

Sitzung am 9.-10. März 2022

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank in Frankfurt am Main am Mittwoch und Donnerstag, 9.-10. März 2022

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

Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel gab folgenden Überblick über die Entwicklungen an den Finanzmärkten seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 2.-3. Februar 2022: Vor dem russischen Einmarsch in die Ukraine habe die auf der Februar-Sitzung vereinbarte Veränderung der Kommunikation der EZB dazu beigetragen, dass an den Finanzmärkten eine geordnete Anpassung an weniger akkommodierende Finanzierungsbedingungen stattgefunden habe, die stärker im Einklang mit den geänderten mittelfristigen Inflationsaussichten stünden. Die durch den Krieg ausgelöste Unsicherheit habe auf globaler Ebene die Neubewertung der geldpolitischen Erwartungen vorübergehend zum Stillstand gebracht und zum Teil umgekehrt, was über alle Marktsegmente hinweg zu einer erhöhten Volatilität geführt habe. Allerdings seien die Stressphasen und Verwerfungen an den Märkten bislang anscheinend weniger schwerwiegend als zu den Hochzeiten des von der Corona-Pandemie (Covid-19) verursachten Schocks.

Die stärkste Marktwirkung habe die Invasion Russlands in der Ukraine bisher auf die Rohstoffpreise entfaltet. So seien bei Öl und Gas neue mehrjährige Höchststände verzeichnet worden, und die Terminkurven bewegten sich, ausgehend von einem bereits erhöhten Niveau, spürbar nach oben. Der daraus folgende Preisaufrieb bei Energie habe dazu geführt, dass die Märkte eine umfassende Neubewertung der Inflationsaussichten im Euro-Währungsgebiet vorgenommen hätten. Erstens habe sich die gesamte Terminkurve inflationsindexierter Swapsätze deutlich nach oben verschoben und liege nun bis zum Zehnjahreshorizont bei über 2 %. Aufgrund der in diesen Messgrößen enthaltenen Inflationsrisikoprämien dürften die tatsächlichen Inflationserwartungen etwas unter diesem Wert liegen. Darüber hinaus seien auch die längerfristigen Indikatoren der marktbasierten Inflationserwartungen merklich auf über 2 % gestiegen. Zum großen Teil habe dieser Anstieg am

Anfang der vorangegangenen Woche stattgefunden, als die Märkte damit begonnen hätten, einen flacheren Pfad der erwarteten geldpolitischen Straffung im Euroraum einzupreisen.

Angesichts der nach wie vor überraschend hohen Inflationsraten seien die geldpolitischen Erwartungen im Euroraum zu Jahresbeginn klar erkennbar neu bewertet worden. Die vor Ausbruch des Krieges verzeichnete Aufwärtsverlagerung der OIS-Terminzinskurve (overnight index swap – OIS) habe sich vorwiegend vor der Sitzung des EZB-Rats am 2.-3. Februar ereignet. Der Einmarsch Russlands in die Ukraine habe die Neubewertung der geldpolitischen Erwartungen vorübergehend zum Stillstand gebracht und zum Teil umgekehrt, denn die Märkte preisten nun eine Verschiebung einer ersten Zinsanhebung gegenüber den vor dem Krieg gehegten Erwartungen um rund zwei Monate ein. Für das Jahresende gingen die Anleger von einer Erhöhung um 25 Basispunkte aus, wobei das erwartete Tempo des Straffungszyklus nach der ersten Leitzinsanhebung weitgehend unverändert sei. Auch die aus Optionspreisen abgeleitete Unsicherheit bezüglich der Leitzinserwartungen habe zugenommen. Seit Februar habe sich die Risikoverteilung rund um den erwarteten Verlauf des Dreimonats-EURIBOR merklich ausgeweitet. Zurückzuführen sei dies auf die erhöhte Unsicherheit im Zusammenhang mit den Wirtschafts- und den Inflationsaussichten. Die ausgeprägtere Verteilungsschiefe deute darauf hin, dass an den Märkten die Bedenken hinsichtlich aufwärtsgerichteter Inflationsrisiken sogar noch zugenommen hätten.

Die risikofreien langfristigen Renditen hätten beiderseits des Atlantiks weiterhin einen engen Gleichlauf aufgewiesen, auch wenn die Renditen deutscher Bundesanleihen etwas stärker rückläufig gewesen seien als jene von US-Staatsanleihen. Dies deute darauf hin, dass die Anleger anscheinend der Ansicht seien, dass sich die Wachstumsaussichten in den USA und im Eurogebiet infolge des Krieges nur geringfügig unterschieden. Die kräftige und historisch beispiellose Ausweitung der Spreads zwischen Bundesanleihen und OIS-Sätzen nach dem russischen Angriff sei ein Zeichen dafür, dass die Flucht in sichere Anlagen von größerer Relevanz sei als die Neubewertung der geldpolitischen Erwartungen, die Bundesanleihe- und OIS-Renditen gleichermaßen betreffe.

Über die Entwicklung der realen Zinsen könne gesagt werden, dass sie seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Februar zwei Phasen durchlaufen habe. In der ersten Phase – vor der russischen Invasion – seien die Realrenditen am kurzen und am langen Ende der Kurve kräftig gestiegen. Dies stehe im Einklang mit einer sich nach der globalen Neubewertung der geldpolitischen Erwartungen vollziehenden graduellen Normalisierung der Finanzierungsbedingungen. Nach dem russischen Angriff seien die Realrenditen entlang der weltweiten Zinsstrukturkurven risikofreier Staatsanleihen unter dem Einfluss der Zuflüsse in sichere Häfen drastisch gesunken. Dabei sei der Rückgang am kurzen Ende deutlicher ausgeprägt, wofür ebenfalls stark gestiegene Inflationserwartungen verantwortlich seien.

Die Renditeabstände von Staatsanleihen aus dem Euroraum gegenüber deutschen Bundesanleihen hätten sich nach der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Februar zwar zunächst ausgeweitet,

aber Tempo und Ausmaß der Anpassung seien moderat geblieben. Die relative Widerstandskraft sei auf drei Faktoren zurückzuführen. Erstens den anhaltenden kräftigen geldpolitischen Impuls seitens der EZB, der auch vom beträchtlichen Bestand an erworbenen Vermögenswerten und der angekündigten Wiederanlagestrategie der EZB ausgehe. Zweitens die Kombination aus einer langen Niedrigzinsphase und dem Anstieg der gewichteten durchschnittlichen Laufzeit von Staatsschulden, wodurch die Sensitivität der Schuldendienstkosten gegenüber steigenden risikofreien Zinssätzen verringert werde. Und drittens die Lockerung pandemiebedingter Beschränkungen sowie solide Wachstumserwartungen auch vor dem Hintergrund struktureller Reformen und Investitionen im Rahmen des Programms „Next Generation EU“. Dieselben Faktoren hätten auch für die Widerstandsfähigkeit der Spreads gegenüber dem jüngsten geopolitischen Risikoschock eine Rolle gespielt.

Die Entwicklung an den Aktienmärkten signalisiere, dass die Unsicherheit über die direkten Auswirkungen der Invasion den Erwartungen zufolge für das Eurogebiet größer als für andere wichtige Währungsräume sein dürfte. Der jüngste Rückgang der Aktienkurse spiegele wahrscheinlich überwiegend eine höhere Aktienrisikoprämie wider, was mit der Flucht in die Sicherheit der Anleihemärkte im Einklang stehe.

Was die Wechselkurse anbelange, so hätten sich die EUR/USD-Notierungen bis zum Ausbruch des Krieges in sehr engem Gleichlauf mit der Entwicklung der Leitzinserwartungen bewegt. Mit Kriegsbeginn habe der US-Dollar aufgewertet, da die Anleger trotz weitgehend unveränderter relativer geldpolitischer Erwartungen auf klassische sichere Währungen umstiegen.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

Herr Lane gab einen Überblick über die jüngsten wirtschaftlichen, monetären und finanziellen Entwicklungen in der Welt und im Euroraum. Zunächst merkte er an, dass der wirtschaftliche Schock infolge des russischen Einmarschs in die Ukraine in einem Umfeld erfolgt sei, das ansonsten ein solides Fundament für eine kräftige Erholung im Euroraum im laufenden Jahr geboten hätte. Es sei daher nützlich, sich vor Augen zu führen, an welchem Punkt sich die Wirtschaft vor Ausbruch des Krieges befunden habe.

Die Weltwirtschaft erhole sich gerade von der Pandemie. Die Omikron-Infektionswelle habe negative Auswirkungen von kurzer Dauer vor allem auf den Dienstleistungssektor gehabt. Ablesen lasse sich dies an den hauptsächlich die Bereiche Tourismus und Freizeit betreffenden Veränderungen des Einkaufsmanagersindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor in der Zeit von November 2021 bis Februar 2022, aufgeschlüsselt nach Wirtschaftszweigen. Angesichts eines Abebbens der Omikron-Welle und des Wiederhochfahrens der

Wirtschaft sei durchaus ein Aufholprozess zu erwarten. Die jüngsten Daten ließen zudem darauf schließen, dass sich bei den Lieferengpässen leichte Verbesserungen ergeben hätten, vor allem in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich. Sobald die Lieferengpässe nachließen, sei davon auszugehen, dass die Produktion zur Befriedigung der Nachfrage steigen werde. Der Warenhandel liege bereits über dem Vorpandemieniveau, aber im Jahresverlauf 2022 sei in der Tourismusbranche nach wie vor ausreichend Spielraum für einen Aufholprozess vorhanden, der sich als kräftiger Wachstumsmotor für die europäischen Länder erweisen könne.

Im Hinblick auf die Entwicklung der Rohstoffpreise und der Wechselkurse sei festzustellen, dass sich die Ölpreissituation von Tag zu Tag ändere. So hätten die Notierungen am 7. März deutlich über dem von Fachleuten der EZB in ihren Projektionen vom März 2022 angenommenen Niveau gelegen. Beim Wechselkurs müsse unterschieden werden zwischen den bilateralen Kursbewegungen des Euro und der Entwicklung des effektiven (handelsgewichteten) Euro-Wechselkurses. Die durch die russische Invasion hervorgerufene erhöhte Unsicherheit habe die Anleger zur Flucht in sichere Währungen veranlasst. Der Euro habe gegenüber den Währungen mittel- und osteuropäischer Länder kräftig aufgewertet und vor allem gegenüber dem US-Dollar an Boden verloren. Bei einer Gewichtung der unterschiedlichen Entwicklungen falle der Kursverlust des Euro in nominaler effektiver Rechnung nicht sonderlich stark aus.

Mit Blick auf den Euroraum seien einige Verbesserungen bei den Lieferengpässen festzustellen, auch wenn diese weiterhin akut seien. Es bestehe jedoch die Gefahr, dass der Krieg Russlands gegen die Ukraine zu weiteren Engpässen führen könne. Zu den Nachfragekomponenten des BIP sei anzumerken, dass sich der private Verbrauch bis zum dritten Quartal 2021 – also vor Einsetzen der Omikron-Infektionswelle – sehr kräftig erholt habe. Die Stärke der wirtschaftlichen Erholung sei auf Einkommenszuwächse und einen Ersparnisabbau zurückzuführen. Dies habe trotz der verglichen mit dem Stand am Pandemiehöhepunkt geringeren finanzpolitischen Unterstützung zu robusteren Konsumausgaben geführt. Dieser positive Trend habe sich im vierten Quartal 2021 umkehrt, als der private Verbrauch in erster Linie aufgrund höherer Energie- und Verbraucherpreise zurückgegangen sei, wodurch das real verfügbare Einkommen gesunken sei. Dieser Mechanismus dürfe auch im ersten Quartal 2022 noch greifen, obwohl die Erwartung bestehe, dass ein Ersparnisabbau einen Rückgang der Konsumausgaben zum Teil abfedern könne. Der Energiepreisschock wirke sich negativ auf den privaten Konsum aus, da die Menschen mit steigenden Lebenshaltungskosten und einer geringeren Kaufkraft zu kämpfen hätten.

Die Investitionen hätten sich im Schlussquartal 2021 erholt. Verantwortlich hierfür sei im Wesentlichen eine kräftige Belebung in der Automobilindustrie, die in den Vorquartalen die Investitionstätigkeit gebremst habe. Die Wohnungsbauinvestitionen stünden weiterhin unter dem Einfluss einer großen Nachfrage, aber auch von Lieferengpässen in der Produktion. Die Nachfrage nach Wohnimmobilien oder der Renovierung von Wohnungen sei immer noch hoch, auch wenn die aktuellen Daten leicht

rückläufige Erwartungen zeigten. Was die Produktion anbelange, so deuteten die jüngsten Umfragen darauf hin, dass sich der Mangel an Material, Ausrüstung und Arbeitskräften zwar leicht verringere, aber nach wie vor nahe am jeweiligen historischen Höchststand liege.

Um die Auswirkungen des Energiepreisschocks auf das Realeinkommen einzuschätzen, sei es hilfreich, die Eintrübung der Handelsbilanz und der Terms of Trade in den Blick zu nehmen. Die Warenhandelsbilanz des Euroraums habe sich schrittweise verschlechtert und weise Ende 2021 ein Defizit auf. Diese Entwicklung sei im Wesentlichen auf ein zunehmendes Defizit in der Energiebilanz zurückzuführen. Bei den Terms of Trade sei eine vergleichbare Verschlechterung erkennbar, zu der Energie im Schlussquartal 2021 mit 4 Prozentpunkten des BIP beigetragen habe. Nach Berücksichtigung der Gewinne von Unternehmen, die ihren internationalen Kunden höhere Exportpreise in Rechnung stellten, hätten die Nettoertragseinbußen gegenüber dem Vorjahr aufgrund des Energiepreisschocks Ende 2021 bei 2 Prozentpunkten gelegen.

In Bezug auf die Arbeitsmarktentwicklung deuteten die Daten weiterhin auf eine Erholung hin, wobei der EMI für die Beschäftigung im Februar in allen Sektoren weiterhin im expansiven Bereich (über 50 Punkte) gelegen habe. Die Arbeitslosenquote sei mit 6,8 % im Januar nach wie vor rückläufig. Aus der Vakanzquote gehe hervor, dass immer mehr Sektoren eine wachsende Anzahl an offenen Stellen meldeten. Die Vakanzquote im Euro-Währungsgebiet sei zwar nicht so hoch wie in den Vereinigten Staaten, stehe aber im Einklang mit einer Belebung der Arbeitsnachfrage.

Mit Blick auf die gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom März 2022 stellte Herr Lane fest, dass sich die für die technischen Annahmen verwendeten Variablen seit dem Redaktionsschluss am 28. Februar erheblich geändert hätten. Dabei sei der ursprünglich festgelegte Termin (24. Februar) wegen des Einmarschs Russlands in die Ukraine bereits nach hinten verschoben worden. Den Projektionen zufolge werde sich das reale BIP 2022 um 3,7 % erhöhen. Dies entspreche einer Abwärtskorrektur um 0,5 Prozentpunkte für das Jahr 2022 und sei vor allem durch den Einfluss der Ukraine-Krise auf die Energiepreise, das Vertrauen und den Handel begründet. Die Projektionen für das BIP-Wachstum in den Jahren 2023 und 2024 seien gegenüber den Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2021 weitgehend unverändert. In nominaler Rechnung dürften sich die Raten für die Gesamtinflation und die Kerninflation im Jahr 2022 nach einer Reihe beispielloser Energiepreisschocks auf durchschnittlich 5,1 % bzw. 2,6 % belaufen. Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Gesamtinflation werde 2023 voraussichtlich weiterhin bei gut 2,0 % liegen und 2024 auf 1,9 % sinken. Gegenüber den Projektionen vom Dezember 2021 seien die Gesamtinflation für 2022 um 1,9 Prozentpunkte und die Kerninflation um 0,7 Prozentpunkte nach oben korrigiert worden.

Bei der Sparquote werde über den Projektionszeitraum hinweg mit einem leichten Rückgang gerechnet. Die privaten Haushalte dürften ihre Ersparnisse verringern, um den Energiepreisschock

kurzfristig abzufedern und ihre Konsumausgaben im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums im Zuge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft zu erhöhen.

Aufgrund der hohen Unsicherheit hinsichtlich der Folgen des militärischen Konflikts für den Euroraum hätten die Fachleute der EZB zwei Szenarien ausgearbeitet: ein adverses und ein schwerwiegendes Szenario. In beiden Szenarien werde von dauerhaften Ertragseinbußen ausgegangen, wobei für das BIP ein deutlich niedrigeres Niveau als im Basisszenario angenommen werde. Im adversen Szenario werde unterstellt, dass weitere Sanktionen gegen Russland verhängt würden und es zu Störungen an den Energiemärkten des Eurogebiets sowie einer wachsenden Unsicherheit und zunehmenden finanziellen Auswirkungen komme. Darüber hinaus seien im schwerwiegenden Szenario eine stärkere Preissensibilität der Energiemärkte für Kürzungen der Liefermengen, eine zusätzliche Verschärfung der Finanzierungsbedingungen und größere Zweitrundeneffekte durch höhere Löhne enthalten. In beiden Szenarien sei die Inflation auf kurze Sicht deutlich höher, werde 2024 aber wieder auf einen Stand leicht unter dem Zielwert sinken.

Im Rahmen einer modellbasierten Analyse der Risiken für die Inflationsaussichten seien zwei alternative Ansätze verwendet worden. Der erste Ansatz stütze sich auf modellbasierte Simulationen zur Schätzung der Wahrscheinlichkeit, dass die jährliche HVPI-Inflation im Jahr 2024 über 2 % liegen werde. Dieser Analyse zufolge seien die Risiken weitgehend ausgewogen, wobei die meisten Simulationen ergeben hätten, dass die Wahrscheinlichkeit einer im Jahr 2024 über dem Zielwert liegenden Inflation weniger als 50 % betrage. Beim zweiten Ansatz seien finanzielle und monetäre Indikatoren herangezogen worden, um die prognostizierte Wahrscheinlichkeit der HVPI-Inflation in einem Jahr und in drei Jahren zu ermitteln. Auch auf der Grundlage dieses Ansatzes habe sich die prognostizierte Wahrscheinlichkeit, dass die Inflation 2024 mehr als 2 % betragen werde, auf weniger als 50 % belaufen. Insgesamt deuteten beide Ansätze darauf hin, dass zwar Risiken in beide Richtungen bestünden, diese jedoch im Großen und Ganzen wohl ausgewogen seien. Somit bestätigten die Analysen die Auffassung, dass die Inflation zum Ende des Projektionszeitraums 2024 in etwa beim Zielwert von 2 % liegen werde.

Die im März 2022 veröffentlichten Ergebnisse der Umfrage geldpolitischer Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) zeigten, dass der Median der Verteilung der längerfristigen Inflationserwartungen weiterhin rund 2 % betrage und somit kein signifikanter Unterschied gegenüber den im Februar veröffentlichten Umfrageergebnissen bestehe. Angesichts der verhältnismäßig stabilen Inflationserwartungen könnte auch angeführt werden, dass die Entwicklung der realen Rate von der Veränderung der Risikoprämie bestimmt werde. Im Hinblick auf die Risikobilanz sahen die Umfrageteilnehmer die Risiken, dass die Inflation im Jahr 2024 in etwa beim Zielwert liege, als ausgeglichen an. Diese recht gleichmäßige Verteilung zwischen einem Inflationsniveau von unter bzw. von über 2 % bedeute, dass sowohl Aufwärts- als auch Abwärtsrisiken bestünden.

Was die jüngste Entwicklung der Teuerung betreffe, so sei die am HVPI gemessene Gesamtinflation seit dem Sommer 2021 kräftig gestiegen und habe im Februar 2022 einen Wert von 5,8 % erreicht. Am stärksten zum Inflationsanstieg beigetragen hätten die Energiepreise. Ihr Anteil an der Steigerungsrate von 5,8 % habe bei 3,1 Prozentpunkten gelegen, da sich Energie um 31,7 % verteuert habe. Mit Blick auf die einzelnen Energiekomponenten hätten nicht nur Kraftstoffe, sondern auch Gas und Strom einen erheblichen Beitrag zum Energiepreisanstieg geleistet. Auch die Preise anderer HVPI-Komponenten wie Nahrungsmittel, Waren und Dienstleistungen hätten angezogen. Da Energie in jedem Sektor als Vorleistung verwendet werde, wirke ein sehr großer und persistenter Energiepreisschock stärker auf die anderen Komponenten durch. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation, mit denen traditionell die dauerhaften Elemente der Teuerung ermittelt würden, seien gestiegen. Vordergründig legten sie derzeit nahe, dass die Gesamt- und die Kerninflation künftig auf einem höheren Niveau lägen.

Anhand dieser Indikatoren werde zwar die mittelfristige Inflationsentwicklung in normalen Zeiten gut erfasst, doch stünden sie aktuell unter dem Einfluss von zwei Schocks: dem Pandemieschock und dem massiven Energiepreisschock. Daher müsse eingehend untersucht werden, welche Faktoren der Inflationsdynamik im gegenwärtigen Umfeld und der Dynamik bei den verschiedenen Komponenten der Kerninflation, d. h. der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel, zugrunde lägen.

Was die Preisentwicklung von Waren (Industrieerzeugnissen ohne Energie) anbelange, so sei in jüngster Zeit etwa 1 Prozentpunkt dieser Teuerungsrate auf das Zusammenspiel von Lieferengpässen, die anhand des EMI-Teilindex der Lieferzeiten gemessen würden, und dem Anstieg der Ölpreise zurückzuführen. Historisch betrachtet habe sich der Preisauftrieb bei Waren um einen Wert von 0,5 % bewegt. In jüngerer Zeit sei er auf etwa 1,5 % gestiegen und habe sich den zuletzt verfügbaren Daten zufolge schließlich auf über 2 % erhöht. Allerdings sei den Schätzungen zufolge 1 Prozentpunkt dieser Zunahme durch nicht dauerhafte Faktoren bedingt, nämlich die Lieferengpässe und den Energiepreisschock.

Des Weiteren führte Herr Lane aus, dass die Projektion für die HVPI-Inflation vom März auf der Annahme beruhe, dass es sich beim Energiepreisschock um einen Niveaueffekt handele, der nicht anhalten werde. Diese Annahme gelte auch für die Lieferengpässe. Diese führten ebenfalls zu einem Niveaueffekt, der aber keine dauerhafte Inflationsquelle darstelle. Daher habe die hohe Teuerungsrate bei Waren vorübergehende Ursachen. Sobald diese Schocks verschwinden würden, dürfte die Inflation zurückgehen.

Die zweite Komponente der Kerninflation, der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen, beinhalte vergleichbare temporäre Elemente. Vornehmlich sei eines davon das Wiederhochfahren der Wirtschaft, das eher als ein Niveaueffekt als ein permanenter Effekt auf die Inflation anzusehen sei.

Betrachte man den gesamten Projektionszeitraum und die kumulierten Effekte des Energiepreisschocks auf die Kerninflation seit dem Schlussquartal 2021, so zeigten die EZB-Projektionen, dass rund 3 Prozentpunkte des kumulierten Anstiegs der Kerninflation auf die indirekten Auswirkungen der Energiepreisentwicklung zurückzuführen seien. Auf kurze Sicht (bis Anfang 2023) entfallen Schätzungen zufolge der Großteil der höheren Kerninflation auf diese indirekten Auswirkungen. Wenn die Unterauslastung abgebaut sei und der Energieeffekt nachlasse, werde die Kerninflation im Zeitverlauf jedoch im Wesentlichen wieder durch die traditionellen Faktoren bestimmt, und es setze eine Art Phillips-Kurven-Effekt ein. Kurz gesagt zeigten diese Analysen, dass die Energiepreise, die Lieferengpässe und das Wiederanlaufen der Wirtschaft einen sehr großen Einfluss auf die Kerninflation hätten.

Mit Blick auf die Lohnentwicklung liege den März-Projektionen die Beobachtung zugrunde, dass es bislang keine Anzeichen eines kräftigen Lohndrucks gebe, was mit der Einschätzung eines nicht sehr angespannten Arbeitsmarktes im Einklang stehe. Den Projektionen zufolge dürften die Löhne 2022 allmählich steigen, was aus den Daten zu neuen Lohnabschlüssen hervorgehe. Da Tarifvereinbarungen oftmals einen Zeitraum von einem oder zwei Jahren abdecken, ließen sich aus der Prüfung bereits geschlossener Verträge Informationen über den Anstieg der Tarifverdienste in den kommenden Monaten ableiten. Für den Euroraum insgesamt werde das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Jahr 2023 laut den Projektionen 3,4 % betragen, wobei die Auswirkungen der Mindestloohnerhöhung in Deutschland auf rund 0,5 Prozentpunkte geschätzt würden.

Was die Finanzpolitik betreffe, so werde in den EZB-Projektionen vom März von einer kontinuierlichen Verbesserung der Haushaltsaussichten im Eurogebiet ausgegangen. Die fiskalische Korrektur dürfte sich schrittweise vollziehen und hänge vor allem von einer Verbesserung der Konjunkturkomponente ab. Insgesamt werde das öffentliche Haushaltsdefizit im Euroraum den Projektionen zufolge weiterhin höher sein als vor der Pandemie. Die Schuldenquote werde sich voraussichtlich ebenfalls verbessern, und zwar um rund 10 Prozentpunkte zwischen 2020 und 2024. Ursächlich hierfür sei ein starkes projiziertes Wachstum, das wieder auf den vor der Pandemie verzeichneten Pfad zurückkehren sollte.

Während sich die Finanzierungssalden positiv entwickeln dürften, seien die Zinszahlungen seit den Dezember-Projektionen nach oben korrigiert worden. Mit Blick auf die Zinszahlungen müsse jedoch daran erinnert werden, dass einige auslaufende zehnjährige Anleihen noch immer eine Verzinsung aufwiesen, die über den derzeitigen Zinssätzen liege. In Bezug auf die Maßnahmen, die von den Staaten zur Abfederung des Energiepreisschocks ergriffen oder angekündigt worden seien, werde im Basisszenario für den Euroraum für 2022 von einem Effekt von etwa 0,2 % des BIP ausgegangen. Zuletzt seien in einigen Ländern zusätzliche Maßnahmen verabschiedet worden, die im Basisszenario aber noch nicht berücksichtigt würden.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend betonte Herr Lane, dass der Einmarsch Russlands in die Ukraine wesentliche Auswirkungen auf Konjunktur und Inflation habe. Er werde Energie und Rohstoffe verteuern, den Welthandel stören und das Vertrauen schwächen. Die Aussichten für die Konjunktur seien von der weiteren Entwicklung des Konflikts, der Wirkung der Wirtschafts- und Finanzsanktionen sowie etwaigen zusätzlichen Maßnahmen abhängig. In jedem Fall bleibe die Unsicherheit außergewöhnlich hoch.

Zugleich seien die Rahmenbedingungen im Euroraum dank umfangreicher Stützungsmaßnahmen nach wie vor solide. Die Lage am Arbeitsmarkt verbessere sich weiter. So sei die Arbeitslosenquote im Januar auf 6,8 % gesunken. Vorherige wachstumshemmende Faktoren schwächten sich allmählich ab. Die Maßnahmen zur Eindämmung der Omikron-Variante des Coronavirus hätten sich im Vergleich zu vorangegangenen Pandemiewellen weniger stark ausgewirkt und würden nun aufgehoben. Zudem zeichne sich bei den Lieferengpässen eine gewisse Entspannung ab. Der Effekt des massiven Energiepreisschocks auf Privathaushalte und Unternehmen könne durch Rückgriff auf die während der Pandemie aufgebauten Ersparnisse und durch finanzpolitische Ausgleichsmaßnahmen teilweise abgefedert werden. Im Basisszenario – d. h. bei Ausbleiben ungünstigerer Szenarien – werde davon ausgegangen, dass sich die Konjunktur im Jahresverlauf 2022 wieder erhole.

Die März-Projektionen für die Wirtschaftsleistung seien aufgrund des Krieges zwischen Russland und der Ukraine für die nächste Zeit nach unten revidiert worden. Dennoch werde die Wirtschaft den Basisprojektionen zufolge im restlichen Jahresverlauf in robustem Tempo wachsen. Im späteren Verlauf des Projektionszeitraums dürften sich die Energiepreise abschwächen, und die erwartete Normalisierung der Sparquote sollte im Verbund mit der guten Lage am Arbeitsmarkt die Konsumausgaben der privaten Haushalte stützen. Die Wirtschaftsleistung werde gemäß den Projektionen im Jahr 2022 um 3,7 %, 2023 um 2,8 % und 2024 um 1,6 % steigen.

Die Risiken für die Konjunkturaussichten hätten sich mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine deutlich erhöht und seien nach unten gerichtet. Während sich die Risiken im Zusammenhang mit der Pandemie verringert hätten, könne der Krieg die Stimmung in der Wirtschaft trüben und zu neuen angebotsseitigen Engpässen führen. Anhaltend hohe Energiekosten in Verbindung mit einem Vertrauensverlust könnten die Nachfrage stärker belasten als erwartet und den Konsum sowie die Investitionstätigkeit beeinträchtigen. In Alternativszenarien zur Berücksichtigung der wirtschaftlichen und finanziellen Auswirkungen des Krieges, die zusammen mit den Projektionen veröffentlicht würden, werde unterstellt, dass die Wirtschaftstätigkeit durch eine stärkere Verteuerung von Energie und Rohstoffen sowie eine größere Belastung des Handels und des Wirtschaftsklimas möglicherweise erheblich gebremst werde.

Die Inflation sei in den letzten Monaten drastisch gestiegen. Die Teuerung nach dem HVPI sei im Februar mit einem Plus von 5,8 % nach 5,1 % im Januar überraschend hoch ausgefallen. Die

Energiepreise, die sich im Februar um 31,7 % erhöht hätten, seien dabei weiterhin die treibende Kraft des Inflationsanstiegs. Auch die Preise für Nahrungsmittel hätten angezogen, was saisonalen Faktoren, erhöhten Transportkosten und den höheren Preisen für Düngemittel geschuldet sei. Der Preisdruck sei inzwischen breiter angelegt. So hätten sich zahlreiche Waren und Dienstleistungen stark verteuert, da die Energiepreise in vielen Sektoren auf die Kostenstrukturen durchgeschlagen hätten. Zudem sorgten Lieferengpässe dafür, dass der Preisdruck anhalte. Die Inflation dürfte infolge der mit den Energiekosten verbundenen Risiken auf kurze Sicht weiter anziehen. Auch vom Krieg in der Ukraine werde zusätzlicher Preisdruck auf einige Nahrungsmittel und Rohstoffe ausgehen. Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seien in den letzten Monaten gestiegen. Allerdings sei es aufgrund der indirekten Auswirkungen der höheren Energiepreise und des Einflusses temporärer Pandemiefaktoren weiterhin ungewiss, wie dauerhaft dieser Anstieg sei. Wenngleich der Arbeitskräftemangel immer mehr Branchen erfasse, sei das Lohnwachstum insgesamt nach wie vor verhalten.

Den Projektionen vom März zufolge werde sich die HVPI-Inflation 2022 auf 5,1 %, 2023 auf 2,1 % und 2024 auf 1,9 % belaufen. Die deutliche Aufwärtskorrektur der Teuerung im Jahr 2022 spiegele vor allem den Einfluss der überraschend hohen Inflationszahlen vom Januar und Februar sowie des Krieges auf die Entwicklung der Energie- und Rohstoffpreise wider. Für die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel werde mit 2,6 % im laufenden Jahr, 1,8 % im kommenden Jahr und 1,9 % im Jahr 2024 ein ähnlicher Wachstumsverlauf erwartet. Der für 2022 projizierte Lohnanstieg sei höher, was unter anderem einem gewissen Aufholprozess bei den Löhnen sowie den indirekten Auswirkungen von Mindestlohnanhebungen auf die höheren Stufen der Lohnskala zuzuschreiben sei. Perspektivisch dürften eine weitere Aufhellung der Lage am Arbeitsmarkt und die Rückkehr der Wirtschaft zu einer vollen Kapazitätsauslastung über den Projektionszeitraum hinweg zu einem schnelleren Lohnwachstum beitragen. Eine Reihe von Messgrößen zeige, dass sich die längerfristigen Inflationserwartungen wieder beim Inflationsziel von 2 % verankerten. Durch die Besserung am Arbeitsmarkt im Verbund mit der Wiederverankerung der Inflationserwartungen erhöhe sich die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Teuerung mittelfristig in etwa beim Zielwert von 2 % einpendele. Der Krieg in der Ukraine stelle ein erhebliches Aufwärtsrisiko für die Energiepreise dar. Wenn der Preisdruck dazu führe, dass die Löhne stärker stiegen als erwartet, könne die Inflation auf mittlere Sicht auch höher ausfallen. Sollte sich das Wirtschaftswachstum jedoch mittelfristig abschwächen, könne sich dadurch auch der Preisdruck verringern. In den Alternativszenarien zur Berücksichtigung der wirtschaftlichen und finanziellen Auswirkungen des Krieges werde für die nächste Zeit ein potenziell deutlich stärkerer Preisauftrieb unterstellt. Die Teuerung dürfte aber dennoch schrittweise zurückgehen und sich 2024 in etwa beim Inflationsziel von 2 % einpendeln.

Der Einmarsch Russlands in die Ukraine habe zu einer erheblichen Volatilität an den Finanzmärkten geführt. Nach dem Ausbruch des Krieges hätten die risikofreien Marktzinsen ihren seit der Februar-

Sitzung beobachteten Anstieg teilweise wieder eingebüßt. Auch bei den Staatsanleiherrenditen habe sich die signifikante Aufwärtsbewegung, die mit der Versteilung der risikofreien Zinsstrukturkurve Anfang Februar einhergegangen sei, zum Teil wieder umgekehrt. Die Aktienkurse im Eurogebiet seien eingebrochen, vor allem im Bankensektor. Der Euro habe gegenüber dem US-Dollar abgewertet, da die Anleger die Folgen des Krieges für die Wirtschaft des Euroraums abschätzten. Die Turbulenzen an den Finanzmärkten hätten bislang nur in begrenztem Umfang auf die unbesicherten und besicherten Geldmarktsätze durchgeschlagen, und die Bankzinsen für Kredite an Unternehmen seien trotz einer gewissen Aufwärtskorrektur insgesamt nach wie vor günstig.

Mehr denn je sei es notwendig, bei der Durchführung der Geldpolitik Optionalität zu wahren. Unter den gegebenen Umständen komme es besonders darauf an, dass sich die Geldpolitik weiterhin nach der Datenlage richte und die Optionalität nach beiden Seiten gewahrt bleibe. Einerseits sollte sich die Geldpolitik in ihrer zeitnahen Reaktion nicht auf das Risiko einer überschießenden Inflation beschränken, falls der beobachtete Preisdruck auch mittelfristig anhalte. Andererseits sollte die Möglichkeit, bei einer weiteren Zuspitzung der derzeitigen Krise alle erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen, nicht ausgeschlossen werden, da eine zunehmende Eskalation die wirtschaftliche Erholung im Euro-Währungsgebiet ausbremsen und die Stabilität des Finanzsystems gefährden könne. Die neue Inflationslandschaft und die Verteilung der Risiken rund um das Basisszenario für die Inflation deuteten darauf hin, dass die Mission des Nettoerwerbs von Vermögenswerten – zur „Verstärkung der akkommodierenden Wirkung unserer Leitzinsen“ – als annähernd erfüllt betrachtet werden könne. Dies spreche für eine Drosselung der Ankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) gegenüber dem im Dezember beschlossenen Umfang. Indessen habe der Krieg Unsicherheit hinsichtlich der wirtschaftlichen Aussichten im Euroraum erzeugt. Es bestehe die Notwendigkeit, komfortable Liquiditätsbedingungen zu gewährleisten und jegliche Maßnahmen zu ergreifen, die erforderlich seien, um die Finanzstabilität zu wahren und das Preisstabilitätsmandat der EZB zu erfüllen.

Unter Berücksichtigung dieser Überlegungen schlug Herr Lane vor, anzukündigen, dass der Umfang der Nettoankäufe im April 40 Mrd €, im Mai 30 Mrd € und im Juni 20 Mrd € betragen werde. Die Kalibrierung der Nettoankäufe für das dritte Quartal werde von den Daten abhängen und der sich verändernden Beurteilung des Ausblicks Rechnung tragen. Sofern neu eingehende Daten die Erwartung stützten, dass der mittelfristige Inflationsausblick auch nach dem Ende des Nettoerwerbs von Vermögenswerten beibehalten werden könne, würden die Nettoankäufe im dritten Quartal 2022 eingestellt. Sollten sich jedoch die Aussichten verschlechtern oder die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einer weiteren Entwicklung in Richtung des 2 %-Ziels im Einklang stehen, sei der EZB-Rat bereit, seine Planung für den Nettoerwerb von Vermögenswerten hinsichtlich Umfang und/oder Dauer zu ändern.

Abschließend schlug Herr Lane vor, die Forward Guidance zu den Leitzinsen in dreifacher Hinsicht anzupassen: Erstens sei unter den gegenwärtigen Umständen der „Easing Bias“ – mit dem der Erwartung Ausdruck verliehen werde, dass die Leitzinsen auf dem aktuellen „oder einem niedrigeren“ Niveau belassen würden, bis die drei Bedingungen nach Einschätzung des EZB-Rats erfüllt seien – nicht mehr erforderlich. So könnten insbesondere dann, wenn als Reaktion auf eine spürbare Eintrübung der Aussichten eine weitere Lockerung geboten sei, Ankäufe von Vermögenswerten das geeignete Instrument für eine Anpassung darstellen. Zweitens müsse signalisiert werden, dass etwaige Änderungen der EZB-Leitzinsen „einige Zeit nach dem Ende der Nettoankäufe des EZB-Rats im Rahmen des APP“ vorgenommen würden. Da die angegebene Frist für den Nettoerwerb von Vermögenswerten vorläufiger Natur sei und von den Daten abhängige, solle der Zeitplan für etwaige Leitzinsanhebungen vom Enddatum für die Nettoankäufe entkoppelt werden. Dies würde dem EZB-Rat zusätzlichen Spielraum verschaffen, um die Bedingungen nach Beendigung der Anleihekäufe und vor Einleitung der nächsten Schritte in Richtung Normalisierung zu prüfen. Daher solle die Kommunikation zur zeitlichen Abfolge und zum zeitlichen Abstand zwischen den geldpolitischen Maßnahmen direkt in die Forward Guidance zu den Leitzinsen einfließen, und zwar so, dass die zeitliche Abfolge der geldpolitischen Instrumente bekräftigt werde. Die Formulierung „einige Zeit“ bringe zum Ausdruck, dass der zeitliche Abstand zwischen dem Ende der Nettoankäufe von Vermögenswerten und der ersten Leitzinsanhebung nicht vorbestimmt sei. Dies sei in einem von Unsicherheit geprägten Umfeld besonders wichtig. Er sei vielmehr abhängig vom Zeitrahmen für die Erfüllung der in der Forward Guidance zu den Leitzinsen enthaltenen Kriterien sowie davon, dass die vorherrschenden wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen und Marktgegebenheiten bei Zinsentscheidungen angemessen berücksichtigt würden. Alles in allem erhöhe diese neue Formulierung die Flexibilität und Optionalität deutlich. Sie werde dazu beitragen, die konkreten Schritte hin zur Umsetzung der zeitlichen Abfolge der Normalisierungsbeschlüsse auf agilere Weise zu steuern, sodass diese Schritte besser auf neu eingehende Daten abgestimmt werden könnten. Die vorgeschlagene dritte Änderung an der Forward Guidance zu den Leitzinsen bestehe aus zwei Elementen. Zum einen solle der EZB-Rat bekräftigen, dass sich die Entwicklung der Leitzinsen weiterhin nach der Forward Guidance und der strategischen Verpflichtung richte, die Inflation auf mittlere Sicht bei 2 % zu stabilisieren. Zum anderen solle er zusätzlich signalisieren, dass bei einer etwaigen Anpassung der Zinssätze „graduell“ vorgegangen werde, was in Zeiten der Unsicherheit besonders wichtig sei.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

Mit Blick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Herrn Lane in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der aktuellen Lage im Euro-Währungsgebiet und der Risiken für die Konjunkturaussichten. Die Wirtschaft sei 2021 um 5,3 % gewachsen, und das BIP sei zum Jahresende wieder auf sein Vorpandemieniveau zurückgekehrt. Allerdings habe sich das Wachstum im Schlussquartal 2021 auf 0,3 % verlangsamt und dürfte auch im ersten Quartal des laufenden Jahres schwach bleiben. Die Wirtschaftsaussichten hingen vom Verlauf des Krieges zwischen Russland und der Ukraine und von den Auswirkungen der Wirtschafts- und Finanzsanktionen sowie möglichen Vergeltungsmaßnahmen ab. Der Krieg werde wesentliche Auswirkungen auf die Konjunktur und Inflation haben: Er werde Energie und Rohstoffe verteuern, den Welthandel stören und das Vertrauen schwächen. Das Ausmaß dieser Effekte werde von der weiteren Entwicklung des Konflikts, der Wirkung der verhängten Sanktionen sowie etwaigen weiteren Maßnahmen abhängen. Zugleich seien die Folgen des Krieges vor dem Hintergrund stabiler Rahmenbedingungen für die Wirtschaft des Euroraums zu beurteilen, denn einige wachstumshemmende Faktoren schwächten sich ab. Die Maßnahmen zur Eindämmung der Omikron-Variante des Coronavirus hätten die Wirtschaft weniger stark beeinträchtigt als die in den vorangegangenen Wellen ergriffenen Schritte und würden nun aufgehoben. Zudem zeichne sich eine gewisse Entspannung bei den pandemiebedingten Angebotsengpässen ab. Auch könnten die Effekte der massiven Energiepreisschocks auf die Privathaushalte und Unternehmen teilweise durch einen Rückgriff auf die während der Pandemie aufgebauten Ersparnisse sowie durch finanzpolitische Ausgleichsmaßnahmen abgefedert werden.

Die Ratsmitglieder begrüßten, dass die von Expertinnen und Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März angesichts des hochgradig unsicheren Umfelds um alternative Szenarien ergänzt worden seien. In diesen Alternativszenarien zur Berücksichtigung der wirtschaftlichen und finanziellen Auswirkungen des Krieges zwischen Russland und der Ukraine werde eine erhebliche Dämpfung der Wirtschaftstätigkeit durch einen steileren Anstieg der Energie- und Rohstoffpreise sowie eine stärkere Belastung des Handels und des Wirtschaftsklimas unterstellt. Die Inflation würde in den alternativen Szenarien auf kurze Sicht deutlich höher ausfallen, anschließend aber dennoch schrittweise zurückgehen und sich 2024 in etwa beim Inflationsziel von 2 % einpendeln.

Die Ratsmitglieder hoben in ihrer Diskussion die außerordentlich hohe Unsicherheit hervor, mit der die Konjunkturaussichten aufgrund des Krieges in der Ukraine und seiner potenziellen Folgen behaftet seien. Dies betreffe nicht nur die kurzfristige Entwicklung, sondern auch den mittelfristigen Ausblick.

Es wurde vorgebracht, dass die EZB in dieser Situation mit einer Knight'schen Unsicherheit konfrontiert sei, d. h. mit einer Unsicherheit, die sich nicht quantifizieren lasse. Die Befürchtungen und Bedenken im Zusammenhang mit dem Krieg ließen sich nicht ohne Weiteres mit gängigen Modellen erfassen.

Es herrschte weitgehend Konsens darüber, in welche Richtung sich der Krieg anfänglich auf die Wirtschaft im Euroraum auswirken werde: Er werde die Inflation nach oben treiben und das Wirtschaftswachstum dämpfen, was sich am besten als ein weiterer negativer Angebotsschock charakterisieren lasse. Dies könnte auf längere Sicht inflationäre oder disinflationäre Wirkungen entfalten. Das augenscheinlichste und unmittelbarste wirtschaftliche Risiko, das vom Krieg ausgehe, sei ein weiterer Anstieg der Energie- und Rohstoffpreise. Der Aufwärtsdruck auf die Energie- und Nahrungsmittelpreise dürfte sich fortsetzen, was sich angesichts des großen Gewichts dieser Positionen im Warenkorb der privaten Haushalte erheblich auf deren Inflationswahrnehmung und Inflationserwartungen auswirken könne.

Die Transmission des Kriegsschocks auf die Gesamtwirtschaft werde maßgeblich davon abhängen, wie sich die Ersparnisse der privaten Haushalte in Reaktion auf den Krieg entwickeln. Einerseits sei eine Zunahme der Ersparnisse denkbar. Der Rückgang der Vermögenspreise und die Zunahme der Unsicherheit seit dem Kriegsausbruch könnten dazu führen, dass Haushalte und Unternehmen vorsichtiger agieren und Portfolioanpassungen vornehmen. Die Situation sei wahrscheinlich eher mit der Finanzkrise vergleichbar als mit der Coronakrise, in der es durch die Eindämmungsmaßnahmen zu einer unfreiwilligen Ersparnisbildung gekommen sei. Sollte der Euroraum vollständig von russischem Öl und Gas abgeschnitten werden, könne sich durch die erhöhte Unsicherheit und Risikoaversion eine deutlich pessimistischere Einschätzung der Wirtschaftsperspektiven ergeben als in den Basisprojektionen und den Szenarien angenommen. Andererseits wurde auch argumentiert, dass die privaten Haushalte höhere Energierechnungen stemmen müssten und deshalb wenig Spielraum für zusätzliche Ersparnisse hätten. Die Unsicherheitseffekte könnten in den an Russland angrenzenden Ländern sogar noch stärker ausfallen. Abschließend wurde betont, dass die Haushalte den Energiepreisanstieg möglicherweise zum Teil mithilfe der hohen Ersparnisse abfedern könnten, die sie während der Pandemie aufgebaut hätten.

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld nahmen die Ratsmitglieder die von Herrn Lane dargelegte Einschätzung zur Kenntnis, dass die Omikron-Variante des Coronavirus zum Jahreswechsel die globale Wachstumsdynamik und insbesondere die Dienstleistungskonjunktur gedämpft habe, dieser Effekt jedoch inzwischen nachlasse. Zudem schienen die weltweiten Lieferengpässe ihren Höhepunkt überschritten zu haben, wenngleich die Lieferzeiten nach wie vor sehr lang seien. Durch den Krieg zwischen Russland und der Ukraine sei es zu einer Abwärtskorrektur der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums gekommen. Diese betreffe in erster Linie das Jahr 2023, da der Effekt im laufenden Jahr durch positive Überhangseffekte aus

2021 gedämpft werde. Nach dem russischen Einmarsch in die Ukraine seien die Rohstoffpreise sprunghaft gestiegen, der Euro habe – vor allem zum US-Dollar – abgewertet, und die Preise für risikoreiche Vermögenswerte seien gefallen. Zu den Merkmalen dieses neuerlichen Schocks für die Wirtschaft des Eurogebiets wurde angemerkt, dass der Krieg erhebliche wirtschaftliche, militärische und politische Implikationen für Europa haben werde, die sich erst nach und nach entfalten würden. Russland und die Ukraine seien nicht nur wichtige Öl- und Gaslieferanten, sondern auch bedeutende Exporteure anderer wichtiger Rohstoffe (wie Weizen, Düngemittel und seltene Metalle). Daher dürfte es bei einer Reihe von Produkten zu gravierenderen weltweiten Engpässen kommen. Zudem wurde daran erinnert, dass der negative Terms-of-Trade-Schock, dem der Euroraum gegenwärtig aufgrund der sprunghaft gestiegenen Rohstoffpreise ausgesetzt sei, durch die jüngste Abwertung des Euro noch verstärkt werde.

Die Mitglieder des EZB-Rats stimmten weitgehend mit Herrn Lane überein, dass der Krieg zwischen Russland und der Ukraine in einem Umfeld ausgebrochen sei, das ansonsten ein solides Fundament für eine kräftige Erholung im Euroraum im laufenden Jahr geboten hätte. Die pandemiebedingten Beschränkungen würden nun zum Großteil aufgehoben, und vor der Eskalation des Konflikts habe sich eine kräftige Konjunkturerholung abgezeichnet. So sei der Euroraum mit besseren Fundamentaldaten in diese neue Krise gestartet als seinerzeit im März 2020. Selbst das schwerwiegende Szenario der Expertinnen und Experten der EZB gehe von einer geringeren Beeinträchtigung des Wachstums aus als das vergleichbare Szenario, das der EZB-Rat zwei Jahre zuvor als Reaktion auf den Ausbruch des Coronavirus erwogen habe. Auch mit Blick auf die weltweiten Implikationen seien der Krieg zwischen Russland und der Ukraine und die wirtschaftlichen und finanziellen Sanktionen nicht mit dem Herunterfahren der globalen Wirtschaft im März 2020 vergleichbar.

Zuversicht wurde allgemein aus der Aufhellung am Arbeitsmarkt geschöpft. So sei die Arbeitslosenquote im Januar auf 6,8 % gesunken. Fast alle Arbeitsmarktindikatoren wiesen historische Höchststände auf, sodass die Einkommen der privaten Haushalte weiter wachsen sollten. Zugleich wurde jedoch das Argument vorgebracht, dass eine pessimistische Einschätzung der wirtschaftlichen Folgen des Krieges zwischen Russland und der Ukraine womöglich das Ende einer sehr positiven Arbeitsmarktentwicklung implizieren würde. Ein kriegsbedingter Konjunkturerinbruch könne den Arbeitsmarkt schwächen, wie dies in den 1980er-Jahren der Fall gewesen sei. Die daraus resultierenden Einkommenseinbußen könnten die Konjunktur zusätzlich belasten und auch einen Abwärtsdruck auf die Inflation ausüben.

Hinsichtlich der finanzpolitischen Reaktion auf den Krieg zwischen Russland und Ukraine waren sich die Ratsmitglieder einig, dass weitere Maßnahmen auf nationaler und europäischer Ebene wahrscheinlich und wünschenswert seien. Gegenwärtig herrsche diesbezüglich jedoch noch große Unsicherheit. Auf kurze Sicht werde die Wirtschaftstätigkeit zwar offenkundig beeinträchtigt, doch in

den kommenden Jahren könnten Konsum und Investitionen durch öffentliche Ausgaben in drei Bereichen Auftrieb erhalten. Erstens werde verstärkt in den Energiesektor investiert, um die Abhängigkeit von russischem Gas und Öl zu verringern. Hierzu zählten auch höhere Investitionen in die Energiewende. Zweitens würden die Verteidigungsausgaben in Europa steigen. Drittens würden mehr öffentliche Gelder zur Unterstützung der Ukraine und der Geflüchteten bereitgestellt. Diese höheren Staatsausgaben würden den Druck auf Ressourcen und Preise tendenziell verstärken.

Insgesamt waren die Ratsmitglieder der Auffassung, dass sich die Risiken für die Konjunkturaussichten mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine deutlich erhöht hätten und die Abwärtsrisiken überwögen. Die pandemiebedingten Risiken seien zwar zurückgegangen, doch könnte sich der Krieg in der Ukraine stärker auf das Wirtschaftsklima auswirken und angebotsseitige Engpässe wieder verschärfen. Anhaltend hohe Energiekosten in Verbindung mit einem Vertrauensverlust könnten die Nachfrage stärker belasten als erwartet und die Konsumausgaben sowie die Investitionen dämpfen.

Vor diesem Hintergrund wurde argumentiert, dass der Krieg einen stagflationären Schock darstelle, der auf kurze Sicht mit einer schwächeren Wirtschaftsaktivität und höheren Inflationsraten einhergehe. Angesichts der sehr soliden Ausgangslage und der verankerten mittelfristigen Inflationserwartungen sei es allerdings schwer vorstellbar, dass dieser Schock die Volkswirtschaft im Euroraum in eine Stagflation treiben könne. Für eine günstige Entwicklung sei in dieser Hinsicht auch die fiskalpolitische Reaktion von großer Bedeutung. Zugleich könne eine schwächere Konjunktur im zweiten und dritten Quartal dieses Jahres – gemessen an den vierteljährlichen Wachstumsraten – dennoch zu einer technischen Rezession im Eurogebiet führen. Auch wenn der Krieg aufgrund der signifikant gestiegenen Unsicherheit und der zunehmenden Risiken für die Finanzstabilität auf kurze Sicht eindeutig inflationstreibend wirke, sei langfristig sowohl ein inflationärer als auch ein disinflationärer Effekt möglich.

Was die Preisentwicklung anbelange teilten die Ratsmitglieder die von Herrn Lane anfangs geäußerte Einschätzung. Schon bevor die Auswirkungen des Krieges spürbar geworden seien, habe sich die Teuerung im Februar unerwartet kräftig erhöht, und zwar auf 5,8 %. Darüber hinaus sei in nächster Zeit mit einem weiteren Anstieg zu rechnen. Die hohe Inflationsrate sei nach wie vor maßgeblich auf die Energiepreise zurückzuführen. Diese trieben auch die Preise in vielen anderen Sektoren nach oben. Die Nahrungsmittelpreise seien ebenfalls gestiegen, und der Krieg in der Ukraine dürfte bei einigen Nahrungsmitteln und Rohstoffen für weiteren Preisdruck sorgen. Die Preise hätten auf breiterer Front angezogen, und die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation lägen bei deutlich über 2 %. Angesichts der Rolle temporärer pandemiebedingter Faktoren und der indirekten Auswirkungen höherer Energiepreise gab es jedoch verschiedene Auffassungen darüber, wie lange der Anstieg dieser Indikatoren anhalten werde. Marktbasierte Indikatoren deuteten darauf hin, dass die Energiepreise länger als zuvor erwartet auf einem hohen Stand bleiben, im Laufe des

Projektionszeitraums aber etwas zurückgehen würden. Der von den weltweiten Lieferengpässen ausgehende Preisdruck dürfte letztendlich nachlassen. Das Lohnwachstum sei zwar insgesamt verhalten geblieben, doch die Rückkehr der Wirtschaft zu einer vollen Kapazitätsauslastung dürfte mit der Zeit einen schnelleren Lohnzuwachs begünstigen. Verschiedene aus Finanzmarktdaten und aus Umfragen abgeleitete Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen bei rund 2 %. Diese Faktoren würden dazu beitragen, dass sich die Gesamtinflation dauerhaft beim Inflationsziel von 2 % einpendele.

Bei ihrer Erörterung der von Expertinnen und Experten der EZB erstellten Projektionen vom März 2022 wurde auf die erhebliche Aufwärtskorrektur der kurzfristigen Inflationssichten gegenüber den Projektionen vom Dezember 2021 verwiesen. Mit den im Februar veröffentlichten Daten zur Inflation habe sich zuletzt die Reihe aufeinanderfolgender, unerwartet hoher Teuerungsraten fortgesetzt. Dies habe im Dezember und auch im März zu den größten Korrekturen der Inflationsprojektionen seit vielen Jahren geführt. Die hohe Inflation habe sich damit als dauerhafter erwiesen als ursprünglich gedacht. Dagegen gingen die jüngsten gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB immer noch davon aus, dass die Teuerung über den Projektionszeitraum rasch sinken und wieder annähernd ihren Zielwert erreichen werde. Die wiederholten erheblichen Projektionsfehler bei den Vorausschätzungen der Kerninflation führten vor Augen, dass die Modelle die Folgen der Erholung und die Weitergabe der Vorleistungspreise an die Endverbraucherpreise unterschätzten.

Insbesondere wurden Zweifel geäußert, dass sich die Inflation, wie im Basisszenario der Projektionen angenommen, im letzten Jahr des Projektionszeitraums (2024) tatsächlich dem Wert von 1,9 % annähern werde. Es wurde die Frage aufgeworfen, wie man nach den derzeit massiven Inflationsschocks erwarten könne, dass die Inflation so schnell – noch schneller als in der vorangegangenen Projektionsrunde angenommen – auf ihren Mittelwert zurückkehren werde. Es sei verwunderlich, dass die Inflationsprojektionen für 2024 weiterhin knapp unter dem 2 %-Ziel lägen, obwohl die Inflationsergebnisse zuletzt wiederholt höher ausgefallen seien als erwartet, für den Großteil des Projektionszeitraums eine hartnäckige positive Produktionslücke vorhergesagt werde und zuletzt auch die längerfristigen Inflationserwartungen gestiegen seien. In diesem Zusammenhang wurde eingeräumt, dass Modelle, deren Schätzungen auf historischen Daten beruhen, im Falle ungewöhnlicher Schocks und möglicher Wendepunkte oder von Paradigmenwechseln natürlich an ihre Grenzen stießen.

Es wurde erneut hervorgehoben, dass die mittelfristige Projektion für die Gesamtteuerungsrate auf der Annahme rückläufiger Terminpreise für Energie beruhe. Diese Prämisse müsse womöglich hinterfragt werden, da inzwischen eine Reihe von Faktoren an den Energiemärkten auf einen anhaltenderen Aufwärtsdruck hindeuteten. Dazu zählten die Sanktionen gegen Russland, Europas Pläne zur Verringerung der Gasimporte aus Russland sowie Initiativen zur Bekämpfung des Klimawandels. Sensitivitätsanalysen, die andere technische Annahmen für die Rohstoffpreise für Energie zugrunde

legten, könnten für 2023 und 2024 zu Inflationsprojektionen von deutlich über 2 % kommen. Zugleich wurde daran erinnert, dass alle automatischen Annahmen in Bezug auf die Ölpreise Einschränkungen unterlägen und es für die Interpretation der Projektionen wichtiger wäre, zu verstehen, ob die Ölpreise durch Nachfrage- oder Angebotsschocks beeinflusst würden.

Mit Blick auf die mittelfristigen Aussichten wurde die Auffassung geäußert, dass die Projektionen für den Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln gegen Ende des Projektionszeitraums im unteren Bereich liegen könnten, und es wurde die Frage aufgeworfen, ob die Teuerung bei den Nahrungsmitteln nicht längerfristig höher ausfallen könne. Überdies wurde darauf hingewiesen, dass sich durch die Entwicklung der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum, die bislang nicht im offiziellen HVPI-Index berücksichtigt würden, ein Aufwärtsdruck auf die mittelfristigen Inflationsprojektionen ergeben könnte. Angesichts dieser unterschiedlichen Überlegungen solle man sich nicht anmaßen, Aussagen über die genauen Inflationszahlen im Jahr 2024 zu treffen. Vielmehr könne man sich verstärkt auf die Unsicherheit und Risikoverteilung bei Punktschätzungen der Inflation konzentrieren.

Einige Ratsmitglieder hoben hervor, dass sich die Kerninflation und verschiedene andere Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation auf Werte von deutlich über 2 % erhöht hätten. Dabei seien auch Preise, die sich seltener änderten, kräftig gestiegen, die einen guten Indikator für die mittelfristige Inflationsentwicklung darstellten. Dies spräche dagegen, dass sich der Preisauftrieb nur auf die Energiekomponente beschränke, und stütze die Ansicht, dass die Inflation auf breiterer Front spürbar und beständiger werde. Sollte sich ein solcher Trend verfestigen, werde es immer fraglicher, ob man davon ausgehen könne, dass die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation in nächster Zeit wieder deutlich sinken werden. Lange und variable Verzögerungen bei der Weitergabe der Erzeugerpreise bedeuteten, dass auch mittelfristig mit einem beträchtlichen weiteren Aufwärtsdruck zu rechnen sei. Dagegen werde in den Projektionen davon ausgegangen, dass sich die jüngsten Zunahmen der Kerninflation über den Projektionszeitraum teilweise wieder umkehren würden.

Allerdings wurde hervorgehoben, dass die Kerninflation gegenwärtig von externen Faktoren wie Energiepreisen und Lieferengpässen bestimmt werde und nicht von binnenwirtschaftlichen Faktoren wie den Löhnen. Außerdem wurde das Argument vorgebracht, dass es sich bei diesen Faktoren um Preisniveaueffekte handle, deren Auswirkungen auf die Inflationsraten im Zeitverlauf nachlassen dürften. Auch wurde auf eine Analyse des historischen Musters der Erzeugerpreise im Energiesektor verwiesen, die zeige, dass der Energiepreisauftrieb typischerweise zwischen positiven und negativen Änderungsraten schwanke. Ungeachtet des jüngst verzeichneten sprunghaften Anstiegs könne daher nicht ausgeschlossen werden, dass sich die Teuerungsrate für Energie irgendwann auch wieder ins Negative verkehre.

Es wurde daran erinnert, dass ein einmaliger Energiepreisanstieg nicht zu einer dauerhaft höheren Inflation führe. Damit diese selbstverstärkend würde, seien letztlich höhere Inflationserwartungen und ein stärkeres Lohnwachstum erforderlich. In diesem Zusammenhang wurde festgestellt, dass der

Anstieg der Tarifverdienste Ende 2021 niedriger gewesen sei als im Durchschnitt des Jahres 2020 und nicht auf einen offensichtlichen Lohndruck hindeute. Das Wachstum der Lohnstückkosten – also die Kombination von Lohnzuwachs und Produktivitätsentwicklung – werde den Erwartungen zufolge zwar ansteigen, im Projektionszeitraum aber unter 2 % bleiben. Ein Vergleich des Lohnwachstums mit der Inflation deute darauf hin, dass die Reallöhne im Projektionszeitraum wohl insgesamt sinken würden. Daraufhin kam die Frage auf, ob der mit dem Anstieg der Energiepreise zusammenhängende Terms-of-Trade-Schock folglich allein durch die Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer abgefangen werde und wie wahrscheinlich dies in einem Umfeld angespannter Arbeitsmärkte sei. Unterdessen wurde angemerkt, dass niedrigere Reallöhne nicht notwendigerweise eine niedrigere Lohnquote bedeuteten, sofern es auch ein positives Beschäftigungswachstum gebe.

Es herrschte jedenfalls weitgehend die Auffassung, dass die Inflation, die auf einem hohen Niveau verharre und höher als erwartet sei, die Wahrscheinlichkeit für das Eintreten von Zweitrundeneffekten erhöhe. Dies wiederum würde dazu führen, dass die höhere Inflation länger Bestand haben werde. Sollten Zweitrundeneffekte eintreten, dann könnten diese länger als ein Jahr andauern, da Tarifverträge tendenziell längerfristig abgeschlossen werden. Es wurden Bedenken geäußert, dass Zweitrundeneffekte durchaus nichtlinear sein könnten. Demnach könne das Eintreten dieser Effekte zwar eine gewisse Zeit dauern, doch könnten sie in der Folge sehr stark werden und schwer zu stoppen sein. Die Entwicklung am Arbeitsmarkt und Anzeichen einer zunehmenden Arbeitsmarkttanspannung würden als deutliche Hinweise auf einen steigenden Lohndruck in absehbarer Zeit erachtet. Es wurde angemerkt, dass die Auswirkungen steigender Energiepreise in der Vergangenheit von kurzer Dauer gewesen seien und daher leichter durch die Entwicklung der Löhne oder Gewinnmargen hätten aufgefangen werden können. Angesichts des massiven Energieschocks in Verbindung mit tiefgreifenden Strukturveränderungen, einem Nachholbedarf in der Zeit nach der Pandemie und Angebotsengpässen schein die Lage diesmal jedoch anders zu sein. Dies stelle die anscheinend sehr verhaltene Reaktion der Löhne auf die Inflation in den Projektionen infrage.

Zugleich wurde daran erinnert, dass in den Projektionen Zweitrundeneffekte gemäß den historischen Gesetzmäßigkeiten berücksichtigt würden. Es bestehe auch die Gefahr, dass die prognostizierten Effekte zu hoch ausfallen könnten, denn das Lohnwachstum sei – zumindest in einigen Ländern – bisher niedriger gewesen als zuvor erwartet. Darüber hinaus sei zu bedenken, dass sich die derzeit positive Entwicklung am Arbeitsmarkt rasch verflüchtigen könne. Bezug genommen wurde dabei auf die 1980er-Jahre, als Zweitrundeneffekte zu „Drittrundeneffekten“ und damit zu einer geringeren Produktionsleistung und schwächeren Arbeitsmärkten führten. Möglich sei auch, dass Gewerkschaften und Unternehmen in Anbetracht der gestiegenen Unsicherheit aufgrund des Krieges abermals die Arbeitsplatzsicherheit vor Lohnzuwächse stellen könnten. Des Weiteren seien Lohn-

Preis-Spiralen unwahrscheinlich, solange die Verpflichtung der Zentralbank zur Preisstabilität – im Gegensatz zu den 1970er- und 1980er-Jahren – als glaubwürdig angesehen werde.

Vor diesem Hintergrund wirkten sich Faktoren, die Risiken für die wirtschaftlichen Aussichten darstellten, auch auf die Risiken für den Inflationsausblick aus. Letztere würden auf kurze Sicht als aufwärtsgerichtet erachtet. Der Krieg in der Ukraine stelle insbesondere für die Energiepreise ein erhebliches Aufwärtsrisiko dar. Wenn der Preisdruck dazu führe, dass die Löhne stärker stiegen als erwartet, oder wenn es zu anhaltenden angebotsseitigen Beeinträchtigungen komme, könne die Inflation auch auf mittlere Sicht höher ausfallen. Sollte die Nachfrage jedoch mittelfristig zurückgehen, könne dies den Preisdruck auch verringern. Es sei zu beobachten, dass Risiken für die Projektionen bereits zum Tragen gekommen seien, da die Ölpreise im Zeitraum zwischen dem Redaktionsschluss für die in den Projektionen enthaltenen Annahmen und der Sitzung des EZB-Rats weiter gestiegen seien. Darüber hinaus wurde darauf verwiesen, dass die Ausgaben, die die Länder in den kommenden Jahren aller Wahrscheinlichkeit nach für Verteidigung und Energie tätigen würden, einen zusätzlichen Inflationsdruck bedeuteten.

Mit Blick auf die längerfristigen Inflationserwartungen nahmen die Ratsmitglieder die von Frau Schnabel und Herrn Lane vorgetragenen Einschätzungen zu den jüngsten Entwicklungen der marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs und der umfragebasierten Indikatoren zur Kenntnis. Die meisten Indikatoren lägen bei rund 2 %, was als gute Nachricht anzusehen sei. Es wurde angemerkt, dass einige marktbasierende Messgrößen einen Wert von deutlich über 2 % aufwiesen. Einerseits könne dies als erstes Anzeichen dafür gewertet werden, dass es zu einer Entankerung der langfristigen Inflationserwartungen komme. Dies müsse genau beobachtet werden, da eine Lohn-Preis-Spirale die Folge sein könne. Andererseits wurde daran erinnert, dass diese Messgrößen auch Risikoprämien enthielten. Nach Bereinigung der Messgrößen um diese Prämien läge die tatsächlich erwartete Inflation weiterhin bei rund 2 %. In diesem Zusammenhang wurde auf die Korrelation zwischen der Entwicklung der Ölpreise und der marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs hingewiesen. So könne ein Anstieg des fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatzes in fünf Jahren unter anderem darauf zurückzuführen sein, dass die Anleger angesichts eines ölpreisbedingten Teuerungsschubs nach Absicherungsgeschäften suchten. Längerfristige Inflationserwartungen von rund 2 % könnten dahingehend interpretiert werden, dass der gegenwärtige Angebotsschock auf kurze Sicht direkte Aufwärtseffekte auf die Inflation habe, sich über das verfügbare Einkommen jedoch auf längere Sicht senkend auf die Inflation auswirken werde. Unterdessen wurde auf nationale Umfragen verwiesen, denen zufolge die mittelfristigen Inflationserwartungen von Unternehmen und privaten Haushalten auf deutlich über 2 % gestiegen seien.

Mit Blick auf die monetäre und finanzielle Analyse stimmten die Ratsmitglieder weitgehend den eingangs von Frau Schnabel und Herrn Lane vorgetragenen Einschätzungen zu, dass der Einmarsch

Russlands in die Ukraine aufgrund der erhöhten Unsicherheit zu einer erheblichen Volatilität an den Finanzmärkten geführt habe. Die Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet seien weitaus stärker betroffen als jene in den Vereinigten Staaten, was dem Umstand geschuldet sei, dass der Euroraum den Folgen des Krieges in größerem Maße ausgesetzt sei als andere Regionen der Welt. Demnach deute das Ausmaß des Aktienkurseinbruchs seit der Invasion in der Ukraine – auch in Bezug auf Banken mit wenigen Verbindungen zur russischen oder ukrainischen Wirtschaft – darauf hin, dass die Transmission des wirtschaftlichen Schocks auf die Wirtschaft im Eurogebiet deutlich negativer sein könne, als die – relativ geringen – direkten Verflechtungen von Finanzen und Handel vermuten ließen. Zugleich wurde betont, dass die Spannungen an den Finanzmärkten bislang allem Anschein nach deutlich schwächer ausgefallen seien als zu Beginn der Pandemie. Es habe keinen vergleichbaren Ansturm auf Bargeld gegeben, und die Liquiditätsausstattung sei in den meisten Marktsegmenten nach wie vor gut, wenngleich die Emission von Unternehmensanleihen am Primärmarkt ein paar Tage unterbrochen gewesen sei.

Mit Blick auf die Finanzstabilität würden sich die höheren Energie- und Rohstoffpreise hauptsächlich über die Inflation und das Wachstum auf die Gesamtwirtschaft auswirken. Nach Ausbruch des Krieges habe sich der im Gefolge der EZB-Ratssitzung vom Februar beobachtete Anstieg der risikofreien Marktzinsen zum Teil wieder umgekehrt. Außerdem habe der Euro gegenüber dem US-Dollar an Wert verloren, und die Aktiennotierungen im Eurogebiet hätten erhebliche Rückgänge verzeichnet, wobei vor allem Bankaktien betroffen gewesen seien. Die Finanzsanktionen gegen Russland hätten bislang zu keiner anhaltenden Belastung der Geldmärkte oder zu Liquiditätsengpässen im Bankensystem des Euroraums geführt. Insgesamt seien die Bankbilanzen nach wie vor solide, was robusten Eigenkapitalpositionen und einer Rückführung des Bestands an notleidenden Krediten zu verdanken sei. Dies wiederum spiegele die gute finanzielle Verfassung der privaten Haushalte und die gesunden Bilanzen der Unternehmen wider. Nach einem kräftigen Zuwachs im Schlussquartal 2021 sei das Wachstum der Kreditvergabe an Unternehmen zurückgegangen, während die Ausleihungen an private Haushalte – insbesondere die Wohnungsbaukredite – weiterhin recht robust seien.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs waren die Ratsmitglieder der Auffassung, dass die Lage an den Finanzmärkten und die Finanzierungsbedingungen im Eurogebiet alles in allem günstig geblieben seien, obwohl die Marktzinsen seit der geldpolitischen Sitzung vom Februar angezogen hätten. Zwar seien die nominalen Renditen von Staatsanleihen im Euroraum seit der Sitzung vom Dezember 2021 deutlich gestiegen, doch sei dies vor allem einer Zunahme des marktbasierenden Inflationsausgleichs zuzuschreiben. Der erhebliche erneute Rückgang der Realzinsen auf historische Tiefstände und die Abwertung des Euro deuteten darauf hin, dass der geldpolitische Kurs nach wie vor sehr

akkommodierend sei. Dies werfe die Frage auf, ob die Ausgestaltung der geldpolitischen Instrumente, einschließlich der Negativzinspolitik, weiterhin damit im Einklang stehe, dass die Inflationsrate mittelfristig wieder auf den Zielwert zurückkehre. Es wurde jedoch angemerkt, dass der jüngste Rückgang der risikofreien Zinssätze einer Eintrübung der Risikostimmung angesichts des russischen Einmarschs in die Ukraine und einer Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Aussichten geschuldet sei. Die Zinssätze der Banken für Unternehmenskredite hätten zwar leicht zugelegt, seien insgesamt allerdings weiterhin günstig, wohingegen die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung deutlicher zugenommen hätten. Bei den Wohnungsbaukrediten an private Haushalte lägen die Zinsen weiterhin stabil auf einem historisch niedrigen Niveau.

Viele Ratsmitglieder vertraten die Auffassung, dass das gegenwärtig hohe und anhaltende Inflationsniveau sofortige weitere Schritte in Richtung einer geldpolitischen Normalisierung erfordere. Den Projektionen zufolge dürfte die Teuerungsrate im Jahr 2022 weit über der Zielvorgabe liegen, mit beispiellosen Aufwärtskorrekturen in den letzten beiden Projektionsrunden. Die Inflation dürfte demzufolge auch 2023 über dem Zielwert liegen, wobei erhebliche Aufwärtsrisiken bestünden, wie auch die Alternativszenarien zeigten. Darüber hinaus wurde angeführt, dass die Basisprojektion für die Teuerung im Jahr 2024 als bereits de facto zielgerecht eingeschätzt werden könne, wenn die erhöhte Unsicherheit bezüglich der Aussichten und die Fragilität der den Projektionen zugrunde liegenden Annahmen berücksichtigt würden. Außerdem lägen die verfügbaren Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation nunmehr bei über 2 %, was darauf hindeute, dass die Projektionen das Beharrungsvermögen einer über dem Zielwert liegenden Inflation unterschätzten.

Auf dieser Grundlage wurde argumentiert, dass die drei Bedingungen der Forward Guidance für eine Anhebung der EZB-Leitzinsen praktisch entweder bereits erfüllt oder nahezu erfüllt seien. Indes wurde auch darauf hingewiesen, dass angesichts der Rolle temporärer pandemiebedingter Faktoren und der indirekten Auswirkungen höherer Energiepreise jedoch nach wie vor ungewiss sei, wie lange der Anstieg der Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation anhalten werde. Selbst wenn die Kriterien der Forward Guidance als erfüllt bewertet werden könnten, so ein weiteres Argument, sei die Unsicherheit zum gegenwärtigen Zeitpunkt hoch. Die Erfüllung der Kriterien stelle eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für eine erste Zinserhöhung dar. Der angemessenste Zeitpunkt für eine erste Leitzinsanhebung solle vom EZB-Rat unter Berücksichtigung aller verfügbaren Daten und anderer Erwägungen – wie z. B. der vorherrschenden Bedingungen am Finanzmarkt – festgelegt werden.

Obschon sich mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine die Unsicherheit im Hinblick auf die gesamtwirtschaftlichen Aussichten verstärkt habe, würden die damit verbundenen Risiken für die Inflationsaussichten als weitgehend einseitig erachtet, denn erfahrungsgemäß wirkten Kriege tendenziell inflationssteigernd – häufig bedingt durch erhöhte Staatsausgaben und eine zugleich lockere Geldpolitik. Die Wirtschaft dürfte zwar aufgrund des Krieges auf kurze Sicht langsamer wachsen, doch sei davon auszugehen, dass das Wachstum auf Jahressicht – selbst im

schwerwiegenden Szenario – positiv bleiben werde. Dies deute eher auf eine „Slowflation“ als auf eine Stagflation hin. Aufgrund der höheren Inflationspersistenz steige die Wahrscheinlichkeit von Zweitrundeneffekten über eine sich verstärkende Lohndynamik. Das Lohnwachstum sei bislang moderat geblieben, wobei es für gewöhnlich mit zeitlicher Verzögerung reagiere und möglicherweise nichtlinear verlaufe. Es bestehe ein erhöhtes Risiko einer Lohn-Preis-Spirale, wenn die Geldpolitik nicht rechtzeitig handle. Liege die Inflationsrate für längere Zeit über dem Zielniveau, steige die Gefahr einer Entankerung der längerfristigen Inflationserwartungen nach oben. Die jüngsten Messgrößen des marktbasierten Inflationsausgleichs seien erstmals seit vielen Jahren bei allen Laufzeiten auf über 2 % gestiegen. In Anbetracht dieses Umfelds könne der EZB-Rat nicht länger über die höhere Inflation hinwegsehen, selbst wenn sie durch einen negativen Angebotsschock bedingt sei.

Die seit Dezember zu beobachtende Inflationsentwicklung, die von Herrn Lane beschrieben wurde, erfordere daher ein zuversichtliches und nicht von übermäßigem Zögern geprägtes Vorgehen. Dies werde als wesentlich erachtet, um nachdrücklich die Vorrangstellung des Ziels der Preisstabilität zu unterstreichen, aber auch um den Märkten Orientierung zu bieten und damit einem weiteren Anstieg der Unsicherheit in einem volatilen Umfeld entgegenzuwirken. So werde es als besonders wichtig angesehen, auf der aktuellen Sitzung einen Beschluss hinsichtlich einer Reduzierung des Ankaufvolumens im Rahmen des APP für die kommenden Quartale zu fassen, um Optionalität hinsichtlich künftiger Leitzinsentscheidungen „freizuschalten“.

Es herrschte die Auffassung, dass die Ankäufe im Rahmen des APP nunmehr das genannte Ziel, die durch die negativen EZB-Zinssätze bewirkte geldpolitische Akkommodierung zu verstärken, erfüllt hätten. Angesichts dessen, wie sich die Inflationsaussichten seit der EZB-Ratssitzung vom Dezember 2021 entwickelt hätten, und mit Blick auf die günstigen Finanzierungsbedingungen gebe es keine Anhaltspunkte mehr dafür, dass der zuvor vereinbarte Umfang der Nettokäufe weiterhin verhältnismäßig, d. h. angemessen und erforderlich, sei und es keine weniger aufwändigen Alternativen gebe, um das erklärte Ziel zu erreichen. Eine weitere geldpolitische Akkommodierung über Nettoankäufe in dem im Dezember vorgesehenen Umfang wurde angesichts dessen, dass sich die Inflationsrate inzwischen zunehmend vom EZB-Ziel entferne, als nicht mehr mit dem vorrangigen Ziel in Einklang stehend erachtet. Ein Festhalten an den Nettoankäufen im Rahmen des APP trotz drohender Risiken für die Preisstabilität könne die Entschlossenheit des EZB-Rats zur Erreichung seines vorrangigen Ziels infrage stellen, vor allem wenn bezüglich der Inflationsrate die Aufwärtsrisiken überwögen. Die gegenwärtige Beurteilung spreche demnach für ein umsichtiges und an Bedingungen geknüpftes Auslaufen dieser Sondermaßnahme. Das Instrument werde als Teil des geldpolitischen Instrumentariums aber auf jeden Fall weiter verfügbar sein, um bei Bedarf auch künftig angemessen reagieren zu können.

Auf der aktuellen Sitzung einen Beschluss zu fassen, wurde zudem als konsistent angesehen mit dem Grundsatz eines graduellen, besonnenen und vorsichtigen Vorgehens. Eine verzögerte Reaktion könne dazu führen, dass im weiteren Verlauf eine abruptere Anpassung des geldpolitischen Kurses erforderlich werde, wodurch das Wachstum und die Finanzstabilität stärker belastet würden. Daher sei es umso wichtiger, dass der EZB-Rat einen datenabhängigen und stufenweisen Ansatz verfolge und dabei ein hohes Maß an Optionalität und Flexibilität wahre. Durch den Krieg in der Ukraine habe sich aufgrund der gestiegenen Aufwärtsrisiken für die Inflation das erforderliche Maß an Optionalität noch erhöht. In Anbetracht der erhöhten Unsicherheit werde es jedoch als sinnvoll erachtet, eine gewisse Optionalität in beide Richtungen zu bewahren und einen von der Datenlage abhängigen Ansatz zu verfolgen, da die Entwicklungen der kommenden Monate noch nicht absehbar seien. Vor diesem Hintergrund sei auf der gegenwärtigen Sitzung vorsichtiges Handeln geboten, vor allem was die Planung und allmähliche Reduzierung der Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP und eine gleichzeitige Entkoppelung des Zeitpunkts der erstmaligen Leitzinsanhebung vom Ende der Nettoankäufe betreffe. Dadurch gewinne der EZB-Rat ein höheres Maß an Optionalität und Flexibilität, ohne dass ein automatischer Beginn der Leitzinsanhebungen kurz nach dem Ende der Nettoankäufe impliziert würde.

Einige der Ratsmitglieder, die sich für eine Beschlussfassung auf der gegenwärtigen Sitzung aussprachen, befürworteten die Festlegung eines klaren Enddatums für die Nettoankäufe im Rahmen des APP im Sommer. Dieses Datum solle jedoch nicht von künftigen Entwicklungen abhängig gemacht werden. Dies könne angesichts der Verschlechterung der Inflationsaussichten den Weg für eine mögliche Leitzinsanhebung im dritten Quartal dieses Jahres ebnen. Die Wahrung der Optionalität hinsichtlich der Ankäufe von Vermögenswerten habe ihren Preis, insbesondere was das Risiko anbelange, ins Hintertreffen zu geraten.

Andere Mitglieder sprachen sich für eine abwartende Haltung aus, weil der Russland-Ukraine-Krieg zu einer außergewöhnlich hohen Unsicherheit geführt habe. Die Situation vor Ausbruch des Krieges habe möglicherweise zwar für eine gewisse Rücknahme geldpolitischer Stützungsmaßnahmen gesprochen, um die wirtschaftliche Erholung zu begleiten, und zwar in Form einer vorsichtigen Anpassung ergänzend zu den im Dezember 2021 gefassten Normalisierungsbeschlüssen. Sie habe hingegen nicht für den Beginn eines Straffungszyklus gesprochen. Angesichts der kriegsbedingt neuen Gegebenheiten seien große Schritte umso weniger gerechtfertigt und könnten das Vertrauen noch stärker belasten. Mit Ausbruch des Krieges habe sich die gesamtwirtschaftliche Lage seit der Februar-Sitzung erheblich verändert. Den Alternativszenarien zufolge könne es in den Sommerquartalen zu einer technischen Rezession im Euroraum kommen. Es wurde angemerkt, dass – ohne das aktuell hohe Inflationsniveau – die angemessene geldpolitische Reaktion wahrscheinlich eine Kurslockerung gewesen wäre. Durch den Krieg und die damit verbundene Verschärfung des Energieangebotsschocks befände sich die Geldpolitik in einem akuten Dilemma.

Nun komme es darauf an, eine ruhige Hand zu bewahren und abzuwarten, bevor man weitere Anpassungen des geldpolitischen Kurses beschließe. Dies könne zu einem besseren Verständnis der geplanten finanzpolitischen Reaktion und der kriegsbedingten Implikationen für den Wirtschafts- und Inflationsausblick führen. Bezüglich einer Beschlussfassung auf der aktuellen Sitzung wurde die Frage aufgeworfen, ob sich der EZB-Rat eher auf die kurzfristigen Inflationsaussichten als auf den mittelfristigen Ausblick konzentriere.

Den betreffenden Mitgliedern zufolge seien die Bedingungen der Forward Guidance noch nicht erfüllt, und es sei auch nicht absehbar, ob diese in absehbarer Zukunft erfüllt würden. Das Basisszenario der Projektionen sowie die beiden Alternativszenarien ließen darauf schließen, dass die Inflation 2024 unter 2 % fallen werde, wenn der Einfluss der hohen Energiepreise auf die Gesamtinflation bis dahin nachgelassen habe. Es wurde argumentiert, dass der Krieg nicht zu einem Nachfrageschock, sondern vielmehr zu einem Angebotsschock führe und es daher angemessen sei, dass die Geldpolitik diesen Schock außer Acht lasse und angesichts der aktuellen Inflationszahlen nicht überreagiere. In Anbetracht der Tatsache, dass die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen bei rund 2 % lägen und es keine Anzeichen für Zweitrundeneffekte gebe – die Löhne seien bislang nach wie vor moderat und zuletzt sogar etwas langsamer gestiegen als in den jüngsten Projektionen erwartet –, könne der EZB-Rat Geduld zeigen.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Insgesamt stimmten die Ratsmitglieder darin überein, dass die von Herrn Lane eingangs vorgeschlagene Rekalibrierung des geldpolitischen Instrumentariums einen ausgewogenen Kompromiss und ein verhältnismäßiges Vorgehen zur Erfüllung des Preisstabilitätsmandats der EZB darstelle. Einerseits setze der EZB-Rat mit dieser Vorgehensweise die schrittweise Normalisierung der Geldpolitik fort. Dies stehe mit seiner Einschätzung im Einklang, dass es immer wahrscheinlicher sei, dass sich die Inflation auf mittlere Sicht in etwa beim Zielwert von 2 % stabilisieren werde. Andererseits bleibe bei der vorgeschlagenen Rekalibrierung die Flexibilität des EZB-Rats im Hinblick auf die Planung der Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP erhalten. Hierzu würden in dem Vorschlag die an die mittelfristigen Inflationsaussichten geknüpfte Konditionalität betont und die Optionalität hinsichtlich der Leitzinsen erhöht, indem deren erstmalige Anhebung vom erwarteten Enddatum der Nettoankäufe entkoppelt werde.

Auf der Grundlage der aktualisierten Beurteilung durch den EZB-Rat und unter Berücksichtigung des unsicheren Umfelds herrschte Einvernehmen darüber, die Planung für die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP – wie von Herrn Lane eingangs vorgeschlagen – für das zweite Quartal zu ändern. Konkret würden sich die monatlichen Nettoankäufe im April auf 40 Mrd €, im Mai auf 30 Mrd € und im Juni auf 20 Mrd € belaufen. Die Ratsmitglieder waren sich zudem einig,

dass die Kalibrierung der Nettoankäufe für das dritte Quartal von den Daten abhängen und der sich verändernden Beurteilung des Ausblicks durch den EZB-Rat Rechnung tragen werde. Es gab breite Unterstützung dafür, dass der EZB-Rat die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP im dritten Quartal einstellen werde, sofern die neu eingehenden Daten die Erwartung stützten, dass sich die mittelfristigen Inflationsaussichten auch nach dem Ende der Nettoankäufe nicht verschlechtern würden. Dadurch erhalte der EZB-Rat die notwendige Flexibilität und Optionalität sowie die Zeit, die er benötige, um die Lage in den kommenden Sitzungen neu zu beurteilen.

In Bezug auf die Formulierung der Forward Guidance des EZB-Rats zu den Leitzinsen kamen die Ratsmitglieder darin überein, dass der „Easing Bias“ – mit dem der EZB-Rat bislang der Erwartung Ausdruck verliehen habe, dass die Leitzinsen auf dem „aktuellen“ oder einem „niedrigeren“ Niveau belassen würden, bis die drei Bedingungen der Forward Guidance seiner Einschätzung nach erfüllt seien – nicht mehr erforderlich sei und gestrichen werden könne. Die Mitglieder waren zudem damit einverstanden, den Zeitpunkt einer Zinserhöhung vom Enddatum der Nettoankäufe zu entkoppeln. Hierfür sollte die bisherige Formulierung ersetzt werden, der zufolge die Nettoankäufe von Vermögenswerten beendet würden, „kurz bevor“ der EZB-Rat mit der Erhöhung der Leitzinsen beginne. Zwar könne davon ausgegangen werden, dass die Nettoankäufe im Rahmen des APP ihren Zweck, die akkommodierende Wirkung der Leitzinsen zu verstärken, erfüllt hätten, doch seien weitere Belege erforderlich, um zu dem Schluss zu gelangen, dass die Bedingungen für eine Zinsanhebung erfüllt seien. Deshalb sollten Zinsentscheidungen ohne Automatismus erfolgen. Es sei angebracht, diesbezüglich so lange Flexibilität und Optionalität zu bewahren, bis mehr Klarheit darüber herrsche, inwieweit sich Russlands Krieg gegen die Ukraine auf die mittelfristigen Inflationsaussichten auswirke. Vor diesem Hintergrund sei es weder notwendig noch ratsam, sich zum gegenwärtigen Zeitpunkt ein endgültiges Urteil darüber zu bilden, ob die drei Bedingungen der Forward Guidance bereits erfüllt seien.

Die Ratsmitglieder begrüßten allgemein die vorgeschlagene Formulierung, dass etwaige Änderungen der EZB-Leitzinsen „einige Zeit“ nach dem Ende der Nettoankäufe im Rahmen des APP vorgenommen würden. Es wurde als angemessen erachtet zu vermitteln, dass der EZB-Rat die Absicht habe, zusätzlichen Spielraum zu gewinnen, um die Bedingungen für eine Zinserhöhung nach dem Ende der Nettoankäufe zu prüfen. Zugleich wurde betont, dass ein Höchstmaß an Optionalität und Flexibilität gewahrt werden müsse. Dabei sei es vor allem wichtig zu verhindern, dass die neue Formulierung fälschlicherweise so verstanden werde, dass sie zwangsläufig auf einen langen zeitlichen Abstand zwischen dem Ende der Nettoankäufe und der erstmaligen Zinsanhebung hindeute.

Die Ratsmitglieder stimmten weitgehend darin überein, dass sich die Entwicklung der EZB-Leitzinsen weiterhin datenabhängig nach der Forward Guidance und der strategischen Verpflichtung, die Inflation auf mittlere Sicht bei 2 % zu stabilisieren, richten werde. Es gab breite Unterstützung für die

Formulierung „graduell“, da die Auffassung vertreten wurde, dass ein graduelles Vorgehen ein bewährter Grundsatz für eine solide Geldpolitik sei und mit der Notwendigkeit im Einklang stehe, in einem Umfeld erhöhter Unsicherheit Vorsicht walten zu lassen.

Im Hinblick auf eine mögliche erneute Fragmentierung der Finanzierungsbedingungen im Euroraum wurde daran erinnert, dass der EZB-Rat im Dezember einen allgemeinen Verweis auf Flexibilität in seine Kommunikation aufgenommen habe, der seither in den regelmäßigen Pressemitteilungen zu den geldpolitischen Beschlüssen enthalten sei. Was die Kommunikation anbelange, so wiesen die Ratsmitglieder auf die Notwendigkeit hin mitzuteilen, dass die geldpolitische Normalisierung datenabhängig erfolge und der EZB-Rat die bestehenden Unsicherheiten sehr aufmerksam verfolge und bereit sei, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiere. Es wurde hervorgehoben, dass der EZB-Rat angesichts der durch die russische Invasion in der Ukraine entstandenen Unsicherheiten komfortable Liquiditätsbedingungen gewährleisten und jegliche Maßnahmen ergreifen werde, die erforderlich seien, um das Preisstabilitätsmandat der EZB zu erfüllen und die Finanzstabilität zu wahren. In diesem Zusammenhang wurde auch auf den Beschluss des EZB-Rats verwiesen, die Repo-Fazilität des Eurosystems für Zentralbanken (EUREP) bis zum 15. Januar 2023 zu verlängern. Dieser werde in der Pressemitteilung der EZB zu den geldpolitischen Beschlüssen kommuniziert.

Die bestehenden Unsicherheiten geböten es dem EZB-Rat, ein Höchstmaß an Optionalität und Flexibilität im Hinblick auf den künftigen Verlauf der geldpolitischen Normalisierung zu wahren. Um das Vertrauen in die Entschlossenheit der EZB, ihr Mandat zu erfüllen, aufrechtzuerhalten, sei unbedingt ein von der Datenlage abhängiger Ansatz zu verfolgen. Überdies dürfe nicht verkannt werden, dass die EZB bereits viel für eine graduelle Normalisierung der Geldpolitik tue. So würden die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP gemäß dem im Dezember 2021 gefassten Beschluss Ende März eingestellt. Es wurde zudem betont, dass finanzpolitischen Maßnahmen – auf nationaler und auf EU-Ebene – eine wichtige Rolle beim Schutz der Wirtschaft vor den negativen Auswirkungen des russischen Einmarschs in die Ukraine zukomme.

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen stellte die Präsidentin fest, dass alle Mitglieder dem von Herrn Lane vorgeschlagenen und in der Pressemitteilung der EZB zu den geldpolitischen Beschlüssen dargelegten Maßnahmenpaket zustimmten. Im Anschluss finalisierten die Ratsmitglieder die Erklärung zur Geldpolitik, die die Präsidentin und der Vizepräsident wie üblich nach der EZB-Ratssitzung in einer Pressekonferenz vortrugen.

Erklärung zur Geldpolitik
[Erklärung zur Geldpolitik vom 10. März 2022](#)

Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse vom 10. März 2022](#)

Sitzung des EZB-Rats, 9.-10. März 2022

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 Wunsch

* Mitglieder, die im März 2022 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-Berater, GD Volkswirtschaft

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

Begleitpersonen

- Herr Bitans
- Frau Buch
- Herr Demarco
- Herr Gavilán
- Frau Donnery
- Herr Goulard
- Herr Haber
- Herr Kaasik
- Herr Kuodis
- Herr Kyriacou
- Herr Lünnemann
- Herr Nicoletti Altimari
- Herr Novo
- Herr Ódor
- Herr Rutkaste
- Herr Sleijpen
- Herr Tavlás

- 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 19. Mai 2022 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.