

# Sitzung am 13.-14. Dezember 2023

## Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 13.-14. Dezember 2023, in Frankfurt am Main

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

#### Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel wies darauf hin, dass sich das Narrativ an den Finanzmärkten seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 25.-26. Oktober 2023 völlig umgekehrt habe. Dies sei abermals ein Beleg für die hohe Sensitivität der Finanzmärkte gegenüber neu veröffentlichten Daten und der Zentralbankkommunikation. Die Märkte befänden sich nunmehr im Aufwind, da sie mit einer schnellen und „perfekten“ Disinflation sowie einer frühzeitigen und deutlichen Umkehr des geldpolitischen Kurses rechneten. Diese Neubewertung habe die Preise für risikoreiche Vermögenswerte gestützt. So sei es an den Aktienmärkten zu Kurssprüngen gekommen, und die Spreads von Staats- und Unternehmensanleihen hätten sich angesichts der weiterhin reibungslosen Absorption über die Märkte verringert. Die dynamische Entwicklung an den Märkten für risikoreiche Vermögenswerte und ein stärkerer Euro-Wechselkurs stünden im Einklang damit, dass die Anleger das Erreichen der Talsohle und nicht eine Verschlechterung der konjunkturellen Dynamik im Euroraum einpreisten.

Mit Blick auf die wichtigsten Treiber der Finanzmarktentwicklungen und der geldpolitischen Erwartungen sei der erste und ausschlaggebende Faktor gewesen, dass die Inflation weltweit überraschend niedrig ausgefallen sei. Zweitens seien – abgesehen von den Inflationszahlen – auch andere makroökonomische Daten im Euroraum besser ausgefallen als erwartet, was die Befürchtungen hinsichtlich einer „harten Landung“ der Wirtschaft abgemildert habe. Der dritte Faktor, der die Risikoneigung der Anleger stütze, sei der nachlassende Einfluss geopolitischer Spannungen. Parallel dazu seien die Ölpreise gesunken.

Der ausgeprägte Umschwung bei der Preisgestaltung an den Märkten in den letzten Monaten habe bei den Indizes der finanziellen Bedingungen zu starken Schwankungen geführt. Im September und Oktober 2023 sei noch eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen im Euroraum zu

beobachten gewesen, da die Märkte davon ausgegangen seien, dass die Zinsen für längere Zeit hoch bleiben würden. Zudem hätten sich die Laufzeitprämien ausgeweitet. Diese Entwicklungen hätten sich im November und Anfang Dezember, als sich die Anleger auf eine rasche Disinflation eingestellt hätten, allerdings mehr als umgekehrt. Fast alle Komponenten der Standardindizes für die finanziellen Bedingungen deuteten auf eine erhebliche Lockerung der entsprechenden Bedingungen auf das zuletzt Anfang 2023 beobachtete Niveau hin.

Seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats hätten die Anleger ihre Einschätzung sowohl der kurz- als auch der längerfristigen Inflationsaussichten deutlich korrigiert. Sie rechneten nun damit, dass die Inflation spürbar schneller sinken und danach in der Nähe des Inflationsziels der EZB von 2 % liegen werde. Die Terminkurve für inflationsindexierte Swaps weise auf drei Merkmale der Bepreisung der am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessenen jährlichen Inflation über das Jahr 2024 hinaus hin. Erstens hätten sich die marktbasieren Messgrößen des Gesamtinflationausgleichs im Euroraum über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg verringert. Zweitens sähen die Anleger kein Szenario vor, in dem die Inflation wieder unter das Zielniveau zurückkehre. Drittens weise die Terminkurve für inflationsindexierte Swaps derzeit eine stärkere Aufwärtsneigung auf als vor der globalen Finanzkrise, was auf die über den Zeithorizont allmählich steigenden Inflationsrisikoprämien zurückzuführen sei. Mit anderen Worten: Im neuen wirtschaftlichen und geopolitischen Umfeld, das weltweit vorherrsche, werde Aufwärtsrisiken für die längerfristige Inflation eine größere Bedeutung beigemessen als vor der globalen Finanzkrise.

Das Disinflationnarrativ, das erstmals in den Vereinigten Staaten aufgekommen sei, sei im Eurogebiet auf fruchtbaren Boden gefallen und habe sich auf die kurzfristigen Marktzinssätze im Euroraum ausgewirkt, vor allem nachdem die Schnellschätzung der Inflation im Eurogebiet im November niedriger gewesen sei als erwartet. Derzeit preisten die Märkte eine frühere erste Leitzinssenkung durch die EZB und einen rascheren Zinssenkungszyklus ein als noch zum Zeitpunkt der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats. Eine Zinssenkung um 25 Basispunkte im April 2024 sei von den Märkten bereits ab dem 13. Dezember 2023 vollständig eingepreist worden, und zwar sogar noch vor Bekanntgabe der geldpolitischen Entscheidung des Offenmarktausschusses der US-Notenbank. Bis Ende 2024 werde im Euroraum mit Zinssenkungen in Höhe von insgesamt fast 140 Basispunkten gerechnet. Zum Zeitpunkt der vorherigen geldpolitischen EZB-Ratssitzung seien hingegen rund 60 Basispunkte erwartet worden.

Ein wichtiger Faktor für die drastische Abwärtskorrektur der Terminzinsen sei die Auspreisung weiterer Leitzinserhöhungen. Zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung im Oktober 2023 hätten die Optionspreise – unter der Annahme von Risikoneutralität – auf eine Wahrscheinlichkeit von 25 % hingedeutet, dass es zu einer weiteren Zinserhöhung um 25 Basispunkte kommen könnte. Ab dem 13. Dezember 2023 hätten die Märkte einer weiteren Zinsanhebung nur noch eine Wahrscheinlichkeit von 8 % zugeschrieben. Im Gegensatz dazu seien die von den Umfrageteilnehmern angegebenen wahrscheinlichsten Ergebnisse weniger von Änderungen an den Rändern der Antwortverteilung beeinflusst worden. Dies könne zum Teil die erhebliche Divergenz zwischen umfrage- und

marktbasierten Erwartungen erklären, da die Analysten von späteren und weniger Zinssenkungen ausgingen als die Marktteilnehmer. So sei in der Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts) mit Senkungen um insgesamt 75 Basispunkte gerechnet worden – allerdings erst ab Juli 2024. Ein weiterer Faktor, der diese Divergenz erklären könne, sei der Umstand, dass die Analysten ihre Erwartungen tendenziell zögerlicher korrigierten und auf deutlichere Hinweise vonseiten der Zentralbank warteten. Ähnliche Entwicklungen seien zu Beginn des geldpolitischen Straffungszyklus zu beobachten gewesen: Damals seien die Umfrageergebnisse den Terminkurven im Eurogebiet und in den Vereinigten Staaten mit einer zeitlichen Verzögerung von mehreren Monaten gefolgt.

Im Zuge der Inflation und der Neubewertung der Geldpolitik seien die Realzinsen am sehr kurzen Ende der Kurve merklich gestiegen, da die Anleger die kurzfristigen Inflationsaussichten neu einschätzten. Demgegenüber seien die nominalen Kurzfristzinsen „starrer“ gewesen, was die Kommunikation der EZB widerspiegele. Über die kurze Frist hinaus betrachtet seien die realen Terminzinssätze jedoch über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg deutlich gesunken. Ursächlich hierfür sei, dass mittel- und längerfristig der Rückgang der Nominalzinsen größer ausgefallen sei als die Abwärtskorrektur der Inflationsaussichten. Anders ausgedrückt: Die frühere Straffung habe sich teilweise wieder umgekehrt.

Eine Aufschlüsselung der Aktienkursentwicklung im Euroraum zeige, dass der kräftige Anstieg der Aktienkurse seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats durch die Neubewertung der Geldpolitik als akkommodierend bedingt gewesen sei. Von den Gewinnerwartungen sei dabei ein leicht gegenläufiger Effekt ausgegangen. Die Entwicklung an den Anleihemärkten des Euroraums spreche dafür, dass sich die Marktteilnehmer auf das Erreichen der Talsohle einstellten und nicht mit einer weiteren Abschwächung der Wachstumsdynamik der Wirtschaft im Eurogebiet rechneten. Durch die Neubewertung des geldpolitischen Ausblicks in Verbindung mit etwas besseren gesamtwirtschaftlichen Nachrichten für den Euroraum habe sich die im September und Oktober beobachtete Ausweitung der Renditeabstände bei Unternehmens- und Staatsanleihen umgekehrt.

Hinsichtlich möglicher Anpassungen bei den Reinvestitionen im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) deuteten die Ergebnisse der Umfrage unter geldpolitischen Analysten vom Dezember darauf hin, dass an den Märkten bereits mit einer teilweisen Rückführung der PEPP-Reinvestitionen ab Mitte 2024 und einer vollständigen Einstellung der Wiederanlagen nach Dezember 2024 gerechnet werde. Darüber hinaus dürfte die anhaltende Nachfrage nach Anleihen an den Primär- und Sekundärmärkten im Zuge der laufenden Reduzierung der Bestände aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) dazu beitragen, dass eine frühere Beendigung der vollständigen Wiederanlagen im Rahmen des PEPP reibungslos über den Markt absorbiert werde. Als das Eurosystem sein Engagement an den Märkten für Staats- und Unternehmensanleihen verringert habe, seien private Investoren eingesprungen. Die reibungslose Absorption sei auch dadurch gestützt worden, dass die Schuldenverwaltungen die Privatkundennachfrage genutzt und die Laufzeit neu begebener Schuldtitel etwas verringert hätten.

Die Neubewertung der Geldpolitik und die verbesserte Risikostimmung hätten sich auch positiv auf die Refinanzierungsbedingungen der Banken ausgewirkt. Die Renditeabstände von Bankanleihen im Euroraum seien insbesondere bei risikoreicheren Papieren zurückgegangen. Die Nachfrage der Anleger nach Bankanleihen habe zu einer soliden Emissionstätigkeit am Primärmarkt geführt, sogar im Segment des zusätzlichen Kernkapitals (AT1). Der verstärkte Rückgriff der Banken auf marktbasiertere Finanzierungsquellen vor dem Hintergrund günstigerer Refinanzierungsbedingungen lasse darauf schließen, dass die Banken ohne Weiteres in der Lage seien, die Rückzahlungen im Rahmen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) zu absorbieren. Darauf deuteten auch die beträchtlichen freiwilligen Rückzahlungen hin. An den Refinanzierungsmärkten sei zum Jahresende 2023 mit einer ruhigen Dynamik zu rechnen. Das allgemein geringere Engagement des Eurosystems an den Anleihemärkten und die geringere Überschussliquidität sollten Verzerrungen an den Repomärkten an Bilanzstichtagen entgegenwirken.

Was die Wechselkursentwicklung anbelange, so habe der Euro nach der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Oktober zunächst deutlich gegenüber dem US-Dollar aufgewertet. Die Aufwertung sei stärker ausgefallen, als die Entwicklung der Zinsdifferenzen habe vermuten lassen, und sei zum Teil auf die verbesserte Stimmung unter den Anlegern zurückzuführen gewesen. Grund hierfür sei die weltweite Neubewertung der Geldpolitik, die den US-Dollar belastet habe. Seit Ende November habe der Euro seine Zugewinne teilweise wieder eingebüßt. Spekulative Positionen wiesen jedoch auf eine künftige Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar hin, was mit den Erwartungen einer „weichen Landung“ der Wirtschaft im Euroraum im Einklang stehe.

## Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euroraum

Mit Blick auf die Weltwirtschaft stellte Herr Lane fest, dass sich das weltweite reale BIP im Jahr 2023 stärker, der Welthandel hingegen schwächer entwickelt habe als im Dezember 2022 projiziert. Ein Grund für die rückläufige Elastizität des Handels gegenüber dem Wachstum der Weltwirtschaft sei die Zusammensetzung der Nachfrage, die sich nach der Pandemie normalisiert und von handelsintensiveren Waren hin zu weniger handelsintensiven Dienstleistungen verlagert habe. Den jüngsten Daten zufolge nähere sich der Waren- bzw. Dienstleistungskonsum wieder dem jeweiligen Vorpandemietrend an. Dies lasse darauf schließen, dass sich der Veränderungsprozess in der Zusammensetzung der Nachfrage dem Ende zuneige. Auch der globale Lagerzyklus kehre zu normaleren Schwankungen zurück. Während der Pandemie sei der Handel durch eine kräftige Aufstockung der Lagerbestände, bei denen es sich zum Großteil um importierte Waren gehandelt habe, vorangetrieben worden. Grund für den Lageraufbau seien die weltweiten Lieferkettenstörungen gewesen. Im Zuge der Entspannung bei den Lieferkettenengpässen und sinkender Auftragseingänge sei der historisch hohe Vorratsbestand wieder abgebaut worden. Die Normalisierung des Lagerzyklus

dürfte in nächster Zeit zu einer stärkeren Ausweitung des Handels und einer Normalisierung der Handelselastizitäten beitragen.

In Bezug auf den Euroraum erinnerte Herr Lane daran, dass die Schnellschätzung für die Inflation im November deutlich niedriger ausgefallen sei als erwartet. Die Gesamtinflation sei auf 2,4 % zurückgegangen, verglichen mit 2,9 % im Oktober. Hierzu hätten sämtliche Hauptkomponenten des HVPI beigetragen. Die am HVPI gemessene Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) sei von 4,2 % im Oktober auf 3,6 % im November gesunken. Der Rückgang der Teuerungsrate bei Industrieerzeugnissen ohne Energie von 3,5 % auf 2,9 % spiegele die Entspannung bei den Lieferkettenengpässen und das langsamere Wachstum der Nachfrage wider. Der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen habe sich im November auf 4,0 % nach 4,6 % im Oktober abgeschwächt. Alle Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation hätten im Oktober nachgegeben. Die Binneninflation sei zwar mit 5 % gegenüber dem Vorjahr weiterhin erhöht, doch habe sich die Dynamik dieses Indikators in den letzten drei Monaten merklich verlangsamt.

Im Vorjahresvergleich sei die Teuerung sehr stark zurückgegangen. Die Gesamtinflation habe sich über das Jahr hinweg vor allem dank der massiven Preissenkungen in der Energiekomponente um rund 8 Prozentpunkte verringert. Rückblickend hätten die Fachleute in ihren im Dezember 2022 erstellten Projektionen für die Teuerung in einem Jahr den beträchtlichen Disinflationsprozess korrekt vorhergesehen. Dieser Prozess des Inflationsabbaus im Jahresverlauf 2023 sei nicht nur auf Basiseffekte im Zusammenhang mit den deutlichen Energiepreissteigerungen im Jahr 2022 zurückzuführen, sondern auch auf den schwächeren Preisauftrieb bei Energie im Jahr 2023. Die Nahrungsmittelpreise hätten ebenfalls – wie zuletzt die Kerninflation – zum Rückgang der Teuerung beigetragen.

Mit Blick auf die Zukunft gehe man derzeit davon aus, dass die Phase der stärksten Rückgänge im Disinflationszyklus beendet sei. Zwar dürften die Kerninflation und der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln weiter schrittweise zurückgehen, aber aufwärtsgerichtete Basiseffekte bei Energie und das Auslaufen der zur Kompensation der Inflationseffekte ergriffenen fiskalischen Maßnahmen trieben die Gesamtinflation in die Höhe. Was die Inflationsdynamik anbelange, die anhand der annualisierten prozentualen Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum gemessen werde, so sei die Preissteigerungsrate bei Waren im November auf unter 1 % gesunken. Bei den Dienstleistungen sei die Inflationsdynamik zwar ebenfalls rückläufig, aber nach wie vor kräftig.

Mit Blick auf die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation erinnerte Herr Lane daran, dass diese Messgrößen die persistente Komponente der Teuerung erfassen sollten, also die Inflationskomponente, die den Erwartungen zufolge ein Jahr oder zwei Jahre lang fortbestehe. In den zurückliegenden zwei Jahren seien sämtliche Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation zunächst gestiegen und danach merklich gesunken, sodass ihre Signalwirkung in Bezug auf die zugrunde liegenden Inflationskräfte verzerrt sei.

Die um Schocks im Zusammenhang mit den Energiepreisen und den Lieferengpässen bereinigten Messgrößen wiesen weniger steile Auf- und Abwärtsbewegungen auf. Obschon auch diese bereinigten Messgrößen den Rückgang der zugrunde liegenden Inflation erkennen ließen, deuteten sie – ausgehend von einem niedrigeren Höchststand – auf eine weniger starke Verbesserung hin. Das Absinken der bereinigten Messgrößen lasse sich zum Teil auf die Auswirkungen der Geldpolitik zurückführen. Mit anderen Worten: Ohne die geldpolitischen Maßnahmen wäre die zugrunde liegende Inflation auf einem höheren Niveau geblieben.

Eine Analyse der Preisentwicklung einzelner Komponenten der Kerninflation zeige, dass Positionen, auf die knapp die Hälfte der Kerninflation entfalle, auf geldpolitische Impulse reagierten, und dass genau diese Positionen zuletzt stärker zurückgegangen seien. Dies erkläre zum Teil die Verringerung der zugrunde liegenden Inflation und beweise, dass die Geldpolitik wie vorgesehen auf die Wirtschaft durchschlage.

Die in der aktuellen Branchenumfrage der Europäischen Kommission gemeldeten kurzfristigen Erwartungen der Unternehmen hinsichtlich der Entwicklung ihrer Verkaufspreise deuteten auf eine Normalisierung im verarbeitenden Gewerbe hin, denn der Anteil der Unternehmen, die davon ausgingen, in drei Monaten höhere Preise zu verlangen, liege wieder nah bei seinem langfristigen Durchschnittswert.

Laut den aktuellen von Eurostat veröffentlichten Daten sei die Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im dritten Quartal um 0,3 Prozentpunkte auf 5,2 % gesunken. Auch der Beitrag der Stückgewinne zum BIP-Deflator habe sich merklich verringert. Dies lege den Schluss nahe, dass einige der mit den Lohnerhöhungen verbundenen Inflationseffekte wie erwartet durch das nachlassende Gewinnwachstum allmählich absorbiert würden. Allerdings sei das Lohnwachstum nach wie vor kräftig. Die Zuwachsrate der Tarifverdienste einschließlich Einmalzahlungen sei im dritten Quartal auf 4,7 % gestiegen, verglichen mit 4,4 % im zweiten Quartal. In Bezug auf die Lohnentwicklung würden zukunftsorientierte Indikatoren weiterhin einen hohen Lohndruck signalisieren, auch wenn der von Indeed entwickelte Lohnindikator eine gewisse Verlangsamung aufweise.

Hinsichtlich der Inflationserwartungen gehe aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen vom Oktober hervor, dass die Verbraucherinnen und Verbraucher ihre vergangenheitsbezogene Inflationswahrnehmung nach wie vor nicht nach unten angepasst hätten. Dies sei ein Risikofaktor für die künftigen Tarifverhandlungen. Was die professionellen Prognostiker anbelange, so zeige die aktuelle Umfrage unter geldpolitischen Analysten indes einen merklichen Rückgang der Inflationserwartungen für 2024. Die in der Umfrage gemeldeten längerfristigen Inflationserwartungen lägen weiterhin stabil bei 2 %.

Auf kurze Sicht dürfte die Gesamtinflation wieder anziehen, wofür energiebedingte Basiseffekte und das Auslaufen fiskalischer Maßnahmen zur Begrenzung der Auswirkungen des Energiepreisschocks verantwortlich seien. Infolge aufwärtsgerichteter Basiseffekte und des Auslaufens der in der

Vergangenheit ergriffenen fiskalischen Ausgleichsmaßnahmen dürfte die Teuerung 2024 laut den Stabsprojektionen nur schrittweise zurückgehen, sich im Folgejahr aber dem Zielwert des EZB-Rats annähern. Ungeachtet dessen spiegele sich die Stärke des fortdauernden Disinflationprozesses in den Projektionen vom Dezember wider. So seien die Projektionen für die Gesamtinflation für 2023 um 0,2 Prozentpunkte auf 5,4 % und für 2024 um 0,5 Prozentpunkte auf 2,7 % nach unten korrigiert worden. Für 2025 sei die Projektion mit 2,1 % unverändert, während für 2026 eine Rate von 1,9 % erwartet werde. Den Projektionen zufolge werde sich die Kerninflation 2023 auf 5,0 %, 2024 auf 2,7 %, 2025 auf 2,3 % und 2026 auf 2,1 % belaufen.

Herr Lane nahm vor allem die Wachstumsraten im Schlussquartal gegenüber den entsprechenden Raten des Vorjahres in den Blick, da diese keine Überhangeffekte enthielten. Für die HVPI-Inflation wiesen die Dezember-Projektionen eine Steigerungsrate von 2,8 % im vierten Quartal 2023 gegenüber dem Schlussquartal 2022 auf. Diese Rate dürfte sich ganz allmählich abschwächen und im vierten Quartal 2024 bei 2,6 % liegen. Damit würde die Inflationsentwicklung 2024 recht flach verlaufen. Allerdings werde sich die Kerninflation (die weniger stark von Basiseffekten beeinflusst werde) den Projektionen zufolge rascher verlangsamten, wobei die entsprechende Rate von 3,8 % im vierten Quartal 2023 auf 2,7 % im Schlussquartal 2024 zurückgehen werde.

Zu den Aufwärtsrisiken für die Inflation zählten die erhöhten geopolitischen Spannungen, die auf kurze Sicht zu einem Anstieg der Energiepreise führen könnten, sowie Extremwetterereignisse, die die Nahrungsmittelpreise in die Höhe treiben könnten. Die Teuerung könnte zudem höher ausfallen als angenommen, sollten die Inflationserwartungen über den Zielwert ansteigen oder sich die Löhne oder Gewinnmargen stärker erhöhen als erwartet. Im Gegensatz dazu könnten überraschend niedrige Teuerungsraten verzeichnet werden, wenn die Nachfrage durch die Geldpolitik stärker als angenommen gedämpft werde oder es – möglicherweise zum Teil infolge der jüngsten Zunahme geopolitischer Risiken – zu einer unerwarteten Verschlechterung des wirtschaftlichen Umfelds in der übrigen Welt komme.

Was die konjunkturelle Entwicklung im Euroraum betreffe, so sei das reale BIP im dritten Quartal geringfügig gesunken, da die steigende Binnennachfrage durch die weiter abgebauten Lagerbestände ausgebremst worden sei. Umfrageindikatoren zufolge dürfte sich die Wirtschaftstätigkeit im vierten Quartal im Dienstleistungssektor abschwächen und im Baugewerbe abermals zurückgehen. Für das verarbeitende Gewerbe gebe es hingegen erste Anzeichen dafür, dass die Talsohle erreicht sei.

Mit Blick auf die Nachfragekomponenten hätten sich die privaten Konsumausgaben im dritten Quartal um 0,3 % erhöht. Maßgeblich hierfür sei der Konsum von Dienstleistungen und Gebrauchsgütern gewesen. Während dem Dienstleistungskonsum immer noch die anhaltenden Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach der Pandemie zugutekämen, profitiere der Konsum von Gebrauchsgütern im Zuge der sich auflösenden Lieferengpässe von der Lieferung bereits bestellter Kraftfahrzeuge. Somit sei die Aufwärtsbewegung beim Gebrauchsgüterkonsum im dritten Quartal ein nachlaufender Indikator für den Konsum insgesamt.

Bei den kurzfristigen Erwartungen sei die Nachfrage nach jenen Waren, die stärker auf Zinsänderungen reagierten (vor allem Gebrauchsgüter), rückläufig. Der Dienstleistungskonsum hingegen werde nach wie vor durch die anhaltenden Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft gestützt. Die in den Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2023 enthaltene Erholung der privaten Konsumausgaben beruhe auf einer sinkenden Inflation und auf Lohnsteigerungen, die einen Anstieg des real verfügbaren Einkommens bewirken dürften.

Die Wohnungsbau- und Unternehmensinvestitionen dürften angesichts der restriktiven Kreditvergabebedingungen schwach bleiben. Die Unternehmensinvestitionen seien 2023 höher gewesen als die Wohnungsbauinvestitionen, wofür vor allem eine Verringerung des Auftragsbestands maßgeblich gewesen sei. Allerdings werde dieser Faktor die Unternehmensinvestitionen 2024 nicht stützen, denn sie würden zunehmend von der geldpolitischen Straffung beeinträchtigt.

Das Wachstum der Warenexporte des Euroraums sei auch im September negativ gewesen, und jenes der Importvolumen sei weiter zurückgegangen. Die Exportaussichten blieben angesichts zunehmender Herausforderungen bei der Wettbewerbsfähigkeit verhalten. Laut der Branchenumfrage der Europäischen Kommission schätzten die europäischen Unternehmen ihre Wettbewerbsfähigkeit am Weltmarkt nun weniger hoch ein, wofür preisliche und zunehmend auch nichtpreisliche Faktoren verantwortlich seien.

Die Beschäftigung sei bislang widerstandsfähig gewesen. Die Arbeitslosenquote habe im Oktober bei 6,5 % gelegen, und die Beschäftigung sei im dritten Quartal um 0,2 % gestiegen. Allerdings wiesen die Kurzfristindikatoren auf eine Abkühlung des Arbeitsmarkts hin, und die Nachfrage nach Arbeitskräften werde durch eine schwächere Konjunktur belastet. So hätten die Unternehmen in den letzten Monaten weniger Stellen ausgeschrieben. Zudem sei die Gesamtzahl der geleisteten Arbeitsstunden im dritten Quartal geringfügig um 0,1 % zurückgegangen.

In den neuen Projektionen spiegle sich die Erwartung wider, dass auf das verhaltene Wachstum eine Erholung folgen werde, die auf steigenden Realeinkommen und einer Verbesserung der Auslandsnachfrage beruhe. Die Jahreswachstumsrate des realen BIP werde sich den Fachleuten zufolge 2023 auf 0,6 % belaufen, bevor sie 2024 auf 0,8 % und 2025 sowie 2026 auf jeweils 1,5 % steigen werde. Im Vergleich zu den Projektionen vom September 2023 sei das Wachstum des realen BIP für 2023 um 0,1 Prozentpunkte und für 2024 um 0,2 Prozentpunkte nach unten korrigiert worden, während es für 2025 unverändert geblieben sei.

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum seien nach wie vor abwärtsgerichtet. Das Wachstum könnte geringer ausfallen als angenommen, wenn die Geldpolitik eine stärkere Wirkung entfalten sollte als erwartet. Auch eine schwächere Weltwirtschaft oder eine weitere Verlangsamung des Welthandels würden das Wachstum im Euroraum belasten. Von dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und dem tragischen Konflikt im Nahen Osten gingen wesentliche geopolitische Risiken aus. Unternehmen und private Haushalte könnten deshalb weniger zuversichtlich in die Zukunft blicken. Das Wachstum könnte hingegen höher ausfallen, wenn die Konsumausgaben aufgrund der



steigenden Realeinkommen stärker zunehmen oder wenn die Weltwirtschaft kräftiger wachse als erwartet.

Mit Blick auf die Finanzpolitik seien die wichtigsten Finanzierungssalden in den Dezember-Projektionen gegenüber den Projektionen vom September vergleichsweise gering revidiert worden. Für 2024 werde erwartet, dass das Haushaltsdefizit auf 2,8 % des BIP sinken werde. Zudem werde mit einer Straffung des finanzpolitischen Kurses gerechnet. Es sei wichtig, weiterhin zu beobachten, ob die Regierungen an ihren Haushaltsplänen festhielten.

Was die monetäre und finanzielle Analyse anbelange, so seien die Marktzinsen seit der EZB-Ratssitzung vom Oktober deutlich gefallen. Der signifikante Anstieg dieser Zinsen vom frühen Herbst sei somit mehr als aufgezehrt worden. Im Zuge von Ansteckungseffekten, die von anderen großen Volkswirtschaften ausgingen, seien zunächst die Marktzinsen vor allem für mittlere bis längere Laufzeiten gesunken. Zuletzt seien auch die kürzerfristigen Marktzinsen merklich gesunken, was hauptsächlich darauf zurückzuführen sei, dass die Inflation im November rascher zurückgegangen sei als erwartet. In der Folge habe die Marktterminkurve eine frühere und stärkere Lockerung des geldpolitischen Kurses enthalten als in den Projektionen angenommen.

Die geldpolitische Transmission sei nach wie vor außergewöhnlich stark. Die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte sei weiterhin schwach. Der Rückgang der Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe der Banken an Unternehmen spiegele sowohl eine schwächere Kreditnachfrage als auch restriktivere Kreditrichtlinien wider. Dabei sei die nachlassende Kreditnachfrage vor allem auf den Anstieg der Zinsen und moderatere nominale Anlageinvestitionen zurückzuführen. Die Verlangsamung der Kreditvergabe an private Haushalte sei durch Hypothekarkredite bedingt. Dies stehe mit der Schwäche am Wohnimmobilienmarkt und den verschärften Kreditbedingungen im Einklang.

Die gewichteten Refinanzierungskosten der Banken seien weiter gestiegen. Die den Banken verfügbare Einlagenbasis habe sich weiter verringert. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 habe sich im Oktober auf -1,0 % belaufen, während jene der Geldmenge M1 (Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen) -10,0 % betragen habe. Beide Raten lägen damit in der Nähe ihrer zuletzt verzeichneten historischen Tiefstände.

Eine wichtige Frage sei, inwieweit von der geldpolitischen Transmission noch weiterer Druck ausgehen würde. Aus Analysen von Fachleuten der EZB gehe hervor, dass umfangreiche Leitzinsanhebungen innerhalb eines kurzen Zeitraums tendenziell zu einer stärkeren und rascheren Transmission auf das Kreditvolumen führten und dass die Auswirkungen des Straffungszyklus auf das Kreditwachstum tendenziell früher ihren Höhepunkt erreichten als in klassischen Zusammenhängen. Solche Nichtlinearitäten seien im aktuellen Umfeld anscheinend relevant. So sei ein erheblicher Teil des zusätzlichen Zinseffekts auf eine im Vergleich zu historischen Regelmäßigkeiten größere Stärke der Leitzinsanpassungen zurückzuführen. Herr Lane verwies auch darauf, dass sich die

Finanzierungsbedingungen historisch gesehen im aktuellen Zinserhöhungszyklus sehr stark verschärft hätten.

## 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, die drei Leitzinssätze der EZB unverändert zu belassen.

Ungeachtet der zuletzt überraschend niedrigen Teuerung und der erheblichen Abwärtskorrektur der für 2024 projizierten Inflationsentwicklung sollte die Gesamtinflationsrate erst in der zweiten Jahreshälfte 2025 wieder auf den Zielwert zurückkehren. Da die Teuerungsrate noch immer hinter dem Zielwert der EZB zurückbleibe, die von der Angebotsseite ausgehenden disinflationären Einflussfaktoren nachließen und die Binneninflation insgesamt nach wie vor ein hohes Niveau aufweise, sei eine Beibehaltung eines hinreichend restriktiven Kurses weiterhin geboten.

Der EZB-Rat solle daher seine derzeitige strategische Ausrichtung beibehalten. Dies beinhalte, dass seine zukünftigen Beschlüsse dafür sorgen sollten, dass sich die EZB-Leitzinsen so lange wie erforderlich auf einem ausreichend restriktiven Niveau befänden. Zudem solle er bei der Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus auch künftig einen datengestützten Ansatz verfolgen. Die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats sollten weiterhin vor allem auf seiner Einschätzung der Inflationsaussichten vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation sowie der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren.

Es sei nun der geeignete Zeitpunkt gekommen, um den Zeitplan für die Wiederanlagen im Rahmen des PEPP zu überprüfen. Angesichts der nachlassenden Auswirkungen der Pandemie und der geringeren Fragmentierungsrisiken schlug Herr Lane vor, die Normalisierung der Bilanz des Eurosystems in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo voranzutreiben. Konkret sollte die vollumfängliche Wiederanlage der Tilgungsbeträge in der ersten Jahreshälfte 2024 beibehalten werden. Danach sollte das PEPP-Portfolio in der zweiten Jahreshälfte im Durchschnitt um monatlich 7,5 Mrd. € reduziert und die Wiederanlage zum Jahresende ganz eingestellt werden. Dieser Vorschlag entspreche weitgehend den in der Umfrage unter geldpolitischen Analysten geäußerten Erwartungen der Marktteilnehmer. Zudem stünde er im Einklang mit der Orientierung des EZB-Rats über die Ausrichtung der Geldpolitik, wonach ein zukünftiges Auslaufen des PEPP-Portfolios so gesteuert werde, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden werde. Für die partielle Wiederanlage der Tilgungsbeträge bis Ende 2024 könnten ähnliche operationelle Modalitäten gelten wie für jene im Rahmen des APP.

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.

Im Einklang mit der geldpolitischen Strategie der EZB stehe überdies wieder eine eingehende Beurteilung des Zusammenhangs zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität durch den EZB-Rat an. Die Banken im Euroraum hätten sich als widerstandsfähig erwiesen. Ihre Kapitalquoten seien hoch, und sie seien im zurückliegenden Jahr deutlich profitabler geworden. Angesichts der Verschärfung der Finanzierungsbedingungen, des schwachen Wachstums und der geopolitischen Spannungen blieben die Aussichten für die Finanzstabilität jedoch fragil. Die Lage könnte sich vor allem dann verschlechtern, wenn die Refinanzierungskosten der Banken stärker stiegen als erwartet und wenn mehr Kreditnehmer Probleme hätten, ihre Kredite zurückzuzahlen. Die Auswirkungen eines solchen Szenarios auf die Wirtschaft dürften sich jedoch insgesamt in Grenzen halten, wenn die Finanzmärkte geordnet reagierten. Die makroprudenzielle Politik stelle weiterhin die erste Verteidigungslinie gegen Anfälligkeiten dar, die sich im Finanzsektor aufbauten, und die bestehenden Maßnahmen trügen dazu bei, die Resilienz des Finanzsystems zu bewahren.

## 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 die Auslandsnachfrage des Euroraums 2023 – trotz einer Aufwärtskorrektur in den Dezember-Projektionen gegenüber jenen vom September – allgemein schwach geblieben sei. Ein wichtiger Grund hierfür sei, dass sich die Nachfrage nach der Pandemie normalisiert und von handelsintensiveren Waren hin zu weniger handelsintensiven Dienstleistungen verlagert habe. Die Auswirkungen der erhöhten geopolitischen Risiken seien bislang begrenzt geblieben, und die Energiepreise hätten sich – ausgehend von ihrem zuletzt erhöhten Niveau – wieder verringert. Die Öl- und Gasnotierungen seien seit der vorherigen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats kräftig gesunken.

In Bezug auf die Konjunktur im Eurogebiet stimmten die Ratsmitglieder mit Herrn Lane überein, dass die restriktiveren Finanzierungsbedingungen und die gedämpfte Auslandsnachfrage die Wirtschaftstätigkeit auf kurze Sicht weiterhin belasten dürften. Die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer waren sich weitgehend einig, dass das Wachstum in der kurzen Frist schwächer als erwartet ausfallen dürfte. Aus Umfrageindikatoren gehe jedoch hervor, dass die Wirtschaft auf globaler Ebene wie auch im Euroraum die Talsohle erreicht haben könnte. Die Einkaufsmanagerindizes (EMIs) hätten ihren Tiefpunkt durchschritten und wiesen sogar einen leichten Anstieg auf. Dies untermauere die Aussicht auf eine weiche Landung. Zugleich wurde angeführt, dass

es verfrüht sei zu glauben, die Konjunkturschwäche sei schon überwunden. Hinter dem Wachstum stünden mehrere Triebkräfte, die die Wirtschaft im Euroraum kurzfristig eher nicht stützen dürften. Erstens gebe es keine klaren Signale für eine bevorstehende Belebung des Welthandels. Gleichzeitig könnten die geopolitischen Risiken die weltwirtschaftliche Flaute zumindest im verarbeitenden Gewerbe noch verstärken. Zweitens hätten die Liquiditätspolster der Unternehmen und privaten Haushalte dafür gesorgt, dass sich die Geldpolitik bisher verzögert auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage auswirke. Angesichts schrumpfender Polster und einer gleichzeitigen Verkleinerung der Eurosystem-Bilanz sollten die Effekte der restriktiveren Finanzierungsbedingungen jedoch stärker zum Tragen kommen. Da die Ertragslage der Unternehmen ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Unternehmensinvestitionen sei, stelle eine Verschlechterung der Profitabilität der Firmen auch ein Abwärtsrisiko für die Investitionen dar. Drittens sei mit einer allgemeinen Straffung des finanzpolitischen Kurses zu rechnen, die zum Teil mit der Überprüfung der wirtschaftspolitischen Steuerung der EU zusammenhängen könnte. Dies werde zusätzlichen Abwärtsdruck auf die Wirtschaft ausüben. Und viertens könnte auch die außergewöhnlich kräftige Transmission der Geldpolitik auf die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte das Wachstum und die Inflation stärker belasten, als dies in der Basisprojektion des Eurosystems vom Dezember angenommen worden sei.

Auf dieser Grundlage wurde argumentiert, dass die Dezember-Projektionen im Hinblick auf das kurzfristige Wachstum insgesamt zu optimistisch sein könnten. Hierfür spreche zudem die Tatsache, dass die mechanischen Instrumente für Gegenwartsprognosen (Nowcasting) weiterhin auf eine Konjunkturverlangsamung und die Möglichkeit einer technischen Rezession hindeuteten. Auch die Prognose von Consensus Economics für das BIP-Wachstum im Jahr 2024 sei deutlich niedriger ausgefallen als die entsprechende Stabsprojektion. Zugleich wurde daran erinnert, dass die harten und weichen Daten – wie etwa die EMIs – zuletzt nicht mehr übereinstimmten. Das für 2024 erwartete Wachstum hänge größtenteils von einem Anstieg der Konsumausgaben ab, für den wiederum die Entwicklung des Arbeitseinkommens ausschlaggebend sei. Während das Produktivitätswachstum derzeit verhalten sei, werde der in den Projektionen erwartete kräftige Zuwachs des Arbeitseinkommens den Annahmen gemäß sowohl von der anhaltend positiven Beschäftigungsentwicklung als auch dem Aufholprozess bei den Realöhnen angetrieben. Darüber hinaus wurde angeführt, dass die Rücknahme der finanzpolitischen Maßnahmen, die zugunsten der privaten Haushalte als Reaktion auf den Anstieg der Energiepreise ergriffen worden seien, Verteilungseffekte zur Folge haben und in stärkerem Maße von Haushalten mit niedrigem Einkommen zu tragen sein würden, die die höchste Konsumneigung aufwiesen. Dies werde den Konsum weiter belasten. Schließlich dürfte sich auch der jüngste Anstieg der Realzinsen für Laufzeiten von weniger als einem Jahr negativ auf die privaten Konsumausgaben auswirken.

Zugleich wurde betont, dass die Evidenz für eine funktionierende geldpolitische Transmission zu begrüßen sei und weiterhin mit einer weichen Landung im Einklang stehe. Die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung seien zunehmend erkennbar und entwickelten sich im Großen und Ganzen

so, wie dies beabsichtigt sei: Die Finanzierungs- und Kreditbedingungen hätten sich verschärft, die Kreditvergabe habe sich verlangsamt, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage habe sich abgeschwächt und die zugrunde liegende Inflation sei gesunken. Da die Inflation zurückgehe, dürfte sich die Wirtschaft im Euroraum im Jahr 2024 aufgrund der steigenden Realeinkommen, des kräftigeren Konsums und der höheren Auslandsnachfrage allmählich erholen. Die Investitionen seien im Jahr 2023 bislang robust geblieben und dürften den aktuellen Projektionen zufolge 2024 stagnieren. Im Falle einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen und eines höheren Unternehmervertausens könnten sie sich jedoch besser entwickeln als projiziert. Insbesondere in Ländern, in denen variable Zinssätze weit verbreitet seien, hätten die Hypothekenzinsen bereits zu sinken begonnen. Hiervon könnten bald wieder die Wohnungsbauinvestitionen profitieren, da es sich um eine der Nachfragekomponenten handele, die als erste auf höhere Zinsen reagiert hätten.

Allgemein gebe es aufgrund der Unterschiede hinsichtlich der Verzögerungen und der Stärke der geldpolitischen Transmission mehrere Gründe, warum diese weiterhin mit Unsicherheit behaftet sei und weniger stark ausfallen könnte, als es die historischen Muster und Modelle nahelegten. Während sich die erste Stufe der Transmission – die Übertragung auf die Finanzierungsbedingungen – rasch und kräftig vollzogen habe, sei jene auf die Realwirtschaft unsicherer und könnte schwächer ausfallen. Dabei spielten mehrere Faktoren eine Rolle: Der starke Arbeitsmarkt, die relativ robusten Bilanzen von Unternehmen, privaten Haushalten und Banken sowie der größere Anteil weniger zinssensibler Sektoren wie Dienstleistungen an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung. Die Stabsprojektionen wiesen daher nach wie vor erhebliche Unsicherheiten hinsichtlich der mittelfristigen Aussichten für Konjunktur und Preise auf. Darin spiegelten sich auch die mangelnde Klarheit über das Zusammenspiel zwischen konjunkturellen Faktoren und strukturellen Veränderungen infolge der Pandemie und anderer Angebotschocks sowie die Möglichkeit wider, dass die Wirtschaft von neuen Schocks getroffen werden könnte.

Mit Blick auf den Arbeitsmarkt wurde festgestellt, dass die Beschäftigung widerstandsfähig geblieben und sogar weiter leicht gestiegen sei, während die Entwicklung der geleisteten Arbeitsstunden verhaltener ausgefallen sei. Das aktuelle Niveau der Indikatoren sollte indes nicht zu Sorglosigkeit im Hinblick auf die Stärke des Arbeitsmarkts führen. Hier könnten sich abrupte Veränderungen ergeben, weswegen der Arbeitsmarkt sorgfältig überwacht werden müsse. Es wurde auf mögliche nichtlineare Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Bedingungen verwiesen. Diese könnten eintreten, wenn die Unternehmen die Beschäftigung zeitgleich anpassen müssten oder die Kosten für die gegenwärtig umfangreiche Arbeitskräftehortung steigen sollten – vor allem in einer Zeit, in der sich die Gewinne, wenn auch ausgehend von einem hohen Niveau, abschwächten. Da der Arbeitsmarkt der wichtigste Mechanismus zur Unterstützung der für die nächste Zeit projizierten Konjunkturerholung sei, bringe eine mögliche nichtlineare Reaktion des Arbeitsmarkts Abwärtsrisiken für die Wirtschaftsaussichten mit sich.

Allgemein wurde die Frage aufgeworfen, inwieweit die wirtschaftliche Abschwächung konjunkturell oder strukturell bedingt sei. Es wurde betont, dass das Produktionspotenzial in den Stabsprojektionen

auf der Grundlage der regelmäßigen jährlichen Überprüfung der angebotsseitigen Entwicklungen nach unten korrigiert worden sei, auch wenn diese Korrektur lediglich moderat ausgefallen sei. Zurückzuführen sei dies zum Teil auf strukturbedingt höhere Energiepreise und geringere Investitionen. Vielen Unternehmen im Eurogebiet falle es nach eigenen Angaben schwer, aufgrund der hohen Energiekosten in Europa international wettbewerbsfähig zu bleiben. Da die Investitionen in erneuerbare Energien zunehmend auf Kapazitätsprobleme stießen, werde die Energiewende kurzfristig zu keiner großen Entlastung von den hohen Energiepreisen führen. Die Abwärtskorrektur des Produktionspotenzials habe auch Auswirkungen auf die implizite Produktionslücke und die Inflationsdynamik. Insgesamt wurden sowohl die Aussichten für das Produktivitätswachstum als auch für das Wachstum des Produktionspotenzials als schwach eingeschätzt.

Was die fiskal- und strukturpolitischen Maßnahmen 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 könnten auf mittlere Sicht zu einer Verringerung des Preisdrucks beitragen. Gleichzeitig unterstützten sie den ökologischen und digitalen Wandel.

Es wurde angemerkt, dass sich der fiskalische Kurs in den kommenden Jahren insgesamt verschärfen dürfte, was die Konjunktur belasten würde. Allerdings dürften die automatischen Stabilisatoren, die im Umfeld eines geringeren Wachstums und einer niedrigeren Inflation in entgegengesetzter Richtung wirkten, eine spürbare Verbesserung des Finanzierungssaldos verhindern und somit die Haushaltsaussichten beeinträchtigen. Es wurde betont, dass eine gut funktionierende Währungsunion mit einer stabilitätsorientierten Geldpolitik klare und einfache Fiskalregeln erfordere.

Vor diesem Hintergrund schätzten die Ratsmitglieder die Risiken für das Wirtschaftswachstum weiterhin als abwärtsgerichtet ein. Das Wachstum könnte geringer ausfallen als angenommen, wenn die Geldpolitik eine stärkere Wirkung entfalten sollte als erwartet. Auch eine schwächere Weltwirtschaft oder eine weitere Verlangsamung des Welthandels würden das Wachstum im Euroraum belasten. Von dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und dem tragischen Konflikt im Nahen Osten gingen wesentliche geopolitische Risiken aus. Diese könnten zur Folge haben, dass Unternehmen und private Haushalte weniger zuversichtlich in die Zukunft blickten. Das Wachstum könnte hingegen höher ausfallen, wenn die Konsumausgaben aufgrund der steigenden Realeinkommen stärker zunähmen oder wenn die Weltwirtschaft kräftiger wachse als erwartet.

Was die Preisentwicklung anbelange, so traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung. Die Ratsmitglieder hoben die jüngste Abschwächung der Inflation als gute Nachricht hervor, denn sie deute darauf hin, dass sich der Disinflationsprozess rascher vollziehe als angenommen. Der Inflationsrückgang sei nicht nur durch das Abklingen der Energiepreisschocks

bedingt. Vielmehr sei er breit angelegt und spiegele auch die Entwicklung der Kernkomponenten wider. In den kommenden Monaten werde die Inflation allerdings wohl kurzfristig wieder anziehen, was vor allem auf energiepreisbedingte Basiseffekte zurückzuführen sei. Zudem würden die Inflationszahlen weiterhin durch das Abklingen vergangener Schocks auf die Komponenten unverarbeitete Nahrungsmittel und Industrieerzeugnisse ohne Energie sowie durch die Rücknahme finanzpolitischer Stützungsmaßnahmen beeinflusst. Dies mache es schwieriger, einen zugrunde liegenden Trend zu erkennen. Die jüngsten Inflationsdaten seien daher mit Vorsicht zu interpretieren. Auch sei es noch zu früh, um gänzlich auf eine Rückkehr der Inflation zum Zielwert zu vertrauen. Dazu seien weitere Daten erforderlich, die den Rückgang bestätigten – insbesondere Daten zum Lohnwachstum, die erst im Frühjahr 2024 zu erwarten seien. In diesem Zusammenhang wurde auch darauf hingewiesen, dass die marktbasierten Messgrößen der Inflationserwartungen erst dann deutlich zu sinken begonnen hätten, als die Inflationsdaten niedriger ausgefallen seien als erwartet. Dementsprechend könnten die Inflationsergebnisse der kommenden Monate großen Einfluss auf die Entwicklung der Inflationserwartungen haben, insbesondere da sich die Erwartungen der privaten Haushalte bislang als rigide erwiesen hätten.

An den saisonbereinigten Dreimonatsraten, die als Messgrößen der Inflationsdynamik dienten, lasse sich indes ablesen, dass sowohl die Gesamtinflation als auch die Kerninflation im November im Wesentlichen wieder beim Zielwert gelegen hätten. Derartige Messgrößen seien zwar volatil, lieferten aber häufig bessere Vorhersagen der künftigen Inflation als die jährlichen Wachstumsraten. Es wurde jedoch auch darauf hingewiesen, dass Preisanpassungen in der Regel eher zu Jahresbeginn erfolgten. Daher seien die Signale, die von solchen Messgrößen in Bezug auf die künftige Inflationsentwicklung ausgingen, zum Jahresende hin mit besonderer Vorsicht zu interpretieren, auch weil die Saisonbereinigung im aktuellen Umfeld statistische Schwierigkeiten bereite.

Es wurde angemerkt, dass grundsätzlich Wechselwirkungen zwischen dem angestrebten Inflationsrückgang und der Stärke der Wirtschaft bestünden, denn diese bestimme wiederum das Ausmaß und die Geschwindigkeit, mit der die Preissetzer ihre Kosten auf die Endpreise umlegen könnten. Diesbezüglich wurde einerseits vorgebracht, dass die Konjunkturaussichten in den Stabsprojektionen zu optimistisch erschienen und die Stärke der Disinflation folglich eher unterschätzt werden dürfte. Diese Sorge schein durch die jüngsten Markterwartungen bestätigt zu werden, die vor allem für das Jahr 2024 einen deutlich niedrigeren Inflationspfad implizierten als die Stabsprojektionen. Andererseits wurden Zweifel daran geäußert, dass sich der jüngste Abwärtstrend der Inflation in den kommenden Quartalen bestätigen werde, zumal die Finanzpolitik wohl noch einige Zeit locker bleiben werde und die angespannte Arbeitsmarktlage die Löhne – und damit indirekt auch die Dienstleistungsinflation – weiter nach oben treiben werde. Zudem könnten erneute stärkere Preissteigerungen bei Energie und Nahrungsmitteln nicht ausgeschlossen werden.

Mit Blick auf die Lohnentwicklung merkten die Ratsmitglieder nochmals an, dass die Lohnaussichten für das Verständnis des mittelfristigen Inflationsdrucks entscheidend seien. Es mangle weiterhin an Arbeitskräften, und die Löhne entwickelten sich nach wie vor dynamisch. Das Arbeitnehmerentgelt je

Arbeitnehmer wachse in erhöhtem Tempo, und weder die aktuellen Tarifabschlüsse noch die von der EZB erstellten Indikatoren der Lohnentwicklung lieferten deutliche Signale einer Stabilisierung. Die Lohnstückkosten seien im dritten Quartal 2023 mit einer Rekordrate von 6,6 % gestiegen, während sich zugleich das Produktivitätswachstum abgeschwächt habe. Dies trage dazu bei, dass sich die Binneninflation hartnäckig auf einem Niveau halte, das nicht mit der mittelfristigen Preisstabilität im Einklang stehe. Deshalb gelte es, weiter wachsam zu bleiben. Zudem könnte die projizierte kräftige Erholung des Produktivitätswachstums ausbleiben, falls sich sein Rückgang teilweise als strukturell erweise oder die Unternehmen noch längere Zeit Arbeitskräfte horteten. Daher sei es wichtig, die künftigen Tarifrunden zu beobachten. Da viele Tarifverhandlungen erst Anfang 2024 abgeschlossen würden, sei nicht vor der Jahresmitte mit substanziellen harten Belegen zu rechnen, die die projizierte Abschwächung des Lohnwachstums bestätigen würden. Ein stärkeres Lohnwachstum stelle also ein Aufwärtsrisiko für den in den Projektionen erwarteten Inflationsspfad dar. Doch zugleich wurde anerkannt, dass der zuletzt beobachtete – und projizierte – weitere Rückgang der Inflation zu niedrigeren Lohnforderungen führen dürfte. Sollte die Inflation weiterhin besonders niedrig bleiben, könne dadurch auch die Wahrscheinlichkeit von Zweitrundeneffekten sinken. Gleichzeitig wurde darauf hingewiesen, dass sich die geringere Inflation noch nicht gänzlich in der Wahrnehmung der Unternehmen und der Öffentlichkeit niederschlage. Deshalb solle es nicht als selbstverständlich erachtet werden, dass niedrigere Inflationszahlen sofort zu niedrigeren Lohnforderungen führen würden.

Dass sich die Binneninflation zuletzt trotz des anhaltend raschen Lohnanstiegs stabilisiert habe, hänge möglicherweise auch damit zusammen, dass die Unternehmen ihre Gewinnmargen verringerten. Wie auch die vorangegangenen Projektionsrunden basierten die Projektionen vom Dezember wesentlich auf der Annahme eines rückläufigen Beitrags der Stückgewinne zum BIP-Deflator als Inflationsmessgröße. Dies untermauere die Wiederannäherung der mittelfristigen Inflationstrends an den Zielwert. Bekräftigt werde diese Annahme dadurch, dass sich der Beitrag der Stückgewinne in den jüngsten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das dritte Quartal deutlich verringert habe. Dies scheine damit im Einklang zu stehen, dass die Stückgewinne – wie in den Projektionen angenommen – zu ihrem vorherigen Trend zurückkehrten. Die Rückkehr zum Trend sei teilweise zyklisch bedingt. Sie könnte sich aber auch schneller oder langsamer vollziehen als derzeit prognostiziert, denn diese Komponente der laufenden und projizierten Disinflation sei mit einer außerordentlich hohen Unsicherheit behaftet.

Mit Blick auf die längerfristigen Inflationserwartungen nahmen die Ratsmitglieder die von Frau Schnabel und Herrn Lane vorgetragenen Einschätzungen zu den jüngsten Entwicklungen der marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs und der umfragebasierten Indikatoren zur Kenntnis. Die marktbasieren Inflationserwartungen seien nach wie vor weitgehend bei 2 % verankert. Sie seien in letzter Zeit gesunken, worin sich die Einschätzung des Marktes widerspiegeln, dass die Inflation rasch nachlassen und sich bei 2 % einpendeln werde. Die professionellen Prognostiker seien allerdings in dieser Hinsicht noch zurückhaltender. Es wurde auch betont, dass sich die



Inflationserwartungen der privaten Haushalte und Unternehmen kaum verändert hätten und noch immer deutlich über dem Zielwert der EZB lägen. Im Allgemeinen wurde die Ansicht vertreten, dass die außergewöhnlich große Differenz, die sich zwischen dem an den Finanzmärkten eingepreisten Zinspfad und den Zinsannahmen in den Stabsprojektionen aufgetan habe, auf Aufwärtsrisiken für die von den Fachleuten projizierte Inflationsentwicklung hindeute. Es sei allerdings schwer abzuschätzen, inwieweit der ebenfalls außergewöhnlich starke Rückgang der Energiepreise, der seit dem Redaktionsschluss für die Projektionen zu beobachten sei, in den kommenden Monaten eine weitere Senkung der Inflation bewirken werde.

Vor diesem Hintergrund hoben die Mitglieder eine Reihe von Aufwärts- wie auch Abwärtsrisiken für die mittelfristigen Inflationsaussichten hervor. Aufwärtsrisiken ergäben sich unter anderem im Zusammenhang mit den erhöhten geopolitischen Spannungen, infolge derer die Energiepreise auf kurze Sicht anziehen könnten, sowie mit Extremwetterereignissen, die die Nahrungsmittelpreise in die Höhe treiben könnten. Sollten die Inflationserwartungen über den Zielwert steigen oder die Löhne oder Gewinnmargen stärker zunehmen als erwartet, könne die Inflation ebenfalls höher ausfallen als angenommen. Niedriger ausfallen könne die Teuerung hingegen, wenn die Geldpolitik die Nachfrage stärker dämpfe als erwartet oder wenn sich das wirtschaftliche Umfeld in der übrigen Welt überraschend eintrübe, unter anderem etwa wegen der jüngsten Zunahme geopolitischer Risiken. Insgesamt wurden die Risiken überwiegend als weitgehend ausgewogen eingeschätzt, wobei einige Ratsmitglieder sie als aufwärtsgerichtet erachteten. Andere schätzten sie hingegen als nach unten verschoben ein, was mit den derzeitigen Abwärtsrisiken für die Konjunktur übereinstimme.

In diesem Zusammenhang erörterten die Mitglieder die Vorstellung, dass die „letzte Etappe“ im Kampf gegen die Inflation die schwierigste sei. Einerseits wurde argumentiert, dass sich dieses Bild gut eigne, um die Herausforderungen zusammenzufassen, vor denen der EZB-Rat bei der Bestimmung der Persistenz des Inflationsdrucks und der erforderlichen Dauer der geldpolitischen Straffung stehe. Von Anfang an sei klar gewesen, dass eine Rückführung der Inflation von über 10 % auf 2 % wohl kaum ohne Nebenwirkungen wie eine geringere Beschäftigung und eine schwächere Produktion vonstattengehen werde. Überraschenderweise gingen die Fortschritte bei der Bekämpfung der Inflation bislang mit relativ moderaten konjunkturellen Einbußen einher, sodass weiterhin die Aussicht auf eine weiche Landung bestehe. Da die Teuerung im Dienstleistungssektor immer noch bei 4 % liege und weiterhin ein kräftiges Lohnwachstum zu verzeichnen sei, sei die Gefahr einer schwierigen letzten Etappe somit noch nicht gebannt. In diesem Zusammenhang wurde erneut darauf hingewiesen, dass die Projektionen auf der Annahme basierten, dass eine Abschwächung des Lohnwachstums, eine Abfederung der Lohnsteigerungen durch niedrigere Stückgewinne und eine nachhaltige Erholung des Produktivitätswachstums zu einer niedrigeren Wachstumsrate der Lohnstückkosten beitragen würden. Weitere Fortschritte beim Inflationsabbau beruhten somit auf einer Reihe günstiger Annahmen und hingen davon ab, dass die Inflationserwartungen fest verankert bleiben. Darüber hinaus könnten potenzielle Preis- und Lohnrigiditäten – beispielsweise aufgrund eines Vergangenheitsbezugs bei den Tarifverhandlungen – sowie die Auswirkungen struktureller

Schocks auf Wirtschaft und Inflationsdynamik durchaus dazu beitragen, dass sich die letzte Etappe der Inflationsbekämpfung schleppend gestaltet. Zudem bestehe das Risiko neuer Schocks, wie etwa weiterer Energie- oder Nahrungsmittelpreisschocks. Diese könnten zusammen mit den Auswirkungen des Klimawandels auf die Nahrungsmittelpreise und den Effekten von Klimaschutzmaßnahmen wie höheren CO<sub>2</sub>-Steuern zur Folge haben, dass die Inflation noch länger anhalte und die Inflationserwartungen nach einer langen Phase mit über dem Zielwert liegenden Teuerungsraten leichter ihren Anker verlören.

Andererseits wurde die Ansicht geäußert, dass die Vorstellung einer schwierigen letzten Etappe das Vertrauen in eine zeitnahe Erreichung des Inflationsziels der EZB untergraben könne. Es leuchte grundsätzlich nicht ein, warum sich der Disinflationsprozess mit dem näher rückenden Ziel ändern sollte. Betrachte man die jährlichen Teuerungsdaten der vergangenen Jahre, so entstehe der Eindruck, dass sich Disinflationsphasen bis dato sogar schneller vollzogen hätten als die ihnen vorangegangenen inflationären Phasen. Dies stelle die empirische Relevanz des Narrativs der letzten Etappe infrage. Es wurde argumentiert, dass die Inflationsentwicklung von der Wirtschaftslage und der Geldpolitik abhängt. Angesichts der schwächeren Konjunktur, der restriktiveren Geldpolitik und der nachlassenden Dynamik der Weltwirtschaft sollte es nicht überraschen, dass die Inflation rasch sinke. Abschließend wurde darauf hingewiesen, dass die Inflation kurz vor Erreichung des Zielwerts vor allem dann persistenter werden würde, wenn es zu einer Entankerung der Inflationserwartungen käme. Und Letzteres hänge letztlich von der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik ab.

Was die monetäre und finanzielle Analyse anbelange, so teilten die Ratsmitglieder weitgehend die eingangs von Herrn Lane vorgetragene Einschätzung. Die bedeutendste Entwicklung seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats sei der deutliche Rückgang der Marktzinsen. Wie die von Frau Schnabel dargelegte Einschätzung der Marktentwicklung zeige, habe sich dieser Rückgang nach den geldpolitischen Beschlüssen und der Pressekonferenz des Offenmarktausschusses der US-Notenbank am 13. Dezember verstärkt. Auch die marktbasierten Messgrößen der Inflationserwartungen seien über alle Zeithorizonte hinweg beträchtlich gesunken und hätten sich der Marke von 2 % angenähert. Darin spiegele sich die Ansicht der Marktteilnehmer wider, dass sich die Inflation rasch verringern und auf diesem Niveau stabilisieren werde. Gleichwohl seien die Realzinsen jenseits der kurzen Laufzeiten deutlich zurückgegangen, weil die Nominalzinsen stärker gesunken seien als die entsprechenden am Markt eingepreisten Inflationserwartungen. Insgesamt hätten der Rückgang der Marktzinsen und der Preisanstieg bei risikoreichen Vermögenswerten den meisten Messgrößen zufolge zu einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen geführt. Die jüngste Aufwertung des Euro weise jedoch in die entgegengesetzte Richtung.

Die Mitglieder waren sich im Allgemeinen darin einig, dass diese Neubewertung an den Finanzmärkten zumindest teilweise auf die zuletzt guten Nachrichten über die breit angelegte Abschwächung der Inflation im Euroraum und in anderen wichtigen Industrieländern zurückzuführen sein könnte. Allerdings wurde weiterhin die Ansicht vertreten, dass die Markterwartungen ein hohes Maß an Optimismus widerspiegeln und im Hinblick auf die Inflationsaussichten und den in den

technischen Annahmen enthaltenen Zinspfad nicht mit den Stabsprojektionen vereinbar seien. Unter Berücksichtigung der Terminkurve zum Stichtag der in den Projektionen enthaltenen Daten seien die Fachleute für 2024 von Zinssenkungen im Umfang von lediglich rund 75 Basispunkten ausgegangen. Darüber hinaus wurde daran erinnert, dass die Analysten, darunter auch die im Rahmen der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten Befragten, nach wie vor deutlich vorsichtiger seien. Auch die Markterwartungen seien volatil. Seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats hätten sich die Wahrnehmung und das Narrativ der Märkte drastisch verändert. Dadurch habe sich die vorherige Entwicklung, die zwischen September und Oktober beobachtet worden sei, mehr als umgekehrt. In diesem Zeitraum seien die Zinsen aufgrund des Narrativs, die Leitzinsen würden für längere Zeit hoch bleiben, gestiegen. Dies deute darauf hin, dass es in den kommenden Monaten durchaus zu einem weiteren Stimmungsumschwung kommen könnte.

Es wurden Bedenken geäußert, dass die drastische Neubewertung an den Märkten eine übermäßige Lockerung der Finanzierungsbedingungen bewirken könnte, was den Disinflationsprozess beeinträchtigen könnte. Vor diesem Hintergrund wurde es allgemein als wichtig erachtet, bei der Kommunikation nach der Sitzung darauf zu achten, den Markterwartungen nicht nachzukommen.

Alles in allem sei angesichts der bestehenden Unsicherheiten, auch hinsichtlich der Wachstums- und Inflationsaussichten, bei der Beurteilung der Markterwartungen ein gewisses Maß an Bescheidenheit geboten. Angemerkt wurde außerdem, dass das aktuelle Zinsniveau im Zeitverlauf zunehmend anziehen würde, sollte die Inflation weiter sinken.

Es herrschte Einigkeit darüber, dass die Geldpolitik nach wie vor noch stark auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen durchschlage. Die durchschnittlichen Zinsen für Unternehmens- und für Hypothekarkredite seien im Oktober erneut gestiegen. Höhere Kreditzinsen, eine verhaltene Kreditnachfrage und ein restriktiveres Kreditangebot hätten die Kreditdynamik weiter abgeschwächt. Angesichts der schwächeren Kreditvergabe und der Reduzierung der Bilanz des Eurosystems sei das jährliche Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 den vierten Monat in Folge geschrumpft und jenes der Geldmenge M1 den zehnten Monat in Folge negativ ausgefallen. Zugleich habe sich die jüngste Neubewertung an den Finanzmärkten bereits in niedrigeren Zinsen für neue Hypothekarkredite niedergeschlagen. Der durchschnittliche Zinssatz für ausstehende Wohnungsbaukredite könnte außerdem in einigen Ländern, in denen variabel verzinsliche Hypotheken stärker verbreitet seien, im kommenden Quartal zu sinken beginnen.

Insgesamt falle die Transmission der Geldpolitik auf das Kreditwachstum weiterhin sehr stark aus. Die Jahreswachstumsrate der Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sei erstmals seit Juli 2015 in den negativen Bereich gesunken, und auch das Wachstum der Kreditvergabe an private Haushalte sei verhalten geblieben. Es wurde die Auffassung geäußert, dass es Anzeichen einer „Überstraffung“ im Bankensektor gebe, die den doppelten Effekt höherer Leitzinsen und niedrigerer Einlagen vor dem Hintergrund einer rückläufigen Liquiditätsversorgung widerspiegeln. Allerdings wurde auch argumentiert, dass im gegenwärtigen Umfeld, in dem noch reichlich Überschussliquidität vorhanden sei, keine ernsthafte Gefahr bestehe. Des Weiteren wurde daran erinnert, dass der

Rückgang der im System befindlichen Liquidität nur begrenzte Auswirkungen gehabt habe und die Banken weiterhin die im Rahmen der GLRGs aufgenommen Mittel freiwillig zurückzahlten.

Der EZB-Rat nahm seine halbjährliche eingehende Beurteilung des Zusammenhangs zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität vor. Die Mitglieder stimmten darin überein, dass die Banken im Euroraum ihre Widerstandsfähigkeit unter Beweis gestellt hätten, hohe Kapitalquoten aufwiesen und im zurückliegenden Jahr deutlich profitabler geworden seien. Allerdings könnte sich die Lage verschlechtern, wenn die Refinanzierungskosten oder das Kreditrisiko der Banken stärker stiegen als erwartet. Diese Risiken hielten sich jedoch in Grenzen, wenn die Märkte auf solche Szenarien geordnet reagierten. Es wurde nochmals hervorgehoben, dass die makroprudenzielle Politik weiterhin die erste Verteidigungslinie gegen Anfälligkeiten darstelle, die sich im Finanzsektor aufbauten, und die bestehenden Maßnahmen trügen dazu bei, die Resilienz des Finanzsystems zu bewahren.

## Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Mit Blick auf die Beurteilung des geldpolitischen Kurses betonten die Ratsmitglieder, dass der aktuelle Kurs – wenn er lange genug aufrechterhalten werde – hinreichend restriktiv sei, um die Inflation zeitnah zu ihrem Zielwert zurückzuführen. Basierend auf den für die Eurosystem-Projektionen verwendeten Zinssätze, die über den aktuellen Marktzinsen liegen, legten diese Projektionen nahe, dass der Zinspfad mit dem Erreichen des Inflationszieles in der zweiten Jahreshälfte 2025 im Einklang stehe.

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. Die Hauptelemente waren im früheren Jahresverlauf 2023 kommuniziert worden und umfassen die Implikationen der eingehenden Wirtschafts- und Finanzdaten für 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 scheine der Disinflationsprozess gut voranzuschreiten, und möglicherweise sei der Inflationsabbau stärker als erwartet. So seien die Schnellschätzungen vom November deutlich niedriger ausgefallen als zuvor angenommen. Der Inflationsrückgang sei ermutigend und erfolge auf breiter Front. Er umfasse alle Hauptkomponenten, auch die Kernkomponenten. Dies deute auf eine schwache Nachfrage hin und spiegele die Auswirkungen der Geldpolitik sowie nachlassende Effekte anderer inflationsverstärkender Faktoren wider. Diese Entwicklung gebe Anlass zu einer größeren Zuversicht, dass die Inflation zeitnah zum Zielwert zurückgeführt werde. Es wurde jedoch hervorgehoben, dass die Inflation

aufgrund eines aufwärtsgerichteten Basiseffekts bei den Energiekosten wahrscheinlich auf sehr kurze Sicht anziehen und im Jahresverlauf 2024 nur langsam zurückgehen werde.

Die in den aktuellen Projektionen vom Dezember für 2025 berechnete Inflation entspreche im Großen und Ganzen den September-Projektionen und liege nach wie vor leicht über dem Zielwert. Dies betreffe vor allem auch die Kerninflation. Allerdings habe bei der Teuerung von Dienstleistungen eine rückläufige Entwicklung eingesetzt, und generell lasse der Inflationsdruck in allen Komponenten nach. Dies deute auf eine schwache Nachfrage hin, die sich unter anderem aus der Wirkung der Geldpolitik ergebe. Es wurde betont, dass die künftige Lohndynamik nach wie vor sehr unsicher sei, da Anfang 2024 zahlreiche neue Tarifvereinbarungen ausgehandelt würden. Bislang fehle es an überzeugenden Belegen für eine dauerhafte Wende in der Lohnentwicklung. Diese sei indes notwendig, um mit hinreichender Sicherheit erwarten zu können, dass die Inflation weiter zurückgehen und wieder das 2 %-Ziel der EZB erreichen werde. Gleichzeitig seien die vierteljährlichen Inflationsraten im zurückliegenden Jahr stark gesunken, und die Fachleute des Eurosystems hätten in ihren aktuellen Projektionen die Inflationsrate für 2024 deutlich nach unten revidiert. Auch gebe es einige Hinweise, dass sich das Lohnwachstum stabilisiere oder sogar abschwäche. Es wurde darauf verwiesen, dass die Löhne ein nachlaufender Indikator seien. Gleichwohl, so wurde betont, enthielten die aktuellen Projektionen vom Dezember eine weitgehend unveränderte Inflationsrate für 2025, und die für 2025 projizierte Kerninflation liege noch immer über 2 %. Erhöhte Aufwärtsrisiken für die Inflation ergäben sich zudem aus dem Ausblick für die Finanzpolitik – darunter höhere CO<sub>2</sub>-Steuern – und die Energie- und Nahrungsmittelpreisentwicklung sowie aus den fortbestehenden geopolitischen Risiken. Sollten diese Aufwärtsrisiken zum Tragen kommen oder sich deutlichere negative Strukturveränderungen abzeichnen, könnte der Inflationsdruck dauerhafter werden.

Die Mitglieder waren sich einig, dass die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation ihren Höchststand offenbar überschritten hätten und weiter rückläufig seien. Dennoch weise die zugrunde liegende Inflation eine im historischen Vergleich nach wie vor starke Dynamik auf, und dies sogar bei Betrachtung der um Energieschocks und Lieferengpässe bereinigten Messgrößen. So sei die Binneninflation noch immer erhöht und sinke nur langsam. Insbesondere das hartnäckige Lohnwachstum und der Preisanstieg bei den Dienstleistungen seien Ausdruck eines weiterhin robusten Arbeitsmarkts. Es wurde auch angemerkt, dass die tatsächliche Dynamik der zugrunde liegenden Inflation wegen der Basiseffekte und der fiskalischen Stützungsmaßnahmen schwieriger zu bestimmen sei.

Bei ihrer Beurteilung der geldpolitischen Transmission waren sich die Mitglieder im Allgemeinen darüber einig, dass die Transmission eine starke Wirkung entfalte und zur Dämpfung des Inflationsdrucks sowohl bei Waren als auch Dienstleistungen beitrage. Zudem wurde vorgebracht, dass ein erheblicher Teil der Zinsweitergabe noch ausstehe; der Effekt auf die Konjunktur werde Anfang 2024 am höchsten sein, und der Großteil der Auswirkungen auf die Inflation sei erst im Verlauf der nächsten beiden Jahre zu erwarten. Es wurde die Ansicht geäußert, dass die geldpolitische Straffung stärker auf die Finanzierungsbedingungen und die Kreditvergabe durchwirke als zunächst

erwartet und sich hier möglicherweise nichtlineare Reaktionen oder Verstärkungseffekte über die Finanzkanäle zeigten. Derartige Effekte seien in der Regel nicht in den Standardmodellen und Basisprojektionen berücksichtigt und könnten somit die Transmission der Geldpolitik auf die Konjunktur und die Preise zusätzlich erhöhen.

Es wurde darauf verwiesen, dass ein weites Spektrum an Schätzungen zu den Auswirkungen der im Dezember 2021 begonnenen Normalisierung der Geldpolitik vorliege. Die verschiedenen Modelle, die für die geldpolitische Analyse und die Projektionen verwendet würden, sowie unterschiedliche zugrunde liegende Annahmen führten zu großen Abweichungen bezüglich Umfang und Dauerhaftigkeit der Effekte. In diesem Zusammenhang betrachtet sei die beobachtete Disinflation nicht etwa eine Bestätigung dafür, dass es sich bei der sprunghaft gestiegenen Inflation um ein vorübergehendes Phänomen gehandelt habe. Sie spreche vielmehr dafür, dass das entschlossene geldpolitische Handeln der EZB hierbei ausschlaggebend gewesen sei.

Mit Blick auf die Zukunft wurde jedoch auch betont, dass die Transmission der geldpolitischen Straffung noch nicht abgeschlossen sei und dass die Liquiditätsbestände der Unternehmen und die überschüssigen Ersparnisse der privaten Haushalte, die den Einfluss der Geldpolitik auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage teilweise begrenzt hätten, nun parallel zur Bilanz des Eurosystems schrumpfen könnten. Daher wurde die Vermutung geäußert, dass sich die restriktiven Finanzierungsbedingungen in den kommenden Quartalen deutlicher bemerkbar machen könnten als erwartet. Allerdings, so wurde argumentiert, gebe es wenige Hinweise, dass sich die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung verstärkt hätten, denn die Konjunktur entwickle sich im Großen und Ganzen gemäß den Erwartungen, die Lage an den Arbeitsmärkten sei nach wie vor angespannt, und die Abwärtsrevisionen der Inflationserwartungen spiegelten eher die unerwartet niedrigen Inflationsraten als eine sich abschwächende Konjunktur wider.

Insgesamt zeigten sich die Mitglieder in Anbetracht der Dezember-Projektionen zunehmend zuversichtlich, dass die Inflation im Jahr 2025 wieder auf das 2 %-Ziel zurückgeführt werde. Jedoch gab es unterschiedliche Auffassungen darüber, ob mit hinreichender Sicherheit davon ausgegangen werden könne, dass dieses Ziel zeitnah erreicht werden könne. Deshalb wurde es als notwendig erachtet, weiterhin wachsam und geduldig zu sein und den restriktiven Kurs noch einige Zeit beizubehalten.

Es bestehe keinerlei Anlass zur Selbstzufriedenheit, und es sei nicht an der Zeit, dass der EZB-Rat Entwarnung gebe. Die Vorsicht sei begründet, denn wahrscheinlich werde sich die Inflation kurzfristig erhöhen. Zudem beständen in Bezug auf die Lohnentwicklung und die zugrunde liegende Inflationsdynamik weiterhin Unsicherheiten. Es könne daher noch immer nicht mit Sicherheit von einer erfüllten Aufgabe gesprochen 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 für diese Entscheidung. Es wurde die Zuversicht geäußert, dass der geldpolitische Kurs nach wie vor hinreichend restriktiv sei. Er erlaube 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. Es wurde als wichtig erachtet, erneut auf den datenabhängigen Ansatz des EZB-Rats und dabei besonders auf die drei Elemente der Reaktionsfunktion hinzuweisen. Sie ermöglichten eine strukturierte Vorgehensweise bei der geldpolitischen Entscheidungsfindung und Kommunikation. Dies sei nicht zuletzt integraler Bestandteil des Ansatzes, von Sitzung zu Sitzung neu zu entscheiden, und biete zudem die notwendige Flexibilität.

Was die Maßnahmen bezüglich Größe und Zusammensetzung der Bilanz des Eurosystems betraf, stimmte eine sehr große Mehrheit der Ratsmitglieder dem Vorschlag von Herrn Lane zu, die Normalisierung der Bilanz in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo voranzutreiben.

Angesichts der ursprünglichen Ziele des PEPP sei dies eine angemessene Reaktion, denn Aufgabe des PEPP sei es gewesen, den ernststen Risiken entgegenzuwirken, die sich aus der Pandemie für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus und für die Aussichten des Euroraums ergeben hätten. Da die Pandemie vorüber sei oder zumindest nicht mehr die Dimension einer Notlage habe, sei die vollständige Wiederanlage der Tilgungsbeträge nicht länger angemessen. Zudem funktionierten die Märkte derzeit reibungslos, und eine Fragmentierung stehe kaum zu befürchten. Somit seien die mit der Beendigung der vollständigen Wiederanlage der Tilgungsbeträge verbundenen Risiken begrenzt, zumal die Umstellung noch genügend Flexibilität biete, die zu reinvestierenden Tilgungsbeträge erforderlichenfalls anzupassen. Daher sei der Zeitpunkt für einen solchen Beschluss günstig. Dieser Schritt sei im Prozess der Normalisierung der Bilanz des Eurosystems nur folgerichtig.

Zudem stehe er weitgehend mit den Erwartungen an den Märkten im Einklang, sodass er die Marktteilnehmer nicht überraschen würde. Darüber hinaus würde der Ansatz eine reibungslose Anpassung ermöglichen, insbesondere da die PEPP-Tilgungen, verglichen mit anderen Maßnahmen zur Bilanzverkleinerung im Jahr 2024, sehr gering seien. Gleichzeitig sei es entscheidend, dass ein etwaiger Beschluss über die vorzeitige Beendigung der vollständigen Reinvestitionen absolut unabhängig von den Beschlüssen gefasst werde, die den geldpolitischen Kurs im Hinblick auf das Leitzinsniveau betreffen. Daher müsse betont werden, dass die EZB-Leitzinsen das wichtigste Instrument bei der Festlegung des geldpolitischen Kurses darstellten.

Einige Mitglieder sprachen sich dafür aus, die vollständige Wiederanlage der Tilgungsbeträge noch früher zu beenden als von Herrn Lane vorgeschlagen und argumentierten, dass eine frühere Drosselung einen langsameren Verlauf ermögliche. Andere hingegen waren dafür, die Tilgungsbeträge noch bis Ende 2024 weiterhin vollständig zu reinvestieren. In diesem Zusammenhang

wurde darauf hingewiesen, dass es für die Beurteilung der Verhältnismäßigkeit nicht relevant sei, ob die Drosselung bzw. das Ende der Reinvestitionen einige Quartale früher oder später beginne.

Die Ratsmitglieder stimmten dem Vorschlag von Herrn Lane einstimmig zu, bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im PEPP-Portfolio weiterhin flexibel zu agieren.

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. Dezember 2023](#)

### **Pressemitteilung**

[Geldpolitische Beschlüsse vom 14. Dezember 2023](#)

## **Sitzung des EZB-Rats, 13.-14. Dezember 2023**

### **Mitglieder**

- Frau Lagarde, Präsidentin
- Herr de Guindos, Vizepräsident
- Herr Centeno
- Herr Cipollone
- 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 Vujčić
- Herr Wunsch

\* Mitglieder, die im Dezember 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**

- Herr Dabušinskas
- Herr Demarco
- Herr Garnier
- Herr Gavilán
- Herr Gilbert
- Herr Haber
- Herr Horváth
- Herr Kaasik
- Herr Kelly
- Herr Koukoularides

- Herr Lünnemann
- 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 22. Februar 2024 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.*