

Sitzung am 14.-15. Juni 2023

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 14.-15. Juni 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 am 3-4. Mai 2023 verändert habe. So stünden die globalen Extremrisiken, die sich aufgrund der Spannungen im Bankensektor und der Debatte um die Schuldenobergrenze in den Vereinigten Staaten ergeben hätten, inzwischen nicht mehr im Vordergrund. Stattdessen herrschten nun Sorgen hinsichtlich einer Eintrübung der gesamtwirtschaftlichen Aussichten des Euroraums und eines weltweit länger anhaltenden Kerninflationsdrucks vor.

Die globalen Marktbedingungen hätten sich weiter normalisiert, da sich die Extremrisiken für die Wirtschaft verringert hätten. An den Finanzmärkten habe die Volatilität über alle Marktsegmente und Länder hinweg deutlich nachgelassen, was darauf hindeute, dass das Risiko von systemischem Stress derzeit begrenzt sei. In den Vereinigten Staaten sei die am Volatilitätsindex VIX gemessene implizite Volatilität an den Aktienmärkten auf den niedrigsten Stand seit Anfang 2020 gesunken.

Auch im Euroraum hätten sich die Bedingungen in allen Marktsegmenten normalisiert. Die Banken hätten ihre Emissionstätigkeit am Primärmarkt wieder aufgenommen und würden nicht nur gedeckte Schuldverschreibungen und vorrangige Anleihen, sondern seit Kurzem auch nachrangige Anleihen begeben. Die Asset-Swap-Spreads von nachrangigen und vorrangigen Bankanleihen hätten sich zwar deutlich verringert, lägen aber weiterhin leicht über dem Niveau, das vor dem Zusammenbruch der Silicon Valley Bank (SVB) verzeichnet worden sei. Bei Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften seien die Spreads weitgehend stabil unter den Durchschnittswerten des Jahres 2022 geblieben.

An den Staatsanleihemärkten sei die Entwicklung noch positiver verlaufen. Die Abstände zwischen den Renditen von Staatsanleihen und den Zinssätzen für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Sätze) hätten sich während der Marktturbulenzen im März verringert und seien seitdem weiter gesunken. Sowohl der Beginn der partiellen Wiederanlage von Tilgungsbeträgen aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) als auch die erwartete Einstellung der Reinvestitionen im Rahmen dieses Programms seien vom Markt problemlos aufgenommen worden. Dennoch wiesen die Renditeabstände von Staatsanleihen nach wie vor eine gewisse Sensitivität gegenüber Fundamentaldaten auf, wie die Reaktionen auf die jüngsten Änderungen der Ratingausblicke zeigten.

Die unerwartet negativen makroökonomischen Daten hätten bei den Anlegern Bedenken hinsichtlich einer Eintrübung der Konjunkturaussichten hervorgerufen. Die Entwicklung an den Aktienmärkten spreche jedoch gegen die Hypothese, dass die Märkte einen schwerwiegenden Wirtschaftsabschwung einpreisten. Die Aktienindizes für Banken und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum hätten sich nur geringfügig verändert. Darüber hinaus hätten Papiere aus defensiven Sektoren, d. h. Aktien, die sich in Phasen erwarteter konjunktureller Schwäche tendenziell stabiler entwickelten, schlechter abgeschnitten als jene aus Sektoren, die stärker auf den Konjunkturzyklus reagierten.

Auch aus der Entwicklung der langfristigen risikofreien Anleiherenditen hätten sich kaum Hinweise darauf ergeben, dass sich die unerwartet negativen Daten erheblich auf die Aussichten für das Wirtschaftswachstum auswirkten. Eine Zerlegung der langfristigen Renditen in Realverzinsung und Inflationskomponente im Euroraum zeige, dass die realen Zinssätze seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 3-4. Mai 2023 leicht gestiegen seien und sich seit dem Zusammenbruch der SVB nur geringfügig verringert hätten.

In den Vereinigten Staaten hätten sich die Realzinsen nach den Turbulenzen im Bankensektor weiter kräftig erholt. Die Märkte preisten die Spannungen im Bankensektor nicht mehr ein, was zu erheblichen Unterschieden zwischen den Wachstumsaussichten im Euroraum und in den Vereinigten Staaten führe. Dies sei auch am Abstand zwischen den zehnjährigen Realzinsen erkennbar, der sich erneut ausgeweitet habe und nun so groß sei wie Anfang März. Die Abweichungen zwischen den risikofreien Zinssätzen im Euroraum und jenen in den Vereinigten Staaten hätten sich auch im EUR/USD-Wechselkurs widerspiegelt. Der Euro habe seit der letzten geldpolitischen Sitzung um rund 3 % abgewertet und damit die Entwicklung der Zinsdifferenzen eng nachvollzogen.

Was die Zinserwartungen betreffe, so sei die Terminkurve des €STR (Euro Short-Term Rate) am kurzen Ende weitgehend unverändert geblieben. In der Terminkurve seien sowohl zwei weitere Zinserhöhungen um 25 Basispunkte (eine auf der aktuellen Sitzung und eine im Juli) als auch eine Wahrscheinlichkeit von 20 % eingepreist, dass im Anschluss daran eine erneute Zinsanhebung um 25 Basispunkte vorgenommen werde. Dies impliziere einen Höchststand des Zinssatzes für die Einlagefazilität, der geringfügig über dem Niveau liege, das zum Zeitpunkt der vorangegangenen

geldpolitischen Sitzung erwartet worden sei. Die Inversion der Kurve habe sich abgeschwächt. Dagegen habe sich die Terminkurve für Kontrakte auf Tagesgeld am US-Interbankenmarkt (Federal Funds Futures) seit der letzten geldpolitischen Sitzung merklich nach oben verschoben.

Seit dem Zusammenbruch der SVB sei die Unsicherheit über den künftigen geldpolitischen Kurs im Euroraum deutlich zurückgegangen. Die Volatilität der erwarteten kurzfristigen Zinssätze im Eurogebiet sei auf dem niedrigsten Stand seit Mai 2022 vor Beginn des Zinserhöhungszyklus der EZB. Darin spiegele sich die zunehmende Konvergenz der geldpolitischen Erwartungen unter den Marktteilnehmern wider.

Die nachlassende Unsicherheit über den mittelfristigen Leitzinspfad der EZB stehe offenbar in einem gewissen Widerspruch zu den Inflationserwartungen der Marktteilnehmer. Die inflationsindexierten Termin-Swapsätze hätten sich gegenüber ihren Tiefständen von Mitte März schrittweise weiter erhöht. Bemerkenswerterweise sei diese Neubewertung trotz der schwächeren gesamtwirtschaftlichen Daten, der Veröffentlichung der niedriger als erwartet ausfallenden Inflationszahlen und der sinkenden Rohstoffpreise erfolgt. Der Anstieg der inflationsindexierten Swapsätze könne zum Teil auf steigende Inflationsrisikoprämien zurückzuführen sein und spiegele möglicherweise auch die Tatsache wider, dass viele Rohstoffpreise offenbar mit ausgeprägten Aufwärtsrisiken behaftet seien, für die die Anleger einen Ausgleich forderten. Solche Risiken bestünden auch für die Nahrungsmittelpreise, die aufwärtsgerichteten Risiken im Zusammenhang mit dem Krieg Russlands gegen die Ukraine ausgesetzt seien. Zudem spiele hier auch die steigende Wahrscheinlichkeit eine Rolle, dass es im laufenden Jahr aufgrund von El Niño häufiger zu Extremwetterereignissen komme. Der zweite Grund für einen höheren Inflationsausgleich sei der Anstieg der erwarteten Kerninflationen.

Die marktbasierenden Messgrößen des längerfristigen Inflationsausgleichs im Euroraum tendierten seit dem Sommer 2022 nach oben, wobei eine gewisse Volatilität zu beobachten sei. Der anhaltende Aufwärtstrend dieser Indikatoren sei ein einmaliges Phänomen in den großen Währungsräumen. Auch die Optionspreise ließen auf zunehmende Aufwärtsrisiken für die Inflation schließen. Solche erhöhten und steigenden mittel- und langfristigen marktbasierenden Inflationserwartungen deuteten darauf hin, dass die Anleger gewisse Zweifel hegen könnten, ob der derzeit eingepreiste Leitzinspfad der EZB ausreiche, um die Inflation zeitnah einzudämmen. Die einjährigen realen Zinssätze für Tagesgeld-Swaps in einem Jahr lägen derzeit 45 Basispunkte unter dem vor dem Zusammenbruch der SVB verzeichneten Niveau, und es werde erwartet, dass sie in den kommenden Jahren bei etwa 0,25 % oder darunter verharrten.

Anschließend ging Frau Schnabel auf die Marktwirkung einiger zuletzt gefasster EZB-Beschlüsse ein. Wie im Februar angekündigt, sei die Obergrenze für die Verzinsung von Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem sowie die Verzinsung von Einlagen, die von Gebietsfremden im Rahmen der Währungsreservenverwaltung des Eurosystems gehalten würden, mit Wirkung zum 1. Mai 2023 auf 20 Basispunkte unter dem €STR festgesetzt worden. Insgesamt habe die Anpassung der

Verzinsung dieser Einlagen die gewünschten Effekte erzielt. Dennoch werde die Entwicklung genau beobachtet, um zu beurteilen, ob die Höhe der Verzinsung angemessen kalibriert worden sei.

Was die Auswirkungen der anstehenden hohen Rückzahlungen im Rahmen des gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts (GLRG) mit Fälligkeit im Juni betreffe, so werde davon ausgegangen, dass die Banken überwiegend auf ihre Überschussliquidität sowie auf eine marktbasierende Refinanzierung zurückgreifen würden. Für Banken, die andere Refinanzierungsquellen benötigten, biete sich die Inanspruchnahme der regulären Refinanzierungsgeschäfte der EZB an – der Hauptrefinanzierungsgeschäfte und der dreimonatigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euroraum

Mit Blick zunächst auf die Aussichten für die Weltwirtschaft erinnerte Herr Lane daran, dass sich das globale Wirtschaftswachstum nach einer Erholung im ersten Jahresviertel vor allem in den Industrieländern abgeschwächt habe und stark auf den Dienstleistungssektor konzentriert sei. Die Differenz zwischen den globalen Einkaufsmanagerindizes für die Produktion im Dienstleistungssektor und im verarbeitenden Gewerbe habe einen historischen Höchststand erreicht. Seit der letzten geldpolitischen Sitzung habe der Euro sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch in effektiver Rechnung abgewertet. Die Notierungen von Öl-Terminkontrakten seien weitgehend stabil geblieben, und die Preise für Erdgas-Terminkontrakte seien niedriger als zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung im Mai. Die Preise für Nicht-Energie-Rohstoffe seien gesunken, wobei sich sowohl die Nahrungsmittel- als auch die Metallpreise im Vergleich zur letzten Sitzung verringert hätten.

Die Wirtschaft des Euroraums habe in den vergangenen Monaten stagniert. Der rückläufige öffentliche und private Konsum und der negative Beitrag der Vorratsveränderungen seien nur teilweise durch die Ausweitung des Außenhandels und der Investitionen ausgeglichen worden. Die Unternehmensinvestitionen hätten sich im ersten Quartal 2023 robust gezeigt. Zurückzuführen sei dies auf die nachlassenden Lieferengpässe, da vor allem die Automobilproduktion wieder angezogen habe. Umfragedaten deuteten indessen auf eine nur moderate Erholung im zweiten Quartal hin.

Im Euroraum hätten sich die einzelnen Sektoren sehr unterschiedlich entwickelt. Harte Daten und Umfrageergebnisse signalisierten eine sehr geringe Aktivität im verarbeitenden Gewerbe, was unter anderem durch die schwache Nachfrage und den Abbau der Auftragsrückstände bedingt sei. Der Dienstleistungssektor sei hingegen weiterhin widerstandsfähig und profitiere nach wie vor von den Impulsen, die sich durch das Wiederhochfahren der Wirtschaft für die kontaktintensiven Dienstleistungen ergeben hätten. Allerdings ließen historische Verlaufsmuster darauf schließen, dass sich die Schwäche im verarbeitenden Gewerbe in den kommenden Monaten auf den Dienstleistungssektor übertragen könnte. Ein Grund für die Erwartung einer mit Verzögerung

eintretenden Wachstumsverlangsamung im Dienstleistungssektor könnte darin liegen, dass sich geldpolitische Maßnahmen nachweislich stärker und rascher auf das verarbeitende Gewerbe als auf den Dienstleistungssektor auswirkten.

Die kontraktive Wirkung der Geldpolitik mache sich allmählich bei den Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage bemerkbar, die in der Regel stärker auf Zinsänderungen reagierten, also bei den Wohnungsbau- und den Unternehmensinvestitionen sowie beim Gebrauchsgüterkonsum. Die Erwartung höherer Hypothekenzinsen wirke sich sehr negativ auf die wahrgenommene Attraktivität von Wohnimmobilien als Investitionsobjekt aus. Bei den Unternehmensinvestitionen deuteten die kurzfristigen Indikatoren auf eine Abschwächung hin, die den verschärften Finanzierungsbedingungen und den rückläufigen Auftragseingängen zuzuschreiben sei. Zudem seien die Verbraucher weniger geneigt, größere Anschaffungen zu tätigen. Umfragebasierter Evidenz zufolge gehe ein zunehmender Anteil der Privathaushalte mit variabel verzinslichen Hypothekenkrediten davon aus, künftig Schwierigkeiten zu haben, die Hypothekenzahlungen fristgerecht leisten zu können. Indessen sei weiterhin mit einer Belebung des privaten Konsums zu rechnen. Diese dürfte sich durch den Abbau des noch bestehenden pandemiebedingten Nachfragestaus bei kontaktintensiven Dienstleistungen und durch steigende Einkommen infolge der Nominallohnzuwächse und der zunehmenden Beschäftigung ergeben. Mit Blick auf die Zukunft sei auch ein moderater Anstieg der Exporte zu erwarten.

In den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Juni sei der Ausblick für das BIP-Wachstum für 2023 und 2024 leicht nach unten korrigiert und für 2025 unverändert belassen worden. Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des realen BIP werde den Erwartungen zufolge 2023 auf 0,9 % sinken (nach 3,5 % im Jahr 2022), um danach wieder anzuziehen – auf 1,5 % im Jahr 2024 und auf 1,6 % im Jahr 2025.

Die Produktion dürfte über den Projektionszeitraum hinweg zunehmen. Mit Blick auf die Angebotsseite zeigten sich günstige Entwicklungen, darunter die anhaltende Ausweitung der Produktionskapazitäten nach der Pandemie, das Nachlassen der Lieferengpässe und der Anstieg des Arbeitskräfteangebots (auch durch Zuwanderung). Unterdessen sei auch eine zunehmende Nachfrage zu erwarten – dank steigender inländischer Einkommen, die durch den robusten Arbeitsmarkt gestützt würden, verbesserter Terms of Trade und einer damit einhergehenden rückläufigen Unsicherheit sowie der sich erholenden Auslandsnachfrage. Gleichwohl sei das Ausmaß der Nachfrageerholung aufgrund der strafferen Geldpolitik der EZB begrenzt. Auf mittlere Sicht dürften die restriktiveren Finanzierungsbedingungen im Verbund mit einer schrittweisen Rücknahme der finanzpolitischen Unterstützungsmaßnahmen die Wirtschaftstätigkeit beeinträchtigen.

Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum ergäben sich unter anderem aus dem Krieg Russlands gegen die Ukraine und aus allgemein zunehmenden geopolitischen Spannungen. Diese Faktoren könnten eine Fragmentierung des Welthandels herbeiführen und somit die Wirtschaft des Euroraums

belasten. Eine schwächere Entwicklung könne das Wachstum gegebenenfalls auch dann zeitigen, wenn die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen der EZB stärker als erwartet ausfalle. Erneute Spannungen an den Finanzmärkten könnten dazu führen, dass sich die Finanzierungsbedingungen deutlicher als derzeit noch angenommen verschärfen und das Vertrauen beeinträchtigen. Überdies könne ein geringeres Weltwirtschaftswachstum die Konjunktur im Euroraum weiter dämpfen. Das Wachstum könne die Erwartungen allerdings auch übertreffen, wenn der robuste Arbeitsmarkt und die nachlassende Unsicherheit dazu führten, dass die privaten Haushalte und Unternehmen mehr Vertrauen schöpften und ihre Ausgaben erhöhten.

Der Arbeitsmarkt sei nach wie vor robust. Die Arbeitslosenquote habe sich mit 6,5 % im April 2023 auf einem historischen Tiefstand befunden. Die Beschäftigung werde weiterhin durch einen kräftigen Anstieg der Erwerbspersonen begünstigt, während die Nachfrage nach Arbeitskräften – unter anderem infolge der Hortung von Arbeitskräften – auf einem hohen Niveau verharre. Gleichwohl lägen die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen noch etwas unter dem Vorpandemieniveau. Der Lohndruck nehme weiter zu, wodurch sich der zugrunde liegende Inflationsdruck verstärke. Trotzdem hätten die jüngsten Lohnerhöhungen weitgehend den Projektionen vom März entsprochen; mithin hätten sie in den Juni-Projektionen zu keiner Neubewertung des Lohndrucks für 2023 geführt. Zugleich versetzten die Gewinnniveaus einiger Sektoren die Arbeitgeber in die günstige Lage, steigende Löhne ungeachtet des schrumpfenden Spielraums für Preiserhöhungen aufzufangen.

Vom ersten Quartal 2022 bis zum vierten Quartal 2022 seien die Stückgewinne in allen Sektoren stark gestiegen. Dabei seien Zunahmen von rund 15 % bei den kontaktintensiven Dienstleistungen bis hin zu rund 23 % in der Landwirtschaft verzeichnet worden. Allerdings hätten sich im ersten Quartal 2023 gewisse sektorale Unterschiede abzeichnen begonnen. So seien die Stückgewinne im Energie- und im Versorgungssektor sowie im Baugewerbe erneut kräftig gestiegen, wohingegen im verarbeitenden Gewerbe und im Bereich der kontaktintensiven Dienstleistungen rückläufige Stückgewinne zu verzeichnen gewesen seien. Dies bedeute, dass die erheblichen Lohnerhöhungen im ersten Quartal nicht an die Kunden weitergegeben worden seien. Diese frühen Hinweise auf niedrigere Stückgewinne im verarbeitenden Gewerbe und bei kontaktintensiven Dienstleistungen stünden im Einklang mit der in den Juni-Projektionen unterstellten Basisannahme rückläufiger Stückgewinne.

Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Teuerungsrate sei von 7,0 % im April auf 6,1 % im Mai gesunken. Der Preisauftrieb bei Energie habe – nach einer leichten Aufwärtsbewegung im April – seinen seit dem vergangenen Herbst verzeichneten Abwärtstrend wieder aufgenommen. Bei Nahrungsmitteln dürfte die Teuerung im März ihren Höhepunkt erreicht haben; im Mai habe sie bei 12,5 % gelegen. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX bzw. Kerninflation) sei ebenfalls den zweiten Monat in Folge gesunken; im Mai habe sie sich auf 5,3 % belaufen. Was den Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der

Wertschöpfungskette bei Nahrungsmitteln und Waren anbelange, so sei in den früheren Phasen des Produktionsprozesses eine anhaltende Verbesserung zu beobachten. Im weiteren Jahresverlauf dürfte sich diese Verbesserung in einem geringeren Druck durch die Inputkosten niederschlagen.

Eine Reihe von Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation – insbesondere getrimmte Messgrößen, auf Ausschluss basierende Messgrößen und modellbasierte Indikatoren wie die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (Persistent and Common Component of Inflation – PCCI) – ließen Anzeichen einer Abschwächung erkennen. Der Supercore-Indikator und die lohnabhängigen Komponenten des HVPIX flachten sich derzeit ab, während die Binneninflation noch immer zunehme. Darin spiegelten sich das anhaltend kräftige Lohnwachstum und die Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen wider. Diese Konstellation deute darauf hin, dass sich die außenwirtschaftlichen Treiber der zugrunde liegenden Inflation (steigende Energiekosten und Lieferengpässe) abschwächten, wobei steigende Löhne sowie anhaltende Effekte aus dem Wiederhochfahren der Wirtschaft indes bei der inländischen Komponente der zugrunde liegenden Inflation nach wie vor für Auftrieb sorgten.

Im Hinblick auf die Dynamik des Preisauftriebs bei Waren und Dienstleistungen träten Unterschiede zutage, die mit Differenzen bezüglich der Handelbarkeit und des Anteils des Faktors Arbeit bei den einzelnen Inflationskomponenten zusammenhingen. Daher sei es wichtig, die zugrunde liegenden Messgrößen dieser beiden HVPI-Komponenten gesondert zu betrachten. Hinsichtlich der Teuerung im Warenbereich seien sowohl der Supercore-Indikator als auch die PCCI-Messgröße rückläufig gewesen, wobei sich Letztere seit Ende 2022 auf einem Abwärtspfad befinde. In der deutlichen Abwärtskorrektur des PCCI-Indikators spiegele sich im Wesentlichen der Rückgang der Energiepreise wider, denn ein großer Teil der Warenproduktion sei energieintensiv. Auch die Dynamik des Preisdrucks bei den Waren sei rückläufig. Bei der Teuerung im Dienstleistungsbereich deuteten die zugrunde liegenden Messgrößen und die Dynamik hingegen noch keinen offensichtlichen Rückgang an. Der PCCI-Indikator für Dienstleistungen habe sich zwar stabilisiert, doch die Supercore-Messgröße lasse weiterhin einen Aufwärtstrend erkennen. Die Teuerung bei den Dienstleistungen sei im Mai geringfügig gesunken. Diese Daten seien allerdings zum Teil durch ein neues, günstigeres Monatsticket im öffentlichen Nahverkehr in Deutschland beeinflusst gewesen.

Was die Inflationserwartungen betreffe, so hätten die Teilnehmer der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts) unveränderte Erwartungen für 2025 und 2026 gemeldet. Aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey) gehe hervor, dass sich die Inflationswahrnehmung und die Inflationserwartungen der Verbraucher im April und Mai nach dem vorübergehenden Anstieg im März deutlich vermindert hätten.

In den Juni-Projektionen habe die Gesamtinflation nach dem HVPI leicht über dem in den vorangegangenen Projektionen unterstellten Pfad gelegen. Bei der Gesamtinflation werde mit einem Rückgang von 8,4 % im Jahr 2022 auf durchschnittlich 5,4 % im Jahr 2023, 3,0 % im Jahr 2024 und

2,2 % im Jahr 2025 gerechnet. Der Abwärtseffekt aus den niedrigeren Annahmen für die Energiepreise werde durch Aufwärtskorrekturen des Preisauftriebs bei Nahrungsmitteln und der Kerninflation überkompensiert. Nach wie vor sei ein starker zugrunde liegender Preisdruck zu verzeichnen. Die Projektionen für die Kerninflation seien insbesondere für das laufende und das nächste Jahr nach oben revidiert worden, da hier in der Vergangenheit unerwartet hohe Werte verzeichnet worden seien. Mitursächlich seien ferner der robuste Arbeitsmarkt und seine Auswirkung auf das Tempo der Disinflation gewesen. Die Kerninflation werde den Projektionen zufolge nun im Jahr 2023 im Schnitt bei 5,1 % liegen, bevor sie im Jahr 2024 schließlich auf durchschnittlich 3,0 % und 2025 auf durchschnittlich 2,3 % zurückgehen werde.

Ein erhebliches Aufwärtsrisiko für die Inflationsaussichten bleibe der russische Krieg gegen die Ukraine, da er die Energie- und Nahrungsmittelkosten wieder nach oben treiben könne. Auch ein dauerhafter Anstieg der Inflationserwartungen auf ein Niveau über dem Inflationsziel der EZB von 2 % oder unerwartet starke Zuwächse bei den Löhnen oder Gewinnmargen könnten die Inflation ansteigen lassen. Dies gelte ebenfalls für die mittlere Frist. Durch die aktuellen Tarifabschlüsse in mehreren Ländern hätten sich die Aufwärtsrisiken für die Inflation verstärkt. Demgegenüber könnten erneute Spannungen an den Finanzmärkten dazu führen, dass sich die Inflation schneller als projiziert verringere. Auch eine schwächere Nachfrage, beispielsweise aufgrund einer stärkeren Transmission der Geldpolitik, würde – vor allem mittelfristig – einen niedrigeren Preisdruck nach sich ziehen. Darüber hinaus werde die Inflation schneller zurückgehen, falls sinkende Energiepreise und ein geringerer Preisanstieg bei Nahrungsmitteln rascher als derzeit angenommen auf die Preise anderer Waren und Dienstleistungen durchwirkten.

Die straffere Geldpolitik schlage sich weiter in den Refinanzierungskosten der Banken nieder. Zusammen mit den gestiegenen Spreads nachrangiger Bankanleihen und hybrider Instrumente sowie den gestiegenen Eigenkapitalkosten der Banken hätten die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung auf die risikofreie Zinsstrukturkurve dafür gesorgt, dass die Kreditzinsen für Unternehmen und private Haushalte weiter nach oben kletterten. Die Kreditkosten der Unternehmen hätten sich im April auf 4,4 % und die Hypothekenzinsen auf 3,4 % erhöht. Die durchschnittlichen monatlichen Kreditströme an Unternehmen seien seit November letzten Jahres negativ, und auch im April sei die Kreditvergabe leicht geschrumpft. Kleine sowie jüngere Unternehmen, die tendenziell stärker von Bankkrediten abhingen, sähen sich besonders rasch ansteigenden Kreditzinsen und schwachen Kreditströmen gegenüber. Insgesamt habe der Umfang des jüngsten Rückgangs der Kreditvergabe die historischen Erfahrungswerte überstiegen.

Bei den Geldmengenaggregaten habe sich die Kurzfrisdynamik seit Anfang des Jahres weiter abgeschwächt. Die annualisierte Dreimonatswachstumsrate der Geldmenge M3 falle seit Jahresbeginn negativ aus, obgleich sich die Umschichtung von Tagesgeldeinlagen hin zu Termineinlagen dämpfend auswirke. Diese Entwicklung stehe in mehrfacher Hinsicht mit der

geldpolitischen Straffung in Zusammenhang: Im Umfeld der schwachen Kreditvergabe stützten die Kreditströme das Geldmengenwachstum nicht; der Bilanzabbau im Eurosystem führe mechanisch zu einer Verringerung der Geldmenge im System; die Banken hätten ihre Langfristrefinanzierung erhöht – vor allem über Anleiheemissionen –, um fällige GLRG-Mittel zu ersetzen; und schließlich sei die zusätzliche Emission von Staatsanleihen nicht vollständig von den Banken absorbiert worden, wobei einige Emissionen von anderen Sektoren, insbesondere privaten Haushalten, aufgenommen worden seien, wodurch die Geldmenge M3 weiter zurückgegangen sei.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Auf der Grundlage einer Beurteilung der drei Elemente der Reaktionsfunktion der EZB – der Inflationsaussichten vor dem Hintergrund der aktuellen Wirtschafts- und Finanzdaten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission – schlug Herr Lane vor, die drei Leitzinsen der EZB auf der aktuellen Sitzung um 25 Basispunkte anzuheben. Die Gesamtinflation und die Kerninflation hätten sich in den Juni-Projektionen gegenüber den vorherigen Projektionen im Profil nach oben verschoben – für 2025 allerdings nur leicht. Die Indikatoren des zugrunde liegenden Preisdrucks seien nach wie vor hoch, ließen mitunter aber erste Anzeichen einer Abschwächung erkennen. Gleichzeitig wirke die kumulierte geldpolitische Straffung zunehmend auf die Wirtschaft durch: Die restriktivere Ausrichtung der Geldpolitik mache sich in der Realwirtschaft offenbar allmählich bemerkbar.

Herr Lane schlug außerdem vor zu bestätigen, dass die Wiederanlage von Mitteln im Rahmen des APP im Juli eingestellt werde. Angesichts der günstigen Entwicklung an den Anleihemärkten des Euroraums herrsche unter den Marktteilnehmern die Erwartung vor, dass die Wiederanlage beendet werde. Darüber hinaus seien die privaten Investoren seit Beginn des partiellen Abbaus des APP-Portfolios ohne Weiteres in der Lage gewesen, die umfangreichen Emissionen des öffentlichen Sektors zu absorbieren. Gleichwohl erscheine es – auch angesichts der vorgeschlagenen Beendigung der Wiederanlage von Mitteln aus dem APP im Juli – geboten, die Option beizubehalten, Reinvestitionen unter dem Pandemie-Notfallankaufprogramm flexibel zu handhaben. Dies stelle eine erste Verteidigungslinie gegen Fragmentierungsrisiken dar.

Die Konstellation der Daten und Projektionen spreche aktuell dafür, auf den kommenden geldpolitischen Sitzungen hinsichtlich der Ausrichtung des EZB-Rats Kontinuität in der Kommunikation walten zu lassen. Wie bereits im Mai müsse der EZB-Rat die Botschaft vermitteln, dass durch künftige Beschlüsse die Leitzinsen auf ein ausreichend restriktives Niveau gebracht würden, um eine zeitnahe Rückkehr zum Inflationsziel zu gewährleisten. Dieses Niveau würde dann so lange wie erforderlich aufrechterhalten werden. Die Betonung eines datengestützten Ansatzes werde es dem EZB-Rat ermöglichen, den Kurs in einem noch immer sehr unsicheren Umfeld in der erforderlichen Weise

anzupassen. Bis zur Juli-Sitzung lägen dem EZB-Rat neue monatliche Inflationsdaten vor. Zudem könne er dann auch beobachten, wie sich die Rückzahlung des umfangreichen GLRG-III-Geschäfts, das im späteren Verlauf des Juni fällig werde, auswirke und welche Markteffekte sich aufgrund der Beendigung der Wiederanlage von APP-Mitteln im Juli gegebenenfalls ergäben. Darüber hinaus stünden dann auch andere Daten zur Wirkung der Maßnahmen des EZB-Rats zur Verfügung, darunter die neueste Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft der Banken im Euroraum und die jüngste Telefonumfrage bei Unternehmen. Die Betonung der Datenabhängigkeit und eine klare Reaktionsfunktion stellten einen geeigneten Rahmen dar, um diesen Informationen in künftigen Leitzinsbeschlüssen Rechnung zu tragen.

Im Einklang mit seiner geldpolitischen Strategie sei der EZB-Rat gehalten, auf der aktuellen Sitzung eine eingehende Beurteilung des Wirkungszusammenhangs zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität vorzunehmen. Wie bereits bei der letzten Überprüfung des EZB-Rats im Dezember 2022 deuteten die Aussichten für die Finanzstabilität weiterhin auf Herausforderungen hin. Durch die restriktiveren Finanzierungsbedingungen hätten sich die Refinanzierungskosten der Banken und das Kreditrisiko ausstehender Kredite erhöht. Diese Faktoren könnten vor dem Hintergrund der jüngsten Spannungen im US-Bankensystem zu systemischem Stress führen und das Wirtschaftswachstum auf kurze Sicht dämpfen. Auch der Abschwung an den Immobilienmärkten schwäche die Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors. Durch höhere Kreditkosten und einen Anstieg der Arbeitslosigkeit könnte diese Entwicklung noch verstärkt werden. Gleichwohl verfügten die Banken im Euroraum über eine robuste Kapital- und Liquiditätsausstattung, die diesen Finanzstabilitätsrisiken entgegenwirke. Die makroprudenzielle Politik stelle weiterhin die erste Verteidigungslinie gegen den Aufbau von Anfälligkeiten im Finanzsektor dar.

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: Zwei wichtige Elemente in den von Fachleuten des Eurosystems erstellten Projektionen seien gewesen, dass die Erwartungen bezüglich der Auslandsnachfrage – trotz der Wiedereröffnung Chinas – und der Dynamik der Importpreise der Wettbewerber nach unten korrigiert worden seien. Ein langsamerer Preisanstieg in der übrigen Welt werde dazu beitragen, die Preissetzungsmacht zu begrenzen und letztlich die Kerninflation im Euroraum zu dämpfen. Es wurde die Frage aufgeworfen, ob die möglichen Folgen der schwachen chinesischen Wirtschaft in den Projektionen für die Auslandsnachfrage des Euroraums vollständig berücksichtigt worden seien und ob China zur Quelle einer weltweiten Disinflation werden könne. Gleichzeitig wurde angemerkt, dass

der Economic Surprise Index sowohl für China als auch für die Vereinigten Staaten nach oben gerichtet sei. Mit der Annahme, dass sich das Weltwirtschaftswachstum verlangsamen werde, müsse man daher vorsichtig sein. In diesem Zusammenhang wurde daran erinnert, dass die Wachstumsdynamik der chinesischen Wirtschaft Auswirkungen auf die globalen Rohstoffpreise haben dürfte. Sie sei somit ein wesentlicher Risikofaktor für die Inflationsaussichten im Euroraum. Darüber hinaus wurde auf die anhaltend hohen geopolitischen Risiken verwiesen. Diese hätten zur Folge, dass die Aussichten für die Konjunktur und Inflation weltweit volatil und mit Unsicherheit behaftet seien – insbesondere in Bezug auf Energie und Nahrungsmittel. Erwähnt wurde in diesem Kontext die in jüngster Zeit verzeichnete deutliche Erholung der Gaspreise nach den zuvor erfolgten Rückgängen.

Was die Konjunktur im Eurogebiet anbelangt, stimmten die Ratsmitglieder mit Herrn Lane darin überein, dass die Wirtschaft in den letzten Monaten stagniert habe. Wie bereits im Schlussquartal 2022 sei das reale BIP im ersten Quartal 2023 geschrumpft, und zwar um 0,1 %. Grund hierfür seien rückläufige private und staatliche Konsumausgaben gewesen. Auf kurze Sicht dürfte das Wirtschaftswachstum schwach bleiben, jedoch im Verlauf des Jahres – in einem Umfeld sinkender Inflation und nachlassender Angebotsstörungen – anziehen. In den einzelnen Sektoren stelle sich die Lage unterschiedlich dar. So kühle sich die Konjunktur im verarbeitenden Gewerbe weiter ab, was unter anderem auf die geringere globale Nachfrage und die verschärften Finanzierungsbedingungen im Euroraum zurückzuführen sei. Der Dienstleistungssektor entwickle sich indes nach wie vor robust.

Es wurde angemerkt, dass das Ergebnis für das reale BIP im ersten Quartal 2023 auf eine technische Rezession hindeute und unter den Annahmen in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni liege. Ein erheblicher Konjunkturerinbruch werde dadurch aber nicht impliziert. Ferner deuteten die von Herrn Lane vorgelegten mechanischen Schätzungen auch im aktuellen und in den darauffolgenden Quartalen auf ein unter den Erwartungen liegendes Wachstum hin. So gesehen könnten die Projektionen für das reale BIP, die von einem Wachstum von rund 1 % in diesem und 1 ½ % in den Folgejahren ausgingen, recht optimistisch sein. Angesichts der Tatsache, dass die Entwicklung im Dienstleistungssektor noch immer von einer Neuausrichtung der Wirtschaft im Gefolge der Pandemie bestimmt werde, wurde die Frage aufgeworfen, ob das derzeitige Auseinanderdriften der Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor ungewöhnlich stark sei.

Es wurde auf den Rückgang der Binnennachfrage im ersten Quartal des laufenden Jahres verwiesen, der als Zeichen dafür gewertet werden könne, dass die geldpolitische Straffung nun auch auf die Realwirtschaft durchwirke. Die Transmission funktioniere wie erwartet. Überlagert worden sei sie jedoch bislang durch wachstumsfördernde Faktoren, wie etwa finanzielle Polster und angehäuften Ersparnisse der Unternehmen und Verbraucher, sowie durch die allmähliche Erholung von den Lieferengpässen. Diese wachstumsfördernde Wirkung halte zwar an, lasse bei einigen Faktoren inzwischen aber nach. Mit Blick auf die künftige Entwicklung wurde argumentiert, dass das

Basisszenario für das Wachstum in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen möglicherweise von einem zu moderaten – „konservativen“ – Effekt der geldpolitischen Straffung auf das Wachstum ausgehe. Dies liege daran, dass sich in traditionellen Makromodellen in der Regel die Auswirkungen von Kreditangebotsbeschränkungen und die Bedeutung von Quantitäts- und nichtpreislichen Effekten im Kredittransmissionskanal nicht explizit niederschlugen. Allerdings, so wurde hinzugefügt, gebe es kaum Hinweise auf Mengenbeschränkungen bei der Kreditgewährung, denn die Banken seien gut kapitalisiert und arbeiteten gewinnbringend.

Die Ratsmitglieder erörterten verschiedene Aspekte der Wachstumsaussichten und der gesamtwirtschaftlichen Projektionen. Die angebotsseitigen Engpässe hätten sich wie erwartet zurückgebildet, und die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe liege in der Nähe ihrer historischen Höchststände. Dies könnte auf einen zusätzlichen Investitionsbedarf im Projektionszeitraum hindeuten. In diesem Zusammenhang wurde auch auf die zusätzlichen Investitionen verwiesen, die insbesondere im Sektor der privaten Haushalte erforderlich seien, um die Klimaziele der EU für 2030 zu erreichen. Der entsprechende Investitionsbedarf werde per saldo auf jährlich 2 % des BIP geschätzt. Zwar sei es denkbar, dass Investitionen durch die höheren Zinsen verdrängt würden, aber klimabedingte Investitionen dürften durch die Subventionen eher Auftrieb erhalten und sich damit gegenüber dem Zinszyklus als relativ widerstandsfähig erweisen. Dies lasse auf Aufwärtsrisiken für die Investitionen schließen. Auch im Hinblick auf die Konsumausgaben bestehe ein Aufwärtsrisiko. Grund hierfür seien der nach wie vor erhebliche Bestand an Ersparnissen und die höheren zusätzlichen Ersparnisse, die sich aus der in den Juni-Projektionen enthaltenen Sparquote der privaten Haushalte ergäben.

Unter den Ratsmitgliedern herrschte breiter Konsens, dass vom Arbeitsmarkt weiterhin ein kräftiger Impuls für die Wirtschaft ausgehe. So seien im ersten Quartal 2023 fast eine Million neuer Arbeitsplätze entstanden, und die Arbeitslosenquote habe im April auf einem historischen Tiefstand von 6,5 % gelegen. Auch die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden sei gestiegen, wenngleich sie nach wie vor etwas niedriger sei als vor der Pandemie. In diesem Zusammenhang wurde betont, dass der Aufschwung am Arbeitsmarkt durch das extensive Arbeitsangebot – d. h. durch den Eintritt von Personen in den Kreis der Erwerbstätigen – gestützt werde. Dies führe zu einem besseren Anpassungsprozess als in Europa eigentlich üblich. Personen mit geringer Arbeitsmarktbindung suchten nach Arbeit, und die Zahl der Unterbeschäftigten verringere sich deutlich. Allerdings wurde zu bedenken gegeben, dass große Zuströme in den Arbeitsmarkt mit einer gewissen Fragilität einhergingen, da die hinzugekommenen Erwerbstätigen Zeit benötigten, um sich in ihre neue Tätigkeit einzuarbeiten und so eine gewisse Beschäftigungsstabilität zu erreichen. Dies könne nur gewährleistet werden, wenn die Wirtschaft nicht durch eine übermäßige Straffung ausgebremst werde. Es wurde angemerkt, dass sich demografische Trends in der Regel zwar nur langsam manifestierten, ihre Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt und die Löhne jedoch im aktuellen

postpandemischen Umfeld, das von Arbeitskräftemangel und raschen strukturellen Veränderungen geprägt sei, sogar innerhalb eines üblichen Projektionszeitraums sichtbar werden könnten.

Hervorgehoben wurde, dass ein hohes Beschäftigungsniveau eine Rolle bei der Stützung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und bei einem stärkeren Lohndruck spiele. Denn dies verschaffe den Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern eine bessere Verhandlungsposition. Da die hohe Beschäftigung derzeit Verbesserungen auf der Angebotsseite zuzuschreiben sei, stehe dies mit der Erwartung in Einklang, dass es keine wesentliche Rezession geben und der Preisdruck mit der Zeit nachlassen werde. Es wurde jedoch angeführt, dass sich eine Situation, in der gleichzeitig Vollbeschäftigung und wirtschaftliche Stagnation herrschten, nur schwer anhand von Standardmodellen erklären lasse. Dementsprechend wurde die Frage aufgeworfen, ob nicht davon auszugehen sei, dass sich gemäß dem Okun'schen Gesetz letztlich ein gewisser Gleichlauf zwischen Arbeitsmarkt und Wirtschaftsaktivität einstellen werde. Dieser Zusammenhang könne auch dazu beitragen, dass sich die Arbeitslosigkeitslücke wieder stärker an der Produktionslücke ausrichte. Diese beiden Messgrößen der Unterauslastung hätten sich zuletzt nämlich inkongruent entwickelt. Es wurde angemerkt, dass der möglicherweise anhaltend erhöhte Krankenstand, die sinkende Produktivität und der Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden das Produktionspotenzial beeinträchtigen könnten. Betont wurde in diesem Zusammenhang auch, dass angebotsseitige Reformen und Verbesserungen erforderlich seien, damit die gute Arbeitsmarktlage mit einem höheren Produktivitätswachstum einhergehe.

Die Ratsmitglieder teilten die Auffassung, dass die Regierungen mit dem Abklingen der Energiekrise entsprechende Stützungsmaßnahmen zügig und koordiniert zurücknehmen sollten. Anderenfalls könnte sich der mittelfristige Inflationsdruck erhöhen, was eine stärkere geldpolitische Reaktion erforderlich machen würde. Die Finanzpolitik solle darauf ausgerichtet sein, die Produktivität der Wirtschaft im Euroraum 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. Die finanzpolitischen Risiken wurden dahingehend eingeschätzt, dass die Stützungsmaßnahmen in einigen Ländern und im gesamten Euroraum womöglich erst später und in unzureichendem Maße zurückgefahren würden.

Vor diesem Hintergrund stimmten die Ratsmitglieder darin überein, dass die Wirtschaftsaussichten nach wie vor mit großer Unsicherheit behaftet seien. Es wurde daran erinnert, dass die jüngsten BIP-Zahlen und Ergebnisse aus Nowcasting-Modellen, die zur Schätzung der jüngsten bzw. aktuellen Zahlen verwendet würden, für das Wachstum bereits ein Abwärtsrisiko gegenüber den Juni-Projektionen implizierten. Weitere Abwärtsrisiken für das Wachstum ergäben sich unter anderem aus Russlands ungerechtfertigtem Krieg gegen die Ukraine und allgemein zunehmenden geopolitischen

Spannungen. Hierdurch könnte es zu einer Fragmentierung des Welthandels kommen, was auch die Wirtschaft im Euroraum belasten würde. Außerdem werde sich das Wachstum möglicherweise verlangsamen, wenn die Geldpolitik eine stärkere Wirkung entfalte als projiziert. Erneute Spannungen an den Finanzmärkten könnten dazu führen, dass sich die Finanzierungsbedingungen noch mehr verschärfen als angenommen und das Vertrauen schwächen. Überdies könne ein geringeres Weltwirtschaftswachstum die Konjunktur im Euroraum zusätzlich dämpfen. Das Wachstum könne allerdings auch höher als projiziert ausfallen, wenn Privatpersonen und Unternehmen aufgrund des robusten Arbeitsmarkts und der nachlassenden Unsicherheit mehr Vertrauen schöpften und ihre Ausgaben steigerten. Gleichwohl wurde argumentiert, dass sich einige der genannten Risikofaktoren auch in die entgegengesetzte Richtung entwickeln könnten. So könne die Transmission der Geldpolitik weniger stark ausfallen als in den Projektionen angenommen, und die Weltwirtschaft könne schneller wachsen als erwartet.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung. Zwar erachteten die Ratsmitglieder den zweiten Rückgang der Kerninflation in Folge als positives Signal, doch es bestand weitgehend Einigkeit darüber, dass es bislang noch keine hinreichenden oder überzeugenden Hinweise gebe, die einen Wendepunkt bestätigten. Es wurde betont, dass die Preisdynamik bei allen Komponenten der Inflation, mit Ausnahme von Energie, weiterhin hoch sei. Außerdem habe sich die Kerninflation als hartnäckig erwiesen und sei weiterhin höher als projiziert, was auf eine größere Persistenz hindeute. In den einzelnen Sektoren dürfte die Persistenz jedoch künftig unterschiedlich stark ausfallen. So weise die Teuerung bei den Industrierzeugnissen ohne Energie eine geringere und die Teuerung bei den Dienstleistungen eine höhere Persistenz auf. Die externen Schocks hätten bereits klar an Bedeutung verloren. Hauptverantwortlich für den Preisauftrieb seien nunmehr inländische Faktoren. So trügen zum Beispiel Löhne und Gewinne stark zur Inflation bei. Insbesondere bei den Preisen für Dienstleistungen im Gastgewerbe sei im Sommer mit einem kräftigen Anstieg zu rechnen. Überdies schlugen sich die Arbeitskosten zunehmend nieder. Es wurde festgestellt, dass die Teuerung bei Nahrungsmitteln zwar begonnen habe, etwas nachzulassen, aber insgesamt weiterhin erhöht sei. Außerdem deuteten geopolitische Risiken sowie Wetter- und Klimafaktoren, darunter El Niño, auf Aufwärtsrisiken hin.

Allerdings wurden Zweifel geäußert, ob eine besondere Betonung der Kerninflation überhaupt gerechtfertigt sei, da diese nicht als Vorlaufindikator für die künftige Entwicklung der Gesamtinflation angesehen werden könne. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt impliziere die Abschwächung des Preisauftriebs bei Energie und Nahrungsmitteln vielmehr, dass die Kerninflation der Gesamtinflation hinterherlaufe. In diesem Zusammenhang wurde daran erinnert, dass neben der Kerninflation alle Komponenten der Gesamtteuerungsrate analysiert werden müssten und dass die EZB eine breite Palette von Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation beobachte. Darüber hinaus hätten zwar einige Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation zu sinken begonnen, andere aber würden

weiterhin stark zulegen. Zudem werde ein Rückgang der zugrunde liegenden Inflation nicht ausreichen, um sicherzustellen, dass die Teuerung wieder auf den Zielwert von 2 % zurückkehre. In Bezug auf die Juni-Projektionen bestand weitgehend Einigkeit darüber, dass die Aufwärtskorrektur der Kerninflation insbesondere für die Jahre 2023 und 2024 maßgeblich durch die Persistenz der Inflation und die höheren Lohnstückkosten bedingt sei. Zugleich wurde auch das Ausmaß der Aufwärtskorrekturen der Inflation hinterfragt. Begründet wurde dies mit den zuletzt erfreulicheren Daten und den Veränderungen der Annahmen in den Juni-Projektionen gegenüber den Projektionen vom März. Dabei werde nun insbesondere von höheren Zinsen und niedrigeren Energiepreisen sowie einer Aufwertung des Euro ausgegangen.

Hinsichtlich der projizierten Geschwindigkeit des Inflationsrückgangs wurde angeführt, dass in den frühen Phasen des Inflationsabbaus eindeutige disinflationäre Faktoren wirksam seien. Allerdings gelte es, sich zu fragen, welche Faktoren gegen Ende des Projektionszeitraums zum Tragen kämen. Auch sei offen, ob ein weiterer Inflationsabbau schwieriger werde, je mehr sich die Teuerung dem Wert von 2 % annähere, da sich bis dahin höhere Lohn- oder Inflationserwartungen verfestigt haben könnten. In diesem Zusammenhang wurde in Erinnerung gerufen, dass der erwartete Rückgang der Inflation in Richtung des Zielwerts von 2 % einen nachlassenden Lohndruck voraussetze. Eine weitere Bedingung sei, dass die seit dem Jahr 2019 verbuchten Reallohnverluste bis 2025 höchstens ausgeglichen sein würden und dass sich die Entwicklung von Gewinnmargen und Stückgewinnen umkehren und somit als Puffer gegen höhere Lohnstückkosten wirken würde. Dies deute auf einen sehr „engen Pfad“ hin, um das von der EZB angestrebte Inflationsziel bis 2025 annähernd zu erreichen. Es wurde darauf verwiesen, dass sich in den Vereinigten Staaten die Kernrate des Preisindex für private Konsumausgaben ebenfalls als hartnäckiger erweise, obgleich sie schon viel früher einen Wendepunkt erreicht habe. So sei sie mehrfach entgegen vorangegangener Projektionen des Offenmarktausschusses der Federal Reserve nicht gesunken.

Die von Herrn Lane in seiner Einführung dargelegte Einschätzung, wonach der Lohndruck – auch wenn er zum Teil Einmalzahlungen widerspiegele – zu einer immer bedeutenderen Ursache der Inflation werde, fand breite Zustimmung unter den Ratsmitgliedern. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer habe sich im ersten Quartal 2023 um 5,2 % erhöht, und die Tarifverdienste seien um 4,3 % gestiegen. Zudem hätten die Unternehmen in einigen Sektoren weiterhin relativ hohe Gewinne erwirtschaften können, insbesondere dort, wo die Nachfrage das Angebot überstiegen habe.

Es wurde angemerkt, dass das Hauptproblem der Unternehmen nach wie vor in der Gewinnung von Fachkräften liege. Solange dies so sei, werde die Schaffung von Arbeitsplätzen mit einem höheren Lohndruck einhergehen. Zudem sei die Lohndrift zwischen den tatsächlichen Löhnen und den Tarifverdiensten hoch, was Ausdruck der angespannten Arbeitsmarktlage sei. Es wurde die Sorge geäußert, dass der anhaltende Lohndruck seinerseits zu einer größeren Persistenz des inländischen Preisdrucks beitragen werde, zumal die Lohnstückkosten angesichts des verhaltenen

Produktivitätswachstums und der nach wie vor vorhandenen Preissetzungsmacht der Unternehmen anstiegen.

Allerdings wurde auch darauf hingewiesen, dass sich die Lage am Arbeitsmarkt vor dem Hintergrund der zunehmenden Zahl an Erwerbspersonen, der raschen Schaffung kurzfristiger Arbeitsverhältnisse und der Migration angespannt habe. All dies seien Faktoren, die tendenziell den Lohndruck verringerten. Personen, die neu in den Arbeitsmarkt einträten, nähmen in der Regel geringer bezahlte Tätigkeiten auf, während jene, die ihre Stelle wechselten, normalerweise höherwertige Arbeitsplätze mit deutlichen Lohnsteigerungen suchten. Die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer bewerteten die Aussichten für die Lohnentwicklung aus unterschiedlichen Perspektiven. Es wurde konstatiert, dass das in den Projektionen vom Juni enthaltene Basisszenario ein deutliches Wachstum der Nominallöhne unterstelle. Die jüngsten Informationen hätten auf ein kräftiges Lohnwachstum in mehreren Ländern schließen lassen. Allerdings stünden die Ergebnisse mit den Basisprojektionen im Einklang und implizierten kein Aufwärtsrisiko. Es wurde aber auch daran erinnert, dass die Projektionen auf der Annahme beruhten, dass der aus den Tarifabschlüssen resultierende Druck allmählich nachlassen werde. Solange diese Annahme sich nicht anhand der tatsächlichen Daten nachweisen lasse und sich nicht bestätige, dass der Lohndruck letztlich an Wirkung verliere, bestehe daher weiterhin ein Aufwärtsrisiko für das Lohnwachstum. Darüber hinaus würden sich die Auswirkungen höherer Löhne aufgrund der gestaffelten Lohnsetzung und langfristiger Tarifverträge in Europa noch über viele Jahre zeigen. Ebenso bestehe die Gefahr, dass die Gewerkschaften in einigen Ländern und Sektoren bei ihren Lohnforderungen über einen einmaligen „Aufholprozess“ der Reallöhne im Vergleich zum Vorpandemieniveau hinausgingen und sie versuchen könnten, den in den vergangenen Jahrzehnten verzeichneten trendmäßigen Rückgang der Lohnquote auszugleichen.

Den Projektionen vom Juni zufolge dürfte das Wachstum der Nominallöhne deutlich über seinem historischen Durchschnitt bleiben. Allerdings könne dieses Wachstum vorerst immer noch als moderat angesehen werden, wenn man davon ausgehe, dass die Reallöhne nur ihre Verluste wieder wettmachen und bis 2025 auf das vor der Pandemie verzeichnete Niveau zurückkehren würden. Zwar gebe es derzeit keine Hinweise auf signifikante Zweitrundeneffekte oder eine Lohn-Preis-Spirale, doch dürfe das Risiko nicht unterschätzt werden. Das Preisniveau werde nämlich auch bei sinkender Inflation hoch bleiben. Ob sich eine Lohn-Preis-Spirale entwickeln werde, sei letztlich durch die Fähigkeit und Bereitschaft der Unternehmen bedingt, höhere Lohnstückkosten über ihre Gewinnmargen zu absorbieren. Dies hänge wiederum vom wirtschaftlichen Umfeld ab, in dem die Unternehmen tätig seien, und damit von der Geldpolitik. Hierbei wurde erneut darauf hingewiesen, dass die hohe Inflation nicht zu Kompensationsstrategien führen sollte, bei denen Beschäftigte und Unternehmen einen vollumfänglichen Ausgleich für Preis- und Kostensteigerungen anstrebten. Der Euroraum sei von einem Terms-of-Trade-Schock in Mitleidenschaft gezogen worden, und die politischen Entscheidungsträger sollten kommunizieren, dass es unter diesen Bedingungen für die

Tarifpartner kontraproduktiv wäre, einen vollständigen Ausgleich erlangen zu wollen. In einer Reihe kleinerer Länder hätten das kräftige Lohnwachstum und die hohe Inflation allmählich Bedenken hinsichtlich einer Neubewertung des realen Wechselkurses und eines Verlusts an Wettbewerbsfähigkeit im Vergleich zu anderen Ländern aufkommen lassen. Es wurde die Vermutung geäußert, dass dies künftig auch auf Ebene des Euroraums zu einem Problem werden könnte.

Bei der jüngsten Entwicklung der Verkaufspreise hätten die Gewinne eine wichtige Rolle gespielt. Dabei wurde angemerkt, dass der Inflationsrückgang in den Stabsprojektionen auf der Annahme beruhe, die Gewinnmargen würden sinken. Diese Annahme stehe mit dem in der Vergangenheit beobachteten zyklischen Verlaufsmuster der Margen gegenüber der Entwicklung der Arbeitskosten im Einklang. Allerdings gebe es noch keine Anzeichen, die bestätigten, dass die Gewinne nach der Pandemie wieder zu früheren Mustern zurückkehrten. Trotz Schwankungen in der Wirtschaftstätigkeit sei die Gewinnentwicklung bereits seit einiger Zeit kräftig gewesen. Es wurde angeführt, dass die Entwicklung der Margen letztlich davon abhängen würde, wie sich die Preissetzungsmacht entwickle. Je widerstandsfähiger die Wirtschaft bleibe, desto größer werde das Risiko, dass Unternehmen die Preise anpassen, anstatt ihre Gewinnmargen zu verringern, um höhere Lohnstückkosten zu absorbieren.

Mit Blick auf die Inflationserwartungen nahmen die Ratsmitglieder die von Frau Schnabel und Herrn Lane vorgetragene Einschätzung zu den jüngsten Entwicklungen der marktbasierenden Messgrößen des Inflationsausgleichs und der umfragebasierten Indikatoren zur Kenntnis. Die meisten Messgrößen lägen derzeit bei rund 2 %. Einige Indikatoren seien jedoch nach wie vor erhöht und müssten genau beobachtet werden. Es wurde darauf hingewiesen, dass sich die marktbasierenden Messgrößen auf deutlich mehr als 2 % beliefen, aber nahe 2 % lägen, wenn sie um Risikoprämien bereinigt würden. Andererseits wurde das Argument vorgebracht, dass die Messgrößen zwar nach wie vor weitgehend verankert sein dürften, sich aber auf einem Niveau befänden, das früher als besorgniserregend angesehen worden wäre, und dass der Trend nach oben zeige.

Grund zur Zuversicht gäben die positiveren Nachrichten der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen, wonach sich die mittelfristigen Inflationserwartungen verringert hätten. Zugleich wurde auf die qualitativen Daten der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission verwiesen, die eine ungewöhnliche Differenz zwischen der gefühlten und der tatsächlichen Inflation zeigten. Dies lasse darauf schließen, dass ungeachtet des jüngsten deutlichen Inflationsrückgangs, aber auch angesichts der langen Phase von Inflationsraten über dem Zielniveau nach wie vor das Risiko bestehe, die Inflationserwartungen könnten sich nach oben verschieben. In diesem Zusammenhang wurde angeführt, dass die Inflationserwartungen letztlich insofern von Bedeutung seien, dass sie das tatsächliche Verhalten beeinflussten und sich schließlich in der Lohn- oder Preissetzung in der Realwirtschaft niederschlugen.

Vor diesem Hintergrund waren die Ratsmitglieder der Auffassung, dass es sowohl Aufwärts- als auch Abwärtsrisiken für die Inflationsaussichten gebe. Aufwärtsrisiken für die Inflation ergäben sich aus einer etwaigen erneuten Zunahme des Kostendrucks bei Energie und Nahrungsmitteln, auch im Zusammenhang mit dem Krieg Russlands gegen die Ukraine. Ein dauerhafter Anstieg der Inflationserwartungen auf ein Niveau über dem Zielwert der EZB oder unerwartet starke Zuwächse bei Löhnen oder Gewinnmargen könnten die Inflation auch auf mittlere Sicht ansteigen lassen. Durch die aktuellen Tarifabschlüsse in mehreren Ländern hätten sich die Aufwärtsrisiken für die Inflation verstärkt. Demgegenüber könnten erneute Spannungen an den Finanzmärkten dazu führen, dass die Teuerung schneller zurückgehe als projiziert. Auch eine schwächere Nachfrage, beispielsweise aufgrund einer stärkeren Transmission der Geldpolitik, würde vor allem mittelfristig einen niedrigeren Preisdruck nach sich ziehen. Darüber hinaus würde die Inflation schneller zurückgehen, wenn sinkende Energiepreise und ein geringerer Preisanstieg bei Nahrungsmitteln rascher als derzeit angenommen auf die Preise anderer Waren und Dienstleistungen durchwirken würden.

Zur Risikoeinschätzung des Inflationspfads wurden verschiedene Ansichten geäußert. Für den gesamten Projektionszeitraum ergäben sich aus der größeren Persistenz und der hohen Lohndynamik deutliche Aufwärtsrisiken für die Gesamt- und die Kerninflation. Spezifische Aufwärtsrisiken betrafen die Annahmen bezüglich der Preise für Nahrungsmittelrohstoffe, eine potenziell dauerhafte Beeinträchtigung der Angebotskapazitäten aufgrund von Hysterese-Effekten, eine nicht ausreichend restriktive Finanzpolitik und eine schwächere Transmission der Geldpolitik als in den Projektionen erwartet. Zwar fänden frühere Prognosefehler und ihre Auswirkung auf die erhöhte Inflationpersistenz im Basisszenario teilweise Berücksichtigung, doch impliziere die typische Korrelation von Prognosefehlern im Zeitverlauf weiterhin ein Aufwärtsrisiko in nächster Zeit. Andererseits wurde argumentiert, dass die aktuellen Belege für die kräftige Lohndynamik und die hohen Arbeitskosten im Basisszenario bereits weitgehend berücksichtigt würden und somit nicht mehr als Aufwärtsrisiko für die Inflation eingestuft werden könnten.

Was die monetäre und finanzielle Analyse anbelangt, so teilten die Ratsmitglieder grundsätzlich die eingangs von Herrn Lane vorgetragene Einschätzung. Die geldpolitische Straffung wirke sich erheblich auf die Entwicklung der Kreditvergabe und der Geldmenge aus. Aufgrund der schwachen Bankkreditvergabe und der Verkürzung der Bilanz des Eurosystems habe sich das jährliche Wachstum der weit gefassten Geldmenge weiter verlangsamt. Die Kreditdynamik habe sich angesichts höherer Kreditzinsen, restriktiverer Kreditbedingungen und einer geringeren Kreditnachfrage abermals abgeschwächt. Es wurde darauf hingewiesen, dass sich das Tempo und der Umfang des Rückgangs der Kreditvergabe nicht durch den Anstieg der Leitzinsen allein oder durch die Fundamentaldaten wie etwa zur Konjunktur vollständig erklären ließen. Es wurde die Ansicht geäußert, die schwache Kreditentwicklung deute darauf hin, dass sich die Risiken einer unerwünschten Verstärkung der geldpolitischen Transmission über den Bankensektor erhöhten.

Allerdings wurde auch vorgebracht, dass die Kreditvergabe vor dem Hintergrund der starken Zinserhöhungen relativ widerstandsfähig geblieben sei. Der Rückgang der Kreditvergabe könnte eher einer niedrigeren Kreditnachfrage als Kreditangebotsbeschränkungen zuzuschreiben sein. Außerdem wurde darauf verwiesen, dass die schwache Kreditentwicklung vor allem einem Rückgang bei den kurzfristigen Krediten geschuldet sei, die Unternehmen in Anspruch genommen hätten, um ihren erhöhten Bedarf an Betriebskapital aufgrund des vorangegangenen Energiepreisschocks zu finanzieren. Es wurden Zweifel geäußert, ob die schwache Kreditentwicklung das Ausmaß übertreffe, das aus historischen Verlaufsmustern abzulesen sei, da ein solcher Vergleich sowohl vom Betrachtungszeitraum als auch von anderen Analyseparametern abhängt. Hierbei müssten der Kreditbestand und die Kreditströme wie auch die damit verbundene akkumulierte Liquidität entsprechend berücksichtigt werden. Angesichts hoher Inflationsraten werde die Kreditlücke – also die Abweichung der Bankkreditentwicklung von der mit vorangegangenen zyklischen Verlaufsmustern im Einklang stehenden Entwicklung – tendenziell zuerst kleiner und weite sich erst später aus. Daher sei sie in einem inflationären Umfeld keine verlässliche Messgröße der Kreditangebotsbeschränkungen.

Darüber hinaus wurde betont, dass der Bankensektor des Euroraums den im März beobachteten Spannungen relativ gut standgehalten habe und profitabel sei. Der EZB-Bankenaufsicht zufolge habe sich die Ertragslage der Banken seit Beginn der geldpolitischen Straffung günstig entwickelt. Dies sollte die Kreditvergabekapazität der Institute stützen. Laut der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln verfügten die Unternehmen aufgrund der pandemiebedingten Stützungsmaßnahmen noch immer über umfangreiche liquide Mittel, was Bedenken verringern dürfte, dass die Kreditnachfrage nicht gedeckt werde. Es wurde auf die kommenden Veröffentlichungen der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken und der Telefonumfrage bei Unternehmen verwiesen, die Aufschluss über diese Entwicklungen geben würden.

Zugleich bestand im Großen und Ganzen Einigkeit darüber, dass sich die Refinanzierungsbedingungen für Banken verschärft hätten und Kredite für Unternehmen und private Haushalte teurer würden. Die Kreditkosten und die nichtpreislichen Konditionen für Unternehmen schienen sich rascher angepasst zu haben als in früheren Straffungsphasen. Mit Blick auf die Bankkreditzinsen wurde die Sorge geäußert, dass mögliche Finanzierungsengpässe der Banken und eine zunehmende Wahrnehmung von Kreditrisiken zu restriktiveren Finanzierungsbedingungen führen könnten als in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen erwartet. In diesem Zusammenhang wurde betont, dass die Kreditbedingungen nicht nur durch die Anhebung der EZB-Leitzinsen, sondern auch durch die Verkürzung der Bilanz des Eurosystems beeinflusst worden seien, insbesondere vor dem Hintergrund der im Juni anstehenden GLRG-III-Rückzahlungen.

Mit Verweis auf die Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken wurde angemerkt, dass sich durch das rasche Tempo der Leitzinserhöhungen die Bonität der Kreditnehmer verschlechtere und die Risikowahrnehmung der Banken erhöhe. Dies dürfte die Kreditvergabe deutlich dämpfen. Es wurden

Bedenken geäußert, dass die Verschärfung der Kreditbedingungen noch nicht vollständig auf die Realwirtschaft durchgewirkt habe. Dies gelte insbesondere im Hinblick darauf, wie sich das niedrigere verfügbare Nettoeinkommen der privaten Haushalte aufgrund der höheren Kosten für den Schuldendienst bei variabel verzinslichen Hypothekarkrediten auswirke. In Ländern mit einem hohen Anteil an festverzinslichen Hypothekarkrediten falle der Einfluss höherer Zinssätze verhaltener aus. Er komme vor allem über die Vergabe neuer Kredite und nicht über den Bestand an ausstehenden Hypothekarkrediten zum Tragen. Lange Zinsbindungsfristen für Hypothekenschulden, der langsame Anstieg der Einlagenzinsen und immer noch hohe Ersparnisüberschüsse würden die Weitergabe der restriktiveren Kreditvergabebedingungen an die privaten Haushalte begrenzen oder verlangsamen. Es wurde in Erinnerung gerufen, dass der Anteil festverzinslicher Hypothekarkredite in einer Reihe von Ländern während der Niedrigzinsphase gestiegen sei. Dies könnte die geldpolitische Transmission verglichen mit früheren Phasen bremsen.

Der EZB-Rat nahm seine halbjährliche eingehende Beurteilung der Wechselbeziehung zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität vor. Die Ratsmitglieder stimmten darin überein, dass die Aussichten für die Finanzstabilität wie bereits bei der letzten Überprüfung im Dezember 2022 weiterhin auf Herausforderungen hindeuteten. Denn durch die restriktiveren Finanzierungsbedingungen erhöhten sich die Refinanzierungskosten der Banken und das Kreditrisiko ausstehender Kredite. Dabei bestehe die Gefahr, dass eine übermäßige geldpolitische Straffung die reibungslose Transmission der Geldpolitik beeinträchtigen und Fragmentierungsrisiken begünstigen könne. Auch der Abschwung an den Immobilienmärkten schwäche die Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors. Durch höhere Kreditkosten und einen Anstieg der Arbeitslosigkeit könnte diese Entwicklung noch verstärkt werden. Gleichzeitig herrschte Zuversicht, dass die Banken im Euroraum über eine robuste Kapital- und Liquiditätsausstattung verfügten und die makroprudenzielle Politik weiterhin die erste Verteidigungslinie gegen den Aufbau von Anfälligkeiten im Finanzsektor darstelle.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Mit Blick auf die Beurteilung des geldpolitischen Kurses waren die Ratsmitglieder insgesamt der Auffassung, dass sich die Finanzierungsbedingungen seit der geldpolitischen Sitzung im Mai verschärft hätten. Zugleich wirkten die bisherigen Leitzinserhöhungen stark auf die finanzielle Lage und die Finanzierungsbedingungen durch. Es wurde jedoch festgestellt, dass die realen Renditen langfristiger Anleihen wieder auf dem Niveau lägen, das zu Jahresbeginn vorgeherrscht habe. Die Markterwartungen in Bezug auf den Leitzinspfad, die sich in den Terminkurven widerspiegeln und in Umfragen zum Ausdruck gebracht worden seien, hätten sich seit der letzten Sitzung ebenfalls relativ stabil entwickelt. Weitgehend eingepreist seien zwei Zinserhöhungen um jeweils 25 Basispunkte für die EZB-Ratssitzungen im Juni und Juli.

Vor diesem Hintergrund wurde argumentiert, dass die Aufwärtskorrektur der Inflation und insbesondere der Kerninflation in den Juni-Projektionen die Marktteilnehmer überraschen dürfte. Dies könne eine Neubewertung der Terminkurve bewirken. Es wurde die Ansicht vertreten, dass der in der Terminkurve und in den Projektionen enthaltene Höchststand des Zinssatzes für die Einlagefazilität sowohl in Bezug auf seine Höhe als auch auf die Dauer als unzureichend beurteilt werden könnte, um die Inflation auf das mittelfristige Ziel von 2 % zurückzuführen. Verantwortlich hierfür sei, dass die Inflation den Projektionen zufolge auch noch 2025 über 2 % liegen werde. Betont wurde jedoch auch, dass die den Projektionen zugrunde liegende Terminkurve Leitzinssenkungen durch die EZB im ersten Halbjahr 2024 vorsehe. Dies stehe mit der Umfrage unter geldpolitischen Analysten im Einklang. Da sich die Leitzinsen dem Höhepunkt des Zinszyklus näherten, gewinne der von den Marktteilnehmern wahrgenommene Zielkonflikt zwischen der Höhe des maximalen Zinssatzes und seiner Dauer an Bedeutung. Es wurde aber auch das Argument vorgebracht, dass sich der geldpolitische Kurs erst in den Finanzierungsbedingungen niederschlagen werde, wenn die Aussichten für höhere und persistenteren Leitzinsen in der Zinsstrukturkurve der Märkte eingepreist würden.

Im Einklang mit den drei Hauptelementen seiner Reaktionsfunktion, die der EZB-Rat im früheren Jahresverlauf kommuniziert habe, nahmen die Mitglieder eine Beurteilung der Entwicklung seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung in Bezug auf die Inflationsaussichten, die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und die Stärke der geldpolitischen Transmission vor.

In Bezug auf die Inflationsaussichten teilten die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer weitgehend die Einschätzung, dass angesichts der Aufwärtskorrektur des Inflationspfads in den Juni-Projektionen die Inflation noch zu lange zu hoch bleiben werde, was die Frage aufwerfe, ob die Inflationsrate zeitnah wieder zum Zielwert zurückkehren werde. Durch die Aufwärtsrevisionen bei der Gesamt- wie auch der Kerninflation sei die Rückkehr zum Zielwert abermals weiter in die Zukunft verschoben worden. Außerdem dürften die Risiken für die Inflationsaussichten nach wie vor insgesamt aufwärtsgerichtet sein. Zurückzuführen sei dies vor allem auf eine länger andauernde Lohn-Preis-Dynamik als in den Projektionen berücksichtigt. Ferner wurde daran erinnert, dass der EZB-Rat nach wie vor mindestens zwei aufeinanderfolgende Leitzinserhöhungen im Juni und Juli vornehmen müsse, damit die Projektionen in Bezug auf die Inflationsentwicklung tatsächlich einträten. Denn diese Zinserhöhungen seien in den Annahmen bereits enthalten.

Es wurde auch vorgebracht, dass es einfacher sei, die Inflation von sehr hohen Werten auf ein moderateres Niveau zu senken, als eine vollständige Rückkehr zum mittelfristigen Zielwert von 2 % zu erreichen. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass eine geplante Rückkehr der Teuerung auf 2 % gegen Ende 2025 als zu spät erachtet werden könnte, da zwischenzeitlich Risiken eintreten könnten, die der Rückführung auf den Zielwert möglicherweise entgegenstünden. Es wurde für wichtig befunden, dass der EZB-Rat die Symmetrie seines Inflationsziels betone, d. h., dass Abweichungen

vom 2 %-Ziel nach oben und nach unten als gleichermaßen unerwünscht angesehen würden. Zudem sei ein Szenario mit hoher Inflation und hohen Zinsen möglich, wenn die Zinssätze nicht ein ausreichend restriktives Niveau erreichten und auf diesem Niveau verblieben.

Dem wurde entgegengehalten, dass die anfänglichen angebotsseitigen Triebkräfte der Inflation – wie die Projektionen und die jüngsten Inflationsdaten zeigten – allmählich nachließen, wenngleich nachfrageseitige Faktoren an Bedeutung gewannen. Die Gesamtinflation sei seit Oktober 2022 rückläufig und werde den Projektionen zufolge über den gesamten Projektionszeitraum hinweg weiter sinken. Darüber hinaus entsprächen die jüngsten Daten den Erwartungen des EZB-Rats. Dies stärke das Vertrauen darin, dass die Geldpolitik auf dem richtigen Weg sei. Zugleich wurde auf die vorherrschende hohe Unsicherheit hingewiesen.

Es wurde als wichtig erachtet, dass die Reaktion des EZB-Rats auf die Aufwärtskorrektur der Inflationsaussichten nicht als Änderung seiner Reaktionsfunktion, sondern als eine angemessene Reaktion innerhalb der Parameter der Reaktionsfunktion wahrgenommen werden solle. Dabei wurde betont, dass die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs auf über 2 % gestiegen seien und einer genauen Beobachtung bedürften. Vor allem die längerfristigen marktbasieren Messgrößen lägen weiter hartnäckig auf einem hohen Niveau. Dies könne zum Teil auf die Risikoprämien zurückgeführt werden, was darauf schließen lasse, dass in den Augen der Anleger bei den längerfristigen Inflationsaussichten die Aufwärtsrisiken überwögen. Dagegen hätten sich mehrere umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen stabilisiert oder seien sogar zurückgegangen. Nach Abwägung der verschiedenen Faktoren wurden die Inflationserwartungen als immer noch weitgehend verankert eingeschätzt, da es Anzeichen dafür gebe, dass sich das Lohn- und Preissetzungsverhalten in mehreren Euro-Ländern allmählich moderater gestalte.

In diesem Zusammenhang wurde darüber diskutiert, welches Gewicht den gesamtwirtschaftlichen Projektionen gegenüber den Ist-Daten bei der Bewertung des geldpolitischen Kurses beizumessen sei. Einerseits wurde argumentiert, dass der EZB-Rat bei der Beurteilung der Inflationsaussichten stärker auf die Daten als auf die Projektionen achten solle. Eine höhere Gewichtung beobachtbarer Daten würde die geldpolitischen Beschlüsse verbessern, insbesondere wenn die Unsicherheit hoch sei. Andererseits wurde angeführt, dass die Projektionen einen wichtigen und nützlichen Beitrag zur Entscheidungsfindung des EZB-Rats leisteten. Sie hätten eine disziplinierende Wirkung und stellten eine entscheidende Bezugsgröße für die Beratungen dar. Sie könnten hinterfragt werden, sollten aber nicht unberücksichtigt bleiben.

Auch die Höhe und Persistenz der zugrunde liegenden Inflation wurde von den Ratsmitgliedern als Anlass zur Sorge gewertet. Die Kerninflation sei in den Juni-Projektionen erneut deutlich nach oben revidiert worden. Es wurde zu bedenken gegeben, dass das kräftige Lohnwachstum zu einem wichtigen Inflationstreiber werde. Zudem fehle es nach wie vor an überzeugenden Belegen dafür, dass die zugrunde liegende Inflation ihren Höhepunkt erreicht habe, wie die Präsidentin bei ihrem

jüngsten Auftritt vor dem Europäischen Parlament betont habe. Indessen wurde darauf hingewiesen, dass sich die Kerninflation den aktuellen Datenveröffentlichungen zufolge stabilisiert habe und einen Wendepunkt erreicht haben könnte. Allerdings werde es wohl noch einige Zeit dauern, bis die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation kontinuierlich zurückgingen.

In diesem Zusammenhang wurde angeführt, dass sich der EZB-Rat nicht zu stark auf die Entwicklung der Kerninflation konzentrieren solle, da sein Mandat der Gesamtinflation gelte. Außerdem sei die Kerninflation nicht repräsentativ für den Warenkorb der privaten Haushalte und habe sich in der Vergangenheit nicht als guter Vorlaufindikator der künftigen Gesamtinflation im Euroraum erwiesen.

Mit Blick auf die Transmission des geldpolitischen Kurses waren sich die Ratsmitglieder grundsätzlich einig, dass die Zinssätze inzwischen im restriktiven Bereich lägen. Es sei aber nach wie vor unklar, ab wann der Kurs hinreichend restriktiv sei. Es gebe Hinweise darauf, dass der restriktivere geldpolitische Kurs auf die Finanzierungsbedingungen, das Kreditvolumen und die Realwirtschaft durchwirke. Die Stärke der Transmission und die letztendlichen Verzögerungen bei der Transmission auf die Inflation seien jedoch nach wie vor variabel und ungewiss. Höhere Kreditzinsen trügen zu einer Abschwächung der Nachfrage bei, was zur Dämpfung der zugrunde liegenden Inflationsdynamik erforderlich sei. Darüber hinaus wurde darauf hingewiesen, dass der straffende Effekt der Zinserhöhungen mit Unsicherheit behaftet sei, was den „neutralen Zinssatz“ betreffe. Dieser könnte durch strukturelle Veränderungen an den Arbeitsmärkten in die Höhe getrieben und seinerseits von der Geldpolitik beeinflusst werden. In diesem Zusammenhang wurde vorgebracht, dass Anpassungen in Richtung eines besser funktionierenden Arbeitsmarkts Zeit bräuchten, um ihre Wirkung zu entfalten, und eine schrittweise und behutsame Durchführung der Geldpolitik dazu von Vorteil sei.

Die Transmission der Geldpolitik gestalte sich in den einzelnen Euro-Ländern unterschiedlich, da die institutionellen Regelungen sowie die nationale Finanz- und sonstige Politik verschieden seien. Daher reagiere die Inflation von Land zu Land mit unterschiedlichen Verzögerungen auf die Straffung des geldpolitischen Kurses. Ferner wurde zu bedenken gegeben, dass angesichts der beispiellos raschen Anhebung der Leitzinsen die Effekte vergangener Zinserhöhungen weiterhin zum Tragen kommen und sich dämpfend auf Wachstum und Inflation auswirken dürften. Andererseits wurde angeführt, dass die Geldpolitik weniger stark wirken würde, wenn sich die Inflationserwartungen als Reaktion auf die lang anhaltende Phase hoher Teuerungsraten allmählich erhöhten. Darüber hinaus impliziere ein größerer Anteil der Dienstleistungen am HVPI, dass sich Zinsänderungen langsamer auf die aggregierte Inflation auswirkten. Insgesamt sei die Unsicherheit in Bezug auf die Transmission der Geldpolitik sehr hoch. Dies zeige sich daran, dass die geschätzten Effekte in den einzelnen Modellen sehr unterschiedlich ausfielen.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen zur Reaktionsfunktion des EZB-Rats stimmten die Mitglieder darin überein, dass eine Straffung des geldpolitischen Kurses durch eine weitere Zinsanhebung geboten sei. Die vergangenen Zinserhöhungen wirkten zwar stark auf die Finanzierungsbedingungen durch und schlugen sich allmählich auch in der gesamten Wirtschaft nieder – wobei die verschärften Finanzierungsbedingungen ein wesentlicher Grund dafür seien, dass für die Teuerungsrate ein weiterer Rückgang in Richtung des mittelfristigen Zielwerts von 2 % projiziert werde. Gleichwohl bleibe die Inflation den Projektionen zufolge immer noch zu lange zu hoch.

Es wurde argumentiert, dass angesichts der eingetrübten Inflationsaussichten ein starkes Signal notwendig sei. Hierfür spreche auch die Tatsache, dass die früheren Beschlüsse nicht entschlossen genug gewesen seien, um die Inflation schneller wieder auf das 2 %-Ziel zurückzuführen. Mit Blick auf die Zukunft wurde jedoch auch angeführt, dass eine weitere schrittweise Straffung der Geldpolitik dem EZB-Rat ermöglichen würde, die Auswirkungen vergangener geldpolitischer Beschlüsse zu überwachen und zu bewerten. Darüber hinaus könne er so sicherstellen, dass sich die Finanzierungsbedingungen in einer Weise anpassten, die mit einer Rückkehr der Inflation auf den mittelfristigen Zielwert von 2 % im Einklang stehe. Dabei wurde betont, dass die geldpolitische Straffung hinreichend restriktiv und dauerhaft sein müsse. Es sei wichtig zu kommunizieren, dass der geldpolitische Kurs noch weiter angepasst werden müsse, um die Inflation zeitnah auf den Zielwert zurückzuführen. Weiterhin wurde die Ansicht vertreten, dass der EZB-Rat in Erwägung ziehen könne, die Zinssätze erforderlichenfalls auch über den Juli hinaus noch zu erhöhen.

Die von Herrn Lane vorgeschlagene Zinserhöhung um 25 Basispunkte fand sehr breite Unterstützung. In Anbetracht des Risikos einer sich immer mehr verfestigenden Inflation wurde anfangs auch eine Präferenz für eine Anhebung der EZB-Leitzinsen um 50 Basispunkte geäußert. Angesichts des unsicheren Umfelds, und insbesondere da sich die Zinsen allmählich ihrem potenziellen Höchstniveau näherten, sei es sehr angebracht, Zinsbeschlüsse auch weiterhin in Abhängigkeit von der Datenlage von Sitzung zu Sitzung zu treffen.

Der Vorschlag von Herrn Lane, die Beendigung der Reinvestitionen im Rahmen des APP im Juli zu bestätigen, erhielt ebenfalls sehr breite Zustimmung. Gleichwohl wurde auch eine Präferenz dafür zum Ausdruck gebracht, die Entscheidung auf einen späteren Zeitpunkt zu verschieben, wenn die Auswirkungen der im Juni anstehenden GLRG-III-Rückzahlungen auf die Liquidität der Banken beurteilt worden seien. Insgesamt waren die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer der Auffassung, dass die Anleihemärkte im Euroraum seit Beginn des partiellen Auslaufens des APP reibungslos funktioniert hätten. Überdies werde die auf der vorangegangenen Sitzung des EZB-Rats signalisierte Einstellung der Reinvestitionen von den Marktteilnehmern erwartet. Dabei wurde jedoch angemerkt, dass das Ende der Wiederanlage zeitlich mit den im Juni anstehenden GLRG-III-Rückzahlungen

zusammenfallen würde. Dadurch werde dem System in großem Umfang Überschussliquidität entzogen.

Es wurde darauf hingewiesen, dass der EZB-Rat angesichts der Einstellung der Reinvestitionen im Rahmen des APP erörtern solle, ob weitere klimabezogenen Maßnahmen in Erwägung gezogen werden sollten, um sicherzustellen, dass die Maßnahmen zweckdienlich seien und mit den Zielen des Pariser Klimaabkommens sowie den Zielen der EU zur Klimaneutralität im Einklang stünden.

Die Ratsmitglieder stimmten allgemein darin überein, dass der datengestützte Ansatz bei der Gestaltung der Geldpolitik in Verbindung mit der Kommunikation zur Reaktionsfunktion der EZB sehr hilfreich für den EZB-Rat gewesen sei und nochmals bestätigt werden solle. Zugleich wurde darauf hingewiesen, dass der EZB-Rat zwar möglicherweise noch weitere Zinsschritte unternehmen müsse, aber auch bereit sein müsse, den Zinserhöhungszyklus zu beenden, wenn dies nach Datenlage und fachlichem Ermessen erforderlich sei.

Bis Juli und mehr noch bis September würden neue Informationen vorliegen, die es dem EZB-Rat ermöglichen, seine Beurteilung der Inflationsaussichten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission zu aktualisieren. In diesem Zusammenhang wurden ein von der Datenlage abhängiger Ansatz und das Offenhalten aller Optionen von Sitzung zu Sitzung als wesentlich erachtet.

Darüber hinaus solle der EZB-Rat betonen, dass die Finanzpolitik gestrafft werden müsse, um die Nachfrage zu dämpfen und den Disinflationsprozess zu unterstützen.

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 15. Juni 2023](#)

Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse vom 15. Juni 2023](#)

Sitzung des EZB-Rats, 14.-15. Juni 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 Juni 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 Assouan
- Frau Buch
- Herr Dabušinskas
- Herr Demarco
- Herr Gavilán
- Herr Gilbert
- Herr Haber
- Herr Koukoularides
- Herr Lünemann
- Herr Madouros
- Herr Martin
- Herr Nicoletti Altimari
- Herr Novo
- Herr Rutkaste
- Herr Šošić
- Herr Tavlas
- Herr Välimäki
- Herr Vanackere
- Frau Žumer Šujica

Sonstige Beschäftigte der EZB

- Herr Proissl, Generaldirektor Kommunikation

- Herr Straub, Berater der Präsidentin
- Frau Rahmouni-Rousseau, Generaldirektorin Finanzmarktoperationen
- Herr Arce, Generaldirektor Volkswirtschaft
- Herr Sousa, Stellvertretender Generaldirektor Volkswirtschaft

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für den 31. August 2023 vorgesehen.

Europäische Zentralbank

Generaldirektion Kommunikation

Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland

Tel.: +49 69 1344 7455, E-Mail: media@ecb.europa.eu

Internet: www.ecb.europa.eu

Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.