

# MONETÄRE ENTWICKLUNG

## IN KÜRZE

Die EZB erhöht weiter ihre Leitzinsen, während die Verkürzung ihrer Bilanz vorangeht. Dennoch rechnet die Notenbank auch 2025 noch mit einer Inflationsrate leicht über ihrem Ziel von 2%. Die Finanzierungsbedingungen für private Haushalte, Staaten und Unternehmen haben sich auf im Vergleich zu letztem Jahr deutlich höherem Niveau stabilisiert. Der Euro hat seit Jahresbeginn gegenüber US-Dollar und Yen aufgewertet.

## INFLATION

Die Inflation in der Eurozone fiel zuletzt deutlich. Im März stieg das allgemeine Preisniveau „nur noch“ um 6,9% gegenüber dem Vorjahr (Abb. 1).<sup>1</sup> Das Spektrum der Raten der einzelnen Euroländer variiert weiter stark – von zuletzt 3,0% in Luxemburg bis 17,3% in Litauen. Während die Energiepreise (auch durch einen Basiseffekt) das erste Mal seit zwei Jahren mit 0,9% wieder etwas fielen, stiegen die Lebensmittelpreise im März weiter mit zuletzt 15,4% gegenüber dem Vorjahr an. Auch die Kernrate der Inflation, also ohne die stark schwankenden Preise für Energie und Nahrungsmittel, stieg im März erneut auf nun 5,7%. Der

ursprünglich durch hohe Energiepreissteigerungen verursachte Preisauftrieb breitet sich also weiter aus.

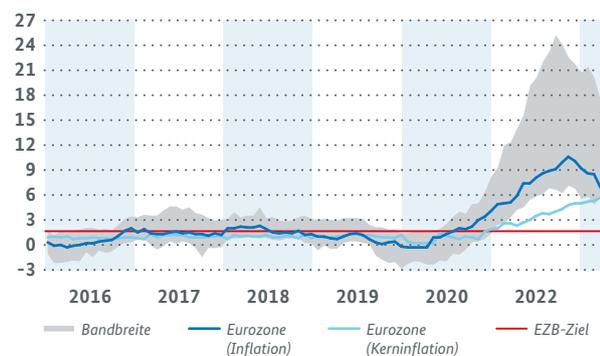
Die EZB hat im März quartalsmäßig neue, etwas niedrigere Inflationsprognosen präsentiert (Abb. 2): Nach 5,3% für dieses Jahr prognostiziert die Notenbank 2,9% für 2024 und 2,1% im Jahr 2025 – die EZB rechnet also auch mittelfristig mit Raten über ihrem 2%-Ziel. Bei der Kernrate der Inflation erwartet die EZB für dieses Jahr aktuell 4,6%, für 2024 dann 2,5% und 2,2% für 2025. Dass die EZB auch 2025 eine – wenn auch nur leicht höhere – Kerninflation als die allgemeine Inflation sieht, deutet darauf hin, dass die EZB mit einem nachlassenden, aber sich ausbreitenden Preisauftrieb rechnet.

## GELDPOLITISCHER KURS DER EZB

Die EZB hat am 16.03.2023 erneut – wie angekündigt um 50 Basispunkte – die Zinsen angehoben. Der Hauptrefinanzierungssatz liegt nun bei 3,50% (Spitzen-Refinanzierungssatz: 3,75%, Einlagesatz: 3,00%). Die Zinsentscheidung stand in besonderem Fokus vor dem Hintergrund der jüngsten Finanzmarkturbulenzen. Die EZB hob in den ihre Entscheidung begleitenden Worten die erhöhte Verunsicherung der Märkte hervor und betonte, weitere Zinsentscheidungen gerade deshalb weiter datenabhängig zu treffen – nicht nur

ABB. 1: BLICK ZURÜCK

Inflation in der Eurozone, monatlich (%)

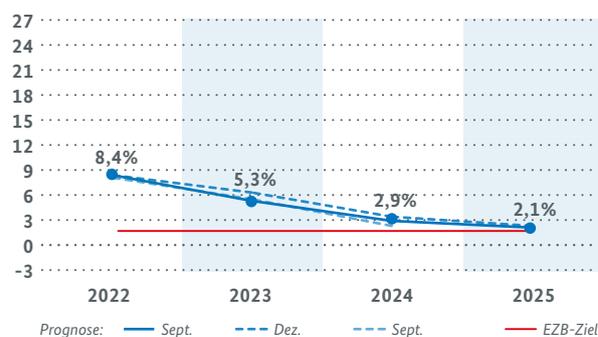


In % ggü. Vorjahr, bezogen auf den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI). Die Bandbreite zeigt die höchsten und niedrigsten Inflationsraten der einzelnen Euroländer an. März-Werte vorläufig.

Quellen: EZB für Prognosen, Eurostat, Macrobond für historische Daten

ABB. 2: BLICK NACH VORNE

EZB-Inflationsprognosen, jährlich (%)



<sup>1</sup> Gemessen auf Basis des über die Eurozone Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI).

mit Blick auf die Inflationsdaten, sondern auch, wie EZB-Präsidentin Lagarde betonte, mit Blick auf Finanzmarktdaten. Einen Zielkonflikt zwischen Preis- und Finanzmarktstabilität gebe es laut Lagarde nicht. Zudem sei der Bankensektor der Eurozone „widerstandsfähig, mit starken Kapital- und Liquiditätspositionen“. Die EZB stünde ferner in jedem Fall bereit, wenn nötig, Notfallliquidität bereitzustellen.

Die nächste Zinsentscheidung trifft die EZB am 04.05.2023. Für diese Sitzung gab die Notenbank nun keine Forward Guidance mehr: Während die EZB den letzten Zinsschritt noch klar andeutete, gab sie nun keine Indizien mehr dafür, was sie im Mai (und danach) tun werde.

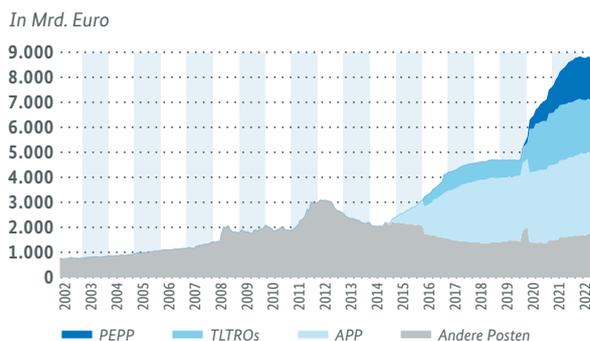
Nachfolgend der Status quo der Maßnahmen zur Verkürzung der EZB-Bilanz („Quantitative Tightening“):

- Das Portfolio des **Asset Purchase Programms (APP)**; 3.231 Mrd. Euro = 42 % der Bilanz) werde langsam und wie in den letzten Monaten angekündigt abgebaut, indem nicht alle fällig werdenden Wertpapiere reinvestiert werden. Der Abbau werde sich bis Ende Juni auf durchschnittlich 15 Mrd. Euro pro Monat belaufen. Anschließend werde erneut über das Tempo des Abbaus entschieden.
- Alle fällig werdenden Positionen im Portfolio des **Pandemic Emergency Purchase Programms (PEPP)**; 1.676 Mrd. Euro = 22 % der Bilanz) würden dagegen – ebenfalls wie seit langem angekündigt – weiter bis mindestens Ende 2024 voll reinvestiert werden. Die EZB behält sich weiter vor, Reinvestitionen im PEPP flexibel zu nutzen und die Anleihen bestimmter Euroländer bevorzugt zu kaufen, um unterschiedlich stark steigende Risikoaufschläge („Fragmentierung“) im Binnenmarkt zu verhindern. Das PEPP wurde angesichts des Pandemieausbruchs zusätzlich zum APP aufgelegt, um die Lage zu stabilisieren. Es erlaubt flexiblere Ankäufe als das APP, insbesondere den Ankauf griechischer Wertpapiere.
- Die **Targeted longer-term Refinancing Operations (TLTROs)**; 1.187 Mrd. Euro = 15 % der Bilanz): Die vergünstigten Kredite an den Bankensektor wurden seit 2015 in drei Chargen und zuletzt angesichts des Pandemieausbruchs vergeben, um Banken zu mehr Kreditvergabe zu bewegen. Sie wurden im Dezember 2021 eingestellt, die Banken haben jedoch bis zu vier Jahre Zeit, die Kredite zurückzuzahlen. Im November 2022 hat die EZB die Zinsen auf ihre vergünstigten Kredite an den Bankensektor angepasst, sodass die Banken diese schneller zurückzahlen und die EZB-Bilanz sich damit passiv verkürzt. Seitdem wurden Kredite i. H. v. 635 Mrd. Euro vorzeitig zurückgezahlt.

- **Green Tilting:** Gleichzeitig gewichtet die EZB nun ihr Portfolio mittels Reinvestitionen von im APP gehaltenen, fällig werdenden Unternehmensanleihen (Dezember: 342 Mrd. Euro = 4 % der EZB-Bilanz) zugunsten von Unternehmen mit besserer Klimaperformance um. Die EZB hat dafür einen eigenen Klimascore entwickelt. EZB-Direktoriumsmitglied Schnabel hatte in einer Rede am 10.01.2023 auch Ankäufe grüner Staatsanleihen, insbesondere von Supranationals (also von der EU oder der Europäischen Investitionsbank), in Aussicht gestellt. Details hierzu gibt es jedoch noch nicht.

Die **EZB-Bilanz** beträgt derzeit 7.730 Mrd. Euro, was rund 11 % weniger ist als zum Höchststand im Mai 2022.

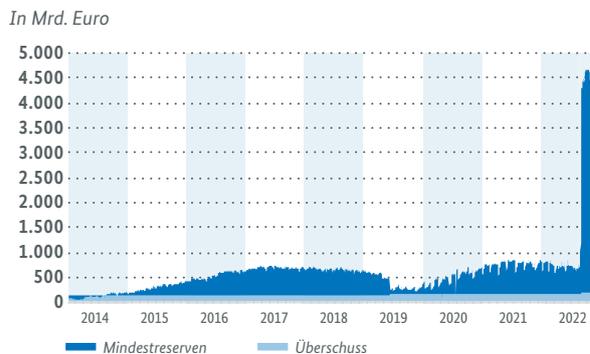
ABB. 3: EZB-BILANZ



## FINANZIERUNGSBEDINGUNGEN

Die Banken der Eurozone haben angesichts der Leitzinserhöhungen seit September letzten Jahres große Teile ihrer Überschussreserven – also Einlagen von Kreditinstituten auf Zahlungsverkehrskonten bei der Zentralbank, die über

ABB. 4: LIQUIDITÄT IM EUROBANKENSYSTEM



das Mindestreservesoll hinausgehen – in die seitdem wieder positiv vergütete Einlagefazilität verschoben. Dort hielten Banken zuletzt etwa 3,9 Bio. Euro (Abb. 4).

Am Geldmarkt, an dem Banken unbesichert ihren kurzfristigen Liquiditätsbedarf decken, steigen die Zinsen weiter und liegen weiter über dem Niveau der Einlagefazilität. Der EURIBOR, einer der am stärksten genutzten Referenzzinssätze in der Eurozone (hier für Geschäfte mit Laufzeit von 3 Monaten), notierte zuletzt etwas über 3% (Abb. 5). Der Risikoaufschlag zu besicherten Instrumenten für die gleiche Laufzeit fiel seit dem Jahreswechsel wieder und notierte zuletzt bei etwa 0,3%.

### ABB. 5: GELDMARKT

In % ggü. Eurex Repo STOXX GC Pooling Market, Referenzlaufzeit: 3 Monate



Das ausstehende Kreditvolumen in der Eurozone belief sich im Februar (letzter Datenpunkt zu Redaktionsschluss) auf 6,6 Bio. Euro (an private Haushalte) und 14,2 Bio. Euro an Unternehmen (das entspricht ca. 57% bzw. 121% des Eurozonen-BIP). Das ausstehende Volumen von Krediten an

### ABB. 6: KREDITWACHSTUM

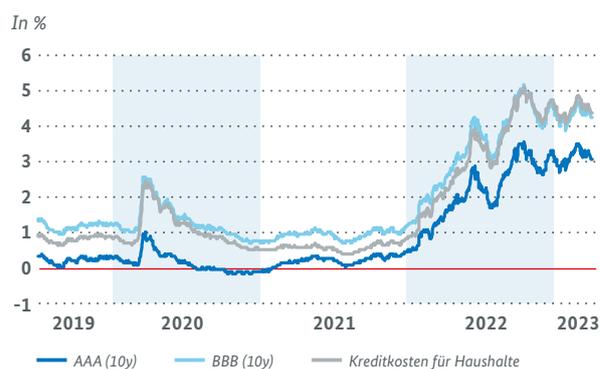
In % ggü. Vorjahr



Haushalte wuchs um 3,3 % und Kredite an Unternehmen um 3,7 % im Vergleich zum Vorjahr und damit langsamer als noch zum Jahreswechsel (Abb. 6).

Die Kreditzinsen in der Eurozone sind dabei deutlich höher als noch vor einem Jahr. Anleihen mit einer BBB-Bewertung und mit einer Laufzeit von 10 Jahren notierten zuletzt beispielsweise bei 4,2 %, solche mit einem AAA-Rating bei 3,1 %. Die Finanzierungskosten für private Haushalte bewegen sich dazwischen, zuletzt bei 4,4 % (Abb. 7).

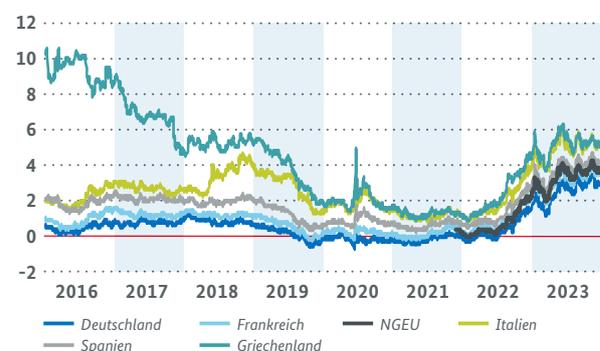
### ABB. 7: ZINSEN AUF UNTERNEHMENSANLEIHEN UND FINANZIERUNGSKOSTEN FÜR PRIVATE HAUSHALTE



Die Zinsen 10-jähriger Staatsanleihen der Eurozone haben sich zuletzt im Großen und Ganzen seitwärts bewegt, während sich die Spreads wieder etwas angenähert haben. Deutsche Bundesanleihen notierten zuletzt um 2,2 % (Abb. 8). Die höchsten Zinsen gibt es nach wie vor von griechischen und italienischen Staatsanleihen; sie lagen zuletzt bei 4,2 % bei beiden Ländern, mit einem Spread zu Deutschland von

### ABB. 8: ZINSEN AUF 10-JÄHRIGE STAATSANLEIHEN

In %

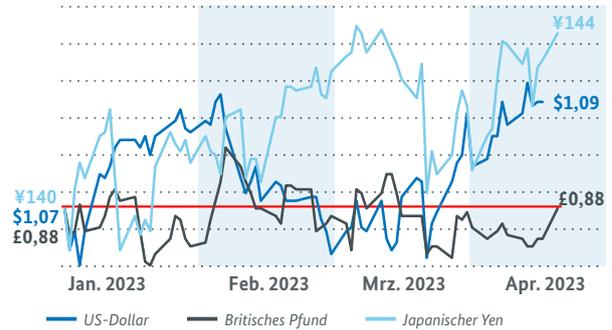


etwa 185 Basispunkten. EU-Anleihen (hier für NGEU) rentierten zuletzt bei 3,1%, mit einem Spread von 76 Basispunkten.

Der Euro hat im Vergleich zum Jahresbeginn 2% an Wert gegenüber dem US-Dollar wiedergewonnen und notierte bei zuletzt 1,09 US-Dollar pro Euro. Gegenüber dem britischen Pfund hat sich der Euro seit Jahresbeginn im Schnitt seitwärts bewegt und notierte zuletzt bei 0,88 Pfund pro Euro. Gegenüber dem japanischen Yen hat der Euro seit Jahresbeginn rund 13% an Wert gewonnen und notierte zuletzt bei 144 Yen pro Euro (Abb. 9).

### ABB. 9: WECHSELKURSE

Index rebasiert auf 1. Januar 2021 = 100



Quelle: Macrobond