

Sitzung am 13.-14. April 2022

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank in Frankfurt am Main am Mittwoch und Donnerstag, 13.-14. April 2022

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

Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel gab folgenden Überblick über die aktuellen Entwicklungen an den Finanzmärkten und merkte dabei an, dass sich die Risikoneigung der Anleger seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 9.-10. März 2022 deutlich verbessert habe. Die Aktienkurse im Euroraum befänden sich wieder in der Nähe ihres Niveaus vor dem Ukraine-Krieg, die Renditeabstände von Staatsanleihen seien zurückgegangen und die risikofreien Renditen spürbar gestiegen. Zugleich seien die marktbasierten Messgrößen des Inflationsausgleichs weiter nach oben geklettert und lägen nun im gesamten Zeithorizont deutlich über dem Zielwert des EZB-Rats von 2 %.

In der Entwicklung der Staatsanleiherenditen im Euroraum seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats komme dreierlei zum Ausdruck. Erstens habe sich die Strukturkurve der BIP-gewichteten Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum seit der März-Sitzung nach oben verschoben. Sie befinde sich aktuell im gesamten Laufzeitenspektrum beträchtlich über den vor dem Krieg verzeichneten Niveaus. Zweitens habe die Zinsstrukturkurve im Eurogebiet einen steileren Verlauf angenommen. Drittens seien trotz der jüngsten Aufwärtsbewegung sowohl die kurz- als auch die langfristigen nominalen Anleiherenditen im Euroraum im historischen Vergleich weiterhin niedrig.

Eine modellbasierte Aufschlüsselung des jüngsten Anstiegs der zehnjährigen risikofreien Zinsen im Euroraum deute darauf hin, dass vor allem zwei Faktoren für die Aufwärtsverschiebung der Staatsanleiherenditen seit der letzten Sitzung verantwortlich gewesen seien. Erstens lege die international wie euroraumweit zu verzeichnende Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Aussichten und der Risikobereitschaft nahe, dass die Auswirkungen des Krieges auf das Wachstum aus Sicht der Anleger nicht stark oder langanhaltend genug seien, um die Wirtschaftserholung zum Erliegen zu bringen. Der zweite – damit im Zusammenhang stehende – Faktor spiegele die antizipierte geldpolitische Reaktion wider. Analog zu der Erwartung eines sich fortsetzenden

Wachstums und zur drastischen Neubewertung der Inflationsaussichten preisten die Märkte eine schnellere Normalisierung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet ein, im Zuge derer die realen Renditen den Negativbereich verlassen würden.

Die Zerlegung der langfristigen Renditen in eine Realverzinsung und die Inflationskomponente zeige, dass der seit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine beobachtete Anstieg der nominalen langfristigen Zinsen im Euroraum vor allem einer markanten Neueinschätzung der Inflationsaussichten durch die Anleger geschuldet sei, während die realen Zinsen ungeachtet des jüngsten Anstiegs der nominalen Renditen seit März leicht zurückgegangen seien.

Zum Ausdruck komme der zunehmende Inflationsdruck auch in der Terminkurve inflationsindexierter Swaps, die sich – ausgehend von einem bereits erhöhten Niveau zum Zeitpunkt der letzten geldpolitischen EZB-Ratssitzung – sichtlich nach oben verschoben habe. Dieser Anstieg des Inflationsausgleichs sei auf höhere Inflationsrisikoprämien zurückzuführen. Die tatsächlichen Inflationserwartungen hätten indessen nur moderat angezogen. Der kräftige Anstieg der Inflationsrisikoprämien signalisiere, dass die Anleger eine höhere Kompensation dafür verlangten, dass sie Inflationsrisiken in ihren Portfolien hielten. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren, der als marktbasierter Messgröße der längerfristigen Inflationserwartungen diene, belaufe sich auf rund 2,4 %. Dies deute darauf hin, dass die Anleger es auch auf längere Sicht für wahrscheinlicher hielten, dass sich die Inflation eher über den Erwartungen als darunter materialisieren werde.

Im Vergleich zum März sei die Verschiebung der marktbasierter Indikatoren der geldpolitischen Erwartungen erheblich gewesen. Die Overnight-Index-Swap-Terminzinskurve (OIS-Terminzinskurve) sei deutlich steiler geworden. Die Marktteilnehmer preisten nun eine Zinsanhebung von knapp 25 Basispunkten für den Juli 2022 bzw. nahezu drei Zinsschritte von 25 Basispunkten bis zum Jahresende ein. Im Anschluss daran werde sich der Zinserhöhungszyklus den Markterwartungen zufolge fortsetzen, wobei für 2023 mit sechs Anhebungen von jeweils 25 Basispunkten gerechnet werde. Dies lasse darauf schließen, dass aus Sicht der Märkte ein erheblicher geldpolitischer Handlungsbedarf bestehe, um Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten, was sich in den aktuell sehr negativen realen kurz- sowie langfristigen Renditen widerspiegele.

Aus der Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) gehe hervor, dass die erste Leitzinsanhebung, gemessen am Median der Befragten, weiterhin im vierten Quartal 2022 erwartet werde. Der Anteil der Umfrageteilnehmer, die von einer früheren Zinsanhebung ausgingen, habe sich inzwischen jedoch auf rund 40 % erhöht. Allerdings sei der Verlauf des erwarteten Zinspfads im Anschluss an die erste Anhebung deutlich flacher als der an den Märkten eingepreiste Leitzinspfad. Dies könne ein Indiz dafür sein, dass steigende Laufzeitenprämien, die aus der verbleibenden hohen Unsicherheit über die Geschwindigkeit der geldpolitischen Normalisierung resultierten, zum steileren Verlauf der Terminkurve beigetragen hätten. Dabei seien die tatsächlichen

Markterwartungen wahrscheinlich jedoch etwas niedriger als durch die Terminkurve angezeigt. Die höhere Unsicherheit mit Blick auf die erwarteten, vom Markt eingepreisten kurzfristigen Euro-Geldmarktzinsen stehe im Einklang mit der Annahme einer stärker von der Datenlage abhängig werdenden „Reaktionsfunktion“ der EZB.

Im Vergleich zu den Erwartungen im März mache man sich an den Märkten auf einen deutlich ausgeprägteren Zinsanhebungszyklus in den USA gefasst. Mittlerweile werde erwartet, dass der Offenmarktausschuss (FOMC) die Zinsen in den nächsten zwölf Monaten um rund 250 Basispunkte anheben und sich der Zielzinssatz für Tagesgeld bei über 3 % einpendeln werde. Darüber hinaus habe der Offenmarktausschuss Hinweise auf eine rasche Reduzierung der 9 Billionen USD schweren US-Notenbankbilanz gegeben, die mit der nächsten geldpolitischen Sitzung im Mai ihren Anfang nehmen werde.

Die seit der geldpolitischen Sitzung vom März lediglich begrenzten Wechselkursveränderungen des Euro gegenüber dem US-Dollar seien ein Anzeichen dafür, dass die jüngste Neubewertung des geldpolitischen Ausblicks im Euroraum durch die Märkte den auf dem Euro lastenden Abwärtsdruck, der von der umfassenden Anpassung der Erwartungen mit Blick auf die US-Geldpolitik ausgehe, zumindest zum Teil kompensiere. Gleichwohl sei die Euro-Abwertung, die seit Jahresbeginn in Reaktion auf die veränderten relativen Erwartungen mit Blick auf die Geldpolitik im Vergleich zu den Vereinigten Staaten zu verzeichnen war, größer ausgefallen als auf Basis der länderspezifischen Gesetzmäßigkeiten eigentlich anzunehmen gewesen wäre.

Die Renditeentwicklung an den Märkten für Staatsanleihen aus dem Euroraum stehe im Einklang mit den begrenzten Risiken einer Stagnation oder Rezession. Die Risikoaufschläge der Staatsanleihen hätten seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats einen anhaltenden Abwärtstrend aufgewiesen.

Ferner spiegele sich in der jüngsten kräftigen Erholung der Aktienkurse zuvorderst eine Umkehr des vergangenen Anstiegs der Aktienrisikoprämie wider, worin die sich aufhellende Risikostimmung ihren Ausdruck finde. Eine eher fundamentale Erklärung für die Widerstandsfähigkeit der Aktienkurse und risikobehafteten Vermögenswerte allgemein lieferten die Gewinnaussichten der Unternehmen im Euroraum, die trotz des Krieges relativ robust geblieben seien. Für die kommenden zwölf Monate hätten sich die Ertragserwartungen bislang nicht vermindert. Die längerfristigen Gewinnerwartungen seien zwar spürbar zurückgegangen, hätten sich aber auf einem sehr hohen Niveau stabilisiert. Die Analysten rechneten immer noch mit jährlichen Gewinnwachstumsraten von rund 20 % in den nächsten drei bis fünf Jahren, verglichen mit einem langfristigen Durchschnitt von rund 8 %.

Dabei bedeute der vorsichtige Optimismus der Marktteilnehmer nicht, dass die Abwärtsrisiken anlegerseitig ausgeblendet würden. Aufgrund der nach wie vor hohen geopolitischen Risiken preisten die Märkte weiterhin erhöhte Extremrisiken ein. So verharren etwa die Abwärtsrisiken für die

Aktienmärkte des Euroraums auf einem hohen Niveau. Ein weiteres Risiko gehe von umfangreichen Nachschussforderungen an den Rohstoffterminkmärkten aus, die einen steilen Anstieg der Liquiditätsnachfrage nichtfinanzieller Unternehmen, die ihre Positionen gegen Energiepreisrisiken absicherten, verursacht hätten.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

Herr Lane bot einen Überblick über die jüngsten wirtschaftlichen, monetären und finanziellen Entwicklungen in der Welt und im Euroraum. Was die globale Entwicklung angehe, so habe der Internationale Währungsfonds (IWF) im Weltwirtschaftsausblick vom Frühjahr (Spring 2022 World Economic Outlook – WEO) seine Wachstumsprognose für das weltweite BIP im Jahr 2022 wie auch 2023 erheblich nach unten korrigiert. Besonders groß sei die Abwärtsrevision für Russland gewesen, aber auch für Länder nahe des Kriegsgebiets oder solche Staaten, die bei ihren Energie- und Metalleinfuhren von Russland abhingen, sei sie beträchtlich ausgefallen.

Nach dem Jahreswechsel habe eine allmähliche Rückbildung der weltweiten Lieferengpässe eingesetzt. Infolge des Krieges und der neuerlichen Lockdown-Maßnahmen in China lösten sie sich jedoch langsamer auf oder verstärkten sich sogar wieder. Den zukunftsorientierten Indikatoren zufolge zeichne sich eine Verschlechterung der globalen Handelsdynamik ab.

Der Ölpreis sei ausgehend von den Höchstständen, die nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine verzeichnet worden seien, deutlich zurückgegangen. Die in den kürzerfristigen Öfterminkontrakten implizierten Preise seien niedriger als zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung vom März, jedoch höher als am Stichtag für die gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom März (28. Februar).

Der effektive Wechselkurs des Euro weise seit der März-Sitzung relativ geringe Veränderungen auf. In der längeren Frist sei der Euro-Wechselkurs sowohl in effektiver Rechnung als auch gegenüber dem US-Dollar weitgehend auf sein Vorpandemieniveau zurückgekehrt.

Was die Konjunktorentwicklung im Euroraum anbelange, so sei die Unsicherheit aufgrund des russischen Einmarschs in die Ukraine deutlich gestiegen, wie beispielsweise aus dem Unsicherheitsindikator der Europäischen Kommission hervorgehe. Die jüngste Entwicklung der Vertrauensindikatoren deute auf eine Verschlechterung der kurzfristigen Aussichten hin. Ursächlich hierfür seien der Energiepreisanstieg, die zunehmende Unsicherheit und die erneuten Lieferengpässe, die durch den Krieg und die Lockdowns in China entstanden seien. Der Ausblick für das dritte Quartal sei jedoch nach wie vor relativ positiv, da erwartet werden könne, dass der Tourismus der Wirtschaft im Sommer Auftrieb verleihe. Auch für das vierte Quartal fielen die Einschätzungen weiterhin positiv

aus. Bislang werde davon ausgegangen, dass der Krieg zu einer vorübergehenden Wachstumsverlangsamung, nicht aber zu einem dauerhaften Rückgang führen werde.

Eine Betrachtung der Komponenten der Binnennachfrage zeige, dass der private Verbrauch im ersten Quartal vermutlich gesunken sei. Zurückzuführen sei dies auf einen statistischen Unterhang aufgrund der rückläufigen Einzelhandelsumsätze im Dezember 2021 und einen weiteren Anstieg der Energiepreise, der sich nachteilig auf die Einkommen auswirke. Die pandemiebedingten Einschränkungen seien zwar aufgehoben worden, doch hätten die privaten Haushalte äußerst negativ auf den Ausbruch des Krieges reagiert, und die Verbrauchererwartungen seien im März eingebrochen. Insbesondere hätten sich die Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich ihrer finanziellen Situation, die in der Regel einen guten Vorlaufindikator für die Verbraucherausgaben darstellten, deutlich verschlechtert.

Die Unternehmensinvestitionen dürften von dem Unsicherheitschock stärker betroffen sei als der private Konsum. Die geplanten Investitionsausgaben würden sicherlich durch die erhöhte Unsicherheit beeinflusst, doch auch der Energiepreisanstieg könne sich entsprechend auswirken. Anhand der historischen Daten zeige sich, dass ein negativer Zusammenhang zwischen Produktionskosten und Gewinnspanne bestehe, und daher könne nicht davon ausgegangen werden, dass höhere Kosten vollständig auf die Verbraucherpreise überwälzt würden.

Es seien noch keine Handelsdaten verfügbar, die den Ausbruch des Krieges berücksichtigten. Seit Jahresbeginn habe sich das Handelsbilanzdefizit bei Energie und Nahrungsmitteln jedoch kontinuierlich verschlechtert, da die Einfuhrpreise für Energie und Waren weiter angezogen hätten. Diese Verschlechterung werde zum Teil durch eine Verbesserung der Handelsbilanz unter Ausklammerung von Energie und Nahrungsmitteln kompensiert. Aufgrund des Krieges in der Ukraine und der Lockdowns in China sei der Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes im März unter die Wachstumsschwelle gesunken.

Was die Arbeitsmarktentwicklungen betreffe, so hätten sich die Arbeitslosenquote weiter verringert und die Erwerbsquote weiter verbessert. In sektoraler Betrachtung zeige sich, dass die Beschäftigung im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen, der auch den Tourismus einschließe, noch nicht auf das Vorpandemieniveau zurückgekehrt sei. Der öffentliche Sektor hingegen habe sich als wichtige Triebfeder für die Schaffung von Arbeitsplätzen erwiesen, wobei die Beschäftigung Ende 2021 dort um 3 % über dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau gelegen habe. Im März 2022 seien die Erwartungen der privaten Haushalte bezüglich der Entwicklung der Arbeitslosigkeit deutlich gestiegen, wenngleich in viel geringerem Maße als zu Beginn der Corona-Pandemie.

Ein wichtiger Faktor zur Abfederung des Schocks sei die Finanzpolitik gewesen. Mit dem Großteil der Maßnahmen des Euroraums werde dem Anstieg der Energiepreise entgegengewirkt, doch mit dem

neuen Maßnahmenpaket würden zum Teil auch die Ausgaben für Verteidigung und für die Unterstützung von Geflüchteten erhöht.

Was die jüngste Teuerungsentwicklung betreffe, so sei die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Inflationsrate im März auf einen neuen Rekordstand von insgesamt 7,5 % gestiegen, nachdem sie im Februar bei 5,9 % gelegen habe. Hierzu habe die Energiekomponente mit mehr als 4 Prozentpunkten den mit Abstand größten Beitrag geleistet. Dabei sei der jüngste Energiepreisanstieg äußerst groß gewesen, und ferner könnte die Reaktion der Wirtschaft Nichtlinearitäten unterliegen, denn sie falle – sowohl im Hinblick auf die Inflation als auch auf die Produktionsdynamik – möglicherweise nicht proportional zur Reaktion gegenüber den für gewöhnlich viel geringeren Schwankungen der Energiepreise aus.

Eine Aufschlüsselung des Preisauftriebs bei Energie zeige, dass die Kraftstoffkomponente, die in historischer Betrachtung den größten Beitrag leiste, relativ stabil geblieben sei. Demgegenüber seien die jüngsten deutlichen Energiepreisanstiege auf die Strom- und Gaspreise zurückzuführen gewesen. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln weise seit dem vergangenen Sommer ebenfalls einen Aufwärtstrend auf und habe im März 5,0 % erreicht.

Der Preisauftrieb bei Waren habe im März rund 2,5 Prozentpunkte über seinem längerfristigen Mittelwert gelegen. Ein wesentlicher Beitrag in Höhe von etwa 1 Prozentpunkt dieses Anstiegs sei vom Durchwirken der gestiegenen Energiekosten und den Folgen der Lieferengpässe ausgegangen. Ein erheblicher Teil könne aber nicht einfach der Ausweitung des Energiepreisschocks und den Auswirkungen der anhaltenden Engpässe zugeschrieben werden. Die Indikatoren des anstehenden Preisdrucks deuteten darauf hin, dass die Teuerung bei Waren, die in der Vergangenheit sehr niedrig gewesen sei, nicht nur im laufenden Jahr, sondern auch bis weit in das Jahr 2023 hinein hoch bleiben werde.

Der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen habe zugenommen, wobei dies vielfach in Bereichen zu beobachten sei, in denen die Aktivität wieder hochgefahren werde. Mit der Normalisierung des Reiseverkehrs, des Tourismus, des Unterhaltungssektors und des Gastgewerbes gehe auch eine Normalisierung der Preise für Dienstleistungen, die während der Pandemie entweder gesenkt oder auf einem niedrigen Niveau gehalten worden seien, oder sogar eine noch stärkere Anhebung einher.

Viele auf Basis der Ausschlussmethode ermittelten oder modellbasierten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation im Euroraum hätten im Februar einen Stand von deutlich über 2 % aufgewiesen. Die HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel sei im März auf 3 % gestiegen. Angesichts der Rolle temporärer pandemiebedingter Faktoren und der indirekten Auswirkungen höherer Energiepreise sei jedoch weiterhin ungewiss, wie lange der Anstieg dieser Indikatoren anhalten werde.

Was die Aussichten für die Lohnentwicklung anbelange, so habe sich die Zuwachsrates der Tarifverdienste im Eurogebiet zwar allmählich erhöht, in den vergangenen Monaten sei sie aber mit einem Wert von unter 2 % moderat geblieben. Zukunftsgerichtete Informationen aus Tarifvereinbarungen, die oftmals einen Zeitraum von mehr als einem Jahr abdeckten, stützten den Eindruck, dass der Lohndruck nur allmählich zunehme. In der Regel werde davon ausgegangen, dass die Nominallohne der Summe aus Produktivität und Verbraucherpreisen entsprächen; sie könnten im Jahr 2022 aber deutlich unter diesem Niveau liegen und einen Rückgang der Lohnquote wie auch die negativen Auswirkungen hoher Einfuhrpreise auf die Verbraucherpreise widerspiegeln.

Mit Blick auf die Inflationserwartungen gehe aus den Ergebnissen des von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters vom April 2022 hervor, dass sich die Verteilung der individuellen Antworten weiter nach rechts verschoben habe. Der Modalwert der Verteilung betrage nach wie vor 2 %, nachdem er in den SPF-Umfragen 2019-2021 im Schnitt bei deutlich unter 2 % gelegen habe. Insgesamt beliefen sich die im SPF gemeldeten längerfristigen Inflationserwartungen (für 2026) auf durchschnittlich 2,1 %. Dies entspreche einer Aufwärtskorrektur gegenüber dem in der vorangegangenen Erhebung verzeichneten Wert von 2,0 %. Sowohl in der SPF- als auch in der SMA-Umfrage sei für das Jahr 2022 eine Inflationsrate von über 2 % erwartet worden. Für 2023 sei eine Rate von über 2 % als sehr wahrscheinlich angesehen worden. Bezogen auf das Jahr 2024 bestehe indes prinzipiell eine Wahrscheinlichkeit von 50 %, dass die Inflation über oder unter dem Zielwert liege. In diesem Gesamtbild spiegele sich eine große Einschätzungsbandbreite zur Inflationsdynamik aufseiten von Fachleuten aus vielen unterschiedlichen Institutionen wider

Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs seien im Euroraum weiter gestiegen, wobei die Zunahme bei kürzeren Zeithorizonten besonders stark ausgefallen sei. Nach Bereinigung der Indikatoren um Risikoprämien beliefen sich die Erwartungen bei längeren Zeithorizonten im Großen und Ganzen auf rund 2 %.

Was die finanzielle und monetäre Entwicklung betreffe, so seien die Finanzierungsbedingungen im Wesentlichen unverändert geblieben. Allerdings habe sich die €STR-Terminzinskurve bei den kurz- und mittelfristigen Laufzeiten seit der Ratssitzung vom März deutlich nach oben verlagert. Ein steiler Anstieg sei auch nach der Bereinigung um Risikoprämien zu erkennen. Vergleiche man die aktuelle Terminkurve mit der Situation zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung im Dezember 2021, zeige sich, dass die Marktzinsen, die für die Bepreisung von Bankkrediten und auch für Staatsanleihen eine Rolle spielten, erheblich gestiegen seien.

Aufgrund der höheren Renditen für Bankanleihen nähmen die Refinanzierungskosten der Banken zu. Der Aufwärtsdruck auf die Refinanzierungskosten der Banken insgesamt sei jedoch beschränkt, da die Institute auf andere Finanzierungsquellen zurückgriffen. Die Zinssätze auf Kundeneinlagen, die nahezu die Hälfte der Verbindlichkeiten der Banken ausmachten, bewegten sich noch immer auf historischen Tiefständen, und die ausstehende Zentralbankrefinanzierung weise nach wie vor sehr

günstige Bedingungen auf. Die Bankkreditzinsen seien weiterhin niedrig, wobei sich die steigenden Marktzinsen bislang im Großen und Ganzen kaum ausgewirkt hätten.

Im Rahmen der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet hätten die Banken angegeben, dass die Kreditnachfrage seitens der Unternehmen im ersten Quartal 2022 per saldo weiter zugenommen habe. Zudem meldeten die Banken für das genannte Quartal unter dem Strich eine Verschärfung der Richtlinien für Unternehmenskredite, was vor allem auf die aus Sicht der Banken gestiegenen Risiken sowie eine niedrigere Risikotoleranz zurückzuführen sei. Die Banken erwarteten überdies im zweiten Jahresviertel per saldo eine deutlich stärkere Verschärfung der Richtlinien. Die Kreditnachfrage der privaten Haushalte habe den Banken zufolge im ersten Quartal 2022 insgesamt angezogen.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend betonte Herr Lane, dass die negativen wirtschaftlichen Auswirkungen des russischen Einmarschs in die Ukraine über mehrere Mechanismen zum Tragen kämen. Es sei offenkundig, dass der Krieg und die damit einhergehende Unsicherheit das Unternehmer- und das Verbrauchervertrauen stark belasteten. Darüber hinaus seien die Lieferstörungen aus der akuten Phase der Pandemie gerade im Nachlassen begriffen gewesen, als durch den Krieg neue Engpässe entstanden seien; zugleich trügen neuerliche pandemiebedingte Maßnahmen in Asien ebenfalls zu Problemen in den Lieferketten bei. Einige Sektoren hätten zunehmend Schwierigkeiten bei der Beschaffung von Vorleistungen, wodurch die Produktion beeinträchtigt werde. Der weitere starke Anstieg der Energie- und Rohstoffpreise führe zu höheren Produktionskosten der Unternehmen und einer Schmälerung der Kaufkraft der privaten Haushalte. Wie sich die Wirtschaft künftig entwickele, hänge entscheidend vom weiteren Verlauf des Konflikts, von den Auswirkungen der Sanktionen und von möglichen zusätzlichen Maßnahmen ab. Es gebe jedoch auch ausgleichende Faktoren. Hierzu zählten finanzpolitische Kompensationsmaßnahmen und die Möglichkeit der privaten Haushalte, auf Ersparnisse zurückzugreifen, die sie während der Pandemie aufgebaut hätten. Die Wiederbelebung der von der Pandemie am stärksten betroffenen Sektoren sowie eine gute Arbeitsmarktlage würden sich zudem weiterhin positiv auf die Einkommen und Konsumausgaben auswirken. Außerdem werde der Euroraum im Laufe der Zeit alternative Energielieferanten finden und die Produktionstechniken anpassen, um weniger abhängig von fossilen Brennstoffen zu werden.

Insgesamt gesehen hätten sich infolge des Krieges in der Ukraine die Risiken für den Wachstumsausblick merklich erhöht, sodass diese nun eindeutig abwärtsgerichtet seien. Die pandemiebedingten Risiken seien zwar zurückgegangen, doch könnte sich der Krieg noch stärker auf das Wirtschaftsklima auswirken und angebotsseitige Engpässe weiter verschärfen. Anhaltend hohe

Energiekosten in Verbindung mit einem Vertrauensverlust könnten die Nachfrage sowie den Konsum und die Investitionstätigkeit stärker belasten als erwartet.

Die Inflation sei im März auf 7,5 % gestiegen (nach einem revidierten Stand von 5,9 % im Februar). Die Energiepreise, die nach dem Kriegsausbruch Auftrieb erhalten hätten und nun 45 % über ihrem Vorjahresniveau lägen, seien noch immer die Hauptursache für die hohe Inflationsrate. Marktbasierte Indikatoren deuteten darauf hin, dass die Energiepreise auf kurze Sicht hoch bleiben, dann aber nachgeben würden. Auch Nahrungsmittel hätten sich drastisch verteuert, was erhöhte Transport- und Produktionskosten (und vor allem die Preissteigerungen bei Düngemitteln, die auch mit dem Krieg in der Ukraine zusammenhängen) widerspiegeln. Die am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessene Kerninflation habe sich von 2,7 % im Februar auf 3,0 % im März beschleunigt. Dabei sei die nach Sektoren aufgeschlüsselte Teuerung sowohl im Bereich der Industrieerzeugnisse ohne Energie als auch bei den Dienstleistungen gestiegen.

Insgesamt deuteten die jüngsten Entwicklungen darauf hin, dass die Inflationsraten kurzfristig sehr hoch bleiben würden. Der Krieg habe die Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Energiepreisentwicklung verschärft und werde Einfluss darauf haben, wie rasch der aus den weltweiten Lieferengpässen resultierende Preisdruck nachlassen werde. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seien in den vergangenen Monaten auf Werte über 2 % gestiegen. Angesichts der Rolle temporärer pandemiebedingter Faktoren und der indirekten Auswirkungen höherer Energiepreise sei ungewiss, wie lange der Anstieg dieser Indikatoren anhalten werde. Auch eine lang andauernde Beeinträchtigung des Angebotspotenzials sei möglich, wenn die Energiepreise auf einem erhöhten Niveau verharren. Verschiedene von den Finanzmärkten und aus Befragungen von Fachleuten abgeleitete Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen zwar weitgehend bei rund 2 %, aber erste Anzeichen für eine Korrektur einiger Indikatoren der Inflationserwartungen auf über dem Inflationsziel liegende Werte müssten genau beobachtet werden.

Die Aufwärtsrisiken für die Inflationaussichten hätten vor allem auf kurze Sicht zugenommen. Wenn der Preisdruck dazu führe, dass sich die Inflationserwartungen erhöhen und die Löhne stärker stiegen als erwartet, oder wenn es zu einer länger anhaltenden Verschlechterung der angebotsseitigen Bedingungen käme, könnte die Inflation auf mittlere Sicht höher ausfallen. Wenn sich allerdings – vor dem Hintergrund einer durch hohe Energiepreise und hohe Kosten anderer Waren und Dienstleistungen ausgelösten dauerhaften Schrumpfung des realen Einkommens – die Nachfrage mittelfristig abschwächen sollte, könnte dies den Preisdruck auch mindern.

Die Finanzmärkte zeigten sich seit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine sehr volatil. Die Aufwärtsverschiebung der risikofreien Zinsstrukturkurve habe bisher noch zu keiner breiter angelegten Neubewertung des Kreditrisikos geführt. Auch sei es bislang nicht zu einer starken Belastung der Geldmärkte oder zu Liquiditätsengpässen im Bankensystem des Euroraums gekommen. Allerdings hätten die Marktzinsen und die Refinanzierungskosten der Banken seit der EZB-Ratssitzung vom

März weiter angezogen. Die Zinssätze der Banken für Kredite an Unternehmen und private Haushalte seien bislang im Großen und Ganzen nicht von den steigenden Marktzinsen beeinflusst worden, was der umfangreichen Bereitstellung von Liquidität, den niedrigen Einlagensätzen und den insgesamt soliden Bankbilanzen zu verdanken sei. Die Kreditvergabe an Privathaushalte sei insbesondere bei Wohnungsbaukrediten robust, während sich die Kreditströme an Unternehmen stabilisiert hätten. Aus der jüngsten Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft gehe hervor, dass sich die Vergaberichtlinien für Unternehmenskredite und Wohnungsbaukredite im ersten Quartal dieses Jahres verschärft hätten. Grund hierfür sei, dass die Risiken, die das ungewisse Umfeld für ihre Kunden mit sich bringe, den Kreditgebern zunehmend Sorge bereiteten. Die Umfrageteilnehmer erwarteten eine weitere Verschärfung der Kreditrichtlinien in den kommenden Monaten, da die Banken die nachteiligen wirtschaftlichen Auswirkungen des Krieges und der höheren Energiepreise einkalkulierten.

Herr Lane betonte, dass der EZB-Rat die aktuellen Unsicherheiten sehr aufmerksam verfolgen und die neu verfügbaren Daten genau in Hinblick auf ihre Implikationen für die mittelfristigen Inflationsaussichten beobachten sollte. Bis zur Sitzung des EZB-Rats im Juni gebe es mehr Informationen zum Verlauf des Krieges und zu dessen weitergehenden Folgen. Dadurch könne der EZB-Rat die insgesamt zu beobachtenden Auswirkungen auf Wirtschaft und Inflationsentwicklung genauer beurteilen.

Zugleich hob Herr Lane hervor, der EZB-Rat könne zu dem Schluss kommen, dass die seit der Sitzung am 9.-10. März neu verfügbaren Daten die Erwartung stützten, dass die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) im dritten Quartal eingestellt werden sollten. Die Geldpolitik werde von der aktuellen Datenlage und der sich verändernden Beurteilung des Ausblicks abhängen. In der gegenwärtigen Situation, die von hoher Unsicherheit geprägt sei, müssten bei der Durchführung der Geldpolitik Optionalität, Gradualismus und Flexibilität gewahrt werden. Herr Lane stellte besonders heraus, dass der EZB-Rat seine Bereitschaft erklären solle, alle Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen und dabei erforderlichenfalls flexibel zu sein, um sicherzustellen, dass sich die Inflation mittelfristig bei 2 % stabilisiere.

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. Der Angriff Russlands auf die Ukraine ziehe die Wirtschaft in

Europa und darüber hinaus in Mitleidenschaft. Der Konflikt und die damit einhergehende Unsicherheit belasteten das Vertrauen der Unternehmen und der Verbraucher schwer. Handelsstörungen führten zu neuerlichen Engpässen bei Material und Vorleistungen. Stark steigende Energie- und Rohstoffpreise schmälerten die Nachfrage und bremsten die Produktion. Zugleich werde die Konjunktur weiterhin durch das Wiederhochfahren der Wirtschaft nach der Krisenphase der Pandemie gestützt. Perspektivisch hänge die Wirtschaftsentwicklung entscheidend vom weiteren Verlauf des Konflikts, von den Auswirkungen der Sanktionen und von möglichen zusätzlichen Maßnahmen ab. Die Inflation habe deutlich angezogen und werde – vor allem aufgrund des drastischen Anstiegs der Energiekosten – auch in den kommenden Monaten hoch bleiben. Zudem habe sich der Inflationsdruck über viele Sektoren hinweg verstärkt.

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld nahmen die Ratsmitglieder die von Herrn Lane dargelegte Einschätzung zur Kenntnis, wonach der Krieg Russlands in der Ukraine und der sprunghafte Anstieg der Covid-19-Infektionen in Asien – mit den damit verbundenen strikten Lockdown-Maßnahmen der chinesischen Regierung zur Eindämmung des Virus – die weltweiten Aussichten trübten. Zugleich zeichneten sich erneut zunehmende Störungen der Lieferketten ab. Bedenken wurden auch dahingehend geäußert, dass die Engpässe bei in Russland und der Ukraine hergestellten Vorleistungsgütern zu weiteren Belastungen führen könnten. Die Auswirkungen des Krieges in der Ukraine hingen von den Wirtschaftssanktionen gegen Russland ab, die möglicherweise auch auf Öl und Gas ausgeweitet würden. Dies dürfte das weltweite Wachstum dämpfen und die Energiepreise weiter nach oben treiben.

Was die Entwicklungen im Euroraum anbelange, so sei die Wirtschaft im Schlussquartal 2021 um 0,3 % gewachsen. Den Schätzungen zufolge sei das Wachstum auch im ersten Quartal 2022 vor allem aufgrund pandemiebedingter Einschränkungen schwach ausgefallen. Mehrere Faktoren deuteten auch für die nächste Zeit auf ein schleppendes Wachstum hin. Der Krieg belastete bereits jetzt das Vertrauen von Unternehmen und Verbrauchern, unter anderem durch die damit einhergehende Unsicherheit. Die kräftig anziehenden Energie- und Rohstoffpreise sowie die durch den Krieg ausgelösten neuerlichen Engpässe ließen die Lebenshaltungskosten der privaten Haushalte und die Produktionskosten der Unternehmen steigen. Einige Sektoren hätten zunehmend Schwierigkeiten bei der Beschaffung von Vorleistungen, wodurch die Produktion beeinträchtigt werde. Es gebe jedoch auch ausgleichende Faktoren, die die laufende Erholung stützten. Hierzu zählten finanzpolitische Kompensationsmaßnahmen und die Möglichkeit der privaten Haushalte, auf Ersparnisse zurückzugreifen, die sie während der Pandemie aufgebaut hätten. Die Wiederbelebung der von der Pandemie am stärksten betroffenen Sektoren sowie eine gute Arbeitsmarktlage mit höheren Beschäftigtenzahlen würden sich zudem weiterhin positiv auf die Einkommen und Konsumausgaben auswirken. Finanz- und geldpolitische Unterstützung sei, insbesondere in der gegenwärtig schwierigen geopolitischen Lage, nach wie vor von entscheidender Bedeutung. Darüber hinaus werde

die erfolgreiche Umsetzung der Investitions- und Reformpläne im Rahmen des Aufbauprogramms „Next Generation EU“ die Energiewende und den ökologischen Wandel beschleunigen.

Die Ratsmitglieder stimmten mit Herrn Lane darin überein, dass die erhöhte Unsicherheit im Verbund mit dem durch den Preisschub bei Energie und anderen Rohstoffen bedingten negativen Angebotsschock die Aussichten für den Euroraum trübe. Die Unsicherheit habe ein solches Niveau erreicht, dass jedwede Einschätzung der künftigen Wirtschaftsentwicklung mit sehr breiten Konfidenzbändern verbunden sei. Durch den Energiepreisschock schrumpften die Realeinkommen erheblich. Die aus höheren Energiepreisen resultierende Belastung aufgrund der Verschlechterung der Terms-of-Trade sei inzwischen auf 3,5 % des euroraumweiten BIP gestiegen. Dies dürfte die Binnennachfrage beeinträchtigen, denn die finanzpolitischen Maßnahmen milderten den Schock zwar ab, neutralisierten ihn aber wohl kaum vollständig. Zukunftsgerichtete Indikatoren des Unternehmervertauens hätten sich aufgrund zunehmender Lieferkettenstörungen deutlich abgeschwächt. Daher sei, so wurde argumentiert, eine technische Rezession in den kommenden Quartalen nicht auszuschließen.

Zugleich wurde betont, dass der Krieg den aktuellen Daten zufolge die Erholung zwar insgesamt wohl verlangsame, aber nicht vollständig ausbremse, sofern nicht ein weniger wahrscheinliches „Rand“-Szenario eintrete. Dies decke sich auch mit der Entwicklung an den Finanzmärkten seit der vorangegangenen EZB-Ratssitzung. So hätten beispielsweise in der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey) viele Firmen angegeben, dass sich die Folgen des Krieges in erster Linie bei Preisen und Kosten bemerkbar machten, nicht jedoch bei Auftragseingängen und Produktion. Zwar bestünden aufgrund der hohen Unsicherheit erhebliche Bedenken hinsichtlich der künftigen Geschäftstätigkeit, doch hielten sich die unmittelbaren Auswirkungen des Krieges Umfragen zufolge eher in Grenzen. Die jüngsten Prognosen des privaten Sektors gingen nach wie vor davon aus, dass das Wachstum des realen BIP im Jahr 2022 rund 3 % betragen und 2023 weitgehend den Raten aus der Zeit vor dem Krieg entsprechen werde. Mit diesem Wachstumstempo werde die Wirtschaft die verbleibende Unterauslastung weiter absorbieren. Abschließend wurde darauf hingewiesen, dass die hohen Energiepreise bereits zu einem Rückgang des Energieverbrauchs führten, was darauf schließen lasse, dass die Preiselastizität bei Energie höher sein könnte als vermutet.

Die Transmission des durch den Krieg zwischen Russland und der Ukraine ausgelösten Schocks auf die Gesamtwirtschaft werde maßgeblich davon abhängen, wie sich die Ausgaben und die Sparneigung der privaten Haushalte als Reaktion auf den Krieg entwickelten. Indikatoren des Verbraucherverhaltens verschlechterten sich, und das Verbrauchervertrauen sei im März drastisch gesunken. Die Erwartung einer schwächeren Nachfrage schlage auf Produktionspläne und Investitionsvorhaben durch. Infolgedessen seien auch die Geschäftserwartungen im März eingebrochen. Der die Investitionstätigkeit betreffende Vertrauensschock könne sehr gravierend sein

und von einem Akzelerator-Mechanismus angetrieben werden. Allerdings sei die Ungewissheit darüber, wie groß der Einfluss auf das Wachstum letztlich sei, zum gegenwärtigen Zeitpunkt weiterhin außerordentlich hoch. Dieser Effekt könne durch die Auswirkungen der hohen Unsicherheit auf die Sparquoten der privaten Haushalte noch verstärkt werden. Eine potenziell erneut höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte und geringere Unternehmensinvestitionen könnten ihrerseits die Nachfrage schwächen.

Dies komme zu einer Zeit, da der Ausgabenspielraum der Privathaushalte ohnehin durch die inflationsbedingt rückläufigen Realeinkommen unmittelbar beeinträchtigt werde. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass neben dem tatsächlichen Rückgang der Kaufkraft infolge der höheren Inflation auch der gefühlte Kaufkraftverlust für sich genommen als Bestimmungsfaktor von Konsumententscheidungen wichtig sei. Dies gelte insbesondere für Haushalte aus dem untersten Quintil der Einkommensverteilung. Gleichzeitig wurde daran erinnert, dass die durch den Energiepreisanstieg bedingten Einbußen beim Realeinkommen bis zu einem gewissen Grad durch finanzpolitische Maßnahmen auf nationaler Ebene sowie durch akkumulierte Ersparnisse, die sich immer noch auf mehr als 12 % des verfügbaren Jahreseinkommens beliefen, ausgeglichen würden. Bezüglich der finanzpolitischen Reaktionen auf den Krieg zwischen Russland und der Ukraine wurde hervorgehoben, dass staatliche Maßnahmen die binnenwirtschaftlichen Auswirkungen des Krieges auf die am stärksten betroffenen Bevölkerungsschichten abmildern könnten.

Positiv stimme die rasche Aufhellung am Arbeitsmarkt; so sei die Arbeitslosigkeit im Februar auf einen historischen Tiefstand von 6,8 % zurückgegangen. Der Arbeitsmarkt entwickle sich nach wie vor sehr dynamisch – sogar dynamischer als zuvor erwartet –, und die Arbeitslosenquote wie auch das Verhältnis von Arbeitslosen zu offenen Stellen seien auf Rekordtiefstände gesunken. Umfragen deuteten darauf hin, dass die geplanten Neueinstellungen der Unternehmen vom Krieg unberührt geblieben seien. Indessen wurde darauf hingewiesen, dass die Beschäftigung zwar im öffentlichen Sektor deutlich über dem Vorpandemieniveau liege, im privaten Sektor aber noch immer etwas darunter, vor allem was die geleisteten Arbeitsstunden betreffe. Dies trage im Zusammenspiel mit den Bedenken der Arbeitnehmer hinsichtlich der Arbeitsplatzsicherheit wohl zu einem moderaten Lohnwachstum bei.

Vor diesem Hintergrund erachteten die Ratsmitglieder die Risiken für die Konjunkturaussichten als abwärtsgerichtet. 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 den Konsum sowie die Investitionstätigkeit beeinträchtigen.

Was die Preisentwicklung angeht, so teilten die Ratsmitglieder die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung. Die Inflation sei im März auf einen neuen Höchststand von 7,5 % gestiegen,

nachdem sie im Februar 5,9 % betragen habe. Die Energieverteuerung sei nach Kriegsbeginn auf eine Jahresrate von 45 % hochgeschnellt. Die Energiepreise leisteten nach wie vor den größten Beitrag zur hohen Inflationsrate. Marktbasierte Messgrößen deuteten darauf hin, dass sie auf kurze Sicht hoch bleiben, anschließend aber etwas nachgeben würden. Gleichwohl komme es inzwischen auf breiterer Front zu Preissteigerungen. Die Preise für Nahrungsmittel hätten sich stark erhöht. Ursächlich hierfür seien steigende Transport- und Produktionskosten, insbesondere die höheren Preise für Düngemittel, die zum Teil mit dem Krieg in der Ukraine zusammenhängen. Lieferengpässe, Energiekosten und die Normalisierung der Nachfrage im Zuge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach der Krisenphase der Pandemie wirkten weiterhin preistreibend. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seien in den jüngsten Monaten auf Werte deutlich über 2 % gestiegen. Angesichts der Rolle temporärer pandemiebedingter Faktoren und der indirekten Auswirkungen höherer Energiepreise sei ungewiss, wie lange der Anstieg dieser Indikatoren anhalten werde. Allerdings sei davon auszugehen, dass das erwartete stärkere Lohnwachstum der zugrunde liegenden Inflation Auftrieb verleihen werde, wenn die Wirtschaft nach und nach zu einer vollen Kapazitätsauslastung zurückkehre. Verschiedene von den Finanzmärkten und aus Befragungen von Fachleuten abgeleitete Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen zwar weitgehend bei rund 2 %, aber erste Anzeichen für eine Korrektur dieser Messgrößen auf über dem Inflationsziel liegende Werte müssten genau beobachtet werden.

Nach Auffassung der Ratsmitglieder sei der durch den Krieg in der Ukraine bedingte Energiepreisschub der wichtigste, aber nicht der einzige Grund, weshalb die Inflation im März erneut höher ausgefallen sei als projiziert. Durch den Krieg seien auch die globalen Nahrungsmittelpreise unter massiven Aufwärtsdruck geraten, was die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel im Euroraum in Zukunft weiter nach oben treiben dürfte. Hinzu komme, dass die hohen Energiepreise inzwischen in alle Wirtschaftsbereiche durchsickerten, sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor. Dadurch werde die Inflation zu einem immer weiter verbreiteten und dauerhaften Phänomen. Infolgedessen seien die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation deutlich über 2 % gestiegen, und es werde nun als unwahrscheinlich erachtet, dass sich die Teuerung auf kurze Sicht wieder dem Zielwert der EZB annähere. Auch hielten es die Ratsmitglieder für eher unwahrscheinlich, dass die private Nachfrage durch den Krieg so stark gedämpft werde, dass dies mittelfristig zu einem spürbaren Inflationsrückgang führe.

Selbst wenn die wirtschaftlichen Folgen des Krieges gravierender ausfallen sollten als derzeit erwartet, gebe es eine Reihe weiterer Faktoren, die dazu beitragen würden, dass sich die höhere Inflation hartnäckiger halten könne als derzeit projiziert. Der erste Faktor betreffe den Preisdruck entlang der Wertschöpfungskette. Die Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet seien im Januar um mehr als 30 % gestiegen – so stark wie nie zuvor. Durch den Krieg in der Ukraine und die Pandemiemaßnahmen in China dürften sich der Preisdruck entlang der Wertschöpfungskette und die

Lieferengpässe weiter verstärken und die Verbraucherpreise über einen relativ langen Zeitraum beeinflussen. Angesichts des Ausmaßes des Energieschocks dürften sie auch stärker auf die Verbraucherpreise durchwirken als in der Vergangenheit. In einem Umfeld insgesamt höherer Inflation könnten die Verbraucher zudem eher bereit sein, eine stärkere Überwälzung der Kosten auf die Preise zu akzeptieren. Der zweite Faktor sei die Lohnentwicklung. Noch seien seit dem sprunghaften Inflationsanstieg erst wenige neue Tarifverträge geschlossen worden. Es bestünden aber kaum Zweifel, dass die Arbeitnehmer über kurz oder lang einen Ausgleich für den Realeinkommensverlust fordern würden. Der dritte Faktor schließlich betreffe den strukturellen Aufwärtsdruck auf die Inflation. Der Krieg habe die Aussichten auf eine weitere Beschleunigung des ökologischen Wandels verbessert. Dadurch könnten sich die Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage an vielen Rohstoffmärkten verstärken, an denen die Preise zahlreicher Metalle bereits jetzt Rekordstände erreicht hätten. Zudem bemühten sich die europäischen Regierungen, ihre Abhängigkeit von globalen Wertschöpfungsketten in strategisch wichtigen Bereichen aktiv zu begrenzen. Dies dürfte den Anstrengungen zur Rückverlagerung der Produktion ins Inland Rückenwind verleihen und somit die Bremswirkung der Globalisierung auf die Löhne und Inflation abschwächen.

Zugleich wurde argumentiert, dass es angesichts des weiteren Anstiegs der Energiekosten infolge des Krieges in der Ukraine nicht überraschend sei, dass die Inflationszahlen im März höher ausgefallen seien als zuvor projiziert. Allerdings stehe ein auf kurze Sicht stärkerer Energiepreisdruck nicht im Widerspruch zu einer mittelfristig niedrigeren Teuerung, sofern die verzögerten Effekte der schwächeren Nachfrage den Angebotseffekt des Schocks überwögen. Die Frage sei vielmehr, wie schnell die immer noch steigende Inflation wieder in Richtung 2 % zurückgehen werde. Auch wurde darauf hingewiesen, dass der gegenwärtige Inflationsschub auf globale Faktoren zurückzuführen sei, nämlich auf die Öl- und Rohstoffpreise, Lieferengpässe und den Krieg in der Ukraine. Anders als in den Vereinigten Staaten liege die Binnennachfrage im Euroraum noch unter ihrem Potenzial. Dies bedeute, dass die Bestimmungsfaktoren des binnenwirtschaftlichen Preisdrucks – also Löhne, Beschäftigung und mittelfristige Inflationserwartungen – nicht per se dem Preisstabilitätsziel der EZB entgegenstünden. Im Hinblick auf den Preisdruck entlang der Wertschöpfungskette wurde vorgebracht, dass sich dieser vor allem in den jährlichen Inflationsraten in einem Jahr bemerkbar mache. Er werde zudem bis zu einem gewissen Grad durch die Auswirkungen der Pandemie und Störungen der Lieferketten verzerrt, die im Prinzip vorübergehender Natur sein sollten. Unklar sei indes, inwieweit dieser Preisdruck einer Phase höherer Inflation Vorschub leisten könnte, die bis in die mittlere Frist anhält. Es wurde auch angemerkt, dass die Energiepreise offenbar bereits wieder unter ihren diesjährigen Höchstständen lägen und die Teuerungsraten schon in den kommenden Monaten erhebliche negative Basiseffekte widerspiegeln könnten.

Einige Ratsmitglieder wiesen darauf hin, dass eine dauerhaft höhere Inflation ohne einen stärkeren Lohndruck schwer vorstellbar sei. Während sich die Tarifverdienste auf Ebene des Euroraums im

laufenden Jahr weiter moderat entwickeln dürften und mit Tarifabschlüssen zwischen 1,5 % und 2,5 % zu rechnen sei, deuteten aktuelle Daten aus verschiedenen Ländern auf eine gewisse Heterogenität hin. Zudem seien im derzeit von Unsicherheit geprägten Umfeld maßvolle Lohnforderungen zu erwarten, da die Arbeitnehmer zunehmend um die Arbeitsplatzsicherheit besorgt seien.

Allerdings wurde die Frage aufgeworfen, inwieweit sich harte Lohndaten überhaupt als Indikator des künftigen Inflationsdrucks eignen, da die Löhne mit erheblicher Verzögerung auf Preiserhöhungen reagierten. Angesichts der markanten und anhaltenden Überschreitung des Inflationsziels sei es nur eine Frage der Zeit, bis das Lohnwachstum gleichziehe. Auch die Ergebnisse der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen deuteten darauf hin, dass sich ein stärkerer Lohndruck aufbaue. Außerdem könne sich das Bild in Bezug auf die Lohnaussichten auch sehr schnell wieder ändern, denn die Verhandlungsposition der Arbeitnehmer werde durch die historisch niedrige Arbeitslosigkeit gestärkt. Formale Lohnindexierungsklauseln, die als Erklärung für ein über dem Euroraum-Durchschnitt liegendes Lohnwachstum dienen könnten, gebe es zwar nur in wenigen Euro-Ländern. Die Lage könne sich jedoch im Laufe der Zeit ändern, und zudem gebe es noch andere Mechanismen zur Wiedererlangung verloren gegangener Kaufkraft.

Insgesamt bestand breiter Konsens darüber, dass die hartnäckig hohen und höher als erwartet ausfallenden Inflationsraten mit einer verstärkten Gefahr von Zweitrundeneffekten aufgrund höherer Lohnkosten einhergingen. Allerdings gab es unterschiedliche Ansichten darüber, wie wahrscheinlich es sei, dass solche Risiken tatsächlich einträten. Einerseits wurde argumentiert, dass Zweitrundeneffekte angesichts der üblichen zeitlichen Verzögerungen nicht zwangsläufig zu einem Lohnzuwachs im laufenden Jahr führen müssten. Wahrscheinlicher sei es, dass dies erst im späteren Jahresverlauf 2023 geschehe. Daher wäre es nicht angemessen, sich erst nach einer möglichen Beschleunigung des Lohnwachstums eine Meinung über die künftige Inflationsentwicklung zu bilden, denn zu diesem Zeitpunkt käme das Aufwärtsrisiko für die Inflation bereits zum Tragen, und die daraus resultierende Lohn-Preis-Spirale wäre schwierig aufzuhalten. Andererseits wurde vorgebracht, dass für Zweitrundeneffekte auf die Löhne eine strukturelle Veränderung des Arbeitsmarkts gegeben sein müsste, genauer gesagt der strukturellen Parameter der Lohn-Phillips-Kurve, die den Zusammenhang zwischen Lohnzuwachs und Arbeitslosigkeit abbilde. Die aktuellen Parameterschätzungen deuteten nur auf ein sehr geringes Durchwirken der Preise auf die Löhne hin. Bislang gebe es kaum Hinweise darauf, dass am Arbeitsmarkt strukturelle Veränderungen vorstättengingen, sodass Zweitrundeneffekte über die Löhne zum gegenwärtigen Zeitpunkt unwahrscheinlich seien.

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. Es gebe zunehmend Anzeichen dafür, dass sich das aktuell hohe Inflationsniveau in den

Erwartungen verfestige. So seien bei einigen Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen zumindest Ansätze einer Entankerung vom Zielwert der EZB erkennbar. An den Finanzmärkten lägen die mittel- und langfristigen Inflationsswapsätze nun bei über 2 %, wengleich dies zum Teil den Risikoprämien geschuldet sei, die sich in diesen Sätzen widerspiegelten. Die steigenden Risikoprämien implizierten, dass die Anleger nach Absicherung gegen die Gefahr einer über 2 % liegenden Teuerungsrate verlangten. Prognosen des privaten Sektors, wie sie beispielsweise im Survey of Professional Forecasters enthalten seien, gingen inzwischen auch von Raten über 2 % aus. Vorläufige Ergebnisse der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE) deuteten darauf hin, dass die Inflationserwartungen die künftigen Verkaufspreise der Unternehmen mittlerweile maßgeblich mitbestimmten. Zudem zeigten die ersten Resultate der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES), dass die Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich der Teuerung in drei Jahren deutlich gestiegen seien. Folglich wurde argumentiert, dass sich einige Indikatoren der langfristigen Inflationserwartungen allmählich vom Zielwert entfernten.

Allerdings wurde auch betont, dass die Finanzmarktindikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen insgesamt bei rund 2 % lägen. Dies stehe weitgehend im Einklang mit dem mittelfristigen Ziel der EZB von 2 %, da die Risikoprämie von den Marktwapsätzen abgezogen werden müsse. Daraus ließen sich keine Anzeichen für eine Entankerung der Inflationserwartungen ableiten. Überdies sei es angesichts des aktuell heftigen Inflationsschocks normal, dass die Inflationserwartungen der privaten Haushalte und Unternehmen vorübergehend etwas anstiegen. Vielmehr könne es als Beleg für die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik der EZB gesehen werden, dass die Inflationserwartungen nur so schwach auf die sehr hohen Teuerungsraten reagiert hätten, obwohl Privathaushalte und Unternehmen ihre Erwartungen normalerweise an der aktuellen Entwicklung ausrichteten. Diese gedämpfte Reaktion unterscheide sich deutlich von der Entwicklung im Anschluss an die Ölkrise in den 1970er-Jahren.

Insgesamt bestand weitgehend Einigkeit darüber, dass verschiedene aus den Finanzmärkten und aus Befragungen von Fachleuten abgeleitete Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen zwar weitgehend bei rund 2 % lägen, erste Anzeichen für eine Korrektur dieser Messgrößen auf über dem Inflationsziel liegende Werte aber genau beobachtet werden müssten.

Vor diesem Hintergrund gelangten die Ratsmitglieder zu der Einschätzung, dass die Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten vor allem auf kurze Sicht zugenommen hätten. Zu den Risiken für den mittelfristigen Inflationsausblick zählten eine Korrektur der Inflationserwartungen auf über dem Inflationsziel liegende Werte, unerwartet starke Lohnzuwächse und eine länger anhaltende Verschlechterung der angebotsseitigen Bedingungen. Sollte jedoch die Nachfrage mittelfristig zurückgehen, würde dies den Preisdruck verringern.

In Bezug auf die monetäre und finanzielle Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Frau Schnabel und Herrn Lane in ihrer Einleitung dargelegte Einschätzung. Die nominalen langfristigen Zinssätze stiegen allmählich an. Grund dafür sei vor allem ein höherer Inflationsausgleich. Unterdessen lägen die realen langfristigen Zinsen weiterhin unter dem vor dem Ukraine-Krieg beobachteten Niveau. Die kurzfristigen nominalen Zinssätze bewegten sich aufgrund der Erwartung einer geldpolitischen Normalisierung im Euroraum aufwärts. Zum Teil spiegelten sie aber auch die Straffung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten wider. Entsprechend kam die Frage auf, ob die Erwartung weiterer Zinsanhebungen dazu führen werde, dass Privathaushalte und Unternehmen den Zeitpunkt für Konsum- und Investitionsausgaben verschöben. Es wurde angemerkt, dass die bisherige Dynamik an den Finanzmärkten angesichts der jüngsten Beschlüsse des EZB-Rats nicht als besorgniserregend zu bewerten sei. Im Vergleich zu früheren geldpolitischen Normalisierungsphasen rechneten die Märkte mit einem recht gemäßigten Normalisierungstempo, und die Spreads zwischen Staatsanleiherenditen und risikofreien Zinssätzen seien moderat geblieben. Dies wurde teilweise als Beweis für die erfolgreichen Bemühungen um eine Stärkung des Banken- und Finanzsystems im Eurogebiet gesehen, das erheblich stabiler aufgestellt sei als noch vor zehn Jahren. Insgesamt seien die Finanzierungsbedingungen günstig. So lägen die realen Zinssätze weiterhin auf Rekordtiefständen im negativen Bereich.

Es wurde darauf hingewiesen, dass sich der Euro-Wechselkurs stabilisiert habe, wenngleich seine künftige Entwicklung vom weiteren geldpolitischen Kurs im Euroraum und in den USA abhängen. Zudem wurde argumentiert, dass kleinere Zinsabstände den Euro stärken und damit die Einfuhr von in US-Dollar bepreisten Rohstoffen unmittelbar verbilligen würden. Dies würde dem Inflationsdruck entgegenwirken, könnte aber auch negative Auswirkungen auf die Konjunktur haben.

Der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet zufolge müsse in den kommenden Monaten mit einer weiteren Verschärfung der Richtlinien für Unternehmens- und für Wohnungsbaukredite gerechnet werden. Dadurch dürfte das Kreditwachstum gedämpft werden, und das Kreditangebot könnte sich verknapfen. Es wurde betont, dass sich die Refinanzierungskosten der Banken erhöht hätten. Würden die Banken ihre Vergaberichtlinien wie in der Umfrage angedeutet verschärfen, könnten sich Bankkredite für den privaten Sektor verteuern. In der Tat seien die Zinsen für von Nichtbanken angebotene Hypothekarkredite in einigen Ländern bereits merklich gestiegen. Somit sei es noch vor einer möglichen Änderung der EZB-Leitzinsen zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen gekommen. Allerdings wurde auch darauf hingewiesen, dass die Bankkreditzinsen für Unternehmen und private Haushalte bislang weitgehend unberührt vom Anstieg der Marktzinsen geblieben seien. Zudem ließen die Kreditkonditionen derzeit keine Einschränkungen der Kreditvergabe an den nichtfinanziellen Sektor erkennen. Des Weiteren wurde angemerkt, dass die in der Umfrage zum Kreditgeschäft gemeldete Verschärfung zum Teil eine Normalisierung nach einer Phase sehr günstiger Bedingungen darstellen könnte.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs äußerten sich Ratsmitglieder weithin besorgt über die hohen Inflationszahlen, die bei Unternehmen und privaten Haushalten zum zentralen Thema geworden seien. Sowohl die Gesamtinflation als auch die zugrunde liegende Inflation lägen auf einem historisch hohen Niveau, und der Preisdruck erstreckte sich weit über die Energiepreise hinaus. Bei Berücksichtigung der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum im HVPI wäre die zugrunde liegende Inflation im vierten Quartal 2021 noch höher (um 0,7 Prozentpunkte) ausgefallen. Es wurde angemerkt, dass verschiedene Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen leicht angestiegen seien und das Risiko zugenommen habe, dass sich die Inflationserwartungen vom Zielwert entankerten. Zugleich wurde aber auch argumentiert, dass die Entwicklung der marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen nach wie vor generell als positiv zu bewerten und es im Gegensatz zu ein paar Monaten zuvor nunmehr wahrscheinlicher sei, dass das vom EZB-Rat gesetzte Inflationsziel von 2 % dauerhaft erreicht werde.

Vor diesem Hintergrund war eine Reihe von Ratsmitgliedern der Auffassung, dass es wichtig sei, unverzüglich zu handeln, um die Entschlossenheit des EZB-Rats zur Erreichung von Preisstabilität auf mittlere Sicht zu demonstrieren. Ein solches Handeln sei notwendig, um zu vermeiden, dass sich die vorübergehend höhere Inflation verfestige und sich die Inflationserwartungen noch weiter vom Inflationsziel des EZB-Rats entfernten. Denn dadurch würde eine Rückkehr der Inflation zur Zielvorgabe deutlich kostspieliger. Die betreffenden Ratsmitglieder waren der Meinung, dass der sehr akkommodierende geldpolitische Kurs, der angesichts einer drohenden Entankerung der Inflationserwartungen nach unten angemessen gewesen sei, nicht mehr mit dem Inflationsausblick vereinbar sei, der nunmehr durch hohe Inflationsraten und steigende Inflationserwartungen gekennzeichnet sei. Gegenwärtig trage die Geldpolitik noch immer zur Konjunkturbelebung bei, da die realen Zinsen tief im negativen Bereich verhaftet blieben.

Die Projektionsfehler der Vergangenheit, die sowohl die Gesamtinflation als auch die zugrunde liegende Inflation betrafen, trügen zu diesen Bedenken bei. Viele der Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten, die der EZB-Rat bereits letzten Sommer erörtert habe, seien dabei schon vor Kriegsbeginn eingetreten. Hierzu zählten länger anhaltende Ungleichgewichte bei Angebot und Nachfrage, aber auch die Tatsache, dass die Terminkurve, die den Energiepreisannahmen zugrunde liege, möglicherweise schlecht geeignet sei, um den künftigen Energiepreisdruck vorauszusagen.

Andere Ratsmitglieder gaben indes zu bedenken, dass eine zu starke Anpassung der geldpolitischen Ausrichtung kontraproduktiv sein könne, weil hierdurch das Wachstum verringert werde, während die Inflation erhöht bleibe. Dies liege daran, dass die Geldpolitik nicht gegen die unmittelbaren Ursachen hoher Inflation vorgehen könne. Es wurde an die zeitliche Abfolge der Maßnahmen zur Normalisierung der geldpolitischen Ausrichtung erinnert, die der EZB-Rat auf vorangegangenen

Sitzungen beschlossen hatte. Hierzu zählten die Drosselung der Nettoankäufe von Vermögenswerten, das Auslaufen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP), der längerfristigen Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROs) und der Sonderzinskonditionen bei den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRGs) sowie die Kommunikation zum erwarteten Enddatum für das APP im dritten Quartal 2022. Es wurde betont, dass die Normalisierung sich in den Marktzinsen niederschläge und die Wirtschaft in den kommenden Quartalen belasten könne. Allerdings wurde auch die Ansicht vertreten, dass die Realzinsen nach wie vor äußerst niedrig seien und die durch höhere Nominalzinsen bedingte Dämpfung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage nicht ausreiche, um die Inflation auf mittlere Sicht zum Zielwert von 2 % zurückzuführen, ohne eine weitere Anpassung des geldpolitischen Kurses vorzunehmen.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Insgesamt stimmten die Ratsmitglieder weitgehend darin überein, dass die schrittweise Normalisierung des geldpolitischen Kurses, die der EZB-Rat auf seiner Dezember-Sitzung eingeleitet hatte, fortgesetzt werden solle; zudem müsse der Normalisierungsprozess an den mittelfristigen Inflationsausblick angepasst werden, da sich dieser seitdem geändert habe. In Anbetracht der aktuellen Beurteilung der mittelfristigen Inflationsaussichten durch den EZB-Rat und des überaus akkommodierenden geldpolitischen Kurses herrschte breiter Konsens darüber, dass der EZB-Rat seiner Einschätzung Ausdruck verleihen solle, dass die seit der letzten Sitzung eingegangenen Daten seine Erwartung bestärkten, wonach die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP im dritten Quartal enden sollten. Die Mitglieder waren sich weitgehend einig, dass die Nettoankäufe eher früher als später im dritten Quartal enden sollten.

Mit Blick auf die Zukunft kamen die Ratsmitglieder in teils unterschiedlichen Nuancen auf das angemessene Tempo der graduellen Normalisierung zu sprechen.

Einige Mitglieder vertraten die Auffassung, dass die im März über den Erwartungen liegende Inflation und die das Inflationsziel von 2 % überschreitenden Inflationserwartungen dafür sprächen, den geldpolitischen Kurs eher früher als später hin zu einer neutralen Position anzupassen. Außerdem sei es an der Zeit, das Inflationsnarrativ des EZB-Rats zu ändern und mit der angeführten Datenabhängigkeit seiner Geldpolitik in Einklang zu bringen. Dies impliziere, dass die Nettoankäufe von Vermögenswerten möglichst bald beendet werden sollten, um den Weg für eine im kurzen Anschluss folgende erste Zinsanhebung zu ebnen. Es wurde angemerkt, dass der EZB-Rat, sofern die Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni bestätigt würden, sich der Frage gegenübersehen werde, ob eine Fortsetzung der Nettoankäufe über Juni hinaus noch als angemessen erscheine.

Auch wurde die Gefahr gesehen, dass bei ausbleibender Signalisierung einer rascheren geldpolitischen Normalisierung durch den EZB-Rat die Inflationserwartungen – ausgehend von dem bereits über dem Zielwert liegenden Niveau – noch weiter steigen würden. Betont wurde, dass sich die Einschätzung der Aussichten seit März erheblich geändert habe und dass, sofern sich diese Veränderungen auch im Juni bestätigten, konkrete Schritte zur Beschleunigung der geldpolitischen Normalisierung erforderlich würden, um die Inflation auf mittlere Sicht bei 2 % zu stabilisieren. Bei einem solchen Vorgehen würde die Optionalität gewahrt und man bliebe innerhalb der Grenzen der Kommunikation des EZB-Rats und vermiede somit einen Anstieg der wahrgenommenen geldpolitischen Unsicherheit. Außerdem würde damit die Bereitschaft des EZB-Rats zum Ausdruck gebracht, seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, und dadurch seine Glaubwürdigkeit in Bezug auf die Erfüllung seines Mandats gestärkt.

In diesem Zusammenhang wurde auch daran erinnert, dass ein zu spätes Handeln zur Entstehung von Zweitrundeneffekten führen und mit hohen Kosten für die Wirtschaft, die Finanzstabilität sowie die Glaubwürdigkeit verbunden sein könne, falls der EZB-Rat sich zu einem späteren Zeitpunkt zu einer stärkeren Straffung gezwungen sähe, um die Inflationserwartungen wieder zu verankern. Zwar brauche es für gewöhnlich eine gewisse Zeit, bis sich höhere Inflationserwartungen in der Lohnsetzung widerspiegeln, aber auch der umgekehrte Prozess sei langwierig; wenn sich höhere Inflationserwartungen in Tarifabschlüssen verfestigten, dann würde sich die Verringerung der Inflation umso schwieriger gestalten. An dieser Stelle wurde auf die Erfahrungen der 1970er-Jahre verwiesen, die gezeigt hätten, wie grundlegend die Verpflichtung der Zentralbank zu Preisstabilität sei, damit die Geldpolitik durch negative Angebotsschocks ausgelöste Inflationseffekte eindämmen könne.

Andere Mitglieder hielten hingegen daran fest, dass die schrittweise Normalisierung, wie sie in den Finanzmarkterwartungen zum Ausdruck komme, im Einklang mit weiterhin bei 2 % verankert bleibenden längerfristigen Inflationserwartungen stehe und daher keine Neuausrichtung des geldpolitischen Kurses erforderlich sei. Dies spreche nicht für einen gestrafften Zeitplan für etwaige restriktive Maßnahmen, auch nicht im Hinblick auf das Ende der Nettoankäufe von Vermögenswerten. Im Hinblick auf die längerfristigen Inflationsaussichten, die sowohl in den marktbasierenden Indikatoren als auch im Basisszenario der von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen vom März zum Ausdruck kämen, erscheine ein Übergang der geldpolitischen Kommunikation von einer schrittweisen Normalisierung zu einer aggressiveren und beschleunigten Straffung nicht gerechtfertigt. Angesichts der hohen Unsicherheit im Zusammenhang mit den mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität sei es ratsam, weitere Schritte mit Bedacht zu wählen. Zudem wurde angemerkt, dass sich ein zu proaktives Vorgehen bei der Normalisierung des Kurses als kostspielig erweisen könne, falls es zu Finanzmarkturbulenzen führe oder zu einem späteren Zeitpunkt wieder rückgängig gemacht werden müsse.

Eine graduelle Normalisierung stehe auch im Einklang mit dem geschätzten niedrigen Niveau des natürlichen Zinses im Euroraum. Dieser impliziere, dass sogar relativ kleine Schritte ausreichen könnten, um von dem derzeit akkommodierenden zu einem restriktiven geldpolitischen Kurs zu wechseln. Modellbasierte Schätzungen deuteten darauf hin, dass der natürliche Realzins weiterhin negativ sei, wenngleich nicht verkannt werden dürfe, dass die geschätzten Werte mit hoher Unsicherheit behaftet seien. Darüber hinaus wichen die Schätzungen für den natürlichen Realzins in den Vereinigten Staaten und im Euroraum voneinander ab. Dies lasse sich zum Teil mit den Unterschieden im Hinblick auf Produktivität, Arbeitskräfteangebot, Demografie und Niveau der Überschussliquidität erklären. Ungeachtet des niedrigen natürlichen Zinssatzes wurde daran erinnert, dass sich die erwartete Entwicklung der nominalen EZB-Leitzinsen erst in einer sehr späten Phase des geldpolitischen Normalisierungsprozesses einem neutralen Niveau annähern werde.

Insgesamt überwog die Auffassung, dass der EZB-Rat – angesichts der erhöhten Unsicherheit aufgrund der anhaltenden Auswirkungen der Pandemie und des Ukraine-Kriegs – bei der Durchführung der Geldpolitik weiterhin Optionalität, Gradualismus und Flexibilität wahren müsse. So wurde es als ratsam erachtet, Optionalität beizubehalten und die Entscheidung über den genauen Zeitpunkt der Beendigung der Nettoankäufe von Vermögenswerten bis zur geldpolitischen Sitzung im Juni zu verschieben. Dadurch hätte der EZB-Rat die Möglichkeit, zusätzliche Daten und die neuen gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems bei seiner Entscheidung zu berücksichtigen. Da eine außergewöhnlich hohe Unsicherheit herrsche, seien verschiedene Szenarien für die zukünftige Entwicklung der Inflationsaussichten denkbar. Überdies wurde betont, dass der Vorschlag von Herrn Lane alle Optionen für eine Beschlussfassung auf der Juni-Sitzung offenlasse. Insbesondere sei er mit der Möglichkeit vereinbar, die Nettoankäufe bereits Ende des zweiten Quartals oder Anfang des dritten Quartals zu beenden.

Alles in allem stimmten die Ratsmitglieder darin überein, dass der eingangs von Herrn Lane unterbreitete Vorschlag zur Geldpolitik tatsächlich alle Optionen – vor dem Hintergrund der aktuell hohen Unsicherheit – offenhalte. Außerdem hätte der EZB-Rat dadurch die Möglichkeit, die Inflationsaussichten auf der Grundlage der bis zur Juni-Sitzung verfügbaren Informationen neu zu bewerten. Dieser Ansatz impliziere einerseits, dass der EZB-Rat – im Einklang mit seiner Forward Guidance, der zufolge die Zinsen einige Zeit nach dem Ende der Nettoankäufe von Vermögenswerten erhöht würden – seinen Kurs einer schrittweisen Normalisierung der Geldpolitik fortsetze. Andererseits sei „einige Zeit“ auf der Pressekonferenz im März als ein Zeitraum von einer Woche bis zu mehreren Monaten definiert worden. Demnach stehe einer zeitnahen Zinserhöhung nichts im Wege, falls es die Rahmenbedingungen erforderten.

Mit Blick auf die Forward Guidance zu den Zinssätzen wurde die Einschätzung geäußert, dass die Kriterien für eine Zinsanhebung bereits eindeutig erfüllt seien. In diesem Zusammenhang wurde betont, dass der EZB-Rat entsprechend seiner Verpflichtung auf Symmetrie den längerfristigen

Inflationserwartungen, die nun den Zielwert überschritten, die gleiche Aufmerksamkeit widmen sollte wie damals, als sie unter das Inflationsziel gefallen seien. Ansonsten bestehe das Risiko, ins Hintertreffen zu geraten.

Insgesamt gelangte man jedoch zu der Einschätzung, dass die Bedingungen der Forward Guidance für eine Anhebung der EZB-Leitzinsen erst für die geldpolitische Diskussion auf der Ratssitzung im Juni von wesentlicher Bedeutung sein würden. Dies gelte sowohl für die beiden Kriterien bezüglich des projizierten Inflationsverlaufs als auch für die dritte Bedingung, der zufolge die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation hinreichend fortgeschritten sein müsse, um mit einer sich mittelfristig bei 2 % stabilisierenden Inflation vereinbar zu sein.

Die Abstände zwischen den Renditen von Staatsanleihen und den risikofreien Zinssätzen seien seit der letzten EZB-Ratssitzung weitgehend stabil geblieben. Dennoch wurde es für wichtig erachtet, einer möglichen erneuten Fragmentierung der Finanzierungsbedingungen im Euroraum bei Bedarf entgegenzuwirken, um eine kontinuierliche Transmission der Geldpolitik in allen Euro-Ländern zu gewährleisten. Es wurde auf den „Trennungsgrundsatz“ verwiesen, dem zufolge der angemessene geldpolitische Kurs unabhängig davon festgelegt werden könne, ob zur Verhinderung plötzlicher Verwerfungen an den Finanzmärkten, die von einer Straffung der Geldpolitik ausgelöst werden könnten, entsprechende Instrumente eingesetzt würden. Es wurde das Argument vorgebracht, dass das geldpolitische Instrumentarium des EZB-Rats dauerhaft durch Flexibilität gekennzeichnet sein sollte und dass alle Instrumente der EZB im Rahmen ihres Mandats erforderlichenfalls flexibel angepasst werden könnten, um sicherzustellen, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert des EZB-Rats von 2 % stabilisiert. Darüber hinaus wurde daran erinnert, dass die Wiederanlage der Tilgungsbeträge von Wertpapieren, die im Rahmen des PEPP erworben worden seien, dazu dienen könne, möglichen pandemiebedingten Anspannungen an den Finanzmärkten bei Bedarf gegenzusteuern.

Ferner waren sich die Ratsmitglieder weitgehend einig, dass die im März veröffentlichte geldpolitische Kommunikation bestätigt werden solle. Dabei sei zu betonen, dass sich künftige Maßnahmen nach dieser Kommunikation richten würden. Zugleich solle versichert werden, dass der EZB-Rat weiterhin nach den etablierten Grundsätzen Flexibilität, Optionalität und Gradualismus handeln werde.

Die Kommunikation habe dem Inflationsanstieg und seinen negativen Auswirkungen auf die Lebenshaltungskosten, das reale Vermögen und das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte Rechnung zu tragen. Dennoch wurde auch zu bedenken gegeben, dass der EZB-Rat Vorsicht walten lassen müsse, um nicht den Eindruck zu erwecken, die Geldpolitik sei in der Lage, dem starken Preisauftrieb bei Energie entgegenzuwirken, der für einen Großteil der gegenwärtigen Inflationszahlen maßgebend sei. Stattdessen müsse in der Kommunikation der EZB die Notwendigkeit hervorgehoben werden, dass die Geldpolitik Maßnahmen gegen die sich möglicherweise aus Zweitrundeneffekten ergebende Inflationpersistenz ergreift. Es dürfe nicht der Eindruck entstehen, dass sie angesichts der

hohen Inflationsszahlen untätig bleibe. Zu guter Letzt müsse der EZB-Rat seine Bereitschaft betonen, jegliche Maßnahmen zu ergreifen, die erforderlich seien, um das Preisstabilitätsmandat der EZB zu erfüllen und die Inflation mittelfristig auf 2 % zurückzuführen.

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen beschloss der EZB-Rat auf Vorschlag der Präsidentin die geldpolitischen Maßnahmen, die in der entsprechenden Pressemitteilung der EZB dargelegt sind. 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 14. April 2022](#)

Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse vom 14. April 2022](#)

Sitzung des EZB-Rats, 13.-14. April 2022

Mitglieder

- Frau Lagarde, Präsidentin
- Herr de Guindos, Vizepräsident
- 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 April 2022 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

Sonstige Anwesende

- Frau Senkovic, Sekretärin, Generaldirektorin Sekretariat
- Herr Rostagno, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Geldpolitik
- Herr Winkler, Stellvertretender Sekretär für Geldpolitik, Senior-Berater, GD Volkswirtschaft

Begleitpersonen

- Herr Bitans
- Frau Buch
- Herr Cassidy
- Herr Demarco
- Frau Donnery
- Herr Gavilán
- Herr Gilbert
- Herr Goulard
- Herr Haber

- Herr Kaasik
- Herr Koukoularides
- Herr Kuodis
- Herr Lünnemann
- Herr Nicoletti Altimari
- Herr Novo
- Herr Ódor
- Herr Rosalino
- Herr Sleijpen
- Herr Tavlas
- Herr Välimäki
- Herr Vanackere

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 7. Juli 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.