

Straffung der Geldpolitik und der grüne Wandel

Rede von [Isabel Schnabel](#), Mitglied des Direktoriums der EZB, beim International Symposium on Central Bank Independence, Sveriges Riksbank, Stockholm

Stockholm, 10. Januar 2023

Der grüne Wandel wird unsere Gesellschaften grundlegend verändern.^[1] Der Schutz unseres Planeten erfordert beispiellose Großinvestitionen in technische Innovationen und erneuerbare Energien, um unsere Volkswirtschaften auf den Weg zu Netto-Treibhausgasemissionen von Null zu bringen.

Wie unsere Erfahrung der letzten zwei Jahrzehnte zeigt, sind die relativ hohen Vorlaufkosten, die bei diesen kapitalintensiven Ausgaben anfallen, besonders anfällig für Änderungen der Kreditkosten. Niedrige und sinkende Zinsen haben messbar zum Rückgang der Stromgestehungskosten (LCOE) erneuerbarer Energien beigetragen.^[2] Dadurch sind die Kosten für Strom aus erneuerbaren Quellen mittlerweile mit denen konventioneller Kraftwerke vergleichbar oder sogar niedriger.^[3]

Diese Entwicklungen drohen nun durch den deutlichen Anstieg der globalen Zinssätze im vergangenen Jahr umzukehren. Da Kraftwerke, die auf fossilen Brennstoffen basieren, vergleichsweise niedrige Vorlaufkosten haben, kann ein anhaltender Anstieg der Kapitalkosten die Bemühungen um eine rasche Dekarbonisierung unserer Volkswirtschaften behindern.

Vereinfacht gesagt: Erneuerbare Energien sind bei niedrigen Zinsen wettbewerbsfähiger.^[4] Während Simulationen darauf hindeuten, dass sich die Stromgestehungskosten eines Gaskraftwerks bei einer Verdoppelung der Abzinsungssätze nur geringfügig ändern würden, könnten die Stromgestehungskosten von Offshore-Windkraftanlagen um fast 45 % steigen (Folie 2).^[5] Die Ausweitung der Kreditrisikoprämien könnte diese Auswirkungen in vielen Entwicklungs- und Schwellenländern verstärken. Die Erkenntnis, dass die Auswirkungen von Zinsänderungen nicht sektorübergreifend symmetrisch sind, ist nicht neu und empirisch gut dokumentiert.^[6] Die außergewöhnlich hohen Risiken, die mit der grünen Wende verbunden sind, haben jedoch eine kontroverse öffentliche Debatte entfacht, ob die derzeitige Straffung der Geldpolitik letztendlich das Tempo der Dekarbonisierung verlangsamen könnte. Einige argumentieren, dass eine solche Verschärfung sogar mit dem Ziel der Preisstabilität unvereinbar sein könnte: Wenn die Treibhausgasemissionen nicht rasch gesenkt werden, bleiben unsere Volkswirtschaften den Risiken der „Klimaflation“ und der „Fossilflation“ ausgesetzt – also einem anhaltenden Inflationsdruck, der mit mehr einhergeht häufige Naturkatastrophen und eine anhaltende Abhängigkeit von Gas, Öl und Kohle.^[7] Diese Bedenken müssen ernst genommen werden. Da sie ein potenzielles Dilemma aufzeigen, das direkt mit dem primären Auftrag der Zentralbanken der Preisstabilität zusammenhängt, können wir sie aus rechtlichen Gründen nicht ignorieren.

Daher ist es keine Überraschung, dass der Klimawandel bei einem Symposium zur Unabhängigkeit der Zentralbanken eine zentrale Rolle spielt. Die Unabhängigkeit gewährt den Zentralbanken einen erheblichen Handlungsspielraum. Aber es erfordert auch, dass die Zentralbanken zur Rechenschaft

gezogen werden – ein Punkt, den Stefan Ingves letztes Jahr in einer Rede hervorgehoben hat.⁸ Wir müssen die Vorgehensweise begründen, die wir zur Erfüllung unseres Mandats für am geeignetsten halten.

Das ist es, was ich heute mit meinen Ausführungen tun möchte. Ich werde argumentieren, dass der grüne Übergang grundsätzlich gefährdet würde, wenn es nicht gelingt, die hohe Inflation rechtzeitig einzudämmen, und dass ein restriktiver geldpolitischer Kurs heute mittel- bis langfristig der Gesellschaft zugute kommen wird, indem er die Preisstabilität wiederherstellt.

Ich möchte auch betonen, dass die Fiskalpolitik weiterhin die treibende Kraft sein und den Übergang zu einer grünen Wirtschaft beschleunigen muss und dass der Rückgang der EZB-Bilanz im Zuge unserer geldpolitischen Straffung zusätzliche Anstrengungen erfordert, um unsere Maßnahmen an den Zielen auszurichten das Pariser Abkommen.

Der grüne Wandel kann nur bei Preisstabilität gelingen

Im vergangenen Jahr haben wir energische Maßnahmen ergriffen, um die Inflation einzudämmen, indem wir zunächst den Nettoerwerb von Vermögenswerten stoppten und dann unsere Leitzinsen insgesamt um zweieinhalb Prozentpunkte anhoben. Wir haben außerdem angekündigt, dass das Eurosystem nicht mehr alle Tilgungszahlungen aus fällig werdenden Wertpapieren im Rahmen des Asset Purchase Programme (APP) reinvestieren wird.

Wir gehen davon aus, dass die Zinssätze noch immer deutlich und stetig ansteigen müssen, um ein Niveau zu erreichen, das ausreichend restriktiv ist, um eine rechtzeitige Rückkehr der Inflation zu unserem mittelfristigen Ziel von 2 % zu gewährleisten.

Mit steigenden Zinssätzen wird die Finanzierung von Investitionen in grüne Technologien teurer, wodurch das Risiko besteht, dass höhere Kapitalkosten das Tempo der Dekarbonisierung verlangsamen könnten. Es gibt jedoch drei miteinander verbundene Gründe, warum strengere Finanzierungsbedingungen die angemessene Antwort auf die Herausforderungen sind, vor denen wir heute stehen.

Erstens ist die derzeit hohe Inflation eine Steuer auf Investitionen. In vielen Ländern erhöht es die Kapitalnutzungskosten, indem es den effektiven Steuersatz für Unternehmensinvestitionen erhöht.^[9] Eine hohe Inflation erhöht zudem die Unsicherheit und verzerrt relative Preissignale, die für Investitionsentscheidungen relevant sind. Und es könnte das Produktivitätswachstum verlangsamen, wie es in den 1970er Jahren in den Vereinigten Staaten der Fall war.^[10] Daher würde der grüne Übergang in einem Umfeld hoher Inflation nicht gedeihen. Preisstabilität ist eine Voraussetzung für die nachhaltige Transformation unserer Wirtschaft.

Zweitens wird die Inflation nicht von selbst nachlassen.

Was als relativer Preisschock begann, hat sich nach und nach in einen breit angelegten Anstieg des allgemeinen Preisniveaus gewandelt. Vorläufige Inflationsdaten für Dezember deuten auf einen anhaltenden Aufbau des zugrunde liegenden Preisdrucks

hin, auch wenn die Energiepreisinflation begonnen hat, von einem unangenehm hohen Niveau aus nachzulassen.

Um das heutige Inflationsproblem zu lösen, müssen die Finanzierungsbedingungen restriktiver werden. Strengere Finanzierungsbedingungen werden das Wachstum der Gesamtnachfrage verlangsamen, was erforderlich ist, um den Aufwärtsdruck auf die Preise zu verringern, der aus der langanhaltenden Beeinträchtigung der Produktionskapazität des Euroraums durch die Energiekrise resultiert.

Indem wir das Gesamtangebot und die Nachfrage wieder ins Gleichgewicht bringen, werden wir den Prozess beschleunigen, durch den die Inflation auf unser Ziel von 2 % zurückfällt, und so sicherstellen, dass die längerfristigen Inflationserwartungen verankert bleiben.

Drittens zeigt die Erfahrung der 1970er-Jahre, dass eine Politik, die fälschlicherweise auf der Annahme basiert, dass die Inflation von selbst sinken wird, letztlich den grünen Übergang grundsätzlich gefährden könnte.

In diesem Fall müsste die Geldpolitik die Zinsen noch stärker anheben, um das Vertrauen in den nominalen Anker der Wirtschaft wiederherzustellen. In den 1970er Jahren verschärften sich die Finanzierungsbedingungen in einem Ausmaß, das die Kapitalbildung unerschwinglich verteuerte.

Unsere derzeitige Politik ist darauf ausgerichtet, solche sehr schlechten Ergebnisse zu vermeiden.^[11] Eine entschlossene Reaktion auf das Risiko einer Verfestigung der Inflation sichert nicht nur die Preisstabilität, sondern schafft auch die

Voraussetzungen, unter denen der grüne Wandel nachhaltig gedeihen kann.

Obwohl die Kreditkosten aufgrund unserer Maßnahmen teurer geworden sind, sind die Finanzierungsbedingungen aus historischer Sicht nach wie vor günstig. Beispielsweise sind die Maße der realen langfristigen Zinssätze, die für grüne Investitionen am wichtigsten sind, im historischen Vergleich nach wie vor niedrig (Folie 3).

Dementsprechend sieht eine große Mehrheit der führenden Klimaökonominnen, die letztes Jahr befragt wurden, nur leichte oder sehr geringe Auswirkungen der steigenden Kreditkosten auf den Übergang zu Netto-Null-Emissionen bis 2050.^[12]

Bisher gibt es auch keine Hinweise auf Finanzierungsengpässe bei grünen Investitionsprojekten. Während herkömmliche Anleihen- und Aktienfonds im Jahr 2022 einen erheblichen Rückgang der Nettozuflüsse verzeichneten, galt dies nicht für Umwelt-, Sozial- und Governance-Fonds (ESG) (Folie 4, linke Seite). ESG-Aktienfonds verzeichneten sogar nachhaltige Zuflüsse.

Eine solche Neuausrichtung des Portfolios hat grüne Investitionen aus Finanzierungssicht relativ attraktiver gemacht. Bei deutschen Staatsanleihen beispielsweise ist die Rendite eines Green Bonds im Vergleich zu einer konventionellen Anleihe mit ähnlichen Eigenschaften gesunken, was bedeutet, dass das „Greenium“ in absoluten Zahlen Rekordwerte erreicht hat (Folie 4, rechts). Seite).

Aktuelle Untersuchungen warnen Unternehmen auch davor, den Übergang zu verzögern, wenn die Nominalzinsen steigen. Mitarbeiter der EZB dokumentieren einen positiven Zusammenhang zwischen den Treibhausgasemissionen, die aus

der Geschäftstätigkeit eines Unternehmens resultieren, und den Kreditrisikoschätzungen.^[13] Das bedeutet, dass Unternehmen, die ihren CO₂-Fußabdruck nicht aktiv reduzieren, bei jedem risikofreien Zinssatz höhere Risikoprämien und damit höhere Kreditkosten zahlen müssen.

All dies bedeutet, dass es irreführend wäre, strengere Finanzierungsbedingungen als Sündenbock für weitere Verzögerungen beim grünen Übergang zu nutzen. Durch die rechtzeitige Senkung der Inflation stellt die Geldpolitik die Bedingungen wieder her, die für das Gedeihen des grünen Übergangs erforderlich sind.

Die Finanzpolitik muss den grünen Wandel beschleunigen

In diesem Umfeld muss die Finanzpolitik weiterhin die treibende Kraft im Kampf gegen den Klimawandel bleiben. Bedauerlicherweise ist es vielen Regierungen nicht gelungen, die niedrigen Zinsen der letzten Jahre zu nutzen, um Investitionen in umweltfreundlichere und nachhaltigere Energieträger in einem Tempo zu beschleunigen, das den Herausforderungen, vor denen wir stehen, angemessen ist.

Das größte Hindernis für eine schnelle Dekarbonisierung sind daher nicht die Kapitalkosten, sondern der erhebliche Mangel an Fortschritten der Regierungen bei der Umsetzung früherer Klimaverpflichtungen.

Die OECD beispielsweise schätzt, dass sich die weltweite fiskalische Unterstützung für die Produktion und den Verbrauch von Kohle, Öl und Gas im Jahr 2021 fast verdoppelt hat. Die Invasion Russlands in der Ukraine hat mit ziemlicher Sicherheit

zu einem weiteren Anstieg ineffizienter Subventionen für fossile Brennstoffe zur kurzfristigen Energieversorgung geführt Sicherheit.

Regierungen müssen die Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen so schnell wie möglich beenden. Sie sollten ihre Anstrengungen in einer Zeit verstärken, in der die durchschnittlichen Zinskosten – dank der langen Niedrigzinsphase und der Verlängerung der Anleihelaufzeiten – voraussichtlich noch einige Zeit unter den Wachstumsraten bleiben werden, und so ihre Förderfähigkeit unterstützen private und öffentliche Investitionen.^[14]

Tragfähige Förderprogramme für erneuerbare Energien und grüne Technologien, wie Erstausfallgarantien, Zinszuschüsse und staatlich geförderte Finanzierungsmöglichkeiten, sollten fortgeführt und wo möglich ausgebaut werden.

Im Gegensatz zu ungezielten, breit angelegten Transfers und anreizverzerrenden Subventionen für fossile Brennstoffe sind solche Maßnahmen aus geldpolitischer Sicht zu begrüßen: Ihre positiven Auswirkungen auf die Produktionskapazität der Wirtschaft werden mittelfristig sowohl zur Wiederherstellung der Preisstabilität beitragen als auch die Schuldentragfähigkeit durch die Steigerung des Potenzials unterstützen Wachstum.^[15] Mehrere bauliche Maßnahmen sind gleichermaßen wichtig.

Einer ist ein umfassender Einsatz von CO₂-Preisen, um die Substitution fossiler Brennstoffe voranzutreiben. Unter sonst gleichen Bedingungen erfordern höhere Stromgestehungskosten erneuerbarer Energien einen höheren CO₂-Preis, um Anreize für die Dekarbonisierung aufrechtzuerhalten.

Ein weiterer Bereich, in dem dringender Handlungsbedarf besteht, ist der Abbau von Bürokratie. Derzeit verhindern administrative Engpässe, dass der Ausbau erneuerbarer Energien in einem Tempo erfolgt, das mit der Erreichung der Klimaneutralität bis spätestens 2050 vereinbar ist.

Schließlich sollten die Regierungen ihre Bemühungen zur Vertiefung der Kapitalmärkte und zur Schaffung einer grünen Kapitalmarktunion verstärken. Untersuchungen der EZB haben seit langem gezeigt, dass Aktienmärkte die Dekarbonisierung der Wirtschaft wirksamer unterstützen als Banken.^[16] Dennoch bleiben die EU-Aktienmärkte fragmentiert und oft illiquide. Die Abhängigkeit von Bankkrediten in einer Zeit, in der die Bilanzen der Banken zunehmend eingeschränkt werden, schränkt die Möglichkeiten der Unternehmen, ihre grüne Agenda voranzutreiben, erheblich ein.

Das jüngste Paket gesetzgeberischer Maßnahmen der Europäischen Kommission, darunter die vorgeschlagene Harmonisierung zentraler Aspekte des Unternehmensinsolvenzrechts und die Beseitigung bürokratischer Hürden für Unternehmen, die an öffentlichen Börsen notieren und Kapital beschaffen müssen, ist ein wichtiger Schritt in die richtige Richtung.^[17]

Es sind jedoch weitere entscheidende Schritte erforderlich, um die Gründung einer europäischen grünen Kapitalmarktunion voranzutreiben.^[18]

Die EZB muss ihre Bemühungen zur Unterstützung des grünen Wandels verstärken

Während die Regierungen ihre Bemühungen beschleunigen müssen, die Wirtschaft auf den Weg zu Netto-Null-Emissionen zu bringen, müssen die Zentralbanken aufgrund der drastischen Veränderung des makroökonomischen und finanziellen Umfelds im vergangenen Jahr auch Umfang und Umfang ihres eigenen Beitrags zum grünen Wandel überprüfen .

Unbeschadet des primären Mandats der EZB, Preisstabilität zu gewährleisten, sind wir verpflichtet, die allgemeine Wirtschaftspolitik der EU im Einklang mit unserem sekundären Ziel zu unterstützen. Wir müssen daher sicherstellen, dass alle Maßnahmen der EZB mit den Zielen des Pariser Abkommens in Einklang stehen, die globale Erwärmung auf deutlich unter 2 Grad Celsius zu begrenzen.

Klimaschutzmaßnahmen bleiben immer noch hinter den Pariser Zielen zurück

In den letzten Jahren haben wir uns auf den anspruchsvollen Weg begeben, unser geldpolitisches Rahmenwerk klimaverträglich zu machen. Im Jahr 2021 haben wir uns im Rahmen unseres ersten Aktionsplans zum Klimawandel für ein umfassendes und ehrgeiziges Maßnahmenpaket entschieden und mit der Umsetzung dieser Verpflichtungen begonnen.^[19] Wir haben begonnen, Überlegungen zum Klimawandel in unsere makroökonomischen Modelle zu integrieren. Wir werden in Kürze neue experimentelle statistische Indikatoren zum Klimawandel veröffentlichen. Und wir werden uns zunehmend mit Klimarisiken in unseren Risikokontroll- und Sicherheitsrahmen befassen, unter anderem dadurch, dass wir irgendwann klimabezogene Unternehmensoffenlegungen verpflichtend vorschreiben, damit Anleihen weiterhin als Sicherheiten für unsere Refinanzierungsgeschäfte in Frage

kommen. Das Eurosystem selbst wird gegen Ende des ersten Quartals dieses Jahres damit beginnen, die klimawandelbedingten Risiken von Teilen seiner eigenen Bilanz offenzulegen.

Darüber hinaus richten wir unser Unternehmensanleihenportfolio nun auf Emittenten mit besseren Klimaergebnissen aus, um die bestehende Tendenz hin zu emissionsintensiven Unternehmen zu beseitigen.^[20] Obwohl unsere derzeitigen Maßnahmen im Zusammenhang mit dem Klimawandel ehrgeizig sind, bleiben sie dennoch hinter den Pariser Zielen zurück, da sie nicht ausreichen, um einen Dekarbonisierungspfad sicherzustellen, der mit der CO₂-Neutralität unserer Geschäftstätigkeit bis 2050 vereinbar ist.

Insbesondere drei Bereiche erfordern zusätzliche Anstrengungen.

Ökologisierung des Bestands an Unternehmensanleihen

Erstens wird der anhaltende Rückgang unserer Bilanz die Wirkung einiger unserer künftigen Maßnahmen deutlich verringern.

Beispielsweise verfolgen wir für unser Unternehmensanleihenportfolio einen *Flow-basierten* Tilting-Ansatz, bei dem wir unsere Reinvestitionen von Unternehmensanleihen auf der Grundlage eines Klimascores anpassen, der die Kohlenstoffintensität der Emittenten, ihre Dekarbonisierungspläne und die Qualität ihrer klimabezogenen Offenlegungen widerspiegelt.

Unser wichtigstes Steuerungsinstrument in diesem Prozess ist der Tiltungsparameter – also die Gewichtung, die wir dem Klimascore in unserer Benchmark-Allokation für Neuanschaffungen beimessen. Allerdings verlor der Neigungsparameter einen Teil seiner Schlagkraft, als wir beschlossen, die Nettokäufe von Vermögenswerten zu stoppen (Folie 5). Die bevorstehende Reduzierung der Reinvestitionen wird die Fähigkeit eines flussbasierten Ansatzes zur Dekarbonisierung unseres Unternehmensanleihenportfolios in einem Tempo, das mit unseren Klimaambitionen im Einklang steht, weiter erheblich einschränken.^[21]

Die Dekarbonisierung unseres Unternehmensanleihenportfolios hängt nicht nur von unserem Neigungsparameter ab, sondern auch erheblich von der Geschwindigkeit, mit der die Unternehmen in unserem Portfolio ihre Geschäfte dekarbonisieren.^[22]

Unter der Annahme einer vollständigen Reinvestition würden wir beispielsweise bis 2030 nur die Hälfte der gesamten Dekarbonisierung unserer Unternehmensanleihenbestände erreichen, wenn Unternehmen keine Schritte mehr zur Dekarbonisierung ihrer Aktivitäten unternehmen würden (Folie 6, linke Seite). Dieser Effekt hängt in erheblichem Maße vom Handeln einiger weniger emissionsintensiver Unternehmen ab (Folie 6, rechte Seite).

Zusammengenommen bedeutet dies, dass sich die Geschwindigkeit der Dekarbonisierung unseres Portfolios durch die Beendigung unserer Reinvestitionen erheblich verlangsamen würde und weitgehend außerhalb unserer Kontrolle liegen würde.

Ein strömungsbasierter Kippansatz reicht daher nicht aus, um unser Ziel zu erreichen. Das Pariser Abkommen erfordert einen

stabilen Dekarbonisierungspfad in unserem Portfolio, unabhängig von unserem geldpolitischen Kurs oder den individuellen Maßnahmen der Unternehmen.

Wir müssen daher für unser Unternehmensanleihenportfolio von einem flussbasierten zu einem aktienbasierten Tiltungsansatz übergehen. Das bedeutet, dass ohne Reinvestitionen eine aktive Umschichtung des Portfolios hin zu umweltfreundlicheren Emittenten in Betracht gezogen werden müsste.

Gleichzeitig sollten wir uns zumindest zunächst nicht vollständig von den Unternehmen trennen, deren Maßnahmen für die Bewältigung des grünen Wandels besonders wichtig sind, sondern vielmehr Anreize für sie schaffen, ihre Emissionen weiter zu reduzieren.

Der aktienbasierte Ansatz müsste auch für andere private Anlageklassen in unserem Portfolio gelten, nämlich Pfandbriefe und Asset-Backed Securities. Dafür ist ein Rahmen zur Bewertung der Klimaauswirkungen solcher Expositionen erforderlich.

Ökologisierung unserer Anleihenbestände des öffentlichen Sektors

Die zweite Frage ist, wie wir unsere Anleihenbestände des öffentlichen Sektors, die derzeit etwa die Hälfte unserer Bilanz ausmachen, auf einen Paris-konformen Weg bringen können.

Die Ausrichtung unserer großen Anleihenbestände des öffentlichen Sektors an den Zielen des Pariser Abkommens

erweist sich aus verschiedenen Gründen als schwierig. Erstens orientieren sich Käufe von Staatsanleihen am Kapitalschlüssel, der den Spielraum für Kippstrategien auf der Grundlage der Kohlenstoffintensität der Länder einschränkt. Zweitens gibt es noch keinen verlässlichen Rahmen, um zu beurteilen, inwieweit Staatsanleiheportfolios mit dem Pariser Abkommen im Einklang stehen. Und schließlich ist die Menge an grünen Staatsanleihen immer noch begrenzt, insbesondere im Vergleich zur Größe unseres aktuellen Anleihenportfolios.

Es ist von entscheidender Bedeutung, Optionen zur Überwindung dieser Einschränkungen im Rahmen unseres Mandats zu finden: Jeder Versuch, den Bestand unserer Anleihebestände umweltfreundlicher zu gestalten, muss eine Lösung für unser Staatsanleihenportfolio beinhalten, insbesondere im Lichte der Überprüfung des künftigen operativen Rahmens der EZB. Dies impliziert wahrscheinlich eine größere Steady-State-Bilanz, möglicherweise einschließlich eines strukturellen Anleihenportfolios.

Derzeit gibt es zwei Möglichkeiten, unser Staatsanleihenportfolio zeitnah grüner zu gestalten.

Eine besteht darin, den Anteil der von supranationalen Institutionen und Agenturen ausgegebenen Anleihen zu erhöhen. Ein erheblich größerer Teil ihrer ausstehenden Anleihen ist bereits grün (Folie 7).

Eine Ausrichtung unserer Käufe auf grüne Anleihen supranationaler Institutionen und Agenturen stünde im Einklang mit den Zielen des Pariser Abkommens und stünde nicht im Widerspruch zur Vorgabe, sich am Kapitalschlüssel zu orientieren.

Die zweite, ergänzende Option besteht darin, unser Staatsanleihenportfolio kontinuierlich in Richtung grüner Anleihen umzuschichten, da die Regierungen ihr Angebot an grünen Anleihen im Laufe der Zeit erweitern.

Ökologischere Kreditvergabe

Schließlich müssen wir unsere Bemühungen zur Ökologisierung unserer Kreditvergabe intensivieren, einschließlich des Sicherheitenrahmens. Als ersten Schritt werden wir den Anteil der Vermögenswerte begrenzen, die von Unternehmen mit einem hohen CO₂-Fußabdruck ausgegeben werden und die von einzelnen Geschäftspartnern als Sicherheit verpfändet werden können, wenn sie Kredite beim Eurosystem aufnehmen. Bei der Festlegung von Sicherheitsabschlägen für Unternehmensanleihen werden wir auch klimabedingte Risiken berücksichtigen.

Diese Maßnahmen werden jedoch nur geringe Auswirkungen auf die von unseren Kontrahenten insgesamt bereitgestellten Sicherheiten haben. Eine systematische Ökologisierung des Sicherheitenrahmens der EZB ist daher ein wichtiges Instrument, um sicherzustellen, dass alle unsere geldpolitischen Maßnahmen mit dem Pariser Abkommen in Einklang stehen, insbesondere in einem Umfeld, in dem wir begonnen haben, unsere Bilanz zu verkleinern, da dies die Auswahl an Optionen verringert verfügbar, um den grünen Übergang während des aktuellen Straffungszyklus zu unterstützen.

Beispielsweise könnten gezielte grüne Kreditvergaben in Zukunft ein erwägenswertes Instrument sein, wenn die Politik wieder expansiv werden muss, sofern die zugrunde liegenden Datenlücken geschlossen werden. Angesichts der aktuellen

Notwendigkeit einer restriktiven Geldpolitik sind sie jedoch keine Option für die unmittelbare Zukunft.

Abschluss

Lassen Sie mich abschließen.

Viele Zentralbanken weltweit reagieren auf die derzeit hohe Inflation mit einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen. Während höhere Kreditkosten die Finanzierung erneuerbarer Energien und grüner Technologien verteuern, wäre es aus zwei Hauptgründen irreführend, höhere Zinsen als Sündenbock für eine weitere Verzögerung des grünen Wandels herbeizurufen:

Erstens schafft die rechtzeitige Wiederherstellung der Preisstabilität die Voraussetzungen, unter denen der grüne Wandel nachhaltig gedeihen kann. Und zweitens bleibt das größte Hindernis für eine schnelle Dekarbonisierung der mangelnde Fortschritt der Regierungen bei der Umsetzung früherer Klimaverpflichtungen.

Die Regierungen müssen bei der Beschleunigung des grünen Wandels weiterhin eine Vorreiterrolle spielen. Durch die Förderung grüner Technologien und erneuerbarer Energien steigern sie die Produktionskapazität der Wirtschaft und tragen so dazu bei, mittelfristig die Preisstabilität wiederherzustellen.

Im Einklang mit unserem Auftrag sind wir bereit, unsere Bemühungen zur Unterstützung des Kampfes gegen den Klimawandel weiter zu intensivieren und dabei auf den Erfolgen unseres Aktionsplans zum Klimawandel aufzubauen.

Unser langfristiges Ziel besteht darin, sicherzustellen, dass alle unsere geldpolitischen Maßnahmen mit den Zielen des Pariser Abkommens im Einklang stehen. Dies bedeutet, dass wir unseren Bestand an Anleihen, einschließlich Anleihen des öffentlichen Sektors, sowie unsere Kreditvergabe und unseren Sicherheitenrahmen umweltfreundlicher gestalten.

Eine grünere Geldpolitik erfordert eher strukturelle Veränderungen unseres geldpolitischen Rahmens als Anpassungen unserer Reaktionsfunktion.

Die heutige Wiederherstellung der Preisstabilität durch eine angemessene Geldpolitik wird der Gesellschaft langfristig zugute kommen und den Übergang zu einer umweltfreundlicheren Wirtschaft erleichtern.

Danke schön.

Anhänge

10. Januar 2023

Folien

ENGLISCH

1. Ich möchte Benjamin Hartung für seinen Beitrag zu dieser Rede danken.
2. Siehe zum Beispiel Egli, F. et al. (2018), „Eine dynamische Analyse der Finanzierungsbedingungen für erneuerbare Energietechnologien“, *Nature Energy*, Bd. 3, S. 1084-1092. Die „Stromgestehungskosten“ sind ein Maß für die durchschnittlichen gegenwärtigen Nettostromkosten einer Stromerzeugungsanlage während ihrer Lebensdauer.
3. Fraunhofer-Institut für Solare Energiesysteme (2021), „ [Studie: Stromgestehungskosten – Erneuerbare Energietechnologien](#)“, Juni.
4. Monnin (2015) stellt fest, dass bei Zinsniveaus über 2 % die durchschnittlichen Stromerzeugungskosten für grüne Energietechnologien höher sind. Siehe Monnin, P. (2015), „ [The Impact of](#)

[Interest Rates on Electricity Production Costs](#)“, *CEP Discussion Note*, 2015/3, Juni.

5. Internationale Energieagentur (2020), „ [Prognostizierte Kosten der Stromerzeugung 2020](#)“, Dezember. Siehe auch Schmidt, TS et al. (2019), „Nachteilige Auswirkungen steigender Zinssätze auf nachhaltige Energiewende“, *Nature Sustainability*, Bd. 2, S. 879–885.
6. Siehe zum Beispiel Durante, E. et al. (2022), „Monetary Policy, Investment and Firm Heterogeneity“, *European Economic Review*, Bd. 148, 104251; und Auer, S. et al. (2021), „Corporate Leverage and Money Policy Effectiveness in the Euro Area“, *European Economic Review*, Bd. 140, Nr. 103943, November.
7. Siehe auch Schnabel, I. (2022), „ [Ein neues Zeitalter der Energieinflation: Klimaflation, Fossilflation und Greenflation](#)“, Rede auf der XXII. Konferenz der EZB und ihrer Beobachter, 17. März.
8. Ingves, S. (2022), „Inflationsziel für fast 30 Jahre – ein robuster Rahmen für alle Zeiten?“, Rede vor dem Schwedischen Wirtschaftsverband, 31. Mai.
9. Siehe zum Beispiel Cohen, D. et al. (1999), „Inflation and the User Cost of Capital: Does Inflation Still Matter?“, in Feldstein, M. (Hrsg.), *The Costs and Benefits of Price Stability*, University of Chicago Press für die NBER; und Andrés, J. und Hernando, I. (1997), „Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence from the OECD“, *NBER Working Paper*, Nr. 6062.
10. Siehe zum Beispiel Clark, P. (1982), „Inflation and the Productivity Decline“, *American Economic Review*, Bd. 72(2), Papers and Proceedings of the Ninety-Fourth Annual Meeting of the American Economic Association, S. 149-154.
11. Schnabel, I. (2022), „ [Monetary Policy and the Great Volatility](#)“, Rede auf dem Jackson Hole Economic Policy Symposium, organisiert von der Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 27. August.
12. Von Reuters durchgeführte Umfrage unter 68 Klimaökonominnen zwischen dem 1. Juli und dem 13. September 2022. 50 dieser 68 Experten gaben an, dass steigende Kreditkosten leichte oder sehr geringe Auswirkungen auf das Erreichen von Netto-CO₂-Null-Emissionen bis 2050 haben würden.
13. Carbone, S. et al. (2021), „ [The Low-Carbon Transition, Climate Commitments and Firm Credit Risk](#)“, *Working Paper Series*, Nr. 2631, EZB, Dezember.

14. Schnabel, I. (2022), „ [In Vielfalt geeint – Herausforderungen für die Geldpolitik in einer Währungsunion](#) “, Eröffnungsrede vor den Absolventen des Masterstudiengangs Geld, Bankwesen, Finanzen und Versicherungen der Panthéon-Sorbonne-Universität, Paris, 14 Juni; und Bouabdallah, O. et al. (2023), „Fiskalpolitik: vom kostenlosen zum erschwinglichen Mittagessen“, The ECB Blog, 4. Januar.
15. Schnabel, I. (2022), „ [Die richtige Mischung finden: monetär-fiskalische Interaktion in Zeiten hoher Inflation](#) “, Grundsatzrede auf der Bank of England Watchers' Conference, London, 24. November.
16. De Haas, R. und Popov, A. (2019), „ [Finance and carbon emissions](#) “, *Working Paper Series* , Nr. 2318, EZB, September.
17. Europäische Kommission (2022), „ [Kapitalmarktunion: Clearing-, Insolvenz- und Notierungspaket](#) “, 7. Dezember.
18. Siehe Lagarde, C. (2021), „Auf dem Weg zu einer grünen Kapitalmarktunion für Europa“, Rede auf der hochrangigen Konferenz der Europäischen Kommission zum Vorschlag für eine Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen, 6. Mai.
19. Siehe EZB (2021), „ [EZB präsentiert Aktionsplan zur Einbeziehung von Überlegungen zum Klimawandel in ihre geldpolitische Strategie](#) “, 8. Juli; und EZB (2022), „ [Die EZB unternimmt weitere Schritte, um den Klimawandel in ihre geldpolitischen Geschäfte einzubeziehen](#) “, 4. Juli.
20. Nachdem die EZB am 4. Juli 2022 beschlossen hatte, ihre Unternehmensanleihebestände zu dekarbonisieren, legte sie Einzelheiten zum Kippmechanismus vor, der anschließend ab Oktober 2022 umgesetzt wurde (siehe [Pressemitteilung](#) vom 19. September 2022). Bereits im Februar 2021 hat sich das Eurosystem auf eine gemeinsame Haltung zu klimawandelbezogenen nachhaltigen und verantwortungsvollen Investitionsprinzipien für seine auf Euro lautenden nicht-geldpolitischen Portfolios geeinigt (siehe [Pressemitteilung](#) vom 4. Februar 2021). Empirische Belege zeigen, dass die Bestände des Eurosystems im Rahmen des Programms zum Ankauf von Unternehmenssektoren (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP) auf kohlenstoffintensivere Unternehmen ausgerichtet sind, da diese einen größeren Investitionsbedarf haben und daher einen unverhältnismäßig großen Anteil am investierbaren Universum ausmachen. Siehe auch Schnabel, I.

(2021), „ [Von der grünen Vernachlässigung zur grünen Dominanz?](#) “, Rede beim Online-Seminar „Greening Monetary Policy – Central Banking and Climate Change“, 3. März; und Papoutsis, M., Piazzesi, M. und Schneider, M. (2021), „ [Wie unkonventionell ist grüne Geldpolitik?](#) “, JEEA-FBBVA-Vortrag bei ASSA, Januar.

21. Der CO₂-Fußabdruck des Bestands an Unternehmensanleihen hängt vom Nettovermögensfluss ab, der nicht nur durch die Beträge der Reinvestitionen nach der geeigneten Benchmark-Allokation bestimmt wird, sondern auch durch die Menge und Zusammensetzung der fälligen Vermögenswerte in einem bestimmten Monat. Wenn in einem bestimmten Monat viele Vermögenswerte von kohlenstoffintensiven Unternehmen zurückgenommen werden, verringert sich dadurch der gesamte CO₂-Fußabdruck des Portfolios und umgekehrt. Dies kann von Monat zu Monat zu zusätzlichen Schwankungen im CO₂-Fußabdruck des Portfolios führen.
22. Die Dekarbonisierung wird auch durch konjunkturelle Faktoren beeinflusst, wie der Rückgang der absoluten Emissionen während der Pandemie gezeigt hat. Gleichzeitig nehmen die Kohlenstoffintensitäten in Jahren mit geringerer Wirtschaftsaktivität tendenziell zu, da der Zähler (Treibhausgasemissionen) langsamer sinkt als der Nenner (z. B. Einnahmen). Ein an Paris ausgerichteter Dekarbonisierungspfad würde im Idealfall einen robusten Ansatz gewährleisten, der kurzfristige Schwankungen der Kohlenstoffemissionen und Kohlenstoffintensitäten im Zusammenhang mit rein konjunkturellen Faktoren berücksichtigt.

Die letzte Meile

Grundsatzrede von Isabel Schnabel, Mitglied des Direktoriums der EZB, bei der jährlichen Homer Jones Memorial Lecture

St. Louis, 2. November 2023

Beim Langstreckenlauf wird oft gesagt, dass die letzte Meile die schwierigste sei. Da die Ziellinie in greifbarer Nähe ist, muss man sich noch mehr anstrengen, um das lang gehegte Ziel zu erreichen.

Das Gleiche gilt für die Bewältigung der letzten Meile der Desinflation.

In den letzten zwölf Monaten haben wir die erste Phase der Desinflation erlebt. Die Gesamtinflation ging schnell und messbar zurück, da sich frühere angebotsseitige Schocks umkehrten. Störungen in den globalen Lieferketten wurden nach und nach behoben, und die Energie- und Lebensmittelpreise erreichten ihren Höchststand nach der russischen Invasion in der Ukraine. Dies waren die schnellen Erfolge des Desinflationsprozesses.

In meinen heutigen Ausführungen möchte ich erörtern, warum es möglicherweise schwieriger ist, die Inflation von hier aus rechtzeitig wieder auf 2 % zu bringen. Ich werde argumentieren, dass die Desinflation auf der letzten Meile, anders als in der ersten Phase, entscheidend von der angemessenen Kalibrierung und wirksamen Transmission der Geldpolitik abhängt. Die große Unsicherheit in Bezug auf diese beiden Faktoren sowie das Risiko, dass neue angebotsseitige Schocks die Inflation erneut von unserem Ziel abbringen, machen diesen Teil des Inflationsprozesses am schwierigsten.

Auf diese Herausforderungen muss die Geldpolitik mit Beharrlichkeit und Wachsamkeit reagieren.

Die letzte Meile markiert eine Wende im Desinflationsprozess

Die Gesamtinflation im Euroraum ging im Oktober rasch auf 2,9 % zurück, nachdem sie ein Jahr zuvor ihren Höchststand von 10,6 % erreicht hatte. Der Großteil dieses starken Rückgangs spiegelt den erheblichen Rückgang der Beiträge der Energie- und Nahrungsmittelinflation wider (Folie 2, linke Seite).

Diese Auswirkungen waren weitgehend auch in ihrem Ausmaß zu erwarten. Sie ergeben sich aus der statistischen Beobachtung, dass sich die Inflation nach einem großen Preisschock in der Regel messbar verlangsamt, sobald die ungewöhnlich hohen monatlichen Preissteigerungen des Vorjahres aus den jährlichen Inflationsraten auszufallen beginnen.

Diese mechanische Dynamik wird als Basiseffekt bezeichnet. Insbesondere die Öl- und Gaspreise sind seit den Höchstständen unmittelbar nach der russischen Invasion in der Ukraine bemerkenswert schnell gesunken (Folie 2, rechte Seite). Heute liegen die Öl- und Gaspreise nahe oder unter dem Niveau vor der Invasion.

Solche regelrechten Preisrückgänge sind selten. Sie beschränken sich in der Regel auf stark schwankende Preise von Waren, die auf internationalen Märkten gehandelt werden und bei denen die Durchwirkung auf die Endverbraucherpreise typischerweise groß ist und in vielen Fällen unmittelbar bevorsteht und direkt über die Energiekomponente des Harmonisierten Verbraucherpreisindex erfolgt (HVPI).^[1] Nach großen Rohstoffschocks ist ein zunächst rascher Rückgang der Gesamtinflation daher eher die Regel als die

Ausnahme. Dies war auch nach der globalen Finanzkrise 2008 und den Finanzmarkturbulenzen 2012 der Fall.^[2]

Eine aktuelle IWF-Studie zeigt, dass solche starken anfänglichen Basiseffekte oft zu „vorzeitigen Feierlichkeiten“ geführt haben.^[3] Das heißt, wenn die Inflation zu sinken beginnt, ist es verlockend, den Schluss zu ziehen, dass sie erfolgreich bekämpft wurde und dass es nur darauf ankommt, wann und nicht ob die Inflation wieder auf den Zielwert zurückfällt.

Allerdings ging die Inflation in etwa 90 % der ungelösten Inflationsepisoden innerhalb der ersten drei Jahre nach dem ersten Schock deutlich zurück, verharrte dann aber entweder auf einem erhöhten Niveau oder beschleunigte sich wieder.

Basiseffekte selbst können ein Grund sein, warum dies passieren kann. Per Definition haben sie einen endlichen Horizont. Da sie in beide Richtungen wirken, verwandeln sie sich oft von einer Quelle der Desinflation in einen erneuten Gegenwind. Sie schwingen wie ein Pendel, was bedeutet, dass die Desinflation nicht unbedingt ein reibungsloser Prozess ist, sondern ein ziemlich holpriger Weg sein kann.

Das gilt auch heute noch. Unsere Schätzungen deuten darauf hin, dass, sollten die Energiepreise in den kommenden Monaten im Einklang mit ihrem historischen Mittel steigen, Energie bis Juli 2024 voraussichtlich fast 1,9 Prozentpunkte zur Gesamtinflation im Euroraum beitragen wird (Folie 3, linke Seite). Dies spiegelt vor allem den seit November 2022 zu beobachtenden starken Rückgang der Öl- und Gaspreise wider. Ein Anstieg der Energiepreise über das historische Mittel hinaus würde solche Basiseffekte noch verstärken.

Der außerordentlich starke Anstieg der Lebensmittelpreise im Jahr 2022 und Anfang 2023 deutet darauf hin, dass es

irgendwann zu einer ähnlichen Dynamik der Gesamtinflation bei der Lebensmittelkomponente des HVPI kommen könnte (Folie 3, rechte Seite).

Der andere Grund für die anhaltende Inflation besteht darin, dass sich der zugrunde liegende Preisdruck als viel hartnäckiger erweisen kann als volatile Rohstoffpreise.

Der Energiepreisschock des letzten Jahres entwickelte sich schnell zu einem breit angelegten Preisniveauschock, da die Unternehmen den Großteil ihrer Kostensteigerungen an die Endverbraucherpreise weitergaben. Infolgedessen stieg die Kerninflation, die die direkten Auswirkungen von Energie und Nahrungsmitteln ausschließt, im Euroraum stark an und erreichte ihren Höchststand von 5,8 % im März 2023, deutlich später als die Gesamtinflation. Im Oktober lag sie noch bei 4,2 %.

Die Umkehr der Basiseffekte impliziert, dass eine weitere Desinflation auf einem stetigen Rückgang der zugrunde liegenden Inflation beruhen muss. Bei der letzten Meile geht es um diese Änderung im Desinflationsprozess. Dabei geht es nicht mehr um mechanische Preisumkehrungen, sondern darum, die Voraussetzungen dafür zu schaffen, dass sich die indirekten Zweitrundeneffekte angebotsseitiger Schocks nicht in der zugrunde liegenden Inflation festsetzen. Dies ist die Aufgabe der Geldpolitik.

Preis- und Lohnstarrheiten führen dazu, dass die zugrunde liegende Inflation stabiler ist

Unseren jüngsten Expertenprognosen der EZB gehen davon aus, dass sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflation bis Ende 2025 in Richtung 2 % sinken werden (Folie 4). Die Prognosen verdeutlichen ein wesentliches Merkmal der letzten Meile: Während es ein Jahr dauerte, um die Inflation von 10,6 % auf 2,9 % zu bringen, wird es voraussichtlich etwa doppelt so lange dauern, bis die Inflation von hier wieder auf 2 % ansteigt.

Mit anderen Worten: Der Desinflationsprozess dürfte sich deutlich verlangsamen. Dies hängt im Wesentlichen mit der Art und Weise zusammen, wie Löhne und Preise festgelegt werden.^[4]

Im vergangenen Jahr haben Unternehmen ihre Verkaufspreise deutlich häufiger angepasst als sonst (Folie 5, linke Seite). Sie taten dies, um ihre Gewinnmargen in einer Zeit schnell steigender Inputkosten zu schützen. Im Fachjargon der Ökonomen spricht man von einer zustandsabhängigen Preisgestaltung: Wenn die Preise weit von ihrem optimalen Niveau entfernt sind, ist die Wahrscheinlichkeit größer, dass Unternehmen sie anpassen (Folie 5, rechte Seite).^[5]

In vielen Fällen erhöhten Unternehmen sogar ihre Verkaufspreise über die Kostensteigerung hinaus und steigerten so die Stückgewinne (Folie 6, linke Seite). Dies war möglich, weil die Gesamtnachfrage in einer Zeit erheblicher Angebotsengpässe außerordentlich widerstandsfähig blieb und Steuertransfers Unternehmen und Haushalte vor den negativen Einkommenseffekten der Pandemie und des Krieges in der Ukraine schützten (Folie 6, rechte Seite).^[6]

Wenn jedoch die Inputkosten sinken oder die Bedingungen weitgehend stabil sind, verhalten sich die meisten Unternehmen anders. Dann ändern sie ihre Preise zurückhaltender, was die zugrunde liegende Inflation fester macht und den Inflationsabbau verlangsamt.

Darüber hinaus werden die Löhne oft gestaffelt festgesetzt, was sich erst mit Verzögerung auf die Kostenbasis der Unternehmen auswirkt.^[7] Im Euroraum hat das Lohnwachstum im vergangenen Jahr stark zugenommen, da die Arbeitnehmer versuchen, die verlorene Kaufkraft auszugleichen.

Unsere Indikatoren, insbesondere diejenigen, die kürzlich unterzeichnete Tarifverträge verfolgen, deuten auf ein anhaltend starkes Lohnwachstum zu einer Zeit hin, in der die Inflation bereits sinkt (Folie 7, linke Seite). Hierbei handelt es sich um die langsamen Zweitrundeneffekte der negativen angebotsseitigen Schocks, die die Wirtschaft des Euroraums in den vergangenen Jahren getroffen haben.

Das geringe Produktivitätswachstum übt zusätzlichen Druck auf die Lohnstückkosten der Unternehmen aus, die seit Anfang 2022 stark ansteigen (Folie 7, rechte Seite).

Die Verteilung der Preisänderungen verdeutlicht diese Rigiditäten. Im September stiegen rund 45 % der Dienstleistungspreise, gewichtet nach ihrem Anteil am HVPI-Korb, immer noch mit einer Rate von über 5 %, wobei dieser Anteil nur sehr langsam zurückging (Folie 8, linke Seite). Im Warenausgangsbereich begann der Anteil der Produkte mit besonders starken Preissteigerungen schon früher zu sinken (Folie 8, rechte Seite). Aber selbst in diesem Sektor weisen derzeit immer noch fast 40 % der Produkte eine Steigerungsrate von über 5 % auf.

Angesichts dieser Rigiditäten wird sich die Desinflation deutlich verlangsamen. Damit sich die Kerninflation im Einklang mit den Prognosen der Experten der EZB entwickelt, müssen zwei wichtige Bedingungen erfüllt sein. Einer davon ist, dass das Wachstum der Lohnstückkosten schließlich auf ein Niveau

zurückfällt, das im Großen und Ganzen mit einer mittelfristigen Inflation von 2 % vereinbar ist. Zweitens werden die Unternehmen ihre Gewinnmargen als Puffer nutzen, um die Durchwirkung der derzeit starken Lohnsteigerungen auf die Verbraucherpreise zu begrenzen.

Auf der letzten Meile geht es darum sicherzustellen, dass diese beiden Bedingungen rechtzeitig erfüllt werden. Dieser Prozess steht vor zwei zentralen Herausforderungen. Die erste ist die angemessene Kalibrierung und Übertragung der Geldpolitik. Der zweite Grund ist das mögliche Auftreten neuer angebotsseitiger Schocks.

Kalibrierungs- und Übertragungsunsicherheiten machen die letzte Meile zur schwierigsten

Die Desinflation auf der letzten Meile hängt entscheidend davon ab, dass es der Geldpolitik gelingt, die zugrunde liegende Inflation stetig und rechtzeitig zu senken.

In der ersten Phase der Desinflation war vor allem eine entschlossene politische Reaktion erforderlich, um die Inflationserwartungen auf einem stabilen Niveau zu halten und so die mit der Wiederherstellung der Preisstabilität verbundenen makroökonomischen Kosten zu senken.^[8] Auf der letzten Meile wird der Nachfragekanal der Geldpolitik – wobei eine restriktivere Politik die Wirtschaftstätigkeit verlangsamt – entscheidend, wenn die langen und variablen Verzögerungen allmählich zu Ende gehen.

Daher muss die Geldpolitik die Lohn- und Preisbildung so steuern, dass sichergestellt wird, dass die beiden Bedingungen für Lohnstückkosten und Gewinnmargen erfüllt sind. Dies gilt insbesondere in einem Umfeld, in dem die mehrjährige

Aussetzung der Haushaltsregeln und das mögliche Fehlen eines überarbeiteten wirtschaftspolitischen Rahmens in der Europäischen Union das Risiko bergen, dass die Finanzpolitik zu lange zu expansiv bleibt.

Obwohl das Wirtschaftswachstum im Euroraum im Laufe dieses Jahres schwach war, bleibt erhebliche Unsicherheit über die Verzögerungen und Auswirkungen der Geldpolitik bestehen. Man kann grob zwischen der Unsicherheit hinsichtlich der angemessenen Ausrichtung der Geldpolitik und der Unsicherheit hinsichtlich ihrer Transmission unterscheiden.

Die Kalibrierungsunsicherheit hängt mit der Wahl des geeigneten Niveaus der Leitzinsen und dem Zeitraum zusammen, über den sie auf diesem Niveau bleiben müssen. Es ist von Natur aus schwierig abzuschätzen, in welchem Umfang die Geldpolitik gestrafft werden muss, um die Inflation über einen bestimmten Zeitraum hinweg wieder auf 2 % zu bringen.

Dies ist im aktuellen Kontext besonders relevant. Es besteht erhebliche Unsicherheit über die Auswirkungen der jüngsten Schocks auf die Angebotskapazität der Wirtschaft und damit auf das Ausmaß der Unterauslastung. Wenn beispielsweise die jüngsten Schocks das Niveau des Produktionspotenzials nachhaltiger senken würden, könnte die Produktionslücke kleiner oder sogar positiv ausfallen und nicht wie in den herkömmlichen Schätzungen negativ.

Gleichzeitig könnten die Digitalisierung, die raschen Fortschritte bei der künstlichen Intelligenz und die laufenden Bemühungen zur Beschleunigung des grünen Wandels das potenzielle Produktionswachstum steigern. Dies scheinen die Finanzmärkte zunehmend zu erwarten. Seit Anfang 2022 sind die

marktbasierten Schätzungen des natürlichen Zinssatzes sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten messbar gestiegen (Folie 9, linke Seite).

Insgesamt besteht daher große Unsicherheit darüber, wie sich strukturelle Veränderungen auf die Aktivität im Euroraum und weltweit auswirken werden, was die Kalibrierung der Geldpolitik erschwert.

Übertragungsunsicherheit kann die Kalibrierungsunsicherheit verstärken – das heißt, selbst wenn die Politik anfänglich angemessen kalibriert wird, ist unklar, wie schnell und in welchem Ausmaß ein bestimmter politischer Impuls auf Aktivität, Preise und Löhne übertragen wird (Folie 9, rechte Seite).^[9] Das Tempo und die Stärke der Übertragung beeinflussen das optimale Niveau und die optimale Dauer der Politik. Die Übertragung unserer früheren politischen Maßnahmen auf die Kreditvergabebedingungen der Banken war stark, wobei die Kreditkosten stark anstiegen (Folie 10, linke Seite). Infolgedessen sind die Nettokreditflüsse sowohl für Unternehmen als auch für Haushalte praktisch zum Erliegen gekommen (Folie 10, rechte Seite). Mit steigenden Festgeldzinsen ist auch das Sparen attraktiver geworden, was zu einem Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte führt.

Die Übertragung über die Kapitalmärkte war uneinheitlicher.

Bis vor kurzem blieben die Risikoprämien in den meisten Segmenten außergewöhnlich niedrig. In der Vergangenheit stiegen die Risikoprämien sowohl an den Aktien- als auch an den Unternehmensanleihemärkten, als der zusammengesetzte Einkaufsmanagerindex des Euroraums unter die Wachstumsschwelle von 50 fiel (Folie 11). Dies war in diesem

Jahr jedoch nicht der Fall: Obwohl sich die Wirtschaftsstimmung messbar verschlechterte, blieb die Risikoprämie stabil, was die finanziellen Bedingungen einfacher als üblich machte.

Auf den Märkten für Staatsanleihen sind die Laufzeitprämien – also die Risikoprämien, die Anleger für die Übernahme des Durationsrisikos fordern – kontinuierlich und anhaltend gestiegen, seit wir im Dezember 2021 mit der Aufhebung der geldpolitischen Lockerung begonnen haben (Folie 12, linke Seite). Die aktuelle und erwartete zukünftige Abwicklung aller unserer Wertpapierkaufprogramme hat zu dieser Entwicklung beigetragen (Folie 12, rechte Seite).

Allerdings dürfte das ungewöhnlich niedrige Niveau der Laufzeitprämie in den Vereinigten Staaten durch Arbitragebedingungen auch eine Rückkehr zu höheren Niveaus im Euroraum verhindert haben. Der jüngste Anstieg der globalen Laufzeitprämien hat dazu beigetragen, die marktbasieren Finanzierungsbedingungen näher an die Erwartungen heranzuführen, die angesichts des aktuellen Niveaus der Leitzinsen erwartet werden, auch wenn die Volatilität nach wie vor groß ist.

Strukturelle Veränderungen können die politische Transmission schwächen

Es besteht weiterhin erhebliche Unsicherheit darüber, wie sich zwei strukturelle Faktoren auf die allgemeine politische Transmission auswirken werden.

Die erste bezieht sich auf den Dienstleistungssektor.

Die Geldpolitik wirkt hauptsächlich über die Beeinflussung der Kapitalkosten. Daher ist es natürlich, dass es stärkere Auswirkungen auf kapitalintensivere Aktivitäten wie das Baugewerbe und die verarbeitende Industrie hat. Allerdings ist der Anteil der kapitalintensiven Industrien an der Gesamtaktivität in den letzten Jahrzehnten im Euroraum und weltweit stetig zurückgegangen (Folie 13, linke Seite). Marktdienstleistungen machen heute mehr als die Hälfte der Bruttowertschöpfung aus.

In unserer jüngsten telefonischen Unternehmensbefragung gaben drei von vier Unternehmen im Dienstleistungssektor an, dass die erhebliche Veränderung der Finanzierungsbedingungen in den letzten 12 Monaten keine Auswirkungen auf ihre Geschäftstätigkeit hatte (Folie 13, rechte Seite). Und ein noch größerer Anteil der Dienstleistungsunternehmen geht davon aus, dass dies in den kommenden 12 Monaten der Fall sein wird.

Die geldpolitische Transmission könnte daher schwächer oder weniger direkt ausfallen als in der Vergangenheit, was den Desinflationsprozess verlängern könnte.

Die zweite Quelle der Unsicherheit betrifft den anhaltenden Arbeitskräftemangel.

Umfragen deuten weiterhin darauf hin, dass die Arbeit ein entscheidender Faktor ist, der die Produktion begrenzt. Die Knappheit bleibt in allen Sektoren in der Nähe historischer Höchststände, insbesondere im Dienstleistungssektor (Folie 14, linke Seite).

Infolgedessen haben Unternehmen auf die schwächelnde Konjunktur reagiert, indem sie an ihren Mitarbeitern festhielten, aus Angst, sie könnten keine Arbeitskräfte mehr finden, sobald die Nachfrage wieder anzieht. Trotz der stärksten Straffung in der Geschichte des Euro-Währungsgebiets um 450 Basispunkte in etwas mehr als einem Jahr sank die Arbeitslosenquote im August auf einen neuen historischen Tiefstand, während die Zahl der Arbeitskräfte in der ersten Hälfte dieses Jahres weiter zunahm Jahr (Folie 14, rechte Seite).

Es ist unklar, wie lange die Übertragung über den Arbeitsmarkt gedämpft bleiben wird. Man kann davon ausgehen, dass es für Unternehmen, insbesondere kleine und mittlere Unternehmen, umso schwieriger wird, Arbeitskräfte zu horten, je länger die Wirtschaftstätigkeit stagniert. Und tatsächlich sehen wir erste Anzeichen dafür, dass der Arbeitsmarkt schwächer wird und die Nachfrage nach Arbeitskräften nachlässt.

Doch je langsamer sich dieser Prozess vollzieht und je schwächer er verläuft, desto größer ist das Risiko, dass die anhaltende Anspannung am Arbeitsmarkt die Annahmen, die dem prognostizierten Rückgang der Kerninflation zugrunde liegen, in Frage stellt.

Insbesondere könnten die Lohnstückkosten stärker steigen als prognostiziert, da die Hortung von Arbeitskräften weiterhin das Produktivitätswachstum belastet und Arbeitskräftemangel günstige Lohnverhandlungsbedingungen begünstigt, während die Arbeitnehmer immer noch versuchen, die erheblichen Kaufkraftverluste auszugleichen.

Höhere Lohnstückkosten wiederum erhöhen das Risiko, dass Unternehmen einen größeren Teil ihrer Kostensteigerungen auf

die Endverbraucherpreise abwälzen, was den Grundstein für eine Lohn-Preis-Spirale legen könnte.

Neue Schocks könnten den Disinflationsprozess zum Scheitern bringen

Damit komme ich zur zweiten Herausforderung, vor der die Geldpolitik auf der letzten Meile steht: Da sich die Desinflation spürbar verlangsamen wird, besteht ein hohes Risiko, dass ein neuer Schock die Inflation noch vor Erreichen wieder von unserem Ziel abzieht und die Inflationserwartungen sich entankern .

Dies ist im aktuellen geopolitischen Umfeld besonders relevant.

Ein typisches Beispiel sind die tragischen Ereignisse im Nahen Osten, die durch den Terroranschlag auf Israel ausgelöst wurden. Die Öl- und Gaspreis-Futures stiegen deutlich an, was die Bedenken hinsichtlich der Versorgung nach dem jüngsten Gaspipeline-Leck in der Ostsee verstärkte. Generell haben wir in letzter Zeit eine zunehmende Sensibilität der Energiepreise gegenüber selbst entfernten Risiken wie Streiks in Flüssigerdgasanlagen in Australien beobachtet.

Solche Schocks können den Desinflationsprozess sichtbar stören. Im Vergleich zu Ende Juni sind die Ölpreise in Euro um 25 % gestiegen. Seitdem ist der Energiebeitrag zur Inflationsdynamik, definiert als die auf das Jahr hochgerechnete prozentuale Veränderung von drei Monaten gegenüber drei Monaten, messbar gestiegen (Folie 15, linke Seite). Während die Inflationsdynamik im Juli einer jährlichen Inflation von 2 % entsprach, lag sie im Oktober bei 4,4 %.

Weitere Schocks zeichnen sich bereits ab. Es wird erwartet, dass der diesjährige El Niño in Teilen der Welt monatelange extreme Hitze und Regenfälle mit sich bringt, was die Risiken der globalen Erwärmung verstärkt. Dies droht, die Erntezyklen zu stören und die globalen Lebensmittelmärkte noch stärker unter Druck zu setzen (Folie 15, rechte Seite).

Durch die Verzögerung der Rückkehr der Inflation auf 2 % stellen solche negativen angebotsseitigen Schocks größere Risiken für die mittelfristige Preisstabilität dar als üblich, da sie mit größerer Wahrscheinlichkeit Verschiebungen der Inflationserwartungen auslösen.^[10] Es ist bekannt, dass die Menschen der Inflation tendenziell wenig Aufmerksamkeit schenken, wenn sie niedrig und stabil ist. Die Theorie der rationalen Unaufmerksamkeit legt jedoch nahe, dass Unternehmen und Haushalte aufmerksam werden, wenn die Inflation hoch ist, wodurch die Preis- und Lohnbildung empfindlicher auf neue Preisschocks reagiert.^[11] Dies gilt insbesondere dann, wenn solche Schocks wichtige Güter wie Energie und Nahrungsmittel betreffen.

Privatwirtschaftliche Akteure kalkulieren diese Risiken ein. Obwohl unsere entschlossenen geldpolitischen Entscheidungen die breite Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen gesichert haben, deuten Umfragen und Finanzmarktpreise weiterhin auf Bedenken hin, dass die Inflation hoch bleiben könnte.

Beispielsweise hat sich die Verteilung der längerfristigen Inflationserwartungen in unserer Umfrage unter professionellen Prognostikern im Vergleich zu den Zeiträumen vor und während der Pandemie deutlich nach rechts verschoben, obwohl sie weitgehend um unser Ziel herum verankert ist (Folie 16, linke Seite). , wobei die Risiken für die Inflationsaussichten nach oben

tendieren. Ebenso bleiben die Risikoprämien am Swap-Markt für die Inflation weit in die Zukunft hinein erhöht (Folie 16, rechte Seite).

Implikationen für die Geldpolitik

Vor diesem Hintergrund und damit möchte ich zum Schluss kommen, scheint die Desinflation tatsächlich ein Langstreckenrennen zu sein. Wenn der Läufer die letzte Meile erreicht, beginnt die härteste Arbeit. Während die erste Phase des Rennens einfach schien, erfordert die letzte Meile Ausdauer und Wachsamkeit. Das Gleiche gilt für unseren Kampf gegen die Inflation.

Um den Sieg nicht zu früh zu verkünden, ist Durchhaltevermögen gefragt. Aufgrund unseres aktuellen geldpolitischen Kurses gehen wir davon aus, dass die Inflation bis 2025 zu unserem Ziel zurückkehren wird. Die Fortschritte bei der Inflation, die wir bisher gesehen haben, sind ermutigend und stehen im Einklang mit unseren Prognosen. Daher haben wir bei der geldpolitischen Sitzung letzte Woche beschlossen, unsere Leitzinsen unverändert zu lassen.

Allerdings wird der Desinflationsprozess auf der letzten Meile unsicherer, langsamer und holpriger verlaufen. Daher ist weiterhin Wachsamkeit erforderlich. Nach einer langen Phase hoher Inflation sind die Inflationserwartungen fragil und erneute angebotsseitige Schocks können sie destabilisieren und die mittelfristige Preisstabilität gefährden. Das bedeutet auch, dass wir weiteren Zinserhöhungen nicht die Tür verschließen können.

Wenn wir wachsam bleiben, werden wir in der Lage sein, sich abzeichnende Risiken für die Inflationsaussichten frühzeitig zu erkennen, so wie die Läuferin auf die Signale ihres Körpers hört. Das bedeutet, dass wir alle eingehenden Daten sorgfältig überwachen und kontinuierlich überprüfen müssen, ob sie mit den Annahmen übereinstimmen, die unseren Prognosen zugrunde liegen.

Die Datenabhängigkeit stellt sicher, dass unsere Geldpolitik jederzeit an die Umstände angepasst ist, mit denen wir konfrontiert sind. Das Inflationsziel ist jetzt in greifbarer Nähe, aber feiern wir erst, wenn wir die letzte Meile wirklich geschafft haben.

Danke schön.

Anhänge

2. November 2023

Folien

ENGLISCH

1. Für eine Erläuterung der verschiedenen Auswirkungen der Ölpreise auf die Verbraucherpreise siehe EZB (2014), „ [Indirekte Auswirkungen der Ölpreisentwicklung auf die Inflation im Euroraum](#)“, *Monatsbericht*, Dezember.
2. Auch die Gesamtinflation ging im Zuge des „rohen“ Schocks im Jahr 2014 stark zurück. Siehe auch Grigoli, F. et al. (2017), „ [A Crude Shock: Explaining the Impact of the 2014-16 Oil Price Decline Across Exporters](#)“, *IWF Working Papers*, Nr. 2017/160, IWF, 18. Juli.
3. Ari, A. et al. (2023), „ [One Hundred Inflation Shocks: Seven Stylized Facts](#)“, *IWF Working Papers*, Nr. 2023/190, IWF, 15. September.
4. Wang und Werning (2022) zeigen, dass die Inflation durch eine schrittweise Anpassung der Aufschläge durch oligopolistische Unternehmen mit festen Preisen anhaltender sein kann. Siehe Wang, O.

- und I. Werning (2022), „Dynamic Oligopol and Price Stickiness“, *American Economic Review* , Bd. 112, Nr. 8, S. 2815-49.
5. Schnabel, I. (2023), „ [Disinflation and the Phillips Curve](#) “, Rede auf einer von der Europäischen Zentralbank und dem Center for Inflation Research der Federal Reserve Bank of Cleveland organisierten Konferenz zum Thema „Inflation: Treiber und Dynamik 2023“, 31. August.
 6. Schnabel, I. (2023), „ [Geld und Inflation](#) “, Thünen-Vortrag auf der Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik, Regensburg, 25. September.
 7. Blanchard, O. und Galí, J. (2007), „Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model“, *Journal of Money, Credit and Banking* , Bd. 39 (S1), S. 35-65.
 8. Anders ausgedrückt war der Erwartungskanal der Geldpolitik eine notwendige Voraussetzung für eine mögliche sanfte Landung der Wirtschaft, vor allem angesichts der übermäßigen Inflationsüberschreitungen. Siehe Beaudry, P., Carter, TJ und Lahiri, A. (2022), „Looking Through Supply Shocks versus Controlling Inflation Expectations: Understanding the Central Bank Dilemma“, *Staff Working Papers* , Nr. 2022-41, Bank of Canada; und Sargent, T. (1983), „Stopping Moderate Inflation: The Methods of Poincare and Thatcher“, in Dornbusch, R. und Simonsen, MH (Hrsg.), *Inflation, Debt, and Indexation*, Cambridge, MA, MIT Press .
 9. Schnabel, I. (2023), „ [Die Risiken einer hartnäckigen Inflation](#) “, Rede auf der Konferenz der Euro50-Gruppe zum Thema „Neue Herausforderungen für die Wirtschafts- und Währungsunion im Postkrisenumfeld“, Luxemburg, 19. Juni.
 10. Zur Rolle der Inflationserwartungen nach negativen Angebotsschocks siehe Tenreyro, S. (2023), „Monetary Policy in the Face of Supply Shocks: the Role of Inflation Expected“, ECB Forum on Central Banking, Juni.
 11. Maćkowiak, B. et al. (2021), „ [Rationale Unaufmerksamkeit: eine Überprüfung](#) “, *Working Paper Series*, Nr. 2570, EZB, Juni.