

## Sitzung am 3.-4. Mai 2023

### Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 3.-4. Mai 2023, in Frankfurt am Main

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

### Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel stellte fest, dass sich das Narrativ an den Finanzmärkten seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats erneut gewandelt habe. So seien die Bedenken im Zusammenhang mit der Finanzstabilität in den Hintergrund getreten, und im Fokus stünden nun wieder vermehrt Inflationssorgen sowie die möglichen Auswirkungen der Turbulenzen im Bankensektor auf die Wirtschaft. Bislang schienen die Märkte die Bankinsolvenzen gut verkraftet zu haben, vor allem im Euroraum. Die Indikatoren für systemischen Stress, Volatilität und Marktliquidität seien gesunken und lägen inzwischen wieder fast auf dem Niveau, das vor dem Zusammenbruch der Silicon Valley Bank (SVB) verzeichnet worden sei. Risikohaltige Vermögenswerte aus dem Euroraum hätten nicht nur weitgehend die Verluste wettgemacht, die nach dem SVB-Ausfall eingetreten seien, sondern teilweise sogar neue Mehrjahreshöchststände erreicht. Auch die Renditeabstände von Staatsanleihen hätten beachtliche Widerstandsfähigkeit bewiesen. Gleichwohl hätten die Anleger ihre Erwartungen bezüglich der geldpolitischen Straffung der EZB deutlich heruntergeschraubt. Die Zinserwartungen seien zwar wieder etwas angestiegen, nachdem sie am Höhepunkt der Spannungen im Bankensektor stark gesunken seien. Doch der für die Einlagefazilität erwartete Höchstsatz liege noch immer rund 50 Basispunkte unter dem Niveau, das vor dem Ausfall der SVB eingepreist worden sei. Für diese Neubewertung gebe es drei mögliche Erklärungen: nachlassende Inflationsrisiken, erhöhte Rezessionsängste angesichts verschärfter Finanzierungsbedingungen und Bedenken hinsichtlich der Finanzstabilität. Allerdings lasse sich keiner dieser Faktoren zur Gänze durch Finanzmarktdaten belegen.

Den Marktpreisen nach zu urteilen scheine das Risiko von systemischem Stress derzeit begrenzt zu sein. Die implizite Volatilität an den US-Anleihemärkten sei von ihrem sehr hohen Niveau Mitte März

auf den Durchschnittswert des Jahres 2022 zurückgekehrt, und an den Aktienmärkten der Vereinigten Staaten sei die implizite Volatilität kürzlich auf den niedrigsten Stand seit November 2021 gesunken. Auch die Liquiditätsbedingungen an den Staatsanleihemärkten des Euroraums hätten sich normalisiert.

Bankaktienindizes seien durch die Turbulenzen anhaltend unter Druck geraten und lägen noch immer unter dem Niveau vor dem SVB-Ausfall. Bankwerte aus dem Euroraum notierten allerdings derzeit höher als zu Jahresbeginn. Auch hätten sich die Übertragungseffekte vom Finanzsektor auf den Sektor der nichtfinanziellen Unternehmen in Grenzen gehalten. Die Preise für risikoreiche Vermögenswerte seien im Euroraum insgesamt weniger stark unter Druck geraten als in den Vereinigten Staaten.

Die allgemeine Widerstandsfähigkeit der Finanzmärkte erstreckte sich auch auf Staatsanleihen. So hätten sich die Staatsanleihespreads nach dem Ausfall der SVB nur leicht ausgeweitet. Nach dem Abklingen der Spannungen im Bankensektor hätten sie sich rasch normalisiert und lägen seitdem in der Nähe des vor der SVB-Insolvenz verzeichneten Niveaus. Auch die sich verändernden Markterwartungen hinsichtlich der Verringerung des Portfolios aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) hätten der Widerstandsfähigkeit der Finanzmärkte keinen Abbruch getan. Sowohl der Beginn der quantitativen Straffung als auch die Erwartung eines vollständigen Auslaufens des Programms seien von den Märkten problemlos absorbiert worden.

Trotz der abklingenden Befürchtungen, dass es zu Marktturbulenzen kommen könnte, hätten die Anleger ihre Erwartungen in Bezug auf künftige Leitzinsanhebungen der EZB angesichts der Spannungen im Bankensektor erheblich zurückgeschraubt.

Die erste potenzielle Erklärung für die deutliche Anpassung der Leitzinserwartungen sei, dass die Bedenken hinsichtlich der Inflationsrisiken im Euroraum inzwischen möglicherweise nachließen. Der Rückgang der inflationsindexierten Termin-Swapsätze, der seit Anfang März zu beobachten gewesen sei, habe sich mit dem Beginn der Bankenturbulenzen fortgesetzt, denn diese hätten anfangs einen disinflationären Effekt gehabt. Zugleich schienen die Marktteilnehmer nicht der Auffassung zu sein, dass sich die Risiken für die längerfristigen Inflationsaussichten wegen der Spannungen im Bankensektor verringert hätten. So habe sich der fünfjährige Termin-Inflationsswapsatz in fünf Jahren seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im März hartnäckig über der Marke von 2,4 % gehalten. Die Anleger hielten ein Szenario, in dem die Inflation auf längere Sicht über dem Zielwert bleibe, weiterhin für deutlich wahrscheinlicher als eines, in dem sie unter 2 % sinke.

Die zweite mögliche Erklärung für die Neubewertung der geldpolitischen Erwartungen sei die Wahrnehmung, dass durch die verschärften Finanzierungsbedingungen ein höheres Rezessionsrisiko bestehe, was einen geringeren Bedarf an weiteren Zinserhöhungen impliziere. Allerdings seien die gängigsten Indizes der finanziellen Bedingungen im Euro-Währungsgebiet seit dem Zusammenbruch

der SVB trotz der gestiegenen Kreditzinsen der Banken weitgehend unverändert geblieben. Auch gebe es an den Finanzmärkten kaum Hinweise darauf, dass die Spannungen im Bankensektor das Wirtschaftswachstum beeinflusst hätten. Die Anleger preisten derzeit nur geringfügig höhere Extremrisiken für die Konjunkturaussichten im Euroraum ein als vor der SVB-Insolvenz.

Weitere Erkenntnisse über die erwarteten Auswirkungen der Turbulenzen im Bankensektor auf die Wirtschaft ließen sich aus der Wechselkursentwicklung gewinnen. So habe der Euro seit dem Beginn der Spannungen im Bankensektor gegenüber dem US-Dollar merklich an Wert gewonnen. Dies stehe mit der Verringerung der Differenz zwischen den zweijährigen Zinssätzen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten im Einklang. Die Konvergenz der Geldpolitik der EZB und des Federal Reserve System schein für die Aufwertung des Euro maßgeblich gewesen zu sein. In den Vereinigten Staaten seien die Zinserhöhungserwartungen stärker zurückgenommen worden als im Euroraum. Auch überraschend positive Konjunkturdaten im Euroraum hätten den Euro gestützt, während zunehmende Abwärtsrisiken für die Wachstumsaussichten in den USA den Dollar unter Druck gesetzt hätten. Alles in allem spreche die Entwicklung des Euro-Dollar-Wechselkurses für die Einschätzung, dass die Spannungen im Bankensektor die Konjunkturaussichten im Euroraum weniger stark belastet hätten als in den Vereinigten Staaten.

Die dritte mögliche Erklärung für die Neubewertung der Zinserwartungen hänge mit Bedenken hinsichtlich der Finanzstabilität zusammen. Da die Banken im Euroraum per saldo Einlagenabflüsse verzeichneten, gewinne die marktbasierende Finanzierung an Bedeutung. Die Bedingungen für kurzfristige Refinanzierungen am Interbankenmarkt seien jedoch wieder auf den Stand vor dem Ausfall der SVB zurückgekehrt. Der Mitte März verzeichnete Anstieg der Kredit- und Liquiditätsrisikoprämien an den Geldmärkten habe sich als nur vorübergehend erwiesen. Ebenso seien die Auswirkungen auf die längerfristigen Finanzierungsbedingungen am Markt begrenzt gewesen, und auch die Asset-Swap-Spreads von Bankanleihen lägen fast wieder auf dem Niveau von vor der SVB-Insolvenz. Zugleich schwenkten die Banken zunehmend von der einlagenbasierten Finanzierung auf die Finanzierung über längerfristige Anleihen um, wodurch sich tendenziell ihre durchschnittlichen Refinanzierungskosten erhöhten. Zudem hänge die Anfälligkeit der Banken gegenüber steigenden Zinsen nicht nur von Refinanzierungserwägungen ab, sondern auch von der Aktivseite ihrer Bilanzen. Insgesamt schienen sich die kurzfristigen Risiken, die sich aus den gestiegenen Zinsen für die Banken des Euroraums ergäben, in Grenzen zu halten.

## Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euroraum

Anschließend bot Herr Lane einen Überblick über die jüngsten wirtschaftlichen, monetären und finanziellen Entwicklungen, die sich seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats weltweit und im Euroraum ergeben haben.

Die Weltwirtschaft habe sich zu Jahresbeginn 2023 dynamischer entwickelt als erwartet. So sei der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im März weiter gestiegen und habe im ersten Quartal 2023 einen Wert von 51,8 Punkten aufgewiesen, verglichen mit 48,4 Zählern im Vorquartal. Zugleich signalisierten die EMI-Daten eine Divergenz zwischen dem Dienstleistungsbereich, der weiter expandiere, und dem verarbeitenden Gewerbe, das weiter in den kontraktiven Bereich gefallen sei. Angesichts der geringeren Handelsintensivität des Dienstleistungssektors sei der Welthandel schwach geblieben. Der Euro habe sowohl zum US-Dollar als auch in nominaler effektiver Rechnung aufgewertet. Die Preise für Rohstoffe ohne Energie seien gegenüber den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März weitgehend unverändert geblieben, während die aktuelle Öl-Terminkontraktkurve tiefer gelegen habe und etwas stärker abwärts geneigt sei. Auch die Gas-Terminkurve habe tiefer gelegen, weise aber am Jahresende eine etwas stärkere Aufwärtsneigung auf als in den Projektionen der EZB angenommen.

Der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat zufolge habe sich das BIP-Wachstum im Euroraum im ersten Quartal auf 0,1 % belaufen, was weitgehend den Projektionen vom März entspreche. Bei Herausrechnung des stark negativen Wachstums in Irland ergebe sich eine etwas höhere Rate von 0,2 %. Die verfügbaren nationalen Daten deuteten auf einen exportgestützten positiven Wachstumsbeitrag des Außenhandels hin, der jedoch durch einen negativen Wachstumsbeitrag der Binnennachfrage ausgeglichen worden sei. Zugleich gebe es hier von Land zu Land erhebliche Unterschiede, die mit der jeweiligen relativen Bedeutung des Dienstleistungssektors im Vergleich zum verarbeitenden Gewerbe zusammenhängen. Unterdessen hätten die gesunkenen Energiepreise, die nachlassenden Lieferengpässe und die finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen für Unternehmen und private Haushalte die Wirtschaft weiter gestärkt. Das verarbeitende Gewerbe profitiere zwar immer noch von den aufgestauten Auftragsrückständen, doch die Aussichten trübten sich allmählich ein. Dies zeige sich am EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe für April. Der Dienstleistungssektor verzeichne derweil ein kräftigeres Wachstum, was auf die Wiederöffnung der Wirtschaft zurückzuführen sei.

Die private Binnennachfrage, insbesondere der Konsum, dürfte schwach geblieben sein. Die privaten Haushalte seien weniger geneigt, größere Anschaffungen zu tätigen, nun da der Impuls aus den während der Pandemie aufgebauten zusätzlichen Ersparnissen allmählich nachgelassen habe und

sich die Finanzierungsbedingungen verschärften. So seien die Einzelhandelsumsätze und die Pkw-Zulassungen in den ersten beiden Monaten des Jahres um 0,4 % bzw. 3,7 % gegenüber ihrem Stand Ende 2022 gesunken. Die Aufschlüsselung der Ersparnisströme nach Anlageklasse zeige, dass die privaten Haushalte im Jahr 2020 Guthaben auf Bankkonten angehäuft hätten. Diese seien jedoch im weiteren Verlauf größtenteils wieder abgebaut worden, allerdings nicht zur Steigerung des Konsums, sondern für Investitionen in andere finanzielle Vermögenswerte oder zur Kapitalanlage, vor allem in Wohnimmobilien. Seit 2022 würden sie zudem zur Schuldentilgung eingesetzt, was zu einer Erhöhung der Sparquote Ende 2022 beigetragen habe.

Die Wohnungsbauinvestitionen seien seit Mitte 2022 rückläufig. Anfang 2023 habe der Hochbau dank der guten Witterung und des Puffers aus den akkumulierten Auftragsrückständen wieder angezogen. Dies lasse auf eine vorübergehende Erholung der Wohnungsbauinvestitionen schließen. Allerdings liege der EMI für die Produktion im Baugewerbe weiterhin im negativen Bereich und deute somit auf trübe Aussichten hin. Die Indikatoren der Erschwinglichkeit und Rentabilität hätten sich Ende 2022 stark verringert. Demgegenüber dürften die Investitionen ohne Wohnungsbau und die Nettoexporte im ersten Quartal 2023 einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum geleistet haben. Die Erholung bei den Investitionsgütern sei durch das Nachlassen der Lieferengpässe begünstigt worden, wobei der EMI für den Auftragseingang für Investitionsgüter aber negativ geblieben sei. Was die Exportaussichten anbelange, so habe der EMI für den Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe im April weiterhin unter der Schwelle von 50 Punkten gelegen, während der EMI für Dienstleistungen wieder in den expansiven Bereich zurückgekehrt sei.

Mit Blick auf die Zukunft deuteten Modellschätzungen und Umfragedaten auf einen weiteren moderaten Anstieg des BIP im zweiten und dritten Quartal 2023 hin, was weitgehend mit den März-Projektionen im Einklang stehe.

Der Arbeitsmarkt habe sich in den ersten Monaten des Jahres 2023 weiter robust entwickelt. Die Arbeitslosenquote sei seit April des Vorjahres relativ stabil geblieben und im März 2023 auf einen neuen historischen Tiefstand von 6,5 % gesunken. Aufgrund der gestiegenen Erwerbsbeteiligung und der höheren Zuwanderung habe die Beschäftigung kontinuierlich zugenommen, wobei der Zuwachs auf ältere und hochqualifizierte Arbeitskräfte zurückzuführen sei. Dagegen hätten sich die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden schleppender entwickelt. Die Aussichten für die Beschäftigung seien den EMI-Indikatoren vom April zufolge positiv geblieben, wobei es jedoch Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren gebe. So sei der EMI für die Beschäftigung im Dienstleistungssektor kräftig gestiegen, während der Index für das verarbeitende Gewerbe geringfügig zurückgegangen sei, wenngleich er nach wie vor oberhalb der Wachstumsschwelle liege. Der EMI für die Beschäftigung im Baugewerbe befinde sich seit einem Jahr im kontraktiven Bereich.

Das Wachstum der Tarifverdienste habe sich stark erhöht, und zwar von rund 3 % im Dezember auf etwas über 5 % im Januar und Februar. Ohne Berücksichtigung von Einmalzahlungen falle das

Lohnwachstum jedoch mit 3,1 % im Dezember, 3,7 % im Januar und 3,8 % im Februar moderater aus. Die jüngsten im Indikator der EZB für die Lohnentwicklung berücksichtigten Tarifabschlüsse ließen für die kommenden zwölf Monate eine vergleichbare Entwicklung erwarten, allerdings mit erheblichen Unterschieden zwischen den einzelnen Ländern. Zudem habe sich der Lohndruck gemessen am hochfrequenten Indeed Wage Tracker Index seit Oktober letzten Jahres abgeschwächt. Aus der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey) gehe hervor, dass Großunternehmen für das Jahr 2023 mit einer Verringerung der Margen gegenüber den hohen Niveaus der Jahre 2021 und 222 rechneten. Außerdem erwarteten sie für 2023 nach wie vor Lohnanstiege von 5 %.

Der Rückgang der Energiepreise, die Entspannung bei den Lieferengpässen, die gute Arbeitsmarktlage und die steigenden Löhne würden die Wirtschaft voraussichtlich auch in den kommenden Monaten stützen. Im weiteren Jahresverlauf werde sich der Spielraum für den Aufholprozess jedoch verringern, und die zunehmend restriktiven Finanzierungsbedingungen dürften das Wirtschaftswachstum bremsen.

Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge habe die jährliche Inflationsrate im April 7,0 % betragen, nachdem sie zuvor von 8,5 % im Februar auf 6,9 % im März gesunken sei. Der Anstieg im April sei einem positiven Basiseffekt bei der Energieinflation zuzuschreiben. Auch die Teuerung bei den Dienstleistungen habe leicht zugenommen. Bei allen anderen Komponenten des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) seien die Inflationsraten gesunken. Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (Kerninflation) habe im April 5,6 % betragen und sei nach einer leichten Zunahme im März wieder auf den Stand vom Februar zurückgekehrt. Der Preisanstieg bei den Nahrungsmitteln sei im April mit 13,6 % nach wie vor hoch gewesen. Im März habe er sich auf 15,5 % und im Februar auf 15,0 % belaufen. Insgesamt sei weiterhin ein starker Preisdruck zu verzeichnen. Gemessen an der annualisierten Dreimonatsrate habe die Gesamtinflation im April rund 4 % betragen, wobei der Preisauftrieb bei Energie tief im negativen Bereich gelegen habe. Bei den Nahrungsmitteln und auch bei den Dienstleistungen habe sich die Preisdynamik noch nicht abgeschwächt. Bei Waren sei sie leicht zurückgegangen, verharre aber immer noch auf einem sehr hohen Niveau.

Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation wiesen einen erhöhten Stand auf und sendeten bislang uneinheitliche Signale aus. Während die ausschuss- und modellbasierten Messgrößen bereits rückläufig seien, zeigten andere Indikatoren lediglich eine Abflachung oder bewegten sich noch immer leicht aufwärts. Dabei sei die modellbasierte persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (Persistent and Common Component of Inflation – PCCI) stärker rückläufig als andere Messgrößen, da sich der Einfluss der sinkenden Energiepreise hier rascher bemerkbar mache. Zugleich nehme die Binneninflation weiter zu und deutete eher auf einen lohngetriebenen Preisdruck hin. Zusammengefasst vermittelten die aus beiden Indikatoren gewonnenen Informationen somit ein gemischtes Bild. Man müsse sich bewusst sein, dass die Messgrößen der zugrunde liegenden

Inflation eine Zeit lang keine einheitlichen Signale aussenden würden, da derzeit umfangreiche relative Preisanpassungen stattfänden. Einerseits gingen die Energiepreise stark zurück, andererseits aber stiegen die Arbeitskosten deutlich an. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation, die noch die vergangenen Energiepreisschocks und den Lohndruck widerspiegeln, seien nach wie vor hoch. Da sich der Energiepreisschock inzwischen abgeschwächt habe, die Lieferengpässe nachgelassen hätten und davon auszugehen sei, dass sich der mit der Aufholbewegung der Löhne verbundene Effekt im Zeitverlauf abschwächen werde, lieferten diese Indikatoren derzeit keine verlässliche Vorhersage dazu, auf welchem Niveau die Inflation in einem oder zwei Jahren liegen werde.

Sowohl im Survey of Professional Forecasters der EZB als auch in der Umfrage von Consensus Economics und in der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts) seien weiterhin längerfristige Inflationserwartungen innerhalb einer Spanne von 2,0 % bis 2,1 % genannt worden. Die finanzmarktbasierenden Messgrößen des Inflationsausgleichs hätten sich erhöht, seien aber unter Ausklammerung der gestiegenen Inflationsrisikoprämien weitgehend unverändert nahe bei 2 % geblieben. In der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen habe sich indes eine Aufwärtsbewegung der Inflationserwartungen gezeigt, die eine laufende Überwachung gebiete.

Die kurzfristigen Terminzinsen im Euroraum seien seit Anfang April gestiegen. Damit habe sich der Rückgang, der während der akuten Phase der Bankenkrise verzeichnet worden sei, teilweise umgekehrt. Derzeit liege der Spitzenwert der Terminkurve bei rund 3,75 %; erreicht werden dürfte er im dritten Quartal des laufenden Jahres. Für spätere Zeiträume impliziere die Kurve eine zunehmende Wahrscheinlichkeit, dass die EZB die Leitzinsen ab dem zweiten Quartal 2024 senken werde.

Die Zinsen für Bankkredite seien aufgrund der Versteilung der risikofreien Zinsstrukturkurve weiter gestiegen, die Kreditströme hingegen seien insgesamt niedrig geblieben. Im Zuge der Spannungen im Bankensektor habe sich der Abstand zwischen den Renditen von Bankanleihen und den risikofreien Zinssätzen ausgeweitet. Dies dürfte sich im Kreditvergabeverhalten der Banken niederschlagen. Die Banken hätten ihre Richtlinien für Unternehmens- und Wohnungsbaukredite nochmals deutlich verschärft, wie die jüngste Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken zeige. Dabei seien die Kreditvergabeentscheidungen hauptsächlich mit der höheren Risikowahrnehmung der Banken und ihrer geringeren Risikotoleranz begründet worden. Zudem habe sich der Anteil der abgelehnten Kreditanträge in allen Kreditkategorien erhöht. Parallel dazu meldeten die Banken eine rückläufige Kreditnachfrage. Verantwortlich hierfür seien das allgemeine Zinsniveau, im Falle der Unternehmen außerdem die nachlassenden Anlageinvestitionen und im Falle der privaten Haushalte die sich verschlechternden Aussichten an den Wohnungsmärkten. Insgesamt gehe von dieser Entwicklung ein Straffungsimpuls aus, der die Faktoren, die in den nächsten zwei Jahren das Wirtschaftswachstum belasten und die Inflation dämpfen dürften, wohl zusätzlich verstärken werde.

## Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Nach der Sitzung im März 2023 habe der EZB-Rat mitgeteilt, dass seine Leitzinsbeschlüsse vor allem auf seiner Einschätzung der Inflationsaussichten vor dem Hintergrund der aktuellen Wirtschafts- und Finanzdaten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation sowie der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren würden.

Insgesamt stützten die aktuellen Daten weitgehend die in der März-Sitzung formulierte Einschätzung des Rates zu den mittelfristigen Inflationsaussichten. Die Gesamtinflation sei in den letzten Monaten deutlich zurückgegangen. Gleichwohl herrsche nach wie vor ein hoher zugrunde liegender Preisdruck. Zugleich wirkten die bisherigen Zinserhöhungen stark auf die Finanzierungsbedingungen und die monetären Bedingungen im Euroraum. Es sei jedoch weiterhin unsicher, wie stark die Transmission auf die Realwirtschaft ausfallen und mit welcher Verzögerung sie eintreten werde.

Die eingehenden Informationen lieferten eine Reihe unterschiedlicher Signale. Einige Entwicklungen dürften die mittelfristige Inflationsdynamik dämpfen, darunter die niedrigeren Energiepreise, der fortschreitende Abbau von Angebotsengpässen, die Aufwertung des Euro, die sich weltweit eintrübenden Aussichten für das verarbeitende Gewerbe und die weitere globale Straffung der Geldpolitik. Demgegenüber gingen von der derzeit hohen Kerninflation, dem Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln sowie den jüngsten Tarifabschlüssen Aufwärtsrisiken für die März-Projektionen aus, insbesondere im Hinblick auf die Dauer des Inflationsanpassungsprozesses. Für die zugrunde liegende Inflation seien die Signale uneinheitlich: Einerseits habe bereits ein Rückgang der ausschuss- und modellbasierten Messgrößen eingesetzt. Andererseits stiegen die inländischen und lohnintensiven Inflationskomponenten noch immer an. Darüber hinaus zeigten einige dieser Indikatoren nach wie vor eine sehr dynamische Entwicklung. Was die geldpolitische Transmission betreffe, so verschärften sich die Finanzierungsbedingungen weiter. Der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken zufolge sei die Kreditvergabe stärker gestraft worden als zuvor erwartet. Zudem könnten die aktuellen Spannungen im globalen Bankensystem die Risikoaversion zusätzlich erhöhen und somit das Kreditangebot verknappen.

Unter Berücksichtigung dieser Überlegungen müsse der EZB-Rat den richtigen Mittelweg finden: Er müsse sich also einerseits weiter auf ein Zinsniveau zubewegen, das hinreichend restriktiv sei, um eine zeitnahe Rückkehr der Inflation auf den Zielwert von 2 % sicherzustellen. Andererseits müsse er auch die erhöhte Unsicherheit berücksichtigen, die hinsichtlich der Geschwindigkeit und Stärke der Transmission der kumulierten Straffung des geldpolitischen Kurses, auch über den Kreditkanal, bestehe. Dies spreche für eine Erhöhung der Zinsen um 25 Basispunkte auf der aktuellen Sitzung. Mit seiner Vorgehensweise, die Datenabhängigkeit in den Vordergrund zu stellen und die wichtigsten Kriterien seiner Zinsentscheidungen explizit zu benennen, habe der EZB-Rat sehr wirkungsvoll dazu beigetragen, die geldpolitischen Erwartungen zu verstetigen.



Die Bestände des APP-Portfolios würden bis Ende Juni 2023 um 15 Mrd. € pro Monat verringert. Bislang habe sowohl die realisierte als auch die erwartete Bilanznormalisierung die Straffung der Leitzinsen reibungslos ergänzt. Für die Zukunft zeige die jüngste Umfrage unter geldpolitischen Analysten, dass die Anleger ab Juni mit einer beschleunigten Reduzierung des APP-Portfolios rechneten, deren Tempo auf einen vollständigen Abbau hindeute. Soweit diese Erwartung vom Markt eingepreist sei, dürfte sich eine Einstellung der Wiederanlage von Tilgungsbeträgen im Rahmen des APP ab Juli kaum auf die Renditen auswirken. Vor diesem Hintergrund und im Einklang mit dem vom EZB-Rat verfolgten Grundsatz der Datenabhängigkeit und seiner Zusage, die Bestände des APP-Portfolios in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo zu verringern, schlug Herr Lane dem EZB-Rat vor, die Erwartung zu kommunizieren, dass die Reinvestitionen ab Juli eingestellt würden. Die Entscheidung als Erwartung zu formulieren werde eine gewisse Flexibilität für den Fall bewahren, dass negative Extremrisiken eintreten würden, insbesondere mit Blick auf die Finanzmarktbedingungen.

## 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 dargelegte Einschätzung zur Kenntnis, dass das weltweite Wachstum – ohne den Euroraum – seit Jahresbeginn höher ausgefallen sei als erwartet. Sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern seien die Daten auf breiter Front überraschend positiv ausgefallen. Im Gegensatz zur Wirtschaftstätigkeit habe sich der Welthandel in den vergangenen Monaten relativ schwach gezeigt, da sich die Nachfrage in Richtung heimischer Dienstleistungen verlagert habe. Der Euro habe seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats an Wert gewonnen, was perspektivisch zu einem geringeren Inflationsdruck im Eurogebiet beitragen werde. Die Preise für Rohstoffe ohne Energie seien weitgehend unverändert geblieben. Während die Ölpreise gestiegen seien, seien die Gaspreise gesunken und hätten damit ihre vorangegangenen starken Rückgänge fortgesetzt. Zum verbesserten Ausblick für die Gaspreise hätten auch die hohen Lagerbestände beigetragen. In den Vereinigten Staaten kühle sich die Konjunktur aufgrund einer sich abschwächenden Inlandsnachfrage ab. In China habe sich das Wachstum des realen BIP im ersten Quartal nach dem pandemiebedingten Einbruch deutlich erholt. Es wurde angeführt, dass das Wiederhochfahren der chinesischen Wirtschaft – zusammen mit einem unerwartet hohen Wachstum in China – ein außenwirtschaftlicher Faktor sei, der zu einer niedrigeren Kerninflation im Euroraum beitragen könnte. Schließlich hätten preisgünstige chinesische Importe bereits in der Vergangenheit die Inflation in Europa und in den Vereinigten

Staaten gedämpft. Gleichzeitig könnte eine höhere Nachfrage aus China Aufwärtsdruck auf die globalen Rohstoffpreise einschließlich Energie ausüben.

Im Hinblick auf die Konjunktur im Eurogebiet stimmten die Mitglieder mit der von Herrn Lane vorgetragenen Einschätzung überein, dass niedrigere Energiepreise, die Entspannung bei den Lieferengpässen und die finanzpolitische Unterstützung von Unternehmen und privaten Haushalten zur Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft beigetragen hätten. Gleichwohl dürfte die private Binnennachfrage, insbesondere der Konsum, schwach geblieben sein. Das Unternehmer- und das Verbrauchervertrauen hätten sich in den letzten Monaten stetig erholt, seien aber weiterhin niedriger als vor dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und ihre Bevölkerung. Darüber hinaus gebe es Unterschiede zwischen den Wirtschaftssektoren. Im verarbeitenden Gewerbe arbeiteten die Unternehmen noch hohe Auftragsbestände ab, doch die Aussichten verschlechterten sich. Der Dienstleistungssektor verzeichne demgegenüber ein kräftigeres Wachstum, was vor allem auf das Wiederhochfahren der Wirtschaft zurückzuführen sei. Den Einkommen der privaten Haushalte komme der starke Arbeitsmarkt zugute.

Die Ratsmitglieder hoben hervor, dass sich die Wirtschaftstätigkeit bislang widerstandsfähig gezeigt habe. Die vorläufige Schnellschätzung für das BIP-Wachstum im ersten Quartal 2023 sei besser ausgefallen als erwartet, vor allem wenn man bedenke, dass der aggregierte Wert durch volatile Transaktionen mit geistigem Eigentum in Irland nach unten gedrückt worden sein dürfte. Die Schnellschätzung stehe weitgehend im Einklang mit den von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen vom März. Darüber hinaus deuteten die aktuellen Daten darauf hin, dass sich das Wachstum im zweiten und dritten Quartal im Einklang mit den März-Projektionen weiter beschleunigen könnte. Somit dürfte die Wirtschaft im Euroraum wohl einer Rezession entgehen. Auch scheine der Ausstieg aus der akkommodierenden Geldpolitik bis dato reibungslos verlaufen zu sein.

Zwar wurde die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaftstätigkeit als gute Nachricht angesehen. Zugleich wurde aber argumentiert, dass eine Stärkung der Konjunktur zu einem länger anhaltenden Aufwärtsdruck auf die Inflation beitragen und eine zeitnahe Rückkehr der Inflationsrate zum Zielwert erschweren werde. Es wurde jedoch auch darauf hingewiesen, dass das unerwartet kräftige BIP-Wachstum in erster Linie durch eine Abschwächung des Terms-of-Trade-Schocks im Zusammenhang mit niedrigeren Energiepreisen sowie durch die Entspannung bei den Lieferengpässen und ein höheres Arbeitskräfteangebot bedingt gewesen sei. Dies sei ein Faktor, der das Produktionspotenzial stütze. All diese positiven angebotsseitigen Kräfte könnten einen Anstieg des BIP ermöglichen und gleichzeitig die Disinflation begünstigen.

Die Auswirkungen der restriktiveren Geldpolitik seien in den vorgelagerten Transmissionsstufen nun zunehmend in den Finanzierungsbedingungen erkennbar. Angesichts der nach wie vor bestehenden Unsicherheit hinsichtlich der langen und variablen Verzögerungen bei der Transmission der Geldpolitik auf die Produktion und die Inflation stelle sich aber auch die Frage nach dem Ausmaß der

geldpolitischen Straffung, das zwar bereits angestoßen sei, aber noch nicht zum Tragen käme. Die Auswirkungen der restriktiveren Geldpolitik zeigten sich auch daran, dass die nichtfinanziellen Unternehmen in der jüngsten Telefonumfrage der EZB eine Eintrübung der Nachfrageaussichten gemeldet hätten, denn die Wirkung der Geldpolitik entfalte sich durch eine Dämpfung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Mit Blick auf die Nachfragekomponenten sei angesichts der sich verschärfenden Finanzierungsbedingungen mit einer Abschwächung der Investitionstätigkeit zu rechnen, zumal die Aussichten weiterhin durch die erhebliche Unsicherheit getrübt würden. Was den privaten Konsum betreffe, so seien die verbrauchernahen Dienstleistungen und der Tourismus nach der Überwindung der Pandemie nun weiter im Aufwind. Ein stärkerer Tourismus würde – unabhängig von einem durch die Binnennachfrage bedingten Wachstum des Arbeitseinkommens – auch den Exporten zugutekommen, soweit dadurch gebietsfremde Touristen in den Euroraum zurückkehrten.

Die Ratsmitglieder teilten die Auffassung, dass die Regierungen mit dem Abklingen der Energiekrise die damit verbundenen Stützungsmaßnahmen zeitnah und koordiniert zurücknehmen sollten. Andernfalls könnte sich dadurch der mittelfristige Inflationsdruck erhöhen, was eine stärkere geldpolitische Reaktion erforderlich machen würde. Vor diesem Hintergrund wurde argumentiert, dass der gegenwärtige finanzpolitische Kurs nicht mit der aktuellen konjunkturellen Lage im Einklang stehe. Darüber hinaus wären etwaige künftige finanzpolitische Straffungen womöglich zu wenig und zu spät, um die Rückführung der Inflation zum Zielwert zu unterstützen. Vor allem mit Blick auf die steigenden Zinsen stelle sich die Frage, ob es den Regierungen gelingen werde, ihren fiskalischen Kurs in einer Zeit zu straffen, in der die höhere Inflation die Staatshaushalte zunehmend belasten werde, beispielsweise durch höhere Löhne im öffentlichen Sektor und höhere Pensionsausgaben. Gleichzeitig wurde erwähnt, dass der Umfang der energiebezogenen finanzpolitischen Maßnahmen im Jahr 2023 und somit auch die Auswirkungen ihres Auslaufens im Jahr 2024 auf die Inflation nach unten korrigiert werden dürften, weil die Energiepreise stärker zurückgegangen seien als erwartet. Die Finanzpolitik sollte darauf ausgerichtet sein, die Produktivität der Wirtschaft zu steigern und die hohe öffentliche Verschuldung allmählich zu verringern. Auch Maßnahmen zur Verbesserung der Versorgungskapazitäten des Euroraums insbesondere im Energiesektor könnten dazu beitragen, den Preisdruck auf mittlere Sicht zu dämpfen. Die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU solle bald abgeschlossen werden.

Vor diesem Hintergrund gebe es entgegen der Beurteilung auf der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung keine Anhaltspunkte mehr dafür, dass die Risiken in Bezug auf die Konjunktur insgesamt abwärtsgerichtet seien. So seien die jüngsten durch den Stress im Bankensystem bedingten Marktspannungen weitgehend abgeklungen. Die Ratsmitglieder waren jedoch der Auffassung, dass erneute Spannungen an den Finanzmärkten, sollten sie sich als dauerhaft erweisen, ein Abwärtsrisiko für die Wachstumsaussichten darstellen würden, denn sie könnten die allgemeinen Kreditbedingungen stärker als erwartet verschärfen und das Vertrauen dämpfen. Auch vom Krieg

Russlands gegen die Ukraine gehe nach wie vor ein erhebliches Abwärtsrisiko für die Wirtschaft aus. Sollte sich allerdings die jüngst zu beobachtende Abschwächung früherer negativer Angebotschocks fortsetzen, so könne dies das Vertrauen stärken und einem höherem Wachstum zuträglich sein als derzeit erwartet. Auch die weiterhin robuste Arbeitsmarktlage könne dazu beitragen, dass das Wachstum höher als antizipiert ausfalle, indem sie das Vertrauen und die Ausgaben der privaten Haushalte stärke.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung. Die Inflation werden nach wie vor durch die allmähliche Weitergabe der vorangegangenen Energiekostensteigerungen sowie durch Lieferengpässe nach oben getrieben. Insbesondere im Dienstleistungssektor stehe der Preisauftrieb weiterhin unter dem Einfluss der aufgestauten Nachfrage im Gefolge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft sowie der steigenden Löhne. Die bis März vorliegenden Daten deuteten darauf hin, dass die zugrunde liegende Inflation weiterhin hoch sei. Der Lohndruck habe sich weiter verstärkt, da Beschäftigte vor dem Hintergrund eines robusten Arbeitsmarkts nun einen gewissen Ausgleich für den durch die hohe Inflation bedingten Kaufkraftverlust erlangten. In einigen Sektoren hätten Unternehmen zudem ihre Gewinnmargen ausweiten können. Zurückzuführen sei dies auf ein Missverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage sowie auf die Unsicherheit aufgrund der hohen und schwankenden Inflation. Obgleich die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen derzeit bei rund 2 % lägen, hätten sich einige Indikatoren leicht nach oben bewegt und sollten weiter beobachtet werden.

Die Ratsmitglieder betonten, dass die Gesamtinflation zwar gegenüber ihrem früheren Höchststand deutlich zurückgegangen sei, die Inflationsaussichten aber immer noch über einen zu langen Zeitraum zu hoch seien. Sowohl bei der Gesamtinflation als auch bei der Kerninflation seien die Teuerungsraten wiederholt höher ausgefallen als erwartet. Sämtliche Inflationskomponenten außer den Energiepreisen lägen deutlich über den Werten, die in den März-Projektionen von Fachleuten der EZB erwartet worden seien. Der mechanischen Aktualisierung zufolge werde die Gesamt- und die Kerninflation 2023 höher ausfallen als in den März-Projektionen angenommen. Die zugrunde liegende Inflation erweise sich als persistenter, was auf deutliche Aufwärtsrisiken im Vergleich zu den jüngsten Projektionen hindeute. Die Aussichten für die Gesamtinflation auf mittlere Sicht seien zwar weiterhin mit jenen in den März-Projektionen vergleichbar, doch bereite die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation mehr Sorge und deute auf eine größere Persistenz hin. Die Dynamik aller Komponenten mit Ausnahme der Energiekomponente bleibe sehr hoch oder habe sogar noch zugenommen, insbesondere bei den Dienstleistungen. Vor diesem Hintergrund würden die Inflationsaussichten in den März-Projektionen als zu optimistisch beurteilt, denn es gebe noch immer keine belastbaren Belege, dass die zugrunde liegende Inflation einen Wendepunkt erreicht habe. Zugleich bestehe das zunehmende Risiko, dass sich die Inflation aufgrund eines höheren Lohnwachstums und einer Entankerung der Inflationserwartungen weiter verfestige.

Allerdings wurde auch angemerkt, dass der EZB-Rat das Augenmerk nicht zu stark darauf richten solle, ob die monatlichen Inflationsdaten 0,1 Prozentpunkte gestiegen oder gesunken seien.

Entscheidend sei, ob mittelfristig mit einem Abwärtstrend der Inflation zu rechnen sei, der im Einklang mit den Projektionen stünde. Im Hinblick auf Änderungen der Annahmen seit dem Stichtag für die März-Projektionen würden die jüngsten Entwicklungen der Preise für Öl und Nahrungsmittelrohstoffe sowie des Wechselkurses zusammengenommen mechanisch einen Abwärtsdruck auf die künftige Inflation implizieren. Einflussfaktoren wie die Löhne würden die Inflation zwar nach oben treiben. Es gebe aber auch verschiedene Faktoren, die in die andere Richtung wirkten und die Inflation dämpfen würden, darunter die steigenden Zinsen, ein stärkerer Wechselkurs, niedrigere Energiepreise, rückläufige Lieferengpässe, ein zunehmendes Arbeitsangebot und geringere staatliche Subventionen.

Die Teuerung bei den Nahrungsmitteln werde gemeinhin als ein weiterer wichtiger Faktor für das nach wie vor erhöhte Niveau der Gesamtinflation erachtet. Der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen lasse darauf schließen, dass frühere Kostenschocks auf die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel noch nicht vollständig weitergeben worden seien. Hierdurch ergäben sich 2023 erhebliche Aufwärtsrisiken für die Teuerung bei Nahrungsmitteln. Dadurch entstehe auch ein Aufwärtsrisiko für die Preise in damit verbundenen Bereichen wie dem Gastgewerbe und somit auch für die zugrunde liegende Inflation. Obwohl die Rohstoffpreise stark rückläufig seien, veränderten sich die Verbraucherpreise kaum. Dies deute darauf hin, dass der Rückgang der Inflation durch eine Ausweitung der Gewinnmargen behindert werde. Gleichzeitig wurde darauf verwiesen, dass sich ein Großteil der aktuell erhöhten Inflation bei den Nahrungsmitteln nach wie vor durch die gestiegenen Energiepreise erklären lasse. Darüber hinaus sei in den Nahrungsmittelpreisen eine große Transportkomponente enthalten, die arbeits- und energieintensiv sei.

Mit Blick auf die Kerninflation wurde die jüngste Entwicklung generell als besorgniserregend erachtet. Das Niveau und die Dynamik der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel seien weiterhin sehr hoch. Geringfügige Verbesserungen der Kerninflation oder anderer Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation sollten mithin nicht als Hinweise auf einen Wendepunkt interpretiert werden. Es wurde auf die Vereinigten Staaten verwiesen, wo die geldpolitisch relevanten Messgrößen der Kerninflation bereits seit einiger Zeit – wenn auch langsam – sinken würden. Im Euroraum schein die zugrunde liegende Inflation indes hartnäckiger zu sein. Sie sei offenbar auch starrer als in den Vereinigten Staaten, da die Lohn- und Preissetzung in Europa in der Regel weniger flexibel sei. Die beobachtete Höhe und Persistenz der Kerninflation stelle die frühere Hypothese infrage, der zufolge die Inflation im Euroraum eher vom Angebot und von externen Schocks getrieben werde als von der Binnennachfrage. Es wurde auch darauf hingewiesen, dass der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen klar zunehme. Dadurch steige auch die Bedeutung der Löhne – die eine wesentliche Komponente der Preisentwicklung bei den Dienstleistungen darstellten – für die Erklärung der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation, insbesondere wenn man die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarkts

bedenke. Ferner dürfte die Nachfrage nach Dienstleistungen im Gastgewerbe in den kommenden Monaten weiter zunehmen, was die Teuerung bei den Dienstleistungen und die Kerninflation zusätzlich ankurbeln sollte. In diesem Zusammenhang wurde auf die jüngste Entwicklung bei den Tarifverhandlungen im öffentlichen Sektor des größten Landes im Euroraum verwiesen. Zudem gebe es Hinweise auf Nichtlinearitäten und eine größere Persistenz bei der Reaktion auf den Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen. In Bezug auf die Aussichten für die zugrunde liegende Inflation stimme dies alles bedenklich.

Zugleich wurde betont, dass die Kerninflation angesichts des vorangegangenen hohen Energiepreisanstiegs naturgemäß erst mit einer erheblichen Verzögerung zu sinken beginnen werde. Darauf deuteten auch die historischen Regelmäßigkeiten hin. In diesem Zusammenhang wurde daran erinnert, dass es keine stabile Prognosebeziehung zwischen der Kerninflation oder anderen Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation und der Gesamtinflation in ein bis zwei Jahren gebe. Die Kausalität zwischen Kerninflation und Gesamtinflation verlaufe eher in die entgegengesetzte Richtung. Vor diesem Hintergrund wurde die Ansicht geäußert, dass der Kerninflation zu viel Aufmerksamkeit geschenkt werde, da sie zum einen nicht repräsentativ für den Warenkorb der privaten Haushalte sei und zum anderen keine eindeutigen Vorlaufeigenschaften für die künftige Gesamtteuerungsrate aufweise. Es wäre daher von Vorteil klarzustellen, dass bei der Analyse des zugrunde liegenden Inflationsdrucks eine Vielzahl von Indikatoren, also weit mehr als die Kerninflation, berücksichtigt würden.

Die Ratsmitglieder wiesen nochmals darauf hin, dass der Trend bei den Löhnen entscheidend für das Verständnis des mittelfristigen Inflationsdrucks sei. Selbst wenn die Lohnentwicklung bislang weitgehend den März-Projektionen der EZB entsprochen hätte, sei damit nicht unbedingt sichergestellt, dass sich der Lohnsteigerungstrend als mit dem Inflationsziel der EZB vereinbar erweisen werde. Darüber hinaus wurden einige der jüngsten Lohnerrhöhungen, insbesondere im öffentlichen Sektor, von vielen Ratsmitgliedern als besorgniserregend erachtet. Sie seien in den Projektionen vom März noch nicht berücksichtigt worden. Es gebe deutliche Anzeichen dafür, dass die Gewerkschaften Verhandlungsmacht zurückgewonnen hätten, die vermutlich auch nicht mehr schwinden werde. Zudem wurde auf empirische Belege verwiesen, wonach der öffentliche Sektor in einer Reihe von Euro-Ländern eine Vorreiterrolle für die Lohnsetzung in der Privatwirtschaft spiele.

Ganz allgemein verschärfe sich der soziale Grundkonflikt zwischen Arbeitnehmern und Arbeitgebern, je länger die hohe Inflation andauere. Nachdem die Lohnforderungen lange Zeit mit der inländischen Inflation und dem inländischen Produktivitätswachstum im Einklang gestanden hätten, lägen die jüngsten Lohnforderungen deutlich über dem Niveau, das mit einem solchen Einklang vereinbar wäre, sollte die Teuerung wie erwartet zurückgehen. Das Lohnwachstum beschleunige sich, was weitere Aufwärtsrisiken berge. Im Euroraum setzten solche Trends zwar in der Regel erst spät und langsam ein, ließen sich aber womöglich schwer aufhalten. Im Januar und Februar 2023 seien die

Tarifverdienste (einschließlich Einmalzahlungen) gegenüber dem Vorjahr um mehr als 5 % gestiegen. Die Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer habe sich deutlich erhöht. Im Verbund mit dem schwächeren Wachstum der Arbeitsproduktivität habe dies zu einem starken Anstieg der Lohnstückkosten geführt.

Zugleich gebe es bereits stichhaltige Belege dafür, dass die Forderungen nach Lohnsteigerungen umso nachdrücklicher würden, je länger die Inflation hoch bleibe. Dadurch käme es wiederum zu Zweitrundeneffekten auf andere Preise. Der soziale Dialog gerate in einer Reihe von Ländern zunehmend unter Druck, was darauf schließen lasse, dass sich die Diskussion um das Verhältnis zwischen Löhnen und Gewinnen verschärfe. Es wurde die Auffassung geäußert, dass sich somit Hinweise auf eine Lohn-Gewinn-Preis-Spirale abzeichneten. Außerdem wurde angemerkt, dass auch höhere Hypothekenzinsen die Beschäftigten dazu veranlassen könnten, höhere Löhne zu fordern. Damit würde sich ein weiterer Kanal öffnen, über den sich die Inflation verstetigen könnte.

Es wurde jedoch auch daran erinnert, dass es erhebliche nationale Unterschiede in der Lohnentwicklung gebe. Daher müssten alle zwanzig Länder des Euroraums zusammen betrachtet werden, um die Auswirkungen auf die Geldpolitik für den gesamten Euroraum zu beurteilen. Diesbezüglich wurde angemerkt, dass von den aktuellen Lohnindikatoren keine einheitlichen Signale ausgingen. Die Entwicklung der Tarifverdienste und der Indikator der EZB für die Lohnentwicklung deuteten auf eine anhaltende Beschleunigung hin. Allerdings werde das Signal des letztgenannten Indikators durch kompositorische und methodische Probleme beeinflusst. Die auf Neueinstellungen basierenden Daten der Online-Stellenbörse Indeed ließen dagegen eine Abschwächung der Lohndynamik erkennen. Darüber hinaus wurde darauf hingewiesen, dass die beobachtete Verringerung der Arbeitslosenquote sowohl auf mehr Neueinstellungen als auch auf eine bemerkenswerte Verkürzung der Dauer der Arbeitslosigkeit zurückzuführen sei. Daraus lasse sich schlussfolgern, dass die europäischen Arbeitsmärkte viel flexibler geworden seien. Dies sollte sich positiv auf die Produktivität auswirken und könnte sogar gewisse Lohnzuwächse rechtfertigen, sofern diese mit einem kräftigeren Produktivitätswachstum verbunden seien. Allerdings sei aus den verfügbaren Makrodaten bislang keine Produktivitätssteigerung abzulesen.

Schließlich wurde angeführt, dass sich der kumulierte Preisanstieg im Zeitraum von 2021 bis 2024 auf rund 20 % belaufe. Dies bedeute, dass die nominalen Lohnerhöhungen des vergangenen Jahres das Bemühen der Beschäftigten widerspiegeln, einen Ausgleich für die über weite Strecken niedrigeren Reallöhne zu erhalten. Sie müssten daher in den Kontext eines Aufholprozesses eingeordnet werden. Dementsprechend sei in den EZB-Projektionen vom März unter Berücksichtigung der im Projektionszeitraum zu erwartenden Erholung der Reallöhne von deutlichen Lohnsteigerungen ausgegangen worden. Gleichwohl werde die Inflation den März-Projektionen zufolge tatsächlich auch bei sehr hohen nominalen Lohnzuwächsen letztlich wieder zum Zielwert zurückkehren. Allerdings wurde auch angemerkt, dass die Kosten eines negativen Terms-of-Trade-Schocks nicht kompensiert

werden könnten, sondern von Arbeitnehmern und Arbeitgebern getragen werden müssten. Darüber hinaus sei das im Basisszenario projizierte günstige Inflationsergebnis mit erheblichen Aufwärtsrisiken behaftet, da höhere Löhne länger anhaltende Auswirkungen haben dürften und zu einer stärkeren Inflationpersistenz führten – insbesondere wenn sie nicht durch niedrigere Gewinnmargen aufgefangen würden.

Neben dem wachsenden Lohndruck müssten auch die zuletzt sehr hohen Gewinne genauer beobachtet werden. In einigen Ländern und Sektoren hätten sich die Gewinnmargen Ende vergangenen Jahres sehr stark ausgeweitet. Im Schlussquartal 2022 sei mehr als die Hälfte des inländischen Preisdrucks im Euroraum auf den Gewinn je BIP-Einheit zurückzuführen gewesen. Da der Lohnzuwachs wesentlich geringer gewesen sei als der Preisauftrieb, stiegen die Gewinne deutlich an. Dabei legten die Preise häufig erheblich stärker zu als die Vorleistungskosten und die Löhne. Wenn die Löhne den Preisen und die Gewinne den Löhnen folgten, könne dies eine Erklärung für die größere Persistenz der hohen Inflation sein. Um die Folgen für die Preisentwicklung vollständig nachvollziehen zu können, sei es daher wichtig zu beobachten, wie sich die Gewinne in der Zukunft entwickelten. In diesem Zusammenhang gehe von der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen klar hervor, dass die Unternehmen im Jahr 2022 tatsächlich hohe Gewinnaufschläge verzeichneten. Diese Entwicklung werde sich aber nach Einschätzung der Firmen im laufenden Jahr nicht fortsetzen. Da die Unternehmen die höheren Vorleistungskosten weitergäben, sei davon auszugehen, dass sich dieser Prozess 2023 umkehren werde. Im Einklang mit den bisherigen Gesetzmäßigkeiten werde dann der Beitrag der Löhne steigen und der der Gewinne sinken.

Mit Blick auf die längerfristigen Inflationserwartungen wiesen die Ratsmitglieder darauf hin, dass die Inflationserwartungen bei Tarifverhandlungen eine wichtige Rolle spielen würden. Angesichts der langen Laufzeit von Tarifverträgen könnten jetzige höhere Inflationserwartungen über längere Zeit zu einer höheren Inflation führen. Auch die Preissetzung der Unternehmen werde durch die Inflationserwartungen stark beeinflusst. Wiederholte unerwartet hohe Inflationsergebnisse und Überschreitungen des Inflationsziels über einen langen Zeitraum könnten das Vertrauen in die Fähigkeit und Bereitschaft der EZB untergraben, die Inflation wieder auf den Zielwert von 2 % zurückzuführen. Angesichts der erheblichen Verzögerungen bei der Transmission der Geldpolitik sei es besonders herausfordernd, die Glaubwürdigkeit des Bekenntnisses der EZB zur Preisstabilität zu wahren. Die Inflationserwartungen der Verbraucher seien im März gestiegen. Es wurde die Frage aufgeworfen, ob diese Entwicklung mit dem anhaltend hohen Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln zusammenhängen könne, da die Energiepreise deutlich gesunken seien.

Vor diesem Hintergrund gelangte eine große Zahl der Ratsmitglieder zu der Einschätzung, dass die Risiken für die Preisstabilität über den geldpolitisch relevanten Zeithorizont eindeutig aufwärtsgerichtet seien. Andere Mitglieder schätzten die Risiken indes – insbesondere über die kurze Frist hinaus – symmetrischer ein. Insgesamt war der EZB-Rat der Auffassung, dass für die Inflationaussichten nach



wie vor erhebliche Aufwärtsrisiken bestünden. Hierzu zähle der Druck auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette. Er könnte dazu führen, dass sich die Endkundenpreise auf kurze Sicht stärker erhöhten als erwartet. Darüber hinaus könnte der Krieg Russlands gegen die Ukraine die Kosten für Energie und Nahrungsmittel erneut in die Höhe treiben. Ein dauerhafter Anstieg der Inflationserwartungen auf ein Niveau über dem Zielwert oder unerwartet starke Zuwächse bei den Löhnen oder Gewinnmargen könnten die Inflation auch auf mittlere Sicht ansteigen lassen. Die jüngsten Tarifabschlüsse stellten ein weiteres Aufwärtsrisiko für die Inflation dar, insbesondere wenn die Gewinnmargen hoch bleiben sollten. Zu den Abwärtsrisiken zählten erneute Spannungen an den Finanzmärkten. Diese könnten zu einem rascheren Rückgang der Inflation führen als projiziert. Auch eine schwächere Nachfrage, beispielsweise aufgrund einer deutlicheren Verlangsamung der Bankkreditvergabe oder einer stärkeren Transmission der Geldpolitik, hätte zur Folge, dass der Preisdruck vor allem mittelfristig niedriger ausfiele als derzeit erwartet.

Was die monetäre und finanzielle Analyse anbelange, so teilten die Ratsmitglieder weitgehend die eingangs von Herrn Lane vorgetragene Einschätzung. Die Leitzinserhöhungen wirkten stark auf die risikofreien Zinssätze und die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen, private Haushalte und Banken durch. Das Wachstum der Kredite an Unternehmen und private Haushalte habe sich aufgrund höherer Kreditzinsen, restriktiverer Kreditbedingungen und einer geringeren Nachfrage abgeschwächt. Die in der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft gemeldete Verschärfung der Kreditrichtlinien sei stärker ausgefallen, als die Banken in der vorangegangenen Umfrage erwartet hätten. Dies deute darauf hin, dass die Kreditvergabe weiter sinken könnte. Aufgrund der schwachen Kreditvergabe sei das Geldmengenwachstum ebenfalls weiter zurückgegangen.

Es wurde angeführt, dass diese unerwartet deutliche Straffung der Kreditrichtlinien wohl teilweise auf die jüngsten Spannungen im globalen Bankensystem zurückzuführen sei. Zugleich wurde argumentiert, dass es keine Hinweise auf eine Kreditklemme gebe. Die Bankkreditvergabe schein eher eine schwächere Kreditnachfrage als quantitative Beschränkungen widerzuspiegeln. Es sei auch überraschend, dass sich die jüngsten Spannungen und die damit einhergehende Unsicherheit im Bankensektor so wenig auf die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft ausgewirkt hätten. So sei die Verschärfung der Richtlinien für die Kreditvergabe an Unternehmen gegenüber dem Vorquartal per saldo unverändert geblieben, und für die nächste Zeit werde ein geringeres Straffungstempo erwartet. Außerdem wurde daran erinnert, dass die Verschärfung der Kreditrichtlinien auf eine lange Phase sehr günstiger Kreditentwicklungen folge und somit bis zu einem gewissen Grad eine Normalisierung widerspiegele. Die restriktivere Ausgestaltung der Kreditvergaberichtlinien der Banken und die rückläufige Kreditnachfrage seien überdies begrüßenswerte Belege dafür, dass die Transmission der Geldpolitik funktioniere. Laut der Branchenumfrage der Europäischen Kommission zu den Produktionshemmnissen werde der Zugang zu Finanzmitteln von den Unternehmen nicht als großes Problem erachtet. Allerdings schwäche sich die Kreditdynamik ab. In realer Rechnung sei der

Rückgang der Kredite an Unternehmen im Verhältnis zum BIP besonders ausgeprägt und entspreche in etwa den 2008 und 2011 beobachteten Rückgängen.

Insgesamt waren die Ratsmitglieder der Auffassung, dass sich die Finanzierungsbedingungen seit der geldpolitischen Sitzung vom März verschärft hätten, wobei sich jedoch bei der marktbasierter Finanzierung ein uneinheitliches Bild ergebe. Die Anfang März beobachteten akuten Finanzmarktspannungen hätten nachgelassen. Dies gehe aus den Indikatoren für systemischen Stress und Volatilität hervor, die wieder das Niveau erreicht hätten, das vor dem Auftreten der Finanzmarktspannungen verzeichnet worden sei. Gleichwohl seien die Kurse von Bankaktien nach wie vor deutlich niedriger als vor den Spannungen. Sie lägen aber weiterhin über den zu Jahresbeginn verzeichneten Werten. Die Spreads von Bankanleihen gegenüber risikofreien Zinssätzen hätten sich indes etwas vergrößert. Die Finanzierungskosten der Banken seien ausgehend von einem niedrigen Niveau angestiegen, da die Banken Mittelabflüsse aus täglich fälligen Einlagen durch teurere Termineinlagen und marktbasierter Fremdfinanzierung hätten kompensieren müssen. Dadurch werde sich der Angebotsdruck am Markt für Bankschuldverschreibungen verschärfen, der bereits erhöht sei, da die Banken Schritte unternähmen, um die umfangreichen Rückzahlungen aus dem im Juni auslaufenden gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft (GLRG) vorzufinanzieren. Dennoch seien die Bedingungen für kurzfristige Refinanzierungen am Interbankenmarkt wieder auf das Niveau zurückgekehrt, das vor Beginn der Spannungen im Bankensektor verzeichnet worden sei. In diesem Zusammenhang wurde angeführt, dass die Finanzmarktspannungen sowohl zu einem rascheren Anstieg der Refinanzierungskosten der Banken als auch zu einer rascheren Transmission der Geldpolitik auf die Finanzierungsbedingungen geführt hätten, als dies zuvor erwartet worden sei.

Was die Widerstandsfähigkeit der europäischen Banken betrifft, zeigten sich die Ratsmitglieder zuversichtlich. Die Banken würden zunehmend Gewinne im Zusammenhang mit steigenden Nettozinserträgen melden. Dabei wurde betont, dass der Finanzstress und die finanzielle Instabilität bei Weitem nicht so ausgeprägt seien, dass sie die Transmission der Geldpolitik gefährden könnten. Gleichwohl könnten immer noch finanzielle Anfälligkeiten auftreten, da der beispiellose Zinsstraffungszyklus finanzielle Ungleichgewichte sichtbar mache, die sich während der Niedrigzinsphase aufgebaut hätten. Vor diesem Hintergrund wurde angemerkt, dass es in jedem Fall wichtig sei, weiter nach dem Trennungsgrundsatz zu verfahren, wonach der geldpolitische Kurs unabhängig von den Risiken bezüglich der Finanzstabilität beurteilt werden müsse. Diese Risiken müssten erforderlichenfalls gesondert angegangen werden.

## Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Mit Blick auf die Beurteilung des geldpolitischen Kurses bewerteten die Ratsmitglieder die seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung gewonnenen Daten anhand der drei Kriterien, die auf der

März-Sitzung als wichtige Bestimmungsfaktoren für die Reaktion des EZB-Rats auf die jeweiligen Umstände eingestuft wurden. Dies seien a) die Auswirkungen der eingegangenen Wirtschafts- und Finanzdaten auf die Inflationsaussichten, b) die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation und c) die Stärke der geldpolitischen Transmission.

In Bezug auf die Inflationsaussichten teilten die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer weitgehend die Einschätzung, dass vor dem Hintergrund der abermals überraschend hohen Inflationsergebnisse weiterhin mit einer über einen zu langen Zeitraum zu hohen Teuerung zu rechnen sei. Das Risiko eines schwerwiegenden Wirtschaftsabschwungs und die Gefahr einer Beeinträchtigung der Finanzstabilität hätten nachgelassen. Somit hätten sich einige Faktoren, die einen Abwärtsdruck auf die Teuerung ausübten, zurückgebildet. Diese Überlegungen stützten tendenziell die Schlussfolgerung, dass die Risiken für die Inflation seit der geldpolitischen Sitzung vom März stärker aufwärtsgerichtet seien. Zugleich seien die Rohstoffpreise gesunken, die Finanzierungsbedingungen hätten sich verschärft, und der effektive Wechselkurs des Euro habe sich erhöht. Nach Abwägung der verschiedenen Faktoren lasse sich insgesamt festhalten, dass die mittelfristigen Inflationsaussichten nach wie vor weitgehend den Projektionen vom März entsprächen.

Die vorhandene Evidenz zu den Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation wurde von den Ratsmitgliedern als Anlass zur Sorge gewertet. Zwar habe sich die Kerninflation leicht verringert, aber insgesamt reichten die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation von 4 % bis 7 % und zeichneten damit ein uneinheitliches Bild. Der Preisaufrieb bei den Dienstleistungen befinde sich klar im Aufwind, und es sei damit zu rechnen, dass sich die zugrunde liegende Inflation zunehmend auf die Lohnentwicklung zurückführen lassen werde. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel sei nach wie vor sehr hoch und tendiere weiter aufwärts. Zudem werde sich das kräftige Lohnwachstum den Annahmen zufolge fortsetzen. Dies berge das Risiko, dass sich die Inflation weiter verfestigen und es zu Zweitrundeneffekten kommen könnte.

Mit Blick auf die Transmission des geldpolitischen Kurses merkten die Mitglieder an, dass inzwischen belastbarere Belege dafür vorlägen, dass die geldpolitischen Impulse auf die Finanzierungs- und Kreditbedingungen durchwirkten. Dies wurde allgemein als positive Entwicklung gewertet und lege den Schluss nahe, dass die Transmission auf den frühen Stufen funktioniere. Die weiterhin rege Dynamik der zugrunde liegenden Inflation könnte darauf zurückzuführen sein, dass die Transmission des geldpolitischen Kurses auf die Preisentwicklung unerwartet langsam vorstättengehe. Womöglich verlaufe sie aber angesichts eines sehr starken Arbeitsmarkts und längerer Zinsbindungsfristen für Bankkredite auch schwächer als sonst. Es sei jedoch damit zu rechnen, dass die Kreditbedingungen der Banken noch weiter verschärft würden, denn die Leitzinserhöhungen spiegelten sich noch nicht zur Gänze in den Kreditzinsen der Banken und im Kreditwachstum wider. Darüber hinaus sei die Unsicherheit bezüglich der Transmissionskanäle derzeit höher als sonst üblich. Dies hänge damit zusammen, dass sich der zusätzliche Straffungsimpuls, der sich laut der Umfrage zum Kreditgeschäft

der Banken aus den vorsichtigeren Kreditvergabeentscheidungen im Gefolge der jüngsten Spannungen im Bankensektor ergeben werde, nur schwer genau quantifizieren lasse. Deshalb sei hier eine laufende Beobachtung geboten.

Insgesamt waren die Ratsmitglieder der Auffassung, dass die Lage keine „Siegessicherheit“ und keine Zufriedenheit mit den Inflationsaussichten zuließe. Vielmehr stimmten sie überein, dass eine weitere geldpolitische Straffung notwendig sei, um die Inflation auf mittlere Sicht wieder auf den Zielwert zurückzuführen. Die hohen Teuerungsraten trafen die schwächsten Bevölkerungsgruppen und belasteten die Wirtschaftsleistung des Euroraums.

Hervorgehoben wurden die Hinweise darauf, dass verschiedene Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen leicht über 2 % gestiegen seien, was auf die Gefahr sich entankernder Inflationserwartungen hindeute. Vor allem die marktbasieren Messgrößen lägen weiter hartnäckig auf einem hohen Niveau. Dies ließe sich zum Teil auf die Höhe der Risikoprämien zurückführen, die nahelege, dass in den Augen der Anleger bei der längerfristigen Inflationsentwicklung die Aufwärtsrisiken überwögen. Bei den kürzeren Zeithorizonten lägen die marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen unter den Inflationsprojektionen der Expertinnen und Experten. Auch sei es wichtig, die Inflationserwartungen der privaten Haushalte und Unternehmen zu beobachten, da diese für die Tarifverhandlungen und die Preissetzung der Unternehmen relevant seien.

## Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Hintergrund waren sich die Ratsmitglieder darin einig, dass eine Straffung des geldpolitischen Kurses mittels einer weiteren Anhebung der Zinsen geboten sei.

Eine Reihe von Mitgliedern äußerten zunächst ihre Präferenz für eine Erhöhung der Leitzinsen um 50 Basispunkte. Gerechtfertigt sei dies durch die Risiken, die sich aus den nach wie vor unerwartet hohen Inflationsergebnissen und dem Umstand, dass die Inflation den Projektionen zufolge noch mindestens vier Jahre lang über dem Zielwert liegen werde, für die Inflationsaussichten ergäben, sowie durch das erhöhte Risiko einer Entankerung der Inflationserwartungen. Ein derartiger Schritt würde ganz klar die Entschlossenheit des EZB-Rats zum Ausdruck bringen, im Angesicht einer erhöhten und persistenteren Teuerung Preisstabilität zu gewährleisten. Es sei ein entschiedeneres Handeln vonnöten, um die Zinsen auf ein ausreichend restriktives Niveau zu bringen und damit die Inflation zeitnah wieder auf den Zielwert zurückzuführen. Diesen Mitgliedern zufolge wiege das Risiko übermäßig restriktiver Zinsen weniger schwer als das Risiko einer unzureichenden Zinsstraffung. Überdies seien die Finanzmarkturbulenzen nur von kurzer Dauer gewesen und hätten nicht zu einem signifikanten zusätzlichen Straffungsimpuls geführt. Zudem dürfte die zugrunde liegende Inflation vor dem Hintergrund der Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft im Euroraum und der nachlassenden Rezessionsrisiken sowie des sich verbreiternden Preis- und Lohndrucks wohl nicht ausreichend

schnell zurückgehen. Dadurch wachse die Gefahr, dass die Inflationserwartungen ihre Verankerung verlieren.

Zugleich signalisierten die meisten dieser Mitglieder, dass sie die vorgeschlagene Zinserhöhung um 25 Basispunkte akzeptieren würden. In ihrer Kommunikation solle die EZB allerdings ganz klar ihre tendenzielle Ausrichtung zum Ausdruck bringen, um deutlich zu machen, dass auf der Grundlage der gegenwärtigen Aussichten weitere Zinsanhebungen erforderlich seien, damit die Inflation wieder auf den Zielwert zurückgeführt werden könne. Zudem müsse verhindert werden, dass eine kleinere Zinserhöhung fälschlicherweise als Signal für eine mögliche Unterbrechung des aktuellen Zinsanhebungszyklus verstanden werde.

Vor diesem Hintergrund unterstützten fast alle Ratsmitglieder die von Herrn Lane vorgeschlagene Anhebung um 25 Basispunkte, wobei klar zu kommunizieren sei, dass der geldpolitische Kurs auf der Grundlage der aktuellen Daten noch weiter angepasst werden müsse. Damit finde man die richtige Balance zwischen der Notwendigkeit, einerseits die Zinsen weiter anzuheben und andererseits die erhöhte Unsicherheit hinsichtlich des Tempos und der Stärke der geldpolitischen Transmission zu berücksichtigen. Da sich die Zinssätze bereits im restriktiven Bereich befänden, sei eine Anhebung um 25 Basispunkte auch aus Sicht eines Risikomanagements vorzuziehen. Es handle sich um einen umsichtigen Zinsschritt. Bei stärkeren Zinserhöhungen wären die Kosten möglicherweise höher als der Nutzen, da die Unsicherheit nach wie vor erhöht sei und die Wahrnehmung vorherrsche, dass die Transmission eines Großteils der vorangegangenen Leitzinserhöhungen noch ausstehe. Darüber hinaus wurde angeführt, dass kleinere Zinsschritte als die seit Juli 2022 erfolgten es dem EZB-Rat ermöglichen würden, die Zinsen – sollte der zugrunde liegende Inflationsdruck anhalten oder sich im Verlauf des Sommers sogar verstärken – längere Zeit weiterer anzuheben, bis ausreichend belastbare Belege dafür vorlägen, dass eine Kehrtwende erreicht worden sei und die Teuerung angemessen rasch zurückgehe. Angesichts des unsicheren Umfelds und in Anbetracht der Tatsache, dass sich die Zinsen allmählich näher an ihr potenzielles Endniveau heranbewegten, sei es sehr angebracht, Zinsbeschlüsse auch weiterhin in Abhängigkeit von der Datenlage von Sitzung zu Sitzung zu treffen. Auch die Rückkehr zu Zinsschritten in einer üblicheren Größenordnung sei gerechtfertigt, weil sich die verschiedenen geldpolitischen Instrumente bei der Transmission des geldpolitischen Kurses gegenseitig verstärkten.

Auf dieser Grundlage kamen die Ratsmitglieder zu dem Ergebnis, dass eine Reduzierung der Größe des Zinsschritts von 50 Basispunkten auf 25 Basispunkte im Wesentlichen aus zwei Gründen angemessen sei. Erstens sei bisher schon viel erreicht worden. So habe der EZB-Rat die Zinsen in neun Monaten um insgesamt 350 Basispunkte angehoben. Dies impliziere, dass sich die Zinsen dem angestrebten Endniveau annähernten, dieses allerdings noch nicht erreicht hätten. Zweitens sei der geringere Zinsschritt auch der Unsicherheit hinsichtlich der Wirkung der bisherigen Zinsbeschlüsse geschuldet, deren Transmission noch lange nicht abgeschlossen sei. Außerdem trage die

Verlangsamung des Zinserhöhungstempos dazu bei, die richtigen Schlüsse im Hinblick auf das angestrebte Endniveau zu treffen. Zugleich wurde betont, dass die Reduzierung des Umfangs der Leitzinsanhebung nicht als Signal dafür interpretiert werden dürfe, dass der EZB-Rat den Weg für eine Unterbrechung seines geldpolitischen Straffungszyklus geebnet habe.

Die Ratsmitglieder stimmten allgemein darin überein, dass der datenabhängige Ansatz zusammen mit der im Anschluss an die Märzszitzung erfolgten Kommunikation zur Reaktionsfunktion der EZB sehr hilfreich für den EZB-Rat gewesen sei. Die Finanzmarktteilnehmer würden die Fortschritte bei den Inflationsaussichten, der zugrunde liegenden Inflation sowie der Transmission der Geldpolitik beurteilen und die Zinsen dementsprechend einpreisen. Es wurde die Ansicht vertreten, dass in der Kommunikation die Bedeutung eines von Persistenz und Beharrlichkeit gekennzeichneten Handelns hervorgehoben werden solle. Zudem solle klargestellt werden, dass die Zinsen nach dem Erreichen ihres Höchststands eine Zeit lang auf diesem Niveau bleiben und die Erhöhungen nicht umgehend zurückgenommen würden.

Mit Blick auf die Kommunikation zur tendenziellen Ausrichtung des EZB-Rats kamen die Teilnehmerinnen und Teilnehmer überein zu bekräftigen, dass die zukünftigen Beschlüsse des EZB-Rats dafür sorgen würden, die Leitzinsen auf ein ausreichend restriktives Niveau zu bringen, um eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen 2-%-Ziel der EZB zu erreichen. Dieses Niveau werde so lange aufrechterhalten wie erforderlich. Gleichzeitig sprachen sich die Ratsmitglieder klar gegen eine Rückkehr zu einer direkten Forward Guidance zu den Leitzinsen aus. Sie sei kein geeignetes Instrument, wenn die Zinssätze deutlich über ihrer Untergrenze lägen, und stehe auch nicht im Einklang mit dem Ansatz, Beschlüsse von Sitzung zu Sitzung zu fassen, der in einem volatilen Umfeld nach wie vor angebracht sei.

Was die Maßnahmen betreffe, die sich auf die Größe und Zusammensetzung der Bilanz des Eurosystems auswirkten, stimmten die Ratsmitglieder weitgehend dem Vorschlag von Herrn Lane zu. Demzufolge solle bekannt gegeben werden, dass der EZB-Rat davon ausgehe, die Wiederanlagen der Mittel aus fällig werdenden Wertpapieren des APP-Portfolios ab Juli 2023 einzustellen.

Die Sitzungsteilnehmer gingen auf die Gründe ein, aus denen die Bilanznormalisierung erforderlich sei. Erstens stehe das für Juli vorgesehene Ende der Reinvestitionen mit dem aktuellen geldpolitischen Kurs im Einklang und trage – zusammen mit dem Auslaufen des umfangreichen GLRG im Juni – der Notwendigkeit Rechnung, den Abbau der Überschussliquidität voranzubringen. Darüber hinaus seien Fortschritte bei der Bilanznormalisierung notwendig, um wieder geldpolitischen Spielraum für mögliche künftige Situationen zu erlangen, in denen sich die Leitzinsen erneut der Untergrenze näherten, aber auch, um dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit gerecht zu werden. So sei der eigentliche Zweck des APP gewesen, für eine zusätzliche geldpolitische Akkommodierung zu sorgen und die Laufzeitprämien zu drücken, als sich die Zinsen an ihrer Untergrenze bewegten. Unter den gegenwärtigen, von reichlicher Überschussliquidität und einem Aufwärtsdruck auf die Preise

gekennzeichneten Umständen sei jedoch fraglich, ob eine Fortsetzung der partiellen Wiederanlagen noch verhältnismäßig sei. Außerdem sei das derzeit hohe Niveau der Überschussliquidität zur Umsetzung des gewünschten geldpolitischen Kurses nicht erforderlich. Die Bilanznormalisierung sei auch nötig, um die Nebenwirkungen einer umfangreichen Bilanz zu verringern. Hierzu zählten das Risiko einer fiskalischen Dominanz, das Kredit- und Laufzeitrisiko sowie die Auswirkungen auf Finanzstabilitätsrisiken und das Funktionieren der Märkte. Auf längere Sicht würde ein steilerer Verlauf der Zinsstrukturkurve außerdem die Intermediationsfähigkeit der Banken über die Fristentransformation stärken. Würden die Laufzeitprämien hingegen mithilfe der APP-Wertpapierbestände länger als erforderlich niedrig gehalten, könnten dies negative Folgen für die Bilanzen der Banken und damit für die Kreditversorgung des privaten Sektors haben.

Die Ratsmitglieder waren weitgehend der Ansicht, dass die Finanzmärkte einen vollständigen Portfolioabbau durch Verzicht auf Wiederanlagen verkraften könnten, da nach den turbulenten Wochen Mitte März eine Beruhigung eingetreten sei. Die Absorption über den Markt sei sehr reibungslos verlaufen, selbst in der Phase der Marktturbulenzen und trotz der verhältnismäßig frühzeitigen Emission von Staatsanleihen im laufenden Jahr. Insgesamt hätten die Finanzmärkte ein vollständiges Auslaufen der Reinvestitionen bis zum Sommer größtenteils eingepreist. Dies bedeute, dass die Auswirkungen auf die langfristigen Renditen aller Voraussicht nach begrenzt sein würden.

Allerdings wurde auch in Erinnerung gerufen, dass die Abnahme des Wertpapierbestands im APP-Portfolio mit einer beträchtlichen Verringerung der Überschussliquidität im Zuge der bevorstehenden umfangreichen Tilgungen im Rahmen der GLRGs zusammenfallen werde, da das größte Geschäft im Juni auslaufe. Die Tatsache, dass die im Juni anstehenden Tilgungen von den Marktteilnehmern vollständig erwartet und eingepreist würden, bedeute nicht zwangsläufig, dass eine Abschöpfung von Liquidität ohne Folgen bleibe, denn ein rascher Abbau der Bilanz des Eurosystems könnte weiterreichende Auswirkungen auf den Finanzsektor haben. Im Zeitverlauf dürften die Renditen unter Druck geraten, die Einlagenzinsen der Banken steigen, die Ersparnisse der privaten Haushalte wieder von Investmentfonds in Termineinlagen zurückfließen, je mehr sich deren Verzinsung erhöhe, und die Nachfrage der Investmentfonds nach Anleihen zunehmen.

Ferner wurde darauf hingewiesen, dass die Zusammensetzung des APP-Portfolios überwacht werden müsse, um sicherzustellen, dass diese über die Anlageklassen hinweg und auch innerhalb der Anlageklassen mit dem beabsichtigten geldpolitischen Kurs sowie mit der vertraglichen Verpflichtung der EZB, die allgemeine Wirtschaftspolitik in der EU zu unterstützen, vereinbar bleibe. Letzteres sei auch Bestandteil der geldpolitischen Strategie der EZB. In diesem Zusammenhang wurde angeregt zu prüfen, ob die Gesamtzusammensetzung des Portfolios noch mit den Klimaschutzzielen des Pariser Abkommens im Einklang stehe.

Es wurden auch Bedenken hinsichtlich einer zu raschen Verkleinerung der Bilanz des Eurosystems geäußert. Aufgrund der Rückzahlungen im Rahmen der GLRGs sei das erwartete Reduktionstempo

bereits recht hoch, und der APP-Abbau werde voraussichtlich nur einen geringen inflationsdämpfenden Effekt haben. Außerdem sei ungewiss, wie die auf lange Sicht optimale Bilanzgröße aussehe. Einige Ratsmitglieder sahen Vorteile darin, die Ankündigung über die Anpassung der APP-Wiederanlagen bis Juni zurückzustellen oder im Anschluss an die aktuelle Sitzung nur eine Mitteilung zur allgemeinen Tendenz zu machen. Die genaue Kalibrierung der Reinvestitionen könne dann nach dem zweiten Quartal 2023 auf der geldpolitischen Sitzung im Juni erfolgen. Auf diese Weise könnten auch die Auswirkungen der im Juni anstehenden GLRG-Tilgungen vor dem Hintergrund der üblicherweise geringeren Liquidität in den Sommermonaten umfassender eingeschätzt werden. In Anbetracht der hohen Unsicherheit und Volatilität sei dies angebracht. Die Reduzierung der Reinvestitionen im Rahmen des APP und die Kommunikation des EZB-Rats zu diesem Prozess wurden insgesamt als gelungen erachtet. Die erwartete und die tatsächliche Bilanznormalisierung hätten bereits zu einem Rückgang der längerfristigen Renditen geführt und damit den geldpolitischen Kurs unterstützt, ohne dass dabei die Volatilität messbar gestiegen wäre.

Vor diesem Hintergrund waren die Ratsmitglieder bereit, sich dem allgemeinen Konsens anzuschließen und den Vorschlag von Herrn Lane zu unterstützen. Voraussetzung sei allerdings, dass die Grundsätze des Gradualismus und der Vorhersehbarkeit bekräftigt würden, wenn der EZB-Rat bekannt gebe, dass er von einer Einstellung der APP-Reinvestitionen ab Juli ausgehe.

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 4. Mai 2023](#)

#### **Pressemitteilung**

[Geldpolitische Beschlüsse vom 4. Mai 2023](#)

### **Sitzung des EZB-Rats, 3.-4. Mai 2023**

#### **Mitglieder**

- Frau Lagarde, Präsidentin
- Herr de Guindos, Vizepräsident
- Herr Centeno



- Herr Elderson
- Herr Hernández de Cos\*
- Herr Herodotou
- Herr Holzmann\*
- Herr Kazāks
- Herr Kažimír
- Herr Knot
- Herr Lane
- Herr Makhlouf
- Herr Müller
- Herr Nagel
- Herr Panetta
- Herr Rehn
- Herr Reinesch\*
- Frau Schnabel
- Herr Scicluna\*
- Herr Šimkus\*
- Herr Stournaras
- Herr Vasle
- Herr Villeroy de Galhau
- Herr Visco
- Herr Vujčić
- Herr Wunsch

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

#### **Sonstige Anwesende**

- Herr Dombrovskis, Exekutiv-Vizepräsident der EU-Kommission\*\*
- Frau Senkovic, Sekretärin, Generaldirektorin Sekretariat
- Herr Rostagno, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Geldpolitik
- Herr Winkler, Stellvertretender Sekretär für Geldpolitik, Senior Adviser, GD Volkswirtschaft

\*\* Nach Artikel 284 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union.

### **Begleitpersonen**

- Frau Bénassy-Quéré
- Frau Buch
- Herr Dabušinskas
- Herr Demarco
- Herr Gavilán
- Herr Haber
- Herr Horváth
- Herr Kaasik
- Herr Koukoularides
- Herr Lünnemann
- Herr Madouros
- Herr Nicoletti Altimari
- Herr Novo
- Herr Rutkaste
- Herr Sleijpen
- Herr Tavlas
- Herr Välimäki
- Herr Vanackere
- Frau Žumer Šujica

### **Sonstige Beschäftigte der EZB**

- Herr Proissl, Generaldirektor Kommunikation
- 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 13. Juli 2023 vorgesehen.

**Europäische Zentralbank**

Generaldirektion Kommunikation, Abteilung Newsroom  
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.*