpolitik der Evidenz zufolge inzwischen stark auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen und die Realwirtschaft durch. Die seit Mitte 2022 zu beobachtende konjunkturelle Abschwächung dürfte sich auf kurze Sicht fortsetzen, und das BIP werde am Ende des Projektionszeitraums deutlich hinter dem bislang erwarteten Niveau zurückbleiben. Die sich daraus ergebende zusätzliche wirtschaftliche Unterauslastung werde weiter zum Disinflationsprozess beitragen, während die aus vergangenen Zinserhöhungen resultierende Straffungswirkung zum Großteil noch gar nicht eingetreten sei.

Eine Reihe modellgestützter Simulationen lasse darauf schließen, dass ein Einlagesatz im Bereich von 3,75 % bis 4,00 % mit einer innerhalb des Projektionszeitraums erfolgenden Rückkehr der Inflation zum Zielwert im Einklang stehen sollte, wenn dieser Zinssatz lange genug aufrechterhalten werde. Die Einschätzungen externer Fachleute seien ebenfalls in diesem Intervall konzentriert, was auch der Preissetzung am Markt entspreche.

Angesichts der Unsicherheit, mit der modellbasierte Simulationen, Expertenumfragen und Marktindikatoren behaftet seien, sei die Wahl zwischen einer Beibehaltung von Einlagesatzes bei 3,75 % und einer Anhebung auf 4,00 % genau austariert. Im Zweifelsfall sei es jedoch sicherer, eine weitere Anhebung zu beschließen. Grund hierfür seien das äußerst unsichere Umfeld und die Tatsache, dass die Inflation immer noch deutlich sinken müsse, um eine zeitnahe Rückkehr auf den Zielwert zu gewährleisten.

Eine weitere Zinserhöhung würde den Fortschritt in Richtung des Inflationsziels aus zwei wesentlichen Gründen vorantreiben: Erstens würde ein solcher Beschluss die Zuversicht stärken, dass die Inflation innerhalb des Projektionszeitraums wieder zum Zielwert zurückkehre, sofern die

Wirtschaftsentwicklung dem Basisszenario der Fachleute entspreche. Zweitens würde ein höherer Zinssatz die Ausbreitung etwaiger Aufwärtsschocks auf den Inflationsspfad stärker begrenzen. In der Folge würden ein mit größerer Sicherheit zu gewährleistendes Disinflationstempo und eine bessere Absicherung gegen Aufwärtsrisiken auch zu einer stärkeren Verankerung der Inflationserwartungen führen, was nach wie vor eine Voraussetzung für den unverminderten Fortgang des Disinflationsprozesses sei.

Dieser Beschluss würde bedeuten, dass die Leitzinsen in den letzten zehn Sitzungen um insgesamt 450 Basispunkte angehoben worden seien. Auf Grundlage seiner aktuellen Beurteilung solle der EZB-Rat seine Auffassung unterstreichen, dass die Leitzinsen in einer Spanne lägen, die bei ausreichend langer Beibehaltung einen erheblichen Beitrag zur zeitnahen Rückkehr der Inflation auf den Zielwert leisten werde. Die zukünftigen Beschlüsse des EZB-Rats würden dafür sorgen, dass die maßgeblichen EZB-Zinssätze so lange wie erforderlich auf ein ausreichend restriktives Niveau festgelegt würden. Zugleich bedeute die hohe beidseitige Unsicherheit rund um das Basisszenario, dass der EZB-Rat bei der Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus seiner Geldpolitik auch künftig einen datengestützten Ansatz verfolgen sollte.

Darüber hinaus erscheine es nach wie vor geboten, die Option beizubehalten, Reinvestitionen im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) flexibel zu handhaben. Dies stelle eine erste Verteidigungslinie gegen Fragmentierungsrisiken dar.

## 2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

### Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld nahmen die Mitglieder die Abwärtskorrektur der gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB für die Auslandsnachfrage im Euroraum zur Kenntnis. Dabei wurden unerwartet schwache Wirtschaftsdaten für China teilweise durch überraschend positive Daten aus den Vereinigten Staaten aufgewogen. In diesem Zusammenhang wurde daran erinnert, dass sich die Wachstumsdynamik der chinesischen Wirtschaft auf die weltweiten Rohstoffpreise auswirken dürfte. Sie sei somit ein Risikofaktor für die Inflationaussichten im Euroraum. Darüber hinaus wurde auf die anhaltend hohen geopolitischen Risiken hingewiesen. Diese hätten zur Folge, dass die Aussichten für die Konjunktur und Inflation weltweit mit außergewöhnlich hoher Unsicherheit behaftet seien – insbesondere in Bezug auf Energie und Nahrungsmittel.

An den Rohstoffmärkten seien die Ölpreise deutlich gestiegen, nachdem Saudi-Arabien und Russland eine Verlängerung ihrer Produktionskürzungen bis zum Jahresende beschlossen hätten. Gleichzeitig

wurden unterschiedliche Auffassungen darüber geäußert, wie dauerhaft die Auswirkungen dieser Schocks sein würden.

Einerseits wurde argumentiert, dass sich an den Energiemärkten eine echte Transformation vollziehe, da die Anbieter angesichts der globalen Energiewende versuchten, ihre Einnahmen durch Produktionssenkungen zu maximieren. Dadurch könnten die Energiepreise über Jahre hinweg einem anhaltenden Aufwärtsdruck ausgesetzt sein. Zudem sei denkbar, dass der Klimawandel eine Reihe neuer negativer Schocks auf der Angebotsseite mit sich bringe. So könnten extreme Wetterereignisse viel häufiger auftreten und zu Ernteausschlägen sowie zur Zerstörung landwirtschaftlicher Flächen führen. Dies würde sich aller Wahrscheinlichkeit nach vor allem auf die Energie- und Nahrungsmittelpreise auswirken, die für die Verbraucher von besonderer Relevanz seien. Daraus würde sich wiederum ein übermäßiger Effekt auf die Inflationserwartungen der privaten Haushalte und damit auch auf die Tarifverhandlungen ergeben.

Andererseits wurde die Ansicht geäußert, dass sich der Ölpreisanstieg aus drei Gründen zumindest teilweise als temporär erweisen könnte. Erstens sei er auf eine Angebotsverknappung durch Russland und Saudi-Arabien zurückzuführen, die in Anbetracht einer möglichen Abschwächung der weltweiten Ölnachfrage Umsatzeinbußen vermeiden wollten. Zweitens verlangsamte sich der internationale Warenhandel, und die Produktion von Waren sei energieintensiver als die Erbringung von Dienstleistungen. Drittens sei damit zu rechnen, dass die Ölnachfrage angesichts der konjunkturellen Abkühlung in China deutlich sinken werde. Darüber hinaus könne der jüngste Energieschock auch als Nachwirkung einer größeren Störung angesehen werden. Er sei eindeutig erheblich schwächer als der Energieschock in 2021/2022, der seinerzeit vor allem auf zwei zentrale Ereignisse zurückzuführen gewesen sei: die Corona-Pandemie und den ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine. In diesem Zusammenhang wurde Besorgnis hinsichtlich der Entwicklung an den europäischen Gasmärkten geäußert. Die Volatilität dort habe zugenommen, und das Preisniveau sei höher und anfälliger für Ausschläge nach oben als in anderen großen Volkswirtschaften. Erinnerung wurde auch daran, dass es in einem Umfeld, in dem angebotsseitige Energie- und Nahrungsmittelschocks dominierten (unabhängig davon, wie persistent diese seien), wichtig sei, zwischen Preisniveau- und Inflationsschocks zu unterscheiden.

In Bezug auf die konjunkturelle Entwicklung im Euroraum stimmten die Ratsmitglieder mit Herrn Lane darin überein, dass das Wirtschaftswachstum in den kommenden Monaten verhalten bleiben dürfte. In der ersten Jahreshälfte habe es weitgehend stagniert, und den jüngsten Indikatoren zufolge sei es auch im dritten Quartal schwach oder sogar negativ ausgefallen. Eine geringere Nachfrage nach Exporten des Eurogebiets und die Auswirkungen der restriktiven Finanzierungsbedingungen bremsten die Konjunktur – unter anderem durch einen Rückgang der Investitionen. Auch der Dienstleistungssektor, der sich bisher widerstandsfähig gezeigt habe, zeige sich nun schwächer. Im Laufe der Zeit sollte die wirtschaftliche Dynamik zunehmen, da sich die Realeinkommen – gestützt

durch eine sinkende Inflation, steigende Löhne und einen starken Arbeitsmarkt – erhöhen dürften. Dies werde den Konsumausgaben zugutekommen. Der Arbeitsmarkt habe sich trotz der konjunkturellen Abkühlung bislang robust entwickelt. Allerdings würden im Dienstleistungssektor, der seit Mitte 2022 ein wichtiger Motor des Beschäftigungswachstums gewesen sei, nun weniger Arbeitsplätze geschaffen.

Die Ratsmitglieder waren sich weitgehend einig, dass die Wachstumsaussichten auf kurze Sicht schwächer als erwartet seien. Die Geschäftsklimaindikatoren, d. h. die EMIs, signalisierten fragile Wirtschaftsaussichten, wobei die Konjunkturabkühlung in China und die höheren Energiepreise einen Abwärtsdruck auf die Konjunktur ausübten dürften. Die schwächelnde Konjunktur deute an, dass die Wirtschaft an der Schwelle zur Rezession stehe. Die weichen Indikatoren seien zwar weniger verlässlich als in der Vergangenheit, doch ihr Rückgang sei so stark, dass der Informationsgehalt bezüglich der wirtschaftlichen Aussichten trotzdem signifikant sei. Auch die harten Daten hätten eindeutig enttäuscht, wenngleich sie widerstandsfähiger ausgefallen seien als erste Schätzungen für das dritte Quartal. Seit dem Schlussquartal 2022 sei das vierteljährliche BIP-Wachstum im Wesentlichen unverändert geblieben. Vorläufigen Angaben zufolge sei das Wachstum im dritten Quartal 2023 erneut deutlich niedriger ausgefallen als erwartet. Auch an den Finanzmärkten seien die Wachstumserwartungen gesunken, wie an der negativen Steigung der Zinsstrukturkurve ablesbar sei.

Schwache Datenmeldungen seien auch der Hauptgrund dafür gewesen, dass die von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen nach unten korrigiert worden seien. Die Größenordnung dieser Korrektur wurde als sehr signifikant angesehen, da die kumulierte Abwärtsrevision des BIP am Ende des Projektionszeitraums nahezu 1 % betragen habe. Dies entspreche annähernd der Abwärtskorrektur vom Juni 2022, als der geschätzte Effekt des ungerechtfertigten Kriegs Russlands gegen die Ukraine mit -1,2 % erstmals in die Projektionen eingeflossen sei. Die jüngsten Revisionen beträfen vor allem das dritte und vierte Quartal 2023. Die Projektionen für das vierteljährliche Wachstum in den Jahren 2024 und 2025 seien indes gegenüber den Juni-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems im Wesentlichen unverändert geblieben. Bei Berücksichtigung der von Eurostat vorgenommenen Abwärtskorrektur der Wachstumsrate für das zweite Quartal 2023 auf 0,1 % – verglichen mit der ursprünglichen Schätzung von 0,3 % in den Stabsprojektionen der EZB vom September – ergebe sich für das laufende Jahr automatisch ein geringeres Wachstum. Außerdem deuteten Nowcasting-Modelle auf eine niedrigere Wachstumsrate hin als im Basisszenario für das dritte Quartal unterstellt, sodass die Risiken für das Wachstum im laufenden Jahr als abwärtsgerichtet angesehen würden.

Rückblickend, so der breite Konsens, seien die Juni-Projektionen hinsichtlich der Stärke der wirtschaftlichen Erholung im Jahr 2023 zu optimistisch gewesen. Insbesondere wurde darauf hingewiesen, dass die Projektionen für Konsum und Investitionen in einer Zeit, in der der Beitrag des Außenhandels zum Wirtschaftswachstum nahezu null betrage, zu positiv erschienen. Den EMIs

zufolge habe sich der Rückgang im verarbeitenden Gewerbe nun auch auf den Dienstleistungssektor ausgeweitet. Dies sei insofern bemerkenswert, als der Dienstleistungssektor im Sommer im Bereich Tourismus einen sehr dynamischen Eindruck gemacht habe. Folglich sei anzunehmen, dass nun andere Dienstleistungsbereiche schwächelten. Darüber hinaus wurde argumentiert, dass eine unerwartet starke geldpolitische Transmission die Abwärtskorrektur des Wachstums teilweise erklären könne, da die Sektoren, die annahmegemäß stärker von der Geldpolitik beeinflusst würden, auch diejenigen seien, die tatsächlich ein geringeres Wachstum aufwiesen.

Perspektivisch müsse der Optimismus bezüglich einer Erholung des privaten Konsums, der im Basisszenario über das Jahr 2023 hinaus zum Ausdruck komme, eventuell infrage gestellt werden, da die Verlangsamung des jährlichen Kreditwachstums andauere. Der Kreditkanal wurde als besonders relevant für Wohnungsbau- und Unternehmensinvestitionen angesehen. Dort habe sich die Aktivität in den vergangenen Quartalen deutlich abgeschwächt und sei über den Projektionszeitraum hinweg sogar kräftig nach unten korrigiert worden. Dass sich die Investitionsaussichten den Projektionen zufolge eintrübten, gebe Anlass zur Sorge angesichts der Notwendigkeit öffentlicher und privater Investitionen in den ökologischen Wandel und die Digitalisierung in Europa. Allerdings wurde auch angemerkt, dass die projizierte Investitionsschwäche weitgehend in der Einschätzung der Fachleute zu den Auswirkungen der restriktiveren Kreditangebotsbedingungen begründet liege, deren Bedeutung hinterfragt gestellt werden könne. Die negativen Folgen einer immer strafferen Geldpolitik für die Investitionen könnten auch das Produktivitätswachstum beeinträchtigen und letztlich die Lohnstückkosten in einem Teufelskreis nach oben treiben. Zudem gebe es Hinweise darauf, dass ein hoher Anteil der geldpolitischen Straffung seine Wirkung noch nicht entfaltet habe. Dies könne, so wurde argumentiert, die Nachfrage stärker dämpfen als derzeit projiziert. Andererseits wurde darauf hingewiesen, dass die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen zum größten Teil bereits im Jahr 2022 erfolgt sei, was möglicherweise bedeute, dass die Straffungswirkung bald ihren Höhepunkt erreichen könne.

Insgesamt sei es aber nach wie vor naheliegend, dass eine allmähliche Konjunkturerholung einsetzen werde. Denn steigende Löhne und ein starker Arbeitsmarkt dürften dafür sorgen, dass die Realeinkommen der privaten Haushalte wieder anstiegen, was den Konsumausgaben zugutekommen würde. In diesem Zusammenhang wurde daran erinnert, dass die projizierte wirtschaftliche Erholung nicht im Widerspruch zu größeren Auswirkungen der geldpolitischen Straffung im nächsten Jahr stehe. Es sei noch immer eine Verbesserung, nachdem praktisch fünf Quartale lang nahezu kein Wachstum verzeichnet worden sei.

Überdies kam die Frage auf, inwieweit die aktuelle Wirtschaftsschwäche rein konjunkturell bedingt sei. Es gebe Anzeichen dafür, dass sich der Trend bei der Produktivität nach unten verschoben habe, was zumindest teilweise dauerhaft sein könnte. Denkbar sei zudem, dass die höheren Energiepreise und deren volatilere Entwicklung Teile der Wirtschaft dauerhaft schädigen könnten. Aufgeschlüsselt nach

energieintensiven und nicht energieintensiven Branchen zeige sich, dass die Wachstumsabschwächung größtenteils den energieintensiven Branchen zuzuschreiben sei. Dies könnte darauf hindeuten, dass strukturelle Faktoren zugrunde lägen. Eine solche strukturelle Wachstumsverlangsamung würde sich auf das Produktionspotenzial und die Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Unterauslastung auswirken und letztlich inflationssteigernd wirken. Diesbezüglich wurde angemerkt, dass die jüngsten Revisionen der Konjunktur- und Inflationsaussichten zwar auf eine Stagflation hindeuteten, die Bedingungen am Arbeitsmarkt jedoch deutlich günstiger seien als in den 1970er-Jahren, als der Begriff geprägt worden sei.

Mit Blick auf den Arbeitsmarkt wurde festgestellt, dass die Projektionen vom September im Vergleich zu den Juni-Projektionen, als noch ein anhaltender Rückgang der Arbeitslosigkeit projiziert wurde, nun einen geringen Anstieg der Arbeitslosenquote enthielten. Gleichwohl blieben die Arbeitsmärkte im gesamten Projektionszeitraum recht angespannt. Betrachte man die Kosten einer Inflationsenkung bezogen auf Produktion und Beschäftigung – das sogenannte Opferverhältnis, das in den Projektionen impliziert sei –, so schienen die Kosten für die Verringerung eines deutlichen Inflationsanstiegs in Form einer höheren Arbeitslosigkeit bemerkenswert günstig. Insgesamt lasse sich wohl festhalten, dass die Projektionen nach wie vor mit einer weichen Landung im Einklang stünden. Zugleich wurde angemerkt, dass die aktuellen Indikatoren und die günstige Aussicht auf eine (nahezu) „perfekte Disinflation“ nicht zu Sorglosigkeit im Hinblick auf die Stärke des Arbeitsmarkts führen sollten. Es wurde darauf hingewiesen, dass die Beschäftigung in Rezessionsphasen in der Regel dadurch sinke, dass weniger Personal eingestellt werde und nicht dadurch, dass verstärkt Personal entlassen werde. Daher sollte es als ein negatives Signal gesehen werden, dass gegenwärtig weniger Neueinstellungen erfolgten. Dies müsse weiter beobachtet werden. Außerdem wurde angemerkt, dass die Beschäftigung zwar bislang kräftig geblieben sei, dies aber zum Teil den noch aktiven Programmen zur Arbeitsplatzsicherung geschuldet sei. Für Unternehmen seien diese Maßnahmen praktisch, um günstige und weniger produktive Arbeitskräfte zu halten. Sollte die Konjunktur jedoch nicht wieder anziehen, würden die Unternehmen dazu übergehen, Stellen abzubauen. Insgesamt sei die Lage am Arbeitsmarkt aus konjunktureller Sicht derzeit noch immer angespannt. Indes sei der Arbeitsmarkt wohl auch von strukturellen Veränderungen wie einer Verringerung der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden betroffen.

In Bezug auf den Immobilienmarkt wurde hervorgehoben, dass die Zahl der Transaktionen nach der Straffung der Geldpolitik deutlich zurückgegangen sei, sich die Preisanpassungen aber bislang in Grenzen hielten. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass in einigen Ländern bereits wieder eine Zunahme von Immobilientransaktionen verzeichnet worden sei. Vermutlich sei dies auf die geringere Unsicherheit über die künftige Zinsentwicklung zurückzuführen. So seien die Hypothekenzinsen zwar zuvor erheblich angepasst worden, doch seien sie seit geraumer Zeit auf

diesem höheren Niveau mehr oder weniger stabil geblieben, sodass die privaten Haushalte wieder zuversichtlich seien und am Wohnimmobilienmarkt aktiv würden.

Vor diesem Hintergrund erachteten die Ratsmitglieder die Risiken für das Wirtschaftswachstum als abwärtsgerichtet. Das Wachstum könnte sich verlangsamen, wenn die Geldpolitik eine kräftigere Wirkung entfalte als erwartet oder sich die Weltwirtschaft abschwäche, beispielsweise aufgrund einer weiteren Konjunkturabkühlung in China. Es sei aber auch möglich, dass das Wachstum die Projektionen übertreffe, wenn private Haushalte und Unternehmen aufgrund des robusten Arbeitsmarkts, der steigenden Realeinkommen und der nachlassenden Unsicherheit mehr Vertrauen schöpften und höhere Ausgaben tätigten.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Herrn Lane dargelegte Einschätzung und betonten, dass die Gesamtinflation zwar rückläufig sei, die Teuerung aber zu lange zu hoch bleiben dürfte. So seien die Werte für die Gesamtinflation für 2023 und 2024 in den Projektionen vom September gegenüber den Juni-Projektionen nach oben revidiert worden. Die Inflation dürfte erst Ende 2025 wieder unter 2 % sinken, was sehr spät sei. Maßgeblich hierfür dürfte ein Basiseffekt bei der Energieinflation sein. Darüber hinaus sei der in den September-Projektionen enthaltene allmähliche Disinflationpfad nach wie vor fragil und hänge von einer Reihe günstiger Annahmen ab: einer Trendumkehr beim Lohndruck, einem Rückgang der Stückgewinne und einem Abwärtstrend bei den Energiepreisen. Seit dem Stichtag für die Projektionen hätten sich die Ölpreise erhöht und der Euro abgeschwächt. Fände dies in einer automatischen Aktualisierung der Projektionen Berücksichtigung, würde die Gesamtinflation bis zum Ende des Projektionszeitraums nicht mehr unter das Inflationsziel der EZB sinken.

In Anbetracht der Tatsache, dass die Inflation im vergangenen Jahr wiederholt unterschätzt worden sei und obwohl die Aussichten für die Realwirtschaft sich eingetrübt hätten, scheine es noch immer einen deutlichen Aufwärtsdruck bei der Inflation zu geben. Vor allem angesichts der jüngsten Entwicklungen am Energiemarkt sei es noch zu früh, um den projizierten Disinflationprozess als verfestigt zu erachten. Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge sei die Gesamtinflation im August höher als erwartet ausgefallen und liege weiterhin auf einem sehr hohen Niveau. Dies habe zusammen mit anderen Faktoren, wie etwa ungünstigeren Annahmen über die Energiepreise, dazu beigetragen, dass die Projektionen vom September eine Aufwärtskorrektur für die Inflation enthielten. Die Inflationsdaten stimmten trotz der konjunkturellen Abschwächung noch nicht ausreichend zuversichtlich, dass die Inflation zeitnah zum Zielwert zurückkehren werde. Der „letzte Kilometer“ dürfte besonders herausfordernd sein. Zugleich seien die Indikatoren der Inflationsdynamik sowohl für die Gesamt- als auch die Kerninflation deutlich niedriger als die jährlichen Teuerungsraten. Einige Inflationskomponenten wiesen zuletzt jedoch wieder eine etwas stärkere Dynamik auf und lägen weiterhin deutlich über dem mittelfristigen Inflationsziel. Es wurde angeführt, dass die Kerninflation



nach wie vor starr sei und der zuvor verzeichnete rasche Fortschritt bei der Gesamtinflation immer mehr nachlasse, da sich die Basiseffekte im Bereich Energie auflösten oder sogar umkehrten.

Der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette, der sich in der Entwicklung der Erzeugerpreise und der Vorleistungskosten, einschließlich der weltweiten Rohstoffpreise für Nahrungsmittel, niederschläge, lasse im Großen und Ganzen weiter nach. Allerdings gebe es Belege für eine asymmetrische Weitergabe der Vorleistungspreise, d. h. steigende und sinkende Vorleistungskosten würden nicht gleichermaßen an die Verbraucherpreise weitergegeben. Es wurde auf die Evidenz einiger Länder verwiesen, denen zufolge sich der Anteil der Unternehmen, die die Preise gesenkt hätten, nun angesichts geringerer Vorleistungskosten erhöhe und im gegenwärtigen Konjunkturzyklus erstmals über dem Anteil der Unternehmen liege, die ihre Preise erhöhten. Dies deute darauf hin, dass der Disinflationprozess voranschreite. Allerdings wurde angemerkt, dass der Anteil der Unternehmen, die ihre Preise senkten, zwar zunehme, aber noch immer deutlich kleiner sei als der Anteil der Unternehmen, die ihre Preise bei steigenden Vorleistungskosten erhöht hätten. Diese Asymmetrie bei der Weitergabe wirke sich auch auf das Opferverhältnis aus, d. h., die Phillips-Kurve würde sich bei einem Inflationsrückgang stärker abflachen als bei einem Inflationsanstieg. Die Tatsache, dass die Preise seltener angepasst würden, verlangsamen die Weitergabe sinkender Vorleistungskosten.

Allgemein wurde die Ansicht vertreten, dass die Auswirkungen der jüngsten Energiepreissteigerungen auf die Inflation zunehmend schwieriger zu beurteilen seien. Einerseits könnte insbesondere der Anstieg der Ölpreise ein Schock von größerer Dauer sein und somit Löhne und Preise dauerhafter beeinflussen. Andererseits dürften sich die Auswirkungen des Energieschocks auf die Gesamtinflation aufgrund der schwachen Nachfrage und der restriktiven Geldpolitik von den jüngsten Erfahrungen unterscheiden und vorübergehender Natur bzw. weniger persistent sein. Angesichts der volatilen Inflation, die durch die häufigen Angebotsschocks bei Energie und Nahrungsmitteln bedingt sei, stelle sich die zentrale Frage, inwieweit diese Schocks auf die mittelfristigen Inflationsaussichten durchwirkten. Auf kurze Sicht würden sie die Inflation eindeutig erhöhen. Da sie sich jedoch negativ auf die Realeinkommen auswirkten, würden sie auch die Nachfrage dämpfen und die Kapazitätsauslastung verringern, wodurch sich mittelfristig ein disinflationärer Effekt ergebe. Es wurde daher als entscheidend angesehen, zwischen einmaligen Schocks auf das Preisniveau und den Auswirkungen derartiger Schocks auf die Inflationsdynamik zu unterscheiden, die für die mittlere Frist von Bedeutung seien.

Zudem wurde angemerkt, die Aussichten für den fiskalischen Kurs im kommenden Jahr seien aufgrund der Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem finanzpolitischen Steuerungsrahmen der EU besonders ungewiss. Die Daten aus einigen Ländern deuteten darauf hin, dass die Haushaltsdefizite deutlich höher ausfallen könnten, als in der Basisprojektion angenommen, was sich auf die Inflationsaussichten auswirke.

Die jüngste Entwicklung der Kerninflation stimme zuversichtlich. In den vergangenen Monaten habe sie sich weitgehend gemäß den Projektionen entwickelt. Im Großen und Ganzen hätten die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation offenbar ihren Höchststand erreicht oder stabilisierten sich. Dies gelte jedoch nicht für den Indikator der Binneninflation, der nach wie vor hoch sei. Seine Entwicklung dürfte einen persistenteren Druck auf die Dienstleistungspreise widerspiegeln, die einen hohen Lohnanteil aufwiesen.

Die Ratsmitglieder merkten nochmals an, dass der Lohndruck für das Verständnis des mittelfristigen Inflationsdrucks entscheidend sei. Es wurde allgemein anerkannt, dass die jüngste Lohnentwicklung weiterhin im Einklang mit den aktuellen Projektionen stehe und es erste Anzeichen gebe, dass der Lohndruck bald seinen Höchststand erreicht habe. Zugleich wurde betont, dass es noch keine eindeutigen Hinweise auf einen Wendepunkt bei der Lohndynamik gebe. Erst im Verlauf des Frühjahrs 2024 stünden hinreichend harte Daten zu Tarifabschlüssen und zum Arbeitnehmerentgelt zur Verfügung. In diesem Zusammenhang wurde daran erinnert, dass die Entwicklung an den Arbeitsmärkten und insbesondere die Lohnsetzung in hohem Maße von den institutionellen Rahmenbedingungen in den einzelnen Ländern abhängen. In einigen Staaten enthalte der Lohnfindungsprozess eine sehr starke vergangenheitsorientierte Komponente. Hierzu zählten unter anderem Lohnindexierung oder Zuschüsse zu den Lebenshaltungskosten. In anderen Ländern sei der Vergangenheitsbezug deutlich schwächer, was zwangsläufig zu einem Lohngefälle zwischen den Staaten führe. In den letzten beiden Quartalen habe es keine signifikanten Projektionsfehler in Bezug auf die Löhne gegeben. Dies sei sehr wichtig, da eines der Hauptrisiken für die Inflation darin bestehe, dass das Lohnwachstum noch höher ausfallen oder länger anhalten könnte, als in den Projektionen unterstellt. Bislang seien die aus zukunftsorientierten Indikatoren (wie dem Indikator der EZB für die Lohnentwicklung) gewonnenen Hinweise weitgehend durch die Lohndaten bestätigt worden. Ferner wurde darauf hingewiesen, dass die Stückgewinne zuletzt offenbar niedriger ausgefallen seien als vorhergesagt. Dies sei von Bedeutung, denn eine der Hauptannahmen bei der Projektion einer rückläufigen Inflation bestehe darin, dass ein geringerer Beitrag der Stückgewinne zum BIP-Deflator im Zeitverlauf eine Erholung der Reallöhne und ein robustes Wachstum der Lohnstückkosten kompensieren werde.

Unterdessen wurde betont, dass die jüngsten Anstiege der Lohnstückkosten nicht nur auf höhere Löhne, sondern auch auf ein unerwartet schwaches Wachstum der Arbeitsproduktivität zurückzuführen seien. Einerseits wurde die Ansicht geäußert, dass ein geringes Wachstum der Arbeitsproduktivität aufgrund der Hortung von Arbeitskräften größtenteils vorübergehender Natur sein sollte. Angesichts der anhaltenden Konjunkturverlangsamung und der Prozyklizität der Arbeitsproduktivität sei es nicht überraschend, dass die Wachstumsraten niedrig seien. Doch die Hortung von Arbeitskräften sei zwangsläufig ein vorübergehendes Phänomen. Wenn die Wirtschaftsleistung schwach bleibe, würden die Unternehmen mit dem Abbau von Arbeitsplätzen

beginnen. Dies führe zu einer höheren Produktivität, niedrigeren Lohnstückkosten und einem geringeren Inflationsdruck. Beschleunige sich das BIP-Wachstum stattdessen, könnte mit einer konjunkturbedingten Verbesserung der Arbeitsproduktivität gerechnet werden. Alles in allem erscheine es plausibel, davon auszugehen, dass das Produktivitätswachstum in naher Zukunft wieder steige, was die Lohnstückkosten und die Inflation eindämmen würde. Andererseits sollte auch anerkannt werden, dass strukturelle Veränderungen am Arbeitsmarkt, wie etwa der Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden, dauerhafte Auswirkungen auf die Arbeitsproduktivität, die Lohnstückkosten und letztlich die Preisentwicklung haben könnten.

Mit Blick auf die längerfristigen Inflationserwartungen nahmen die Ratsmitglieder die von Frau Schnabel und Herrn Lane vorgetragene Einschätzung zu den jüngsten Entwicklungen der marktbasierenden Messgrößen des Inflationsausgleichs und der umfragebasierten Indikatoren zur Kenntnis. Es wurde weithin eingeräumt, dass die langfristigen marktbasierenden tatsächlichen Inflationserwartungen auf Grundlage der um Inflationsrisikoprämien bereinigten Inflationsswapsätze seit Mitte 2022 weitgehend stabil geblieben seien, was als großer Erfolg der geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats gewertet wurde. Diese geschätzte Messgröße der tatsächlichen Inflationserwartungen habe sich trotz der hohen Inflationszahlen kaum erhöht. Es gebe aber dennoch keinen Anlass zur Sorglosigkeit.

Aufgrund der neuerlichen Rohstoffpreisschocks sei klar, dass sich die Geldpolitik nun in einem völlig anderen Umfeld bewege als zu Beginn der ersten Energiepreisschocks in den Jahren 2021 bis 2022. Zugleich gebe es einige Warnsignale. So wiesen einige umfragebasierte wie auch Finanzmarktindikatoren – etwa die Messgröße der Erwartungen für die Inflation in fünf Jahren – trotz der konjunkturellen Abschwächung einen leichten Anstieg auf. Dies deute darauf hin, dass ein niedrigeres Wirtschaftswachstum möglicherweise nicht ausreiche, um den zugrunde liegenden Preisdruck einzudämmen, was als Warnsignal dafür angesehen werden könnte, dass nach wie vor ein erhöhtes Risiko einer Entankerung der Inflationserwartungen bestehe. Der Anstieg des Inflationsausgleichs am Markt könnte auf das Risiko zurückzuführen sein, dass Angebotsschocks in Zukunft häufiger vorkommen könnten. Darin spiegelten sich vor allem Risikoprämien wider, was die Sorge der Anleger zum Ausdruck bringe, dass die Inflation höher ausfallen und über dem Zielwert der EZB liegen werde. Darüber hinaus gehe aus dem Survey of Professional Forecasters hervor, dass die Risiken nach wie vor eindeutig aufwärtsgerichtet seien. Selbst wenn die durchschnittliche erwartete Gesamtinflation weiterhin unverändert bliebe, bestünden den Umfragen zu den Inflationserwartungen zufolge also noch immer Aufwärtsrisiken. Diese asymmetrische Verteilung der erwarteten Inflation sowie die erhöhten Inflationsrisikoprämien deuteten darauf hin, dass eine fortgesetzte Verankerung der Inflationserwartungen nicht als selbstverständlich angesehen werden sollte. Wenn die Menschen mit wiederholten Schocks rechneten, durch die die Inflation auf über 2 % steigen würde, dürfte sich

dies letztlich in den Inflationserwartungen widerspiegeln, was sich auf die Löhne auswirken würde. Dadurch würde sich die Inflation von ihrem Zielwert entfernen.

Vor diesem Hintergrund gelangten die Ratsmitglieder zu der Einschätzung, dass aufgrund eines potenziellen erneuten Aufwärtsdrucks auf die Energie- und Nahrungsmittelpreise nach wie vor Aufwärtsrisiken für die Inflation bestünden. Widrige Witterungsverhältnisse und ganz allgemein die fortschreitende Klimakrise könnten Nahrungsmittel stärker verteuern als erwartet. Ein dauerhafter Anstieg der Inflationserwartungen auf ein Niveau über dem Zielwert von 2 % oder unerwartet deutliche Zuwächse bei Löhnen oder Gewinnmargen könnten den Preisauftrieb – auch auf mittlere Sicht – verstärken. Eine schwächere Nachfrage, beispielsweise aufgrund einer stärkeren Transmission der Geldpolitik oder einer Eintrübung des wirtschaftlichen Umfelds außerhalb des Euroraums, würde indes vor allem mittelfristig einen niedrigeren Preisdruck nach sich ziehen. Zugleich wurde aber auch die Ansicht vertreten, dass die Inflationsrisiken nun ausgewogen seien, da sich die Teuerung den meisten Analysen zufolge im Großen und Ganzen im Einklang mit den Projektionen entwickle, oder dass sie sich sogar nach unten verschoben hätten.

Was die monetäre und finanzielle Analyse angeht, so teilten die Ratsmitglieder weitgehend die eingangs von Herrn Lane vorgetragene Einschätzung. Die geldpolitische Straffung wirke nach wie vor stark auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen durch. Die Refinanzierungskosten der Banken hätten sich erneut erhöht, da Sparer täglich fällige Einlagen durch besser verzinsten Termineinlagen ersetzen und die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte der EZB ausliefen. Die Zinsen für Unternehmens- und für Hypothekarkredite stiegen im Durchschnitt weiter an.

Es wurde darauf hingewiesen, dass sich die Kreditentwicklung erneut abgeschwächt habe und die Jahreswachstumsrate der Kredite an Unternehmen und private Haushalte zurückgehe. Angesichts der schwachen Kreditvergabe und der Verkürzung der Bilanz des Eurosystems sinke das Geldmengenwachstum deutlich. Vor allem die Messgrößen der Wachstumsdynamik (d. h. die annualisierten Wachstumsraten für die vergangenen drei Monaten) zeigten, dass sich das Wachstum der Geldmengen- und Kreditaggregate sehr schnell verlangsamen. Eine vergleichbare Entwicklung sei zuvor nur während der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise zu beobachten gewesen. Der Rückgang der Kreditvergabe dürfte auf eine Kombination aus einer schwächeren Kreditnachfrage und einer Verknappung des Kreditangebots der Banken zurückzuführen sein, wobei die jeweiligen Beiträge der beiden Faktoren schwer voneinander zu trennen seien.

Es wurde die Auffassung geäußert, dass die Kreditentwicklung vor allem eine schwache Kreditnachfrage widerspiegele und nach wie vor weitgehend im Einklang mit den historischen Verlaufsmustern der geldpolitischen Transmission stehe. Indes gebe es kaum Anzeichen dafür, dass die Beschränkungen beim Kreditangebot eine Rolle spielen. Die geringere Nachfrage sei wohl nicht nur den Auswirkungen der Geldpolitik und den sich verschlechternden gesamtwirtschaftlichen Aussichten geschuldet, sondern womöglich auch den weiterhin umfangreichen Liquiditätspolstern der

Unternehmen, die sich diese in Zeiten erhöhter Unsicherheit – im Zusammenhang mit der Pandemie und zuletzt der Energiekrise – aufgebaut hätten. Dies könne auf einen geringeren Außenfinanzierungsbedarf der Unternehmen hindeuten. Es wurde betont, dass die Banken sehr gut in der Lage seien, mehr Kredite zu vergeben, sofern die Kreditnachfrage anziehe. Insbesondere für Banken mit Durationsinkongruenzen, d. h. für Institute, die für die Kredite in ihrem Bestand niedrige Zinsen festgeschrieben hätten, bevor die Refinanzierungskosten gestiegen seien, bestehe nun ein starker Anreiz, bonitätsstarke Kreditnehmer zu bedienen, wenn deren Nachfrage letztendlich zunehme, um so die eigene Rentabilität für die Zukunft zu sichern. Darüber hinaus wurde betont, dass die Bilanzen der Banken solide seien. Dies komme in den erhöhten Eigenkapitalquoten, den niedrigen Beständen an notleidenden Krediten und der robusten Ertragslage zum Ausdruck. Was die mikroprudenzielle Sicht betreffe, so habe das Zinsergebnis der Banken positiv auf die höheren Zinsen reagiert. Dadurch habe sich die Sorge, dass Zinserhöhungen den Banken zum Nachteil gereichten, etwas verringert.

In diesem Zusammenhang kam die Frage auf, weshalb die Banken aktuell ihre Kreditrichtlinien verschärften, wie dies aus der Umfrage zum Kreditgeschäft hervorgehe. Unter Berufung auf anekdotische Belege wurde vermutet, die Banken seien trotz starker Fundamentaldaten inzwischen vorsichtig bei der Kreditvergabe, weil sie sich um ihre Liquidität sorgten, insbesondere angesichts der Turbulenzen im Bankensektor im März 2023. Die Liquidität der Banken sei nicht eingeschränkt, gleichwohl seien die Erwartungen hinsichtlich der gesamten Überschussliquidität im Jahresverlauf gesunken. Die Banken müssten nun die Umschichtung von Tagesgeldeinlagen in die höher zu verzinsenden Termineinlagen bewältigen. Zudem liefen die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte aus. All diese Entwicklungen könnten zu einer größeren Vorsicht bei den Banken geführt haben. Darüber hinaus, so wurde argumentiert, sei die schwächere Kreditvergabe bislang zwar größtenteils auf Nachfragefaktoren zurückzuführen, doch es bestehe das Risiko, dass sich die Kreditbedingungen weiter verschärfen könnten, sobald Angebotsbeschränkungen stärker ins Gewicht fielen.

Vor diesem Hintergrund wurde angeführt, dass die mit der ersten Zinserhöhung im Juli 2022 begonnene geldpolitische Straffung über den Preis (Kreditzinsen) und die Menge (Kreditvolumen) deutlich stärker und schneller übertragen werde als erwartet und als in makroökonomischen Modellen üblicherweise berücksichtigt. Es wurde angemerkt, dass die Transmission der vergangenen Zinsbeschlüsse in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich verlaufe. Länder, in denen der Anteil variabel verzinslicher Hypothekarkredite und die wirtschaftliche Bedeutung des Baugewerbes hoch seien, hätten eine sehr rasche Weitergabe und eine anhaltende Abschwächung der Konjunktur verzeichnet. In den anderen Ländern mit einer starken Verbreitung festverzinslicher Hypotheken oder einem begrenzten Anteil privaten Wohneigentums verlaufe die geldpolitische Transmission

wahrscheinlich schleppender. Dies deutet darauf hin, dass ein großer Teil der vergangenen Zinserhöhungen noch gar nicht weitergegeben worden sei.

Es wurde jedoch argumentiert, dass der Straffungszyklus lange vor der ersten Zinserhöhung begonnen habe. Würde dies zusammen mit der Beendigung der Nettoankäufe von Vermögenswerten berücksichtigt, ergebe sich eine Transmission, die eher dem historischen Durchschnitt entspreche. Es wurde auch an der Aussage festgehalten, dass die Wirkung auf die Kreditzinsen und -volumina zwar außergewöhnlich stark erscheine, sie aber schlicht und allein eine regelmäßig verlaufende Transmission außerordentlich großer und rascher Zinsschritte widerspiegele und nicht etwa eine Veränderung historischer Regelmäßigkeiten in Bezug auf die einzelnen Zinserhöhungen. Zudem wurde hervorgehoben, dass die Weitergabe der Zinsänderungen an die Einlagenzinsen der Banken derzeit noch schleppend erfolge.

## Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Bei der Beurteilung des geldpolitischen Kurses waren die Ratsmitglieder der Auffassung, dass sich die Finanzierungsbedingungen seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 26.-27. Juli insgesamt weiter verschärft hätten und dass die Geldpolitik inzwischen stark auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen und die Realwirtschaft durchwirke. Der Verlauf der risikofreien Terminzinskurve habe sich gegenüber der vorangegangenen Sitzung kaum verändert. Hierin komme möglicherweise die Einschätzung der Marktteilnehmer zum Ausdruck, dass sich das Wachstum bei weiterhin erhöhter Inflation abschwäche. Auch die langfristigen Realzinsen im Euroraum seien nahezu stabil geblieben.

Es wurde betont, dass die Aussichten nach wie vor mit einer außergewöhnlich hohen Unsicherheit behaftet seien. Vor diesem Hintergrund beurteilten die Ratsmitglieder die seit der letzten geldpolitischen Sitzung verfügbar gewordenen Daten im Einklang mit den drei Hauptelementen der Reaktionsfunktion des EZB-Rats. Diese 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.

Zuerst wurden die Inflationsaussichten betrachtet: Hier traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung unter den Ratsmitgliedern. Insgesamt scheine der Disinflationprozess weitgehend erwartungsgemäß zu verlaufen. Die Gesamtinflation sei im Juli gesunken. Im August sei der Rückgang jedoch durch höhere Energiepreise ins Stocken geraten. Für Zuversicht sorgte indes die Tatsache, dass die Kerninflationen während der letzten Monate nicht mehr höher ausgefallen seien als erwartet. Zwar hätten die Fachleute der EZB im September ihre Inflationsprojektionen für die Jahre 2023 und 2024 nach oben angepasst, für 2025 sei die Projektion

hingegen gesenkt worden, wobei das Erreichen des Inflationsziels aber erst für das Schlussquartal 2025 erwartet werde. Es wurde jedoch daran erinnert, dass sich der EZB-Rat auf die mittelfristige Inflation konzentriere. Die geringfügige Aufwärtskorrektur der kurzfristigeren Inflationsprojektionen sollte daher nicht allzu besorgniserregend sein, solange die Inflationserwartungen von der Zielabweichung unberührt blieben und es nicht zu Zweitrundeneffekten bei Löhnen und Gewinnen komme. Ebenso dürfte die Inflation in den kommenden Monaten aufgrund von Basiseffekten vorübergehend sinken, ohne dass sich dies auf die mittelfristigen Inflationsaussichten auswirken werde. Gleichwohl berge dieses Verlaufsmuster möglicherweise einige Herausforderungen in Bezug auf die Kommunikation. Insgesamt seien die Inflationsrisiken nun ausgewogener, da sich die Nachfrage deutlich abgeschwächt habe und die Geldpolitik eindeutig restriktiv sei. Ungeachtet dessen könnte die Inflation angeheizt werden, wenn die Energiepreise nochmals anstiegen und die Häufigkeit aufwärtsgerichteter Energiepreisschocks künftig zunähme. Darüber hinaus bestehe weiterhin die Gefahr, dass die Persistenz der Inflation und die Zweitrundeneffekte bei den Löhnen unterschätzt würden.

Die Mehrzahl der Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation zeige nach Ansicht der Ratsmitglieder nun einen deutlicher erkennbaren moderaten Abwärtspfad und eine größere Nähe zueinander. Eine Ausnahme sei die nach wie vor steigende Binneninflation. Überdies gebe es begrenzte Anzeichen für einen einsetzenden Richtungswechsel beim Lohnwachstum, wenngleich es noch an harten Daten fehle, die für einen Wendepunkt sprächen. Die Stückgewinne seien zugleich niedriger ausgefallen als in früheren Projektionen impliziert. Demnach könne der steigende Lohndruck wohl von den Unternehmen im Zeitverlauf teilweise aufgefangen werden. Diese wichtige Annahme liege der Projektion des BIP-Deflators zugrunde. Für diesen erwarteten die Fachleute eine Abschwächung, auch wenn sie für 2023 wegen der höheren Lohnstückkosten eine Aufwärtskorrektur vorgenommen hätten.

Mit Blick auf die Transmission des geldpolitischen Kurses merkten die Ratsmitglieder an, dass diese stärker ausfalle als erwartet, wofür sich inzwischen auch eine Vielzahl an Belegen finden lasse. Diese Entwicklung könne zum Teil mit dem außergewöhnlich starken Anstieg der EZB-Leitzinsen zusammenhängen, doch deuteten die Fachanalysen darauf hin, dass die Wirkung über die einer üblichen Transmission hinausgehe. Darüber hinaus stehe ein erheblicher Teil der Zinsweitergabe noch bevor, sodass während des Projektionszeitraums mit einer gedämpften Konjunktur und Inflation zu rechnen sein dürfte. Einerseits wurde angemerkt, dass sich die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung im Zeitverlauf noch verstärken und möglicherweise deutlich über das Jahr 2025 hinaus reichen könnten. Andererseits könne – unter Zugrundelegung der üblichen Transmissionsverzögerungen – auch mit einer nachlassenden Wirkung des Straffungszyklus gerechnet werden, da dieser schon lange zuvor (d. h. vor der ersten Leitzinsanhebung im Juli 2022) begonnen habe.

Es wurde hervorgehoben, dass die Inflationserwartungen ein wichtiger Kanal für die Transmission des geldpolitischen Kurses seien. Als großer Erfolg wurde erachtet, dass die Inflationserwartungen verankert geblieben seien, obwohl die Inflation lange Zeit über dem Zielwert gelegen habe. Dieser Erfolg sei allerdings zerbrechlich, denn die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs lägen nach wie vor auf einem erhöhten Niveau. Es bestehe weiterhin die Gefahr, dass die Inflation zu lange über dem Zielwert verbleibe. Daher seien Bescheidenheit und Vorsicht geboten.

Insgesamt werde noch immer erwartet, so die einhellige Meinung der Ratsmitglieder, dass die Teuerung zu lange zu hoch bleiben werde. Indessen habe der geldpolitische Zyklus nun eine Phase erreicht, in der die Risiken einer zu starken Straffung und einer zu geringen Straffung ausgewogener seien. So lägen die Leitzinsen der EZB in einer Spanne, die bei ausreichend langer Beibehaltung wesentlich dazu beitragen werde, dass die Teuerung zeitnah zum Inflationsziel der EZB zurückkehre. Diese Einschätzung werde durch modellgestützte Simulationen, Expertenumfragen und Marktpreise gestützt: Diese deuteten nämlich darauf hin, dass Konstellationen, in denen ein Einlagesatz von 3,75 % bis 4,00 % ausreichend lange aufrechterhalten werde, im Einklang damit stünden, dass die Teuerung innerhalb des Projektionszeitraums das Inflationsziel wieder erreichen werde. Angesichts der erheblichen Unsicherheit hoben die Ratsmitglieder hervor, dass die Entscheidung zwischen einer Zinserhöhung und einer Zinspause knapp ausfallen dürfte und dass hierbei auch taktische Überlegungen eine Rolle spielten.

Dies zeige sich auch in der Terminzinsstrukturkurve, der zufolge die Wahrscheinlichkeiten für eine auf der Septembersitzung erfolgende Zinserhöhung bzw. -pause seit einiger Zeit relativ gleichmäßig verteilt gewesen seien. Gleiches gelte für die Erwartungen der Analysten, die sich beispielsweise aus der Umfrage unter geldpolitischen Analysten ablesen ließen.

## Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Auch wenn vor diesem Hintergrund generell mit einer knappen Entscheidung gerechnet wurde, sprach sich eine solide Mehrheit der Ratsmitglieder für die von Herrn Lane vorgeschlagene Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte aus.

Die Befürworter verwiesen auf die nach wie vor hohe Inflation und betonten, dass eine Zinserhöhung die feste Entschlossenheit des EZB-Rats signalisieren werde, die Inflation zeitnah wieder auf den Zielwert zu senken. Der Zeitrahmen, in dem die Inflation wieder die 2 %-Marke erreichen solle, dürfe sich nicht über das Jahr 2025 hinaus erstrecken. Dazu werde es den aktuellen Projektionen zufolge auch nicht kommen, wemgleich die Inflation dann mehr als vier Jahre in Folge über dem Ziel gelegen haben werde. Würde man sich bei einer erstmals so knappen Entscheidung fälschlicherweise für eine Zinspause entscheiden, könnte dies als nachlassende Entschlossenheit der EZB ausgelegt werden, zumal sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflation derzeit noch über 5 % liege.



Darüber hinaus richtete sich das Augenmerk auf die Tatsache, dass die Projektionen für die Gesamtinflation in den ersten beiden Jahren des Projektionszeitraums nach oben angepasst wurden und dass die Projektionen auf den Marktzinsen basierten, in denen ein weiterer Zinsanstieg vor Jahresende eingepreist sei. Außerdem seien weitere gesicherte Belege für einen Wendepunkt des Lohnwachstums erforderlich, auch wenn es erste Anhaltspunkte dafür gebe, dass dieses seinen Höchststand annähernd erreicht habe. Erwogen werden müsse auch die Gefahr, dass der in den Projektionen enthaltene Inflationspfad fragil sei und zusätzliche Angebotsschocks dazu führen könnten, dass die Inflation länger über dem Zielwert liegen werde. Dies könne dann die Inflationserwartungen beeinflussen. Zudem drohe im Falle weiterer Klimaereignisse ein Anstieg der Nahrungsmittelpreise. Eine erneute Leitzinsanhebung sei somit auch eine Art Versicherung gegen das nach wie vor erhöhte Risiko, dass die Inflation zu lange über ihrem Zielwert bleiben könnte. Ein Zinssatz von 4,00 % biete bei der Kontrolle einer solchen Situation mehr Sicherheit als ein Zinssatz von 3,75 %, da höhere Zinsen die Verstärkung weiterer Schocks verhindern könnten. Damit sinke auch die Wahrscheinlichkeit, dass die Zinsen in Zukunft abermals angehoben werden müssten. In diesem Zusammenhang wurde argumentiert, dass vieles für das Ignorieren von Angebotsschocks gesprochen habe, als sich die Geldpolitik nahe ihrer effektiven Zinsuntergrenze bewegt habe und die Inflation niedrig gewesen sei. Derzeit gestalte sich die Lage jedoch völlig anders.

In dieser Argumentation wurde weiter angeführt, eine Zinspause könne Anlass zu Spekulationen geben, dass es sich um das Ende des Straffungszyklus handele. Hierdurch erhöhe sich das Risiko eines erneuten Anstiegs der Inflation. Eine solche Situation würde später eine weitere Reihe geldpolitischer Straffungen erforderlich machen, was sich wiederum negativ auf die Immobilienmärkte und die Finanzstabilität auswirken könnte. Der Verzicht auf eine Leitzinserhöhung könne auch als Signal gewertet werden, dass sich der EZB-Rat stärker um die Wirtschaft und eine mögliche Rezession Sorge als um die zu hohe Inflation.

Einige Ratsmitglieder sprachen sich dafür aus, die Zinssätze auf ihrem aktuellen Niveau zu belassen, da der EZB-Rat klargestellt habe, dass seine Beschlüsse von der Datenlage abhängen. Ihrer Ansicht nach rechtfertigten die seit Juli verfügbaren Daten insgesamt keine weitere Leitzinserhöhung: Die Konjunktur habe sich erheblich abgekühlt, und die Inflation werde bis zum Ende des Projektionszeitraums wieder bei rund 2 % liegen. Zugleich seien die Risiken für die Inflationsaussichten mittlerweile ausgewogen. Die Ölpreise seien zwar gestiegen, was sich jedoch als eine vorübergehende Entwicklung erweisen könnte. Die Leitzinsen seien seit Beginn der geldpolitischen Straffung bereits um 425 Basispunkte angehoben worden, und dies belege hinreichend die Entschlossenheit des EZB-Rats, sein Preisstabilitätsmandat zu erfüllen.

Diese Ratsmitglieder vertraten darüber hinaus die Ansicht, dass die Weitergabe der bisherigen Leitzinserhöhungen zum Großteil noch bevorstehe und noch nicht vollständig im Hauptszenario berücksichtigt sein dürfte. Hieraus könnten sich erhebliche Abwärtsrisiken für das

Wirtschaftswachstum ergeben. Hingegen hielten sie es kaum für möglich, dass Aufwärtsrisiken für die Wachstumsaussichten entstehen. Sich auf der aktuellen Sitzung für eine Zinspause zu entscheiden, habe auch den Vorteil, dass die Auswirkungen der bisherigen Beschlüsse auf die Wirtschaft in der Zwischenzeit beurteilt werden könnten. Überdies ließe sich evaluieren, ob die Konjunkturabkühlung stärker als erwartet ausfalle und die Teuerung tatsächlich wie projiziert zurückgehe, ohne dass eine weitere Zinserhöhung erforderlich wäre. Weiterhin sei zu bedenken, dass sich durch eine erneute Leitzinsanhebung die Situation des Jahres 2011 wiederholen könne: Damals mussten die Zinserhöhungen angesichts der wirtschaftlichen Folgen der Staatsschuldenkrise rasch rückgängig gemacht werden. Vor diesem Hintergrund wurde auch an die nachrangigen Ziele der EZB erinnert. Ließe sich das Inflationsziel bis Ende 2025 mithilfe eines niedrigeren Zinspfads erreichen und würde sich damit die Wahrscheinlichkeit einer weichen Landung erhöhen, wäre dies die zu bevorzugende Entwicklung. Der EZB-Rat müsse auch die wirtschaftlichen und sozialen Kosten einer möglichen harten Landung berücksichtigen. Aus Sicht des Risikomanagements seien die Risiken größer, wenn zum gegenwärtigen Zeitpunkt die Zinsen angehoben würden und dann ein Kurswechsel vollzogen werden müsse, falls sich die Konjunktur stärker als erwartet abschwächen sollte, als wenn jetzt eine Pause im Straffungszyklus eingelegt werde und die Zinsen auf einer der kommenden Sitzungen angehoben werden müssten.

Der Vorschlag des Direktoriums, bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im PEPP-Portfolio weiterhin flexibel zu agieren, fand bei den Ratsmitgliedern Zustimmung.

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 14. September 2023](#)

## **Pressemitteilung**

[Geldpolitische Beschlüsse](#)

## Sitzung des EZB-Rats, 13.-14. September 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 Valimäki, temporär für Herrn Rehn
- Herr Vasle
- Herr Villeroy de Galhau
- Herr Visco
- Herr Vujčić
- Herr Wunsch\*

\* Mitglieder, die im September 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
- Frau Buch
- Herr Dabušinskas
- Herr Demarco
- Herr Gavilán
- Herr Haber
- Herr Kaasik
- Herr Koukoularides
- Herr Lünemann
- Herr Madouros
- Herr Martin
- Herr Nicoletti Altimari
- Herr Novo
- Herr Pösö
- Herr Rutkaste
- Herr Sleijpen
- Herr Šošić
- 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 23. November 2023 vorgesehen.

### **Europäische Zentralbank**

Generaldirektion Kommunikation

Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland

Tel.: +49 69 1344 7455, E-Mail: [media@ecb.europa.eu](mailto:media@ecb.europa.eu)

Internet: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

*Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.*