

Sitzung am 15.-16. März 2023

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 15.-16. März 2023, in Frankfurt am Main

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

Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel gab einen Überblick über die Entwicklungen an den Finanzmärkten seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 1.-2. Februar 2023, wobei sie zwei verschiedene Phasen ausmachte.

In der ersten Phase, die bis zum Zusammenbruch der Silicon Valley Bank (SVB) in den Vereinigten Staaten angedauert habe, hätten sich die Anzeichen verdichtet, dass der Druck auf die Kerninflation im Euroraum – also die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel – länger anhalten könnte. Dies habe die Anleger dazu veranlasst, ihre Einschätzung der voraussichtlichen Inflations- und Zinsentwicklung zu überdenken.

Dementsprechend hätten die Anleger ein Umfeld eingepreist, in dem die Inflation und die Zinsen länger auf einem höheren Niveau liegen würden. Die Erwartungen hinsichtlich des Niveaus der „Terminal Rate“ im laufenden Zinserhöhungszyklus der EZB, d. h. des maximalen Zinssatzes des Straffungszyklus, hätten in der Woche vor der EZB-Ratssitzung am 15.-16. März einen Wert von 4,2 % erreicht. Zugleich habe sich der erwartete Zeitpunkt der ersten Zinssenkung auf das dritte Quartal 2024 verschoben. Trotz dieser erheblichen Aufwärtskorrektur bezüglich der erwarteten Leitzinsentwicklung hätten die marktbasierenden Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen jedoch weiterhin auf eine erhöhte Besorgnis hingedeutet, dass die Inflation über dem von der EZB angestrebten Zielwert von 2 % bleiben werde.

Die zweite Phase habe eingesetzt, als diese Marktentwicklung durch den Zusammenbruch der SVB abrupt geendet habe. Die Zinserwartungen seien drastisch nach unten korrigiert worden, allerdings habe sich dieser Rückgang am 14. März 2023 teilweise wieder umgekehrt, bevor am Morgen des 15. März die Erwartungen erneut gesunken seien. Aus den Finanzmarktindikatoren hätten sich zum

Börsenschluss am 14. März 2023 keine Anzeichen dafür ergeben, dass die Turbulenzen im US-Bankensektor zu einer systemischen Krise in den Vereinigten Staaten oder im Euroraum führen würden. Allerdings habe sich die Entwicklung dieser Indikatoren am Vormittag des 15. März vor dem Hintergrund turbulenter Marktbedingungen wieder ins Gegenteil gekehrt. Ein klareres Bild von den jüngsten Veränderungen der Wahrnehmung der Marktteilnehmer könne man sich erst dann machen, wenn sich die Situation rund um die Marktturbulenzen beruhigt habe.

Angesichts der Volatilität an den Märkten seien insbesondere drei Aspekte hervorzuheben. Erstens hätten sich die marktbreiten Aktienindizes als deutlich widerstandsfähiger erwiesen als Banktitel. So seien die Aktienkurse von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur moderat in Mitleidenschaft gezogen worden. Zweitens seien von den Vereinigten Staaten ausgehende und auf den Euroraum wirkenden Ansteckungseffekte begrenzt ausgefallen. Drittens lägen die Notierungen von Bankaktien im Eurogebiet im Vergleich zu ihren Tiefständen Mitte 2022 noch immer deutlich im positiven Bereich. Verantwortlich hierfür sei die seit diesem Zeitpunkt verzeichnete kräftige und nachhaltige Hausse, die auf die Verbesserung der Ertragserwartungen zurückzuführen sei.

Während die Aktienkurse großer globaler Banken in ganz Europa und in den USA drastisch gesunken seien, hätten sich die Spreads von Kreditausfallswaps für Kreditinstitute im Euroraum nur in Maßen erhöht. Auch die Liquiditätsbedingungen zeigten sich weiterhin solide. Der FRA-OIS-Spread – d. h. die Differenz zwischen den Terminzinsen für unbesicherte Interbankeinlagen (Forward Rate Agreements – FRAs) und dem Zinssatz für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz) – habe sich im Eurogebiet merklich ausgeweitet, bleibe aber nahe bei seinem langfristigen Durchschnitt. Zudem habe sich die Refinanzierung in US-Dollar außerhalb der Vereinigten Staaten erheblich verteuert, wenngleich sich dieser Kostenanstieg im Anschluss teilweise wieder umgekehrt habe. Mit Blick auf die Volatilität hätten die Anleihemärkte wesentlich stärker auf den Zusammenbruch der SVB reagiert als die Aktienmärkte. Insgesamt sprächen diese Entwicklungen dafür, dass die Inflationsaussichten bei den Marktteilnehmern bald wieder in den Vordergrund rücken würden, sofern sich die Spannungen im Bankensektor nicht zuspitzen.

Vor Ausbruch der Turbulenzen im Bankensektor in den USA hätten unerwartet gute gesamtwirtschaftliche Daten, die auf globaler Ebene verzeichnet worden seien, die Entwicklung an den Finanzmärkten in den großen Volkswirtschaften bestimmt. Zeitgleich zu den positiven Konjunkturdaten seien überraschend hohe Zahlen zur Gesamtinflation und vor allem zur Kerninflation im Eurogebiet veröffentlicht worden. Diese Gemengelage bei Wachstum und Inflation habe die Marktteilnehmer zu einer Neubewertung der mittelfristigen Inflationsaussichten für den Euroraum veranlasst. Maßgeblich sei hierbei, dass sich nach Einschätzung der Marktakteure die Triebfedern für den Inflationsdruck von externen angebotsseitigen hin zu internen nachfrageseitigen Faktoren (bzw. anders ausgedrückt von der Gesamt- hin zur Kerninflation) verlagert hätten. Die Anleger preisten nun trotz einer Verbilligung von Erdgas eine deutlich langsamere Rückkehr der Inflation auf 2 % ein.

Die Erwartungen einer persistenteren Kerninflationsrate hätten zu einer umfangreichen Neueinschätzung der Leitzinserwartungen im Euroraum geführt. Auch in den Vereinigten Staaten sei die Terminzinskurve in einem ähnlichen Maße neu bewertet worden. Dies untermauere die wahrgenommene enge Synchronizität der weltwirtschaftlichen Entwicklung und des globalen Inflationszyklus. Nach den Geschehnissen im Zusammenhang mit der SVB hätten sich diese Entwicklungen wieder umgekehrt. Die Veränderungen der marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen im Eurogebiet wiesen jedoch eindringlich darauf hin, dass die Anleger ein erhöhtes Risiko einer mittelfristig über dem Zielwert verharrenden Teuerung sähen. Auch die aus den Optionspreisen abgeleitete Evidenz lasse auf vermehrte Aufwärtsrisiken für die Inflation schließen.

Drei Faktoren hätten die Sorgen der Märkte über eine sich immer mehr verfestigende Inflation im Euroraum verstärkt. Der erste Faktor beziehe sich auf die aktuell bestehende Unsicherheit über die „Reaktionsfunktion“ der EZB. Der zweite Faktor hänge mit der Ungewissheit über das Ausmaß der geldpolitischen Straffung zusammen, die erforderlich sei, um die Realzinsen zur Eindämmung der Inflation auf ein ausreichend restriktives Niveau anzuheben. Der dritte Faktor ergebe sich schließlich aus den allgemeinen Finanzierungsbedingungen, die möglicherweise nicht hinreichend restriktiv seien. So seien sie seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Oktober weitgehend unverändert geblieben, obwohl die geldpolitischen Zügel in dieser Zeit merklich gestrafft worden seien.

Mit Blick auf die Entwicklung an den Anleihemärkten seien die Spreads von Staatsanleihen bis zu dem Zeitpunkt, als die SVB zusammengebrochen sei, im Großen und Ganzen stabil geblieben. In der Folge hätten sie sich leicht ausgeweitet. Diese moderate Ausweitung der Renditeabstände sei jedoch ausschließlich dem stärkeren Rückgang der Renditen deutscher Bundesanleihen geschuldet gewesen. Die Märkte für Unternehmensanleihen hätten sich ebenfalls bis zum Ausbruch der Turbulenzen im Bankensektor günstig entwickelt. Seitdem seien die Spreads von Investment-Grade-Anleihen finanzieller Kapitalgesellschaften gegenüber jenen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften sprunghaft angestiegen. Auch die Spreads hochverzinslicher Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften hätten sich ausgeweitet, wiesen aber im historischen Vergleich nach wie vor ein recht niedriges Niveau auf.

Was die Funktionsfähigkeit der Märkte betreffe, so hätten die Bedenken hinsichtlich der Verfügbarkeit von Sicherheiten nachgelassen. Nachdem die neue Obergrenze für die Verzinsung nicht geldpolitischer Einlagen bekanntgegeben worden sei, hätten sich die Spreads zwischen kurzfristigen Schatzanweisungen und den entsprechenden risikofreien Zinssätzen (OIS) verringert. Mit Blick auf die Zukunft würde das weitere Auslaufen des geldpolitischen Anleiheportfolios der EZB die Verfügbarkeit von Sicherheiten verbessern.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euroraum

Herr Lane wies darauf hin, dass die anhaltenden, außergewöhnlichen Spannungen an den Finanzmärkten einen erheblichen Unsicherheitsfaktor im Hinblick auf die wirtschaftlichen Aussichten darstellten. Sie könnten zu einer übermäßigen Verschärfung der Kreditbedingungen führen oder das Vertrauen deutlich schwächen. Daher ergebe sich aus ihnen zusätzliche Unsicherheit in Bezug auf die Bewertung von Wachstum und Inflation in den Basisprojektionen.

Der EZB-Rat müsse die aktuellen Marktspannungen genau beobachten und bereit sein, so zu reagieren, wie es erforderlich sei, um Preis- und Finanzstabilität im Euroraum zu wahren. Der Bankensektor des Eurogebiets sei widerstandsfähig und verfüge über eine solide Kapital- und Liquiditätsausstattung. Zurückzuführen sei dies auf eine wirksame Aufsicht und die konsequente Umsetzung der globalen regulatorischen Reformagenda. Der EZB stünden in jedem Fall alle geldpolitischen Instrumente zur Verfügung, um das Finanzsystem des Euroraums erforderlichenfalls mit Liquiditätshilfen zu unterstützen und die reibungslose Transmission der Geldpolitik aufrechtzuerhalten.

Was die wirtschaftlichen Entwicklungen im Euroraum betreffe, so würden diese seit Beginn des Jahres maßgeblich von einer Reihe günstiger Angebotsschocks und den sich mehrenden Anzeichen eines Durchschlagens der geldpolitischen Straffung durch die EZB auf die Wirtschaft bestimmt. Der Rückgang der Energiepreise und die Beseitigung der Lieferkettenengpässe führten zu einer Verringerung des Preisdrucks, während gleichzeitig das Vertrauen gestärkt und die realen Einkommen sowie die wirtschaftliche Tätigkeit vor allem auf kurze Sicht gestützt würden. Die meisten Umfrageindikatoren deuteten darauf hin, dass sich die Stimmung der Unternehmen und Verbraucher verbessere, wenngleich sie immer noch auf einem niedrigen Niveau liege. Die Aufhellung der Konjunkturaussichten spiegele eine breit angelegte Verbesserung der Angebotsbedingungen wider. Die Lieferzeiten für Vorleistungen, die in Produktionsunternehmen eingesetzt würden, verkürzten sich derzeit so stark, wie dies seit der Erholung von der globalen Finanzkrise im Jahr 2009 nicht mehr der Fall gewesen sei. Die internationalen Märkte belasteten die Wirtschaft des Euroraums jedoch zunehmend, was sich daran zeige, dass der Auftragsbestand im Februar erheblich zurückgegangen sei.

Insgesamt habe die Weltwirtschaft in den ersten Monaten des Jahres Anzeichen einer Stabilisierung aufgewiesen, und das Wiederhochfahren der chinesischen Wirtschaft dürfte diese Entwicklung im weiteren Verlauf unterstützen. Dessen ungeachtet blieben die Aussichten für die globale Konjunktur auf kurze Sicht verhalten. Zuzuschreiben sei dies der schwachen Binnennachfrage in wichtigen Handelspartnerländern des Eurogebiets. Darüber hinaus erhöhe die rasche Straffung des geldpolitischen Kurses der EZB die Kreditkosten für die Wirtschaft des Eurogebiets und führe zu einer

Abschwächung der Bankkreditvergabe. Diese drastische Verschärfung der Finanzierungsbedingungen wirke sich inzwischen spürbar auf die Realwirtschaft aus.

Die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum habe im Schlussquartal 2022 stagniert. Die Industrieproduktion habe im vierten Quartal 2022 praktisch keine Veränderung aufgewiesen und sich im Januar 2023 nur geringfügig erholt. Der merkliche Rückgang bei der Erzeugung von Energie sowie von Vorleistungs- und Gebrauchsgütern sei dadurch ausgeglichen worden, dass die Herstellung von Verbrauchs- und Investitionsgütern, insbesondere von Kraftfahrzeugen, erneut gesteigert worden sei. Grund hierfür sei, dass sich die Produktion in diesen Sektoren im Zuge der nachlassenden Lieferengpässe erhole. Zugleich sei bei den Dienstleistungen im vierten Quartal 2022 eine negative Entwicklung beobachtet worden, wofür in erster Linie eine im Dezember stark rückläufige Aktivität in den Bereichen Einzelhandel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie verantwortlich gewesen sei. Der bislang erwartete Konjunkturerinbruch sei zwar ausgeblieben, aber alle Komponenten der privaten Binnennachfrage seien gesunken.

Während die privaten Konsumausgaben im zweiten und dritten Quartal 2022 infolge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft im Euroraum sehr kräftig ausgefallen seien, spiegele der deutliche Rückgang im Schlussquartal 2022 ein geringes Vertrauen und den zuvor eingetretenen Terms-of-Trade-Schock wider, der sich nachteilig auf die Ausgabenentscheidungen auswirke. Mit Blick auf die Zukunft fielen die Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich ihrer eigenen Finanzlage nun optimistischer aus, was eine Folge des Inflationsrückgangs sei. Diese veränderte Einschätzung habe sich jedoch noch nicht in einem stärkeren Optimismus in Bezug auf ihre Ausgabenpläne niedergeschlagen. Im Hinblick auf die Nachfrage nach Wohneigentum, auf die sich die geldpolitischen Maßnahmen stärker auswirken dürften, zeigten die Ergebnisse der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen, dass sich die Einschätzung der privaten Haushalte, ob Wohnimmobilien eine gute Investition darstellten, weiter verschlechtert habe.

Was die Investitionen anbelange, so verringerten sich die Wohnungsbauinvestitionen seit dem zweiten Quartal 2022, wobei sich der Rückgang im dritten und vierten Quartal 2022 beschleunigt habe. Umfrageindikatoren wie der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion und die Geschäftserwartungen im Baugewerbe hätten sich in den vergangenen Monaten leicht erholt, deuteten derzeit und für die nahe Zukunft aber weiterhin eindeutig auf eine Konjunkturabschwächung hin. Lasse man Transaktionen im Bereich des geistigen Eigentums in Irland außer Acht, so seien die Unternehmensinvestitionen im letzten Jahresviertel 2022 leicht gesunken. Die Umfrageindikatoren signalisierten für die vergangenen Monate eine gewisse Verbesserung der Dynamik im Investitionsgütersektor. So sei der EMI für die Produktion in diesem Bereich im Einklang mit den auf kurze Sicht erwarteten besseren Aussichten für das BIP-Wachstum in den leicht positiven Bereich gestiegen. In den kommenden Quartalen dürften aber stark zunehmende Finanzierungskosten die Unternehmensinvestitionen belasten.

In Bezug auf den Handel bestätigten die jüngsten Daten einen deutlichen Rückgang der Wareneinfuhren, während sich die Ausfuhren etwas erholt hätten. Vor dem Hintergrund sinkender Energiepreise verbesserten sich die Terms of Trade seit Ende letzten Jahres, was zu einer positiven Entwicklung der Warenhandelsbilanz geführt habe. Mit Blick auf die Dienstleistungen deuteten zukunftsgerichtete Tourismusindikatoren darauf hin, dass im ersten Halbjahr 2023 mit einer kräftigen Erholung gerechnet werde, zu der auch die Aufhebung der coronabedingten Einschränkungen in China beitragen könnte.

Der Arbeitsmarkt erweise sich allen Indikatoren zufolge als widerstandsfähig. Die Arbeitslosenquote habe im Januar bei 6,6 % gelegen und sei damit seit April 2022 im Großen und Ganzen unverändert. Auch die Vakanzquote sei stabil geblieben. Laut dem EMI dürfte das Beschäftigungswachstum Anfang 2023 nach wie vor positiv ausfallen. Die Zahl der Erwerbspersonen habe sich von den Folgen der Pandemie erholt und liege weiterhin deutlich über ihrem längerfristigen Trend. Diese Dynamik spiegele eine höhere Erwerbsbeteiligung insbesondere älterer Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer und einen Anstieg der Zahl zugewanderter Arbeitskräfte wider. Dies sei ein wichtiger Faktor, den es im Zusammenhang mit der künftigen Dynamik des Lohnwachstums zu berücksichtigen gelte.

Diese makroökonomischen Entwicklungen spiegelten sich auch in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2023 wider. Nachdem die negativen Angebotsschocks der letzten Jahre nun teilweise abgeklungen seien, zeichne sich eine Erholung der Wirtschaft in den kommenden Quartalen ab, allerdings nur, wenn die aktuellen Spannungen an den Finanzmärkten nicht zu einer übermäßigen Verschärfung der Kreditbedingungen oder einem Vertrauensrückgang führten. Da sich die Angebotsbedingungen derzeit weiter verbesserten, das Vertrauen kontinuierlich wachse und die Unternehmen ihre großen Auftragsrückstände abarbeiteten, dürfte die Industrieproduktion zulegen. Steigende Löhne und sinkende Energiepreise kompensierten einen Teil des Kaufkraftverlusts, den viele private Haushalte derzeit infolge der hohen Inflation spürten. Hierdurch dürften wiederum die Konsumausgaben gestützt werden. Dementsprechend sei das Wachstum für 2023 in den Projektionen vom März um 0,5 Prozentpunkte auf 1,0 % nach oben korrigiert worden. Gleichzeitig werde für die Jahre 2024 und 2025 ein Wachstum von jeweils 1,6 % erwartet, was einer Verlangsamung gegenüber den Dezember-Projektionen entspreche. Diese ergebe sich aus den verschärften Finanzierungsbedingungen und der Aufwertung des Euro, deren bremsende Wirkung stärker sei als die positiven Realeinkommens- und Vertrauenseffekte der etwas niedrigeren Inflation. All diese Faktoren wirkten in Verbindung mit der allmählichen Rückführung der fiskalischen Hilfsmaßnahmen und den noch immer bestehenden Risiken hinsichtlich der Energieversorgung im Winter 2023/2024 und dürften so das Wirtschaftswachstum mittelfristig belasten.

Bei den Wachstumsaussichten überwiegen die Abwärtsrisiken. Dauerhaft erhöhte Spannungen an den Finanzmärkten könnten die allgemeinen Kreditbedingungen unerwartet stark verschärfen und das

Vertrauen dämpfen. Der ungerechtfertigte Krieg Russlands gegen die Ukraine und ihre Bevölkerung sei nach wie vor ein erhebliches Abwärtsrisiko für die Wirtschaft. Er könnte die Kosten für Energie und Nahrungsmittel erneut in die Höhe treiben. Sollte sich die Weltwirtschaft deutlicher als erwartet abschwächen, werde dies möglicherweise das Wachstum im Euroraum zusätzlich bremsen. Es sei jedoch auch denkbar, dass sich die Unternehmen rascher an das schwierige globale Umfeld anpassen. Zusammen mit dem Abklingen des Energiepreisschocks könnte dies zu einem höheren Wachstum beitragen als derzeit erwartet.

Die Inflation sei leicht von 8,6 % im Januar auf 8,5 % im Februar gesunken, der zugrunde liegende Preisdruck bleibe indes hoch. Für die gesunkene Gesamtinflation sei der erneut kräftige Rückgang der Energiepreise ausschlaggebend gewesen. Bei den Nahrungsmitteln habe sich die Teuerung hingegen noch weiter auf 15,0 % beschleunigt. Hier wirke der zurückliegende Kostenanstieg bei Energie und anderen Vorleistungen der Nahrungsmittelproduktion noch immer auf die Verbraucherpreise durch. Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel habe sich im Februar merklich auf 5,6 % erhöht, verglichen mit 5,3 % im Januar. Dies sei darauf zurückzuführen, dass die in der Vergangenheit gestiegenen Energiepreise nur verzögert weitergegeben würden, der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette zwar nachlasse, aber weiterhin bestehe, und der Druck beim Lohnwachstum zunehme. In sektoraler Betrachtung sei die Teuerung bei Industrieerzeugnissen ohne Energie im Februar auf 6,8 % gestiegen. Hierin spiegelten sich vor allem die verzögerten Auswirkungen der vorangegangenen Lieferengpässe und die hohen Energiepreise wider. Auch der Preisanstieg bei den Dienstleistungen – der sich im Februar auf 4,8 % erhöht habe – werde noch immer von der zurückliegenden Zunahme der Energiekosten bestimmt, die nur allmählich weitergegeben werde, sowie vom verbleibenden Nachfragestau nach dem Wiederhochfahren der Wirtschaft und von einem Anstieg der Löhne.

Bei anderen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation habe sich das hohe Niveau ebenfalls gehalten. Da diese Indikatoren darauf abzielten, den hartnäckigsten Teil der Inflation zu erfassen, erweise sich eine Gegenüberstellung mit Umfragen zu den Erwartungen hinsichtlich der Inflationspersistenz als aufschlussreich. Die in Umfragen ermittelten kurzfristigen Erwartungen zur Gesamtinflation deckten sich mit den Informationen aus den Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation. Anders ausgedrückt: In den Umfragen werde prognostiziert, dass die Inflation in den nächsten Monaten zwar sinken, aber mit über 4 % weiterhin hoch bleiben werde. Für den Zeitraum 2024-2025 fehle diese Übereinstimmung jedoch, denn sowohl aus den Umfragedaten als auch aus den marktbasierenden Messgrößen des Inflationsausgleichs lasse sich eine Teuerung von deutlich unter 4 % ab Jahresbeginn 2024 ablesen. Dies zeige, dass aus den Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation nicht ohne Weiteres ein Signal für die mittelfristige Gesamtinflation extrapoliert werden könne. So dürften diese Indikatoren in unterschiedlichem Maße kumulierte Verzerrungen

widerspiegeln, die auf außergewöhnliche Entwicklungen nach der Pandemie, insbesondere den Krieg in der Ukraine und den Energiepreisschock, zurückzuführen seien.

Mit Blick auf die Kerninflation sei eine hohe Diskrepanz zwischen der Inflationsentwicklung in energiepreisabhängigen und energiepreisunabhängigen Sektoren entstanden. In den Sektoren mit ausgeprägter Energiepreisabhängigkeit habe sich die Teuerung im Vergleich zu den übrigen Sektoren überproportional erhöht. Folglich werde diese Komponente immer weniger zur Kerninflation beisteuern, sobald die Wirkung des Energiepreisschocks nachzulassen beginne. Herr Lane bemerkte ferner, dass die Inflationsentwicklung in den energiepreisabhängigen Sektoren zwar einen gewissen Abwärtsdruck erwarten lasse, die lohnintensiven Sektoren jedoch schon jetzt stärker zur Kerninflation beitragen.

Die im Januar vorgenommenen Änderungen der HVPI-Gewichte dürften das Inflationsprofil 2023 maßgeblich beeinflussen. Für die Gesamtinflation ergebe sich daraus im laufenden Jahr durchweg ein negativer Effekt, während die geschätzte Wirkung auf die Kerninflation (und insbesondere die Dienstleistungen) im ersten Quartal 2023 negativ und im dritten Quartal positiv sei. Grund hierfür sei vor allem die höhere Gewichtung der Freizeitdienstleistungen im Jahr 2023.

Herr Lane merkte an, dass es wichtig sei, auch die Inflationsdynamik zu betrachten, um Wendepunkte zu erfassen. Ein Indikator für diese Dynamik sei die auf saisonbereinigten Daten basierende annualisierte Teuerungsrate gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum. Für die Gesamtinflation habe sich diese Messgröße von knapp 11 % im November 2022 auf rund 3 % im Februar 2023 verringert. Die starke Verlangsamung der Dynamik sei ausschließlich auf den deutlich schwächeren Preisauftrieb bei Energie zurückzuführen. Bei den anderen HVPI-Komponenten hätten sich wesentlich geringere Veränderungen der Inflationsdynamik ergeben.

Der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette schwäche sich zwar ab, sei aber nach wie vor erheblich. Angesichts robuster Arbeitsmärkte und der Bestrebungen seitens der Beschäftigten, einen gewissen Ausgleich für den durch die hohe Inflation erlittenen Kaufkraftverlust zu erhalten, habe sich zudem der Lohndruck verstärkt. Darüber hinaus hätten zahlreiche Unternehmen in Sektoren mit eingeschränktem Angebot und steigender Nachfrage ihre Gewinnmargen ausweiten können. Wie eine Gegenüberstellung zwischen der Gewinn- und der Lohnentwicklung zeige, sei von den Löhnen in den vergangenen zwei Jahren nur ein begrenzter Einfluss auf die Inflation ausgegangen. Die Gewinne hätten indes wesentlich stärkere Zuwächse verzeichnet als die Löhne. Wichtig für die Inflationsprognose sei die Frage, ob die Unternehmen ihre Preissetzungsstrategie beibehielten oder in der nächsten Zeit auch niedrigere Gewinnmargen in Kauf nehmen würden.

Die marktbasierenden Messgrößen des Inflationsausgleichs seien seit der EZB-Ratssitzung am 1.-2. Februar über alle Laufzeiten hinweg deutlich gestiegen, hätten zuletzt aber wieder nachgegeben. Zuversichtlicher stimmten indes die EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of

Monetary Analysts) und der Survey of Professional Forecasters der EZB, denn darin gehe ein zunehmender Anteil der Befragten davon aus, dass die Inflation auf lange Sicht wieder zu ihrem Zielwert zurückkehren werde. Laut der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen seien die Erwartungen der privaten Haushalte bezüglich der Teuerung in drei Jahren im Januar 2023 gegenüber der Erhebung vom Vormonat um 0,5 Prozentpunkte gesunken.

In den EZB-Projektionen vom März sei die Inflationsentwicklung für den gesamten Projektionszeitraum nach unten korrigiert worden. Ausschlaggebend hierfür sei in erster Linie gewesen, dass nunmehr ein geringerer Beitrag der Energiepreise erwartet werde. Daraus ergebe sich wiederum eine geringere Bedeutung finanzpolitischer Ausgleichsmaßnahmen und eine etwas stärkere Wirkung der geldpolitischen Straffung. Die Inflation werde sich den aktuellen Projektionen zufolge 2023 im Schnitt auf 5,3 %, 2024 auf 2,9 % und 2025 auf 2,1 % belaufen. Dies entspreche einer Abwärtskorrektur um 1,0, 0,5 bzw. 0,2 Prozentpunkte.

Dagegen sei die Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel für 2023 um 0,4 Prozentpunkte auf 4,6 % nach oben korrigiert worden, was vor allem den zuletzt überraschenden Datenmeldungen und der verzögerten Weitergabe indirekter Effekte aus früheren Energiepreisanstiegen zuzuschreiben gewesen sei. Ungeachtet der erheblichen Abwärtskorrektur der Energiepreise trügen diese indirekten Effekte bis zum Ende des Projektionszeitraums insgesamt immer noch zur Preissteigerung bei. Auch die zurückliegende Abwertung des Euro habe weiterhin einen Aufwärtsdruck auf die Kerninflation ausgeübt, dank der jüngsten Aufwertung allerdings in geringerem Maße als zuvor angenommen. So resultiere die projizierte Kerninflation zwar im Wesentlichen aus der Entwicklung der Gewinne und Arbeitskosten, doch auch der Beitrag der aus dem vergangenen Energiepreisschock und der Euro-Abwertung resultierenden indirekten Effekte sei nach wie vor beträchtlich. Im Vergleich zu den Dezember-Projektionen dürfte sich der Rückgang der Energiepreise im Verbund mit der jüngsten Aufwertung des Euro und der anhaltenden Verschärfung der Kreditbedingungen jedoch nach und nach dämpfend auf die Kerninflation auswirken. Dies spiegele sich in der Abwärtskorrektur der Kerninflation um 0,3 Prozentpunkte für 2024 und 0,2 Prozentpunkte für 2025 wider. Bis 2025 dürfte die Kerninflation allmählich weiter in Richtung 2 % sinken.

Zu den Aufwärtsrisiken für die Teuerung zähle der fortbestehende Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette, der die Einzelhandelspreise auf kurze Sicht noch weiter nach oben treiben könnte. Binnenwirtschaftliche Faktoren wie etwa ein anhaltender Anstieg der Inflationserwartungen auf ein Niveau über dem Zielwert des EZB-Rats oder unerwartet deutliche Zuwächse bei den Löhnen und Gewinnmargen könnten den Preisauftrieb – auch auf mittlere Sicht – verstärken. Zudem könnte eine kräftiger als erwartet ausfallende Wirtschaftserholung in China den Rohstoffpreisen und der Auslandsnachfrage einen weiteren Schub verleihen. Zu den Abwärtsrisiken für die Inflation zählten dauerhaft erhöhte Spannungen an den Finanzmärkten, die den Rückgang der Teuerung beschleunigen könnten. Darüber hinaus könnten sinkende Energiepreise dazu führen, dass

der von der zugrunde liegenden Inflation und den Löhnen ausgehende Druck nachlasse. Auch eine Abschwächung der Nachfrage – unter anderem aufgrund einer sich als stärker als erwartet erweisenden Transmission der Geldpolitik – trüge dazu bei, dass der Preisdruck insbesondere auf mittlere Sicht geringer ausfallen würde als derzeit erwartet.

Die Finanzierungsbedingungen spiegelten eine ausgeprägte Transmission der restriktiveren Geldpolitik wider, seien aber zuletzt beträchtlichen Schwankungen ausgesetzt gewesen. Die Marktzinsen seien in den Wochen nach der EZB-Ratssitzung vom Februar kräftig gestiegen. Im Vorfeld der März-Sitzung habe sich diese Entwicklung jedoch vor dem Hintergrund starker Finanzmarktspannungen deutlich umgekehrt. Mit Blick auf die Realzinsen äußerte sich Herr Lane zu zwei Messgrößen. Die erste sei der kurzfristige Realzinssatz, der als Leitzins abzüglich der erwarteten Inflationsrate in einem Quartal berechnet werde. Diese Messgröße sei zwar weiterhin negativ, tendiere aber stark nach oben – in den positiven Bereich –, da die erwartete Teuerung sinke und der aus der Zinsstrukturkurve abgeleitete Leitzins steige. Bei der zweiten Messgröße handele es sich um die mittelfristigen Finanzierungskosten, die sich aus dem erwarteten durchschnittlichen Leitzins für das nächste Jahr abzüglich der für denselben Zeitraum erwarteten Inflationsrate errechneten. Dieser Indikator weise über den gesamten Zeithorizont durchweg positive Werte auf.

Herr Lane betonte, dass sich die Unternehmenskredite der Banken verteuert hätten und die Kosten der Mittelaufnahme für Banken im Januar auf ein Niveau wie zuletzt Ende 2011 gestiegen seien. Die größte Zunahme sei bei den Renditen von Bankanleihen verzeichnet worden, doch auch die Einlagenzinsen legten inzwischen deutlich zu. Darüber hinaus zeige sich ein Kompositionseffekt, da mehr Anleger ihre Gelder von täglich fälligen Einlagen in höher verzinsten Einlagen umschichteten. Der Umstieg von gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRGs) auf die Marktfinanzierung treibe ebenfalls die Refinanzierungskosten der Banken in die Höhe.

Nachdem sich die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen seit Mitte 2022 stark verringert habe, sei sie zuletzt auf annähernd null zurückgegangen. Dies sei einer niedrigeren Nachfrage und erheblich restriktiveren Kreditangebotsbedingungen zuzuschreiben gewesen. Die Kreditkosten der privaten Haushalte seien ebenfalls gestiegen. Grund hierfür seien insbesondere höhere Hypothekenzinsen gewesen, die aktuell auf ihrem höchsten Stand seit Anfang 2013 lägen. Die Zunahme der Kreditkosten und der daraus resultierende Nachfragerückgang sowie strengere Kreditrichtlinien hätten zu einer weiteren Verlangsamung des Kreditwachstums bei Privathaushalten geführt. Angesichts dieser schwächeren Kreditdynamik habe sich das Geldmengenwachstum erneut deutlich verringert, wofür vor allem die liquidesten Komponenten verantwortlich gewesen seien. Der Rückgang der Jahreswachstumsrate der eng gefassten Geldmenge (M1) habe sich durch umfangreiche Umschichtungen zwischen den verschiedenen Instrumenten der weit gefassten Geldmenge (M3) verstärkt. Dabei seien täglich fällige Einlagen in andere, weniger liquide, aber höher verzinsten Instrumente wie Termineinlagen umverteilt worden.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Da zu erwarten sei, dass die Inflation zu lange über dem Zielwert verharren werde, schlug Herr Lane vor, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 50 Basispunkte anzuheben. Dies stehe im Einklang mit der Intention, die nach der Ratssitzung vom Februar kommuniziert worden sei. Der EZB-Rat solle auch darauf hinweisen, dass sich künftige Leitzinsbeschlüsse danach richten würden, wie er die Inflationsaussichten vor dem Hintergrund der verfügbaren Wirtschafts- und Finanzdaten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission einschätze.

Anknüpfend an die Ankündigung vom Februar, wonach der EZB-Rat den darauffolgenden geldpolitischen Pfad auf der März-Sitzung bewerten werde, würde diese klare Aussage zur geldpolitischen Reaktionsfunktion der EZB dazu beitragen, die Erwartungen der Marktteilnehmer auf die wesentlichen Faktoren zu lenken, die seinen Entscheidungen zugrunde lägen. Insbesondere würde dies klarstellen, dass eine sorgfältige Analyse des zugrunde liegenden Preisdrucks und des jeweils aktuellen Stands der geldpolitischen Transmission in Zeiten erhöhter Unsicherheit und potenzieller Strukturveränderungen zur Gegenprüfung der Stabsprojektionen diene. Es zeige auch, dass die Geldpolitik gemäß der Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB finanzielle Entwicklungen insoweit berücksichtige, wie sie die Preisstabilität beeinflussten.

Was das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) anbelange, so stütze die Signalwirkung, die von der Flexibilität der Wiederanlagen im Rahmen des PEPP ausgehe, nach wie vor den Transmissionsmechanismus. Aus diesem Grund wurde vorgeschlagen, dass der EZB-Rat im Sinne eines umsichtigen Handelns und als wirksame erste Verteidigungslinie gegen noch bestehende Fragmentierungsrisiken weiterhin Flexibilität bei den PEPP-Reinvestitionen zulassen solle; diese solle aber nur dann zum Tragen kommen, wenn sich die Marktbedingungen verschlechterten.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

Mit Blick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Mitglieder des EZB-Rats weitgehend die von Herrn Lane in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der wirtschaftlichen Lage und Aussichten im Euroraum. Die von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März, deren Stichtag für die technischen Annahmen Mitte Februar gewesen sei, seien Anfang März fertiggestellt worden. Dies sei vor der Veröffentlichung der Schnellschätzung zur Inflation im Euroraum für Februar und dem Auftreten der Finanzmarktspannungen gewesen. Weitgehende Einigkeit bestand dahingehend, dass diese Spannungen zusätzliche Unsicherheit in Bezug auf die Bewertung des

Wirtschaftswachstums und der Inflation in den Basisprojektionen hervorriefen. Es wurde die Ansicht geäußert, dass Marktbeobachter die Wirtschaftslage angesichts der aufkommenden Spannungen und der erhöhten Unsicherheit anders einschätzen könnten als in den Projektionen dargelegt. Zugleich wurde angemerkt, dass ungeachtet der Unsicherheit infolge der Spannungen und unter der Voraussetzung, dass sich die Lage nicht drastisch verschlechtere, die Inflation auch unter den neuen Umständen nicht einfach von allein verschwinde und dass insbesondere die zugrunde liegende Inflation weiterhin viel zu hoch sei.

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld nahmen die Ratsmitglieder die von Herrn Lane vorgetragene Einschätzung zur Kenntnis, dass der aufwärtsgerichtete Effekt der nachlassenden Lieferengpässe auf den Handel im zweiten Halbjahr 2022 abgeklungen sei. In den März-Projektionen der EZB sei das Wachstum des weltweiten realen BIP wie auch des Handels für 2023 nach oben revidiert worden. Darin spiegelten sich höhere Wachstumserwartungen für China und die Vereinigten Staaten wider. Im Rahmen des Meinungsaustauschs wurde erneut darauf hingewiesen, dass der Rohstoffbedarf Chinas aufgrund des Wiederhochfahrens der chinesischen Wirtschaft zunehmen werde. Dies gelte zwar derzeit hauptsächlich für die Nachfrage nach Kohle, doch wurde vorgeschlagen, eine mögliche Aufstockung der chinesischen Gasvorräte genau zu beobachten. Denn die erhöhte Gasnachfrage komme eventuell noch nicht vollständig in den aktuellen Gasterminkontrakten zum Ausdruck und könnte sich noch auf die Energiepreise im Eurogebiet auswirken. Selbst wenn das Wachstum in China geringer ausfiele als erwartet, werde die Energienachfrage des Landes enorm steigen.

Die Ratsmitglieder nahmen die Einschätzung von Herrn Lane hinsichtlich der konjunkturellen Entwicklung im Euroraum zur Kenntnis: Demnach werde die Konjunktur seit Jahresbeginn vor allem von einer teilweisen Umkehr früherer negativer Angebotsschocks und sich mehrenden Anzeichen eines allmählichen Durchschlagens der geldpolitischen Straffung auf die Wirtschaft bestimmt. Die Wirtschaft im Euroraum habe im vierten Quartal 2022 stagniert, sodass die zuvor erwartete Kontraktion ausgeblieben sei. Die private Inlandsnachfrage sei jedoch stark gesunken, da die hohe Inflation, die bestehenden Unsicherheiten und die verschärften Finanzierungsbedingungen den privaten Konsum und die Investitionen belastet hätten. Letztere hätten sich um 0,9 % bzw. 3,6 % verringert. Den von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen vom März zufolge dürfte sich die Wirtschaft in den kommenden Quartalen erholen. Da sich die Angebotsbedingungen weiter verbesserten, das Vertrauen kontinuierlich zunehme und die Unternehmen ihre großen Auftragsrückstände abarbeiteten, dürfte dies zu einer Ausweitung der Industrieproduktion führen. Durch steigende Löhne und sinkende Energiepreise werde der Kaufkraftverlust, den viele private Haushalte derzeit infolge der hohen Inflation erlitten, abgemildert. Dies werde wiederum die Konsumausgaben stützen.

Was die weitere Entwicklung betreffe, so hätten die Expertinnen und Experten der EZB ihre Basisprojektionen für das Wirtschaftswachstum im Jahr 2023 auf durchschnittlich 1,0 % nach oben korrigiert. Verantwortlich hierfür seien sowohl der Rückgang der Energiepreise als auch die größere Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft gegenüber dem schwierigen internationalen Umfeld. Den Projektionen zufolge sei davon auszugehen, dass sich das Wachstum in den Jahren 2024 und 2025 weiter auf 1,6 % beschleunigen und dabei von einem robusten Arbeitsmarkt, zunehmendem Vertrauen und einer Erholung der Realeinkommen gestützt werde. Allerdings falle der Wachstumsanstieg für 2024 und 2025 aufgrund der geldpolitischen Straffung geringer aus als in den Projektionen vom Dezember erwartet. Zwar gebe die Tatsache, dass die für Ende vergangenen Jahres erwartete Kontraktion ausgeblieben sei, Anlass zu einer gewissen Zuversicht. Es wurde jedoch zu bedenken gegeben, dass die beobachtete Stagnation dessen ungeachtet einen fragilen Wachstumsausblick für das laufende Jahr impliziere.

Zudem wurde angemerkt, dass die Aufwärtskorrektur der Wachstumsrate für 2023 einem überraschend guten Ergebnis im vierten Quartal 2022 und niedrigeren Energiepreisen zuzuschreiben sei. Indessen hätten sich die Finanzierungsbedingungen im Vergleich zu den diesbezüglichen Annahmen in den Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2022 inzwischen spürbar verschärft. Es sei vollkommen klar, dass sich Zinserhöhungen in der Regel mit Verzögerung auf das Wachstum auswirkten. Gleichwohl stelle sich immer noch die Frage, ob die Prognosemodelle die kumulierte Wirkung der bislang beobachteten Zinsschritte auf das Wachstum und die Inflation hinreichend abbildeten. Dabei wurde auch argumentiert, dass der über den Projektionszeitraum vorhergesagte Rückgang des Verhältnisses der Kredite zum BIP nicht nur durch eine sinkende Kreditnachfrage bedingt sein könne, sondern auch erhebliche angebotsseitige Effekte widerspiegeln müsse. Diese dürften einen starken Einfluss auf Konsum und Investitionen haben, was offensichtlich im Widerspruch zu den nur begrenzten Kreditangebotseffekten auf das BIP stehe, die in den Stabsprojektionen unterstellt würden. Zugleich wurde in Ermangelung harter Daten infrage gestellt, ob – zumindest im Vorfeld der jüngsten Turbulenzen – Mengenbeschränkungen bei der Kreditgewährung überhaupt eine Rolle gespielt hätten, da sich die Konjunktur doch aufgehellt habe und die makroökonomischen Risiken zurückgegangen seien. Die Ertragskraft der Banken habe zudem zugenommen, und die Kapital- und Liquiditätsausstattung sei solide gewesen.

Die Mitglieder wiesen allgemein darauf hin, dass der Arbeitsmarkt trotz der konjunkturellen Eintrübung nach wie vor robust sei. Die Beschäftigung sei im vierten Quartal 2022 um 0,3 % gestiegen, und die Arbeitslosenquote habe sich im Januar 2023 auf ihrem historischen Tiefstand von 6,6 % gehalten. Es wurde angemerkt, dass der für die vergangenen sechs Monate erwartete Anstieg der Arbeitslosenquote nicht eingetreten sei und dass über den Projektionszeitraum hinweg eine anhaltend angespannte Lage am Arbeitsmarkt projiziert werde. Im kräftigen Beschäftigungswachstum komme die elastische Reaktion der Erwerbspersonen auf die Beschäftigungsangebote zum Ausdruck. Dies

unterscheide sich von der Situation im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten, wo sich die Erwerbsbeteiligung noch nicht vollständig von der Pandemie erholt habe. Gleichzeitig wurde zu bedenken gegeben, dass die Aufwärtsrevisionen des realen BIP-Wachstums und die äußerst robusten Arbeitsmärkte wahrscheinlich auf wachstumsfördernde Faktoren zurückzuführen seien. Hierzu zählten die Ersparnisbildung und Liquiditätspuffer von privaten Haushalten und Unternehmen sowie die großzügigen staatlichen Stützungsmaßnahmen. Diese günstigen Faktoren seien jedoch nicht von Dauer. In diesem Zusammenhang wurde daran erinnert, dass die Arbeitsmärkte in der Regel ein nachlaufender Indikator seien, der früher oder später die Unsicherheiten in der Realwirtschaft widerspiegeln könnte. Es wurde aber auch angeführt, dass sich hinter dem angespannten Arbeitsmarkt eine möglicherweise fortdauernde Diskrepanz zwischen offenen Stellen und Arbeitslosen verbergen könnte, die auch Auswirkungen auf die Lohnentwicklung hätte. Ferner wurde darauf hingewiesen, dass – ausgehend von historischen Regelmäßigkeiten – die Transmission der Geldpolitik auf die Wirtschaft angesichts der Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarkts und des Arbeitskräftemangels durchaus schwächer ausfallen könnte als erwartet.

Mit Blick auf die Finanzpolitik wiesen die Ratsmitglieder erneut darauf hin, dass die staatlichen Stützungsmaßnahmen zum Schutz der Wirtschaft vor den Auswirkungen der hohen Energiepreise zeitlich befristet, zielgerichtet und so zugeschnitten sein müssten, dass die Anreize zur Verringerung des Energieverbrauchs gewahrt blieben. Angesichts sinkender Energiepreise und nachlassender Risiken bezüglich der Energieversorgung müsse damit begonnen werden, diese Maßnahmen zeitnah und koordiniert zurückzunehmen. Maßnahmen, die den genannten Grundsätzen nicht gerecht würden, dürften den mittelfristigen Inflationsdruck erhöhen und damit eine stärkere geldpolitische Reaktion erforderlich machen. Im Einklang mit dem wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen der EU und wie in den Leitlinien der Europäischen Kommission vom 8. März 2023 dargelegt sollte die Finanzpolitik ferner darauf ausgerichtet sein, die Produktivität der Wirtschaft im Euroraum zu steigern und die hohe öffentliche Verschuldung nach und nach abzubauen. Eine Politik, die – insbesondere im Energiesektor – eine Verbesserung der Angebotskapazitäten des Eurogebiets bewirke, könne dazu beitragen, den Preisdruck auf mittlere Sicht zu verringern. Daher sollten die Staaten ihre Investitions- und Strukturreformpläne im Rahmen des Programms „Next Generation EU“ zügig umsetzen. Die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU sollte zeitnah abgeschlossen werden. Finanzpolitische Risiken könnten entstehen, wenn die energiebezogenen staatlichen Stützungsmaßnahmen länger als derzeit erwartet aufrechterhalten würden oder der Haushaltsspielraum für andere Ausgaben genutzt würde. Dies sei auch aus dem Blickwinkel der vorherrschenden Unsicherheit in Bezug auf die Reform des finanzpolitischen Steuerungsrahmens der EU und die Aussichten für den mittelfristigen Konsolidierungspfad der einzelnen Länder zu sehen.

Vor diesem Hintergrund bewerteten die Ratsmitglieder die Risiken für den Wachstumsausblick insgesamt als abwärtsgerichtet. Dauerhaft erhöhte Spannungen an den Finanzmärkten könnten die

allgemeinen Kreditbedingungen unerwartet stark verschärfen und das Vertrauen dämpfen. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass die jüngsten Finanzmarktspannungen die derzeit erwartete „weiche Landung“ der Wirtschaft gefährden könnten. Der Krieg Russlands gegen die Ukraine stelle nach wie vor ein erhebliches Abwärtsrisiko für die Wirtschaft dar. Er könnte die Kosten für Energie und Nahrungsmittel erneut in die Höhe treiben. Sollte sich die Weltwirtschaft deutlicher als erwartet abschwächen, würde dies möglicherweise das Wachstum im Euroraum zusätzlich bremsen. Wenn sich jedoch die Unternehmen rascher an das schwierige internationale Umfeld anpassen, könnte dies zusammen mit dem Abklingen des Energiepreisschocks zu einem höheren Wachstum beitragen als momentan erwartet. In Bezug auf die mittlere Sicht wurde die Frage aufgeworfen, ob die Einschätzung, dass die Abwärtsrisiken überwogen, gerechtfertigt sei, da die Basisprojektionen bereits deutlich nach unten korrigiert worden seien.

Was die künftige Preisentwicklung anbelange, so sei der für die Gesamtinflation projizierte Pfad in den März-Projektionen der EZB nach unten korrigiert worden. Ursächlich hierfür seien vor allem der geringer als erwartet ausgefallene Inflationsbeitrag der Energiepreise und ein etwas stärkerer abwärtsgerichteter Effekt der geldpolitischen Straffung. Zugleich sei der zugrunde liegende Preisdruck weiterhin hoch, und die Fachleute der EZB rechneten für das laufende Jahr mit einer HVPI-Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel von durchschnittlich 4,6 %. Sie läge damit über dem im Dezember projizierten Wert.

Im Rahmen der Erörterungen der Inflationsaussichten und der Projektionen wurde angeführt, dass die HVPI-Daten für Februar verglichen mit dem Ausgangspunkt für die Projektionen unerwartet hoch ausgefallen seien. Bei automatischer Einberechnung der aktuellsten Daten ergäben sich für 2023 höhere Gesamt- und Kerninflationen. Selbst ohne diese überraschend hohen Zahlen ließe der projizierte Wert von 4,6 % für die Kerninflation im Jahr 2023 darauf schließen, dass die Projektionen hinsichtlich einer Abschwächung der zugrunde liegenden Inflation übermäßig optimistisch seien. Zwar stehe die Kerninflation möglicherweise kurz vor einer Kehrtwende, aber die harten Daten ließen dies bislang noch nicht erkennen. Es wurde auf die Berechnungen zur Dynamik der Kerninflation auf kurze Sicht verwiesen. Diese basierten auf annualisierten Preissteigerungsraten der letzten drei Monate und hätten sich im Euroraum laut den im Februar veröffentlichten Daten zur Inflation wieder erhöht.

Etwas zuversichtlicher stimme indes die Beobachtung, dass sich aus den März-Projektionen die erste Abwärtskorrektur der Inflationsaussichten nach zuvor acht Projektionsrunden in Folge mit Aufwärtskorrekturen ergeben habe. Maßgeblich hierfür seien vor allem niedrigere aktuelle und künftige Rohstoffpreise für Energie. Überdies könne aus dieser Abwärtskorrektur geschlossen werden, dass der Angebotsschock, der ursprünglich zum sprunghaften Inflationsanstieg geführt habe, nun zum Teil abebbe. Die Frage kam auf, wie stark und wie rasch sich die neue Energiepreisentwicklung auf die zugrunde liegende Inflation niederschlagen werde. Die Ratsmitglieder begrüßten zwar die Tatsache, dass in die Projektionen einige sukzessive eintretenden Effekte des

Durchwirkens zurückliegender Energieverteuerungen auf die Kerninflation einflößen. Es sei jedoch fraglich, ob der jüngste Rückgang der Energiepreise auf symmetrische Weise durchwirken werde. Dass die Erzeugerpreise den EMI-Umfragedaten zufolge deutlich langsamer sanken als die Vorleistungspreise, sei ein Beleg für eine asymmetrische Weitergabe. Dies entspreche auch der aktuellen wissenschaftlichen Forschung.

Die Zerlegung der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel in energie- und lohnsensible Positionen lasse erkennen, dass zwar der Faktor Energie an Bedeutung verliere, der Faktor Lohn hingegen an Bedeutung gewinne. Daraus gehe hervor, dass das Lohnwachstum zum Haupttreiber der zugrunde liegenden Inflation werde. Sein Inflationsbeitrag sei aktuell etwa zweimal so hoch wie in der Zeit von 2019 bis 2020. Die augenscheinliche Trägheit der Kerninflation sei daher auf sich verlagernde Haupttreiber zurückzuführen.

Zudem wurde angeführt, dass es vom Verhalten der Gewinnmargen abhängen werde, inwieweit die Anpassung der Kerninflation an die Energiepreisentwicklung in der Disinflationsphase symmetrisch verlaufe. Es wurde daran erinnert, dass die Gewinnmargen bislang recht widerstandsfähig geblieben seien und sich 2022 trotz umfangreicher negativer Energieschocks und anderer kostentreibender Schocks sogar ausgeweitet hätten. Dieses Verhalten könne bei sinkenden Energiepreisen allerdings anders ausfallen, aber es bleibe abzuwarten, ob sich die Ausweitung der Gewinnmargen im Jahr 2023 umkehren werde.

Was das Lohn- und Preissetzungsverhalten anbelange, so stimmten die Ratsmitglieder überein, dass sich vor dem Hintergrund robuster Arbeitsmärkte und der Bestrebungen seitens der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer, nun einen gewissen Ausgleich für den infolge der hohen Inflation eingetretenen Kaufkraftverlust zu erhalten, der Lohndruck verstärkt habe. Darüber hinaus hätten zahlreiche Unternehmen ihre Gewinnmargen in Sektoren mit eingeschränktem Angebot und steigender Nachfrage ausweiten können. Es wurde auf das kräftige Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der Lohnstückkosten im vierten Quartal 2022 verwiesen. Dieses liege deutlich über dem Stand, der nach allgemeiner Ansicht auf mittlere Sicht mit dem Inflationsziel von 2 % vereinbar sei. Angesichts der angespannten Arbeitsmarktlage und des anhaltend hohen Inflationsdrucks, der vor allem bei Alltagskäufen wie etwa Nahrungsmitteln erkennbar werde, werde kein baldiges Abschwächen des Lohnwachstums erwartet. Indes würden sich im Durchschnitt die Tarifabschlüsse im Euroraum auf Länderebene deutlich unterscheiden.

Es wurden Zweifel geäußert, ob das in den März-Projektionen angenommene niedrigere Lohnwachstum gegen Ende des Projektionszeitraums gerechtfertigt sei. Zugleich wurde argumentiert, es sei folgerichtig, das nominale Lohnwachstum nach unten zu revidieren, falls die Inflation auf mittlere Sicht rascher zurückgehe als zuvor erwartet. Der Nominallohnzuwachs falle aufgrund der rückläufigen Lebenshaltungskosten etwas geringer aus. In realer Betrachtung implizierten die Projektionen jedoch eine Aufwärtskorrektur der Löhne. Dies deute nunmehr darauf hin, dass der

Terms of Trade-Schock nicht dazu führen werde, dass die Reallöhne bis zum Ende des Projektionszeitraums unter das Niveau von Anfang 2022 absinken werden.

Die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer machten abermals weithin deutlich, dass die Entwicklung der Gewinne und Gewinnaufschläge genauso wie die Lohnentwicklung konstant beobachtet und analysiert werden müsse. Dass in der Kommunikation mit der Öffentlichkeit häufig auf die Löhne verwiesen werde, bedeute nicht, dass die Entwicklung der Gewinnmargen unbeachtet geblieben sei. Es wurde betont, dass der Terms-of-Trade-Schock wie eine Steuer wirke. Bei seiner Absorption in der Binnenwirtschaft sollte ein gewisser Lastenausgleich zwischen Arbeit und Kapital stattfinden. Aus Sicht der Geldpolitik sei vor allem relevant, dass ein solcher Lastenausgleich dazu beitragen würde, Zweitrundeneffekte und Lohn-Preis-Spiralen zu verhindern. Überdies kam die Frage auf, ob sich aus der kräftigen Entwicklung der Gewinnmargen schließen lasse, dass der beträchtliche Kostendruck die Wettbewerbsfähigkeit europäischer Exporteure nicht unmittelbar beeinträchtigt habe. Es wurde angemerkt, dass die Unternehmensbilanzen und die Ertragslage der Unternehmen sehr solide ausgefallen seien. Dies deute darauf hin, dass die Unternehmen bis zum Einsetzen der wirtschaftlichen Abschwächung über eine hohe Preissetzungsmacht verfügt hätten. In einer Zeit wachsenden Kostendrucks hätten diese Preissetzungsmacht und die häufigeren Preisänderungen für bleibenden Aufwärtsdruck auf die zugrunde liegende Inflation gesorgt. Allerdings wurde auch darauf hingewiesen, dass über kurz oder lang Bedenken hinsichtlich der Wettbewerbsfähigkeit zum Tragen kommen würden. Dies werde dazu beitragen, die Inflation abzusenken.

Unterdessen lägen die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen derzeit bei rund 2 %, sollten jedoch weiter beobachtet werden. Dies gelte insbesondere vor dem Hintergrund der jüngsten Volatilität der marktbasierenden Inflationserwartungen. Die Ratsmitglieder hoben hervor, dass sich die aus Marktdaten abgeleiteten Inflationserwartungen in der Zeit zwischen den letzten beiden geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats über alle Laufzeiten hinweg deutlich erhöht hätten; zuletzt hätten sie sich jedoch wieder leicht abgeschwächt. In diesen Messgrößen seien anscheinend beträchtliche Inflationsrisikoprämien enthalten. Ein Anstieg dieser Prämien könne als Ausdruck der Marktunsicherheit bezüglich der Fähigkeit der EZB interpretiert werden, ihr Inflationsziel dauerhaft zu erreichen. Die Tatsache, dass der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren auf knapp 2,6 % gestiegen sei, wurde als Indiz dafür gewertet, dass ein rascher Rückgang der zugrunde liegenden Inflation unwahrscheinlich sei. Zudem hätten sich die marktbasierenden Inflationserwartungen als Reaktion auf die jüngsten Finanzmarktspannungen kaum nach unten bewegt. Dies lasse den Schluss zu, dass diesen Ereignissen kein großer disinflationärer Einfluss zugeschrieben werde.

Allerdings wurde auch daran erinnert, dass die Swapsätze keine echten Inflationserwartungen widerspiegeln, da sie erhebliche Inflationsrisikoprämien enthielten. Zugleich wurde darauf verwiesen, dass die aus Optionspreisen abgeleitete Wahrscheinlichkeit einer längerfristig über 3 % liegenden Inflation zuletzt gestiegen sei. Was die Umfragen anbelange, so seien die in der EZB-

Umfrage zu den Verbrauchererwartungen gewonnenen mittelfristigen Inflationserwartungen rückläufig; dies stimme zuversichtlich.

Vor diesem Hintergrund gelangten die Ratsmitglieder zu der Einschätzung, dass der Inflationsausblick sowohl mit Aufwärts- als auch Abwärtsrisiken behaftet sei. Angesichts der erheblichen Unsicherheit, die mit den jüngsten Finanzmarktspannungen einhergehe, bestehe für den EZB-Rat keine Notwendigkeit, aus der Bandbreite an Risikofaktoren eine eigene gemeinsame Risikobilanz mit Blick auf die Preisstabilität zu formulieren. Zu den Aufwärtsrisiken für die Inflation zählten der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette, der kurzfristig für einen noch stärkeren Anstieg der Endkundenpreise als erwartet sorgen könne. Binnenfaktoren wie hartnäckig über dem Zielwert liegende Inflationserwartungen oder kräftiger als angenommen steigende Löhne und Gewinnmargen könnten die Inflation – auch mittelfristig – weiter steigern. Darüber hinaus könne eine unerwartet lebhaftere Wirtschaftserholung in China den Rohstoffpreisen und der Auslandsnachfrage neuerlichen Auftrieb geben. Zu den Abwärtsrisiken für die Inflation zählten anhaltend erhöhte Spannungen an den Finanzmärkten, die den Disinflationprozess beschleunigen könnten. Darüber hinaus könnten sinkende Energiepreise dazu führen, dass der von der zugrunde liegenden Inflation und der Lohnentwicklung ausgehende Druck nachlasse. Auch eine Abschwächung der Nachfrage, die ihren Ursprung unter anderem in einer deutlicher verlangsamten Bankkreditvergabe oder einer sich stärker als prognostiziert erweisenden Transmission der Geldpolitik haben könne, würde dazu beitragen, dass der Preisdruck insbesondere mittelfristig geringer als derzeit erwartet ausfalle. Die Auflistung dieser Faktoren impliziere nicht, dass sich die Risiken in einem Gleichgewicht befänden, sondern unterstreiche vielmehr die erhebliche Unsicherheit, die im aktuellen Umfeld vorherrsche, weshalb ein datenabhängiger Ansatz bei der Gestaltung der Geldpolitik geboten sei.

Die Ratsmitglieder legten in ihrer Diskussion eine Reihe von Standpunkten zu den Risiken dar, mit denen das Basisszenario der Inflationsprojektionen behaftet sei. Dabei waren mehrere Mitglieder der Auffassung, dass über den gesamten Zeithorizont die Aufwärtsrisiken überwögen. Einige Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer argumentierten mit einer lediglich als gering einzuschätzenden Wahrscheinlichkeit, dass die Inflation so rasch wie in den EZB-Projektionen vom März vorgezeichnet auf ein niedriges Niveau abflauen werde. Die Projektionen erweckten den Eindruck einer „perfekten Disinflation“ (einer Rückkehr der Inflation zum Zielwert bei sehr geringen Einbußen mit Blick auf die Wirtschaftsleistung). Überdies wurde hervorgehoben, dass das Basisszenario und die Bilanz der Risiken nicht unabhängig voneinander seien: Spiegele die Abwärtskorrektur des Basisszenarios größeren Optimismus wider, dann sollte dies zu einer Verschiebung der Risikoverteilung nach oben führen. Eine derartige Interpretation schein durch die jüngsten Inflationsdaten gestützt zu werden, die höher als erwartet ausgefallen seien und somit die Abwärtskorrektur des Basisszenarios infrage stellten. Zu Bedenken gegeben wurde ebenfalls, dass die jüngste Beschleunigung des Lohnwachstums mit Zweitrundeneffekten im Einklang stehe, die sich

bereits zu zeigen begonnen hätten. Überdies wurde darauf verwiesen, dass die Produktionslücke nun geringer sei als zuvor. Jedenfalls gingen von ihr andere Signale aus als von der Arbeitslosenlücke. Dies sei auch bei früheren Anlässen bereits diskutiert worden. Es wurde auf die Möglichkeit verwiesen, dass die unterschiedlichen Risikofaktoren sich eventuell gegenseitig eher verstärkten als neutralisierten. Daher könnte vor allem die Kerninflation eine größere Persistenz als in den Projektionen unterstellt aufweisen. Als weiteres wesentliches Aufwärtsrisiko wurde eine expansivere Finanzpolitik wahrgenommen, wenngleich hierbei Unsicherheit vorherrsche, die nicht zuletzt mit der Einhaltung der Fiskalregeln zusammenhänge. Zugleich wurde argumentiert, dass die ins Basisszenario eingeflossenen Abwärtseffekte, die aus der geldpolitischen Straffung und den Kreditbeschränkungen resultierten, zu gering seien, was ein Abwärtsrisiko darstelle.

Was die monetäre und finanzielle Analyse anbelange, so teilten die Ratsmitglieder weitgehend die eingangs von Herrn Lane vorgetragene Einschätzung. Es wurde angemerkt, dass sich die Unternehmenskredite der Banken im Euroraum verteuert hätten, unter anderem weil sich der Wert der Sicherheiten verringere. Dies trage mit zu einer stark rückläufigen Kreditnachfrage bei. Eine Rolle spiele aber auch das Kreditangebot, denn die jüngsten Spannungen an den Finanzmärkten verstärkten wahrscheinlich die Verschärfung der Kreditbedingungen und sensibilisierten die Banken gegenüber dem Risiko von Einlagenabflüssen, sodass deren Kreditvergabebereitschaft sinke. Allerdings wurde hinterfragt, ob in einem Umfeld, in dem sich den Projektionen zufolge eine Konjunkturbelebung in den kommenden Quartalen sowie profitable Kreditvergabemöglichkeiten für die Banken abzeichneten, überhaupt Kreditangebotsbeschränkungen bestünden. Ins Feld geführt wurde überdies, dass die Kreditentwicklung, und insbesondere die Unternehmenskreditvergabe seitens der Banken, mit einer gewissen Verzögerung auf die Geldpolitik reagiere. Es sei daher denkbar, dass die jüngste Abschwächung des Kreditwachstums mehr auf eine geringere Kreditnachfrage infolge des Energiepreisschocks und der hohen Investitionsunsicherheit als auf quantitative Beschränkungen des Kreditangebots zurückzuführen sei. Hingewiesen wurde auch auf den rückläufigen Trend bei der Kreditgewährung an nichtfinanzielle Unternehmen, wodurch sich das während der Pandemie verzeichnete außergewöhnlich starke Kreditwachstum zum Teil wieder umkehre. Gleichwohl gab es auch warnende Äußerungen, dass eine solch günstige Einschätzung unter Umständen revidiert werden müsse, sollten die Risikoprämien ansteigen und die Spannungen an den Finanzmärkten doch länger anhalten.

Es wurde konstatiert, dass sich Kreditaufnahme seitens der privaten Haushalte vor dem Hintergrund höherer Hypothekenzinsen ebenfalls verteuert hätte. Letztere hätten zu einer rückläufigen Kreditnachfrage und im Verbund mit strengeren Kreditrichtlinien zu einer weiteren Abschwächung des Kreditwachstums im privaten Haushaltssektor geführt. Die Sorge wurde laut, dass sich die starke Verlangsamung des Geldmengenwachstums – wofür die liquidesten Komponenten verantwortlich waren – als Vorbote weiterer Risiken für die Konjunkturaussichten erweisen könne.

Gleichwohl gaben sich die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer zuversichtlich, dass der Bankensektor im Euroraum angesichts solider Kapital- und Liquiditätspositionen widerstandsfähig sei. Es sei davon auszugehen, dass die Vertrauensbekundung des EZB-Rats für den hiesigen Bankensektor zusammen mit den aktuell auf internationaler Ebene diskutierten Maßnahmen zugunsten einer erleichterten Fremdwährungsfinanzierung der Banken die derzeitigen Marktspannungen abmildern dürften. Sollte der EZB-Rat mit Ansteckungseffekten auf den Bankensektor des Euroraums konfrontiert werden, so verfüge er über ein geeignetes Handlungsinstrumentarium, mit dem er das Finanzsystem des Euroraums bei Bedarf mit ausreichend Liquidität unterstützen und die reibungslose Transmission der Geldpolitik aufrechterhalten könne. Die Ratsmitglieder waren der Ansicht, dass der EZB-Rat damit imstande sei, die Märkte wann immer erforderlich zu beruhigen.

Es wurde darauf hingewiesen, dass vor dem Hintergrund der restriktiveren Geldpolitik vereinzelt mit Fällen finanzieller Anfälligkeit zu rechnen sei. Zudem sei zu erwarten, dass die Marktteilnehmer die Solidität der Banken genau unter die Lupe nehmen würden, sodass die erhöhte Volatilität an den Märkten anhalten dürfte. Bei der Einschätzung der Risiken für die Finanzstabilität müsse berücksichtigt werden, dass die Transmission der geldpolitischen Impulse in Zeiten von Marktstress wahrscheinlich stärker ausfalle als in ruhigeren Phasen.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Was die Beurteilung des geldpolitischen Kurses betreffe, so waren sich die Mitglieder weitgehend darin einig, dass sich Bankkredite seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung verteuert hätten, worin eine fortlaufende Transmission der restriktiveren Geldpolitik zum Ausdruck komme. Die Anleihemärkte und die allgemeinen Finanzierungsbedingungen hätten allerdings zuletzt eine erhebliche Volatilität aufgewiesen, wobei die Risikoprämien gestiegen, aber die risikofreien Renditen gesunken seien, da die Marktteilnehmer ihre Erwartungen in Bezug auf den Leitzinshöchststand im derzeitigen Zinserhöhungszyklus deutlich gesenkt hätten. Dies habe gegenläufige Wirkungen zur Folge und bedeute wahrscheinlich, dass mehr Zeit nötig sei, um den Gesamteffekt des geldpolitischen Kurses auf die Finanzierungsbedingungen umfassend zu beurteilen.

Vor diesem Hintergrund wurde auf den Trennungsgrundsatz verwiesen, wonach der geldpolitische Kurs unabhängig von den Risiken bezüglich der Finanzstabilität beurteilt werden müsse. Es wurde daran erinnert, dass dem EZB-Rat Liquiditätsinstrumente zur Verfügung stünden, um möglichen Liquiditätsengpässen im Bankensektor und Ansteckungseffekten durch die internationalen Entwicklungen entgegenzuwirken. Dadurch sei er in der Lage, die jüngste Volatilität der Finanzmarktvariablen auszublenden, um die Leitzinsen im Einklang mit seinem Preisstabilitätsziel festzusetzen. Eine weiter gehende Analyse hinsichtlich der Stärke der geldpolitischen Transmission

wurde als geboten erachtet, um die Auswirkungen der restriktiveren Finanzierungsbedingungen auf die Konjunkturaussichten und die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation besser zu verstehen. Auf der einen Seite wurde die Ansicht vertreten, dass die Wirkung der Geldpolitik in der Vergangenheit kontinuierlich überschätzt worden sei, und dies könne erneut passieren. Auf der anderen Seite wurde darauf hingewiesen, dass sich die seit Juli 2022 vorgenommenen Leitzinserhöhungen aufgrund langer Transmissionsverzögerungen in ihrer Wirkung noch nicht vollständig entfaltet hätten. Daher bestehe die Gefahr, dass der Effekt der geldpolitischen Straffung unterschätzt werde.

Mit Blick auf die vorgeschlagenen geldpolitischen Maßnahmen für die aktuelle Sitzung betonten die Mitglieder, dass die Inflation weiterhin viel zu hoch sei und den Projektionen zufolge zu lange zu hoch bleiben werde. Zwar blieben die Inflationserwartungen offenbar weitgehend verankert, doch marktbasierende Messgrößen des Inflationsausgleichs bewegten sich seit der geldpolitischen Sitzung im Februar über weite Strecken in die falsche Richtung. Es bestehe ein Risiko, dass sich die hohe Inflation stärker verfestigen könnte, da auch die Kerninflation weiter steige. Vor diesem Hintergrund habe die Geldpolitik noch ein gutes Stück Weg vor sich, bis eine niedrigere Inflation erreicht werde. Dies gelte auch, wenn das Basisszenario der Stabsprojektionen vom März eintrete. Es wurde argumentiert, dass die Geldpolitik der EZB angesichts der Gefahr einer persistenten Inflationsdynamik ebenfalls persistent sein müsse.

Zugleich wurden die derzeitigen außergewöhnlichen Spannungen an den Finanzmärkten als Ursache erheblicher Unsicherheit für den Wirtschafts- und Inflationsausblick angesehen, da Ausmaß, Dauer und Tragweite des Schocks unbekannt seien. Anhaltender finanzieller Stress berge das Potenzial, die Wirtschaft vom Basisszenario in ein anderes Regime zu verschieben, wobei ein solcher Übergang nur schwer in Echtzeit zu erfassen sei. Alles in allem, so die Auffassung, seien die beiden Ziele Preisstabilität und Finanzstabilität komplementär, sodass kein grundsätzlicher Zielkonflikt vorliege, da die Wahrung der Finanzstabilität eine ordnungsgemäße Transmission der Geldpolitik und das Erreichen von Preisstabilität auf mittlere Sicht fördere. Zudem wurde es als unwahrscheinlich erachtet, dass die Finanzmarktspannungen die Einschätzung der Inflationsaussichten durch den EZB-Rat grundlegend verändern werde, es sei denn, es trete eine erhebliche Verschlechterung der Lage ein.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Vor diesem Hintergrund stimmte eine sehr große Mehrheit dem Vorschlag von Herrn Lane zu, die Leitzinsen der EZB um 50 Basispunkte anzuheben. Dies stehe mit der Absicht im Einklang, die der EZB-Rat auf seiner vorangegangenen geldpolitischen Sitzung kommuniziert habe. Es wurde anerkannt, dass in der gegenwärtigen Situation erhöhter Unsicherheit eine Entscheidung unter unvollständiger Information zu treffen sei. In dieser Situation wurden Risiken auf beiden Seiten

gesehen. Allerdings wurde die Verfolgung des kommunizierten beabsichtigten Zinspfads als wichtig erachtet, um Vertrauen zu schaffen und die Entstehung weiterer Unsicherheit an den Finanzmärkten zu vermeiden. Jedenfalls wurde betont, dass die Inflation weit über dem Ziel des EZB-Rats liege und die Inflationsdynamik immer noch zu stark sei, was eine Erhöhung der Leitzinsen um 50 Basispunkte rechtfertige. Eine Erhöhung in diesem Ausmaß wurde unter Berücksichtigung möglicher Nebenwirkungen insgesamt als verhältnismäßig angesehen.

Einige Mitglieder hätten es vorgezogen, die Leitzinsen nicht anzuheben, bis die Spannungen an den Finanzmärkten nachließen, und eine umfassende Neubewertung des Kurses auf der nächsten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Mai vorzunehmen. Es wurde hervorgehoben, dass die Märkte volatil seien und der positive Auftakt an den Finanzmärkten am zweiten Tag der aktuellen Sitzung nicht als Beleg dafür gewertet werden könne, dass die Risiken für die Finanzstabilität zurückgegangen seien. Darüber hinaus entspräche es einem Risikomanagementansatz, mit der Anhebung der Leitzinsen zu pausieren. Denn die Risiken, die sich bei nur kurzlebigen Spannungen aus dem Pausieren ergäben, seien als wesentlich weniger schwerwiegend zu sehen als jene Risiken, die mit einer Leitzinsanhebung in eine anhaltende Krise hinein zusammenhängen. Darüber hinaus würde eine Erhöhung um 50 Basispunkte zu einem deutlich stärkeren Straffungseffekt führen, wenn die Wirtschaft bereits unter den Auswirkungen von Finanzstress leide. Es wurde an Fälle in der Vergangenheit erinnert, in denen der EZB-Rat die Zinssätze erhöht habe und die Anhebung kurze Zeit später dann wieder zurücknehmen habe müssen. Vom datenabhängigen Ansatz des EZB-Rats ausgehend wäre es in der aktuellen Situation naheliegend, die Zinserhöhung zu verschieben und abzuwarten, bis die Unsicherheit zurückgegangen sei.

Mit Blick auf die Zukunft stimmten die Ratsmitglieder mit Herrn Lane darin überein, dass die erhöhte Unsicherheit einmal mehr verdeutliche, wie wichtig ein datengestützter Ansatz bei den künftigen Leitzinsbeschlüssen des EZB-Rats sei. Dieser Ansatz erkenne an, dass der EZB-Rat nur über begrenzte Informationen verfüge, wie sich die anhaltenden Marktturbulenzen entwickeln dürften. Zugleich wurde darauf verwiesen, dass die Kommunikation des EZB-Rats – untermauert durch die deutliche Zinsanhebung auf der aktuellen Sitzung – bestätige, mit welchem Nachdruck er sein Preisstabilitätsziel verfolge.

Vor diesem Hintergrund wurde betont, dass der EZB-Rat den geldpolitischen Kurs weiter anpassen müsse, um eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum Zielwert zu gewährleisten, sollten sich die in den März-Projektionen der EZB enthaltenen Inflationsaussichten bestätigen.

Gleichzeitig sei es auch wichtig, dass der EZB-Rat seine Reaktionsfunktion für künftige geldpolitische Entscheidungen klarer erläutere. In diesem Zusammenhang sei es entscheidend, die wichtigsten „Reaktionsvariablen“ darzulegen. Insbesondere zählten hierzu die Auswirkungen der eingehenden Wirtschafts- und Finanzdaten auf die Inflationsaussichten, die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation und die Stärke der geldpolitischen Transmission. Mit der Auflistung der wichtigsten Variablen,

denen bei den nächsten geldpolitischen Beschlüssen ein besonderes Gewicht beigemessen werde, würde der EZB-Rat einen Ankerpunkt schaffen, an dem sich die Öffentlichkeit orientieren könne, wenn sie in Zeiten erhöhter Unsicherheit ihre Erwartungen bilde. Eine genauere Erklärung der geldpolitischen Reaktionsfunktion würde es der Öffentlichkeit ermöglichen, auf Basis neu verfügbarer Informationen (wie etwa der Umfrage zum Kreditgeschäft) eine eigene Einschätzung hinsichtlich der Stärke der geldpolitischen Transmission vorzunehmen. In jedem Fall habe der EZB-Rat bis zu seiner geldpolitischen Sitzung im Mai Zeit, um die Auswirkung der Verschärfung der Finanzierungsbedingungen auf die Inflationsentwicklung neu zu beurteilen. Zugleich wäre er bereit, erforderlichenfalls Liquiditätshilfen bereitzustellen, um eine reibungslose Transmission der Geldpolitik zu gewährleisten.

Unter Berücksichtigung dieser Überlegungen waren sich die Ratsmitglieder grundsätzlich darin einig, dass der EZB-Rat davon absehen solle, bedingungslose Erwartungen zum künftigen Zinspfad zu kommunizieren. Allerdings wurde die Sorge geäußert, dass eine solche fehlende Orientierungshilfe als Hinweis interpretiert werden könne, dass sich der Zinserhöhungszyklus dem Ende nähere. Daher wurde vorgeschlagen, die Botschaft zu vermitteln, dass der EZB-Rat angesichts des Basisszenarios die Erwartung, weitere Zinserhöhungen vorzunehmen, geäußert hätte, wären die jüngsten Marktspannungen nicht aufgetreten.

Insgesamt traf bei den Ratsmitgliedern die Aussage, dass sich das Bankensystem im Euroraum widerstandsfähig zeige und es wichtig sei, den Marktteilnehmern zu versichern, dass die Banken über eine solide Kapital- und Liquiditätsausstattung verfügten, auf breite Zustimmung. Es wurde die Ansicht vertreten, es sei zwar darauf hinzuweisen, dass der EZB-Rat die Risiken für die Finanzstabilität überwache, es sei jedoch zu bekräftigen, dass die Gewährleistung von Preisstabilität das vorrangige Ziel sei und der EZB-Rat weiterhin entschlossen sei, die Inflation zeitnah auf ihren mittelfristigen Zielwert zurückzuführen.

Überdies müsse abermals bekräftigt werden, dass der EZB-Rat bereit sei, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen, um sicherzustellen, dass die Inflation auf ihr mittelfristiges Ziel zurückkehre, und angesichts der erhöhten Unsicherheit sei auch die reibungslose Funktionsfähigkeit des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu betonen.

Darüber hinaus erklärten sich die Ratsmitglieder mit dem Vorschlag einverstanden, bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im PEPP-Portfolio weiterhin flexibel zu agieren. Die Beibehaltung der bestehenden Flexibilität bei den PEPP-Reinvestitionen sei ein effizienter und präventiver Ansatz, um auf potenzielle, aus der Pandemie erwachsende neuerliche Risiken für den Transmissionsmechanismus zu reagieren.

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 16. März 2023](#)

Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse vom 16. März 2023](#)

Sitzung des EZB-Rats, 15.-16. März 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 März 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 Demarco
- Herr Gavilán
- Herr Haber
- Herr Koukoularides
- Herr Kuodis
- Herr Luikmel
- Herr Lünemann
- Herr Madouros

- Herr Nicoletti Altimari
- Herr Novo
- Herr Ódor
- Herr Rutkaste
- Herr Sleijpen
- 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 Donnerstag, den 1. Juni 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.