

Sitzung am 15.-16. Dezember 2021

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank in Frankfurt am Main am Mittwoch und Donnerstag, 15.-16. Dezember 2021

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 in der Zeit nach der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 27.-28. Oktober 2021 und ordnete sie im Einklang mit den Ergebnissen der EZB-Strategieüberprüfung in den Kontext der allgemeinen Finanzstabilitätslage ein:

Als Reaktion auf die Entdeckung der Omikron-Variante sei es weltweit zu deutlichen Aktienkursverlusten gekommen. Die Zahl der Put-Optionen auf den Euro STOXX 50 habe den höchsten Stand seit Ausbruch der Corona-Pandemie (Covid-19) im März 2020 erreicht, da die Anleger sich gegen weitere Verluste abzusichern versuchten. Zugleich seien die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen und die BIP-gewichteten Renditen entsprechender Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet nahezu wieder auf die im Sommer verzeichneten Tiefstände gesunken. Sie stünden merklich unter dem Niveau, das im Rahmen der Oktober-Sitzung des EZB-Rats beobachtet worden sei.

Diese Finanzmarktentwicklungen könnten auf zwei Arten ausgelegt werden. Der ersten Interpretation zufolge gehe der Markt davon aus, dass sich die Omikron-Variante weitaus stärker auf die Wirtschaftstätigkeit auswirke als vorausgegangene Virusmutationen. Die modellbasierte Evidenz zu einer Schockerlegung des jüngsten Rückgangs der zehnjährigen OIS-Renditen im Euroraum weise allerdings darauf hin, dass dieser Renditerückgang nur in geringem Maße auf eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Aussichten zurückzuführen sei. Ebenso dürfte weniger als ein Drittel des jüngsten markanten Ölpreisrückgangs durch eine Neubewertung des internationalen Wachstumsausblicks bedingt sein.

Die zweite Interpretationsmöglichkeit der jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten betreffe die fragile Marktlage, die vorherrschte, als die ersten Meldungen zur Omikron-Variante publik wurden. Seit Mitte Oktober 2021 hätten sich die Volatilität an den Anleihemärkten drastisch erhöht und die Liquiditätsbedingungen an den Derivatemärkten messbar verschlechtert. Dadurch reagierten die Märkte noch stärker auf die Meldungen zur Omikron-Variante.

Zwei Faktoren hätten zu dieser fragilen Marktsituation beigetragen. Einer davon sei die wachsende Überzeugung unter den Anlegern, dass die Phase geringer Inflationsraten vorbei sei und die Geldpolitik weltweit früher gestrafft werden müsse als Anfang 2021 angenommen. Der zweite Faktor betreffe die Reagibilität der Finanzmärkte auf solche Veränderungen der geldpolitischen Aussichten, nachdem die Geldpolitik jahrelang sehr akkommodierend ausgerichtet gewesen sei.

In den Vereinigten Staaten sehen die Märkte die Wahrscheinlichkeit einer Leitzinsanhebung bei der Sitzung der Federal Reserve im Mai 2022 aktuell bei deutlich über 1:2. Die Wahrscheinlichkeit einer Anhebung schon im März 2022 liege den Marktteilnehmern zufolge bei 1:3. Im Gegensatz dazu hätten sich im Euroraum die Erwartungen hinsichtlich einer erstmaligen Zinsanhebung gegenüber der vorherigen EZB-Ratssitzung vom 27.-28. Oktober 2021 nach hinten verschoben. Dennoch werde weitaus früher damit gerechnet als noch bei der EZB-Ratssitzung vom 8.-9. September 2021, und die Erwartungen seien inzwischen auch weniger schwankungsanfällig. Darüber hinaus schließe sich die seit Herbst bestehende Lücke zwischen den von den Märkten eingepreisten und den im Rahmen der Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) angegebenen Erwartungen in Bezug auf eine Leitzinsanhebung. Die SMA-Teilnehmer erwarten im Median, dass eine erste Zinsanhebung zwei weitere Quartale früher erfolgen werde (statt im zweiten Quartal 2024 bereits im vierten Quartal 2023), also nur drei Quartale später als in den Markterwartungen eingepreist (verglichen mit sechs Quartalen später im Oktober 2021).

Die Abweichungen hinsichtlich der erwarteten geldpolitischen Zyklen hätten weiterhin erheblichen Abwärtsdruck auf den Euro-US-Dollar-Kurs ausgeübt. Seit der vorherigen geldpolitischen Sitzung habe der Euro gegenüber dem US-Dollar um weitere knapp 3 % an Wert verloren und liege derzeit 8 % unter seinem Höchststand von Ende Mai 2021. Die Forward Guidance der EZB bleibe ein wesentlicher Faktor für die Divergenz der erwarteten geldpolitischen Zyklen. Obwohl sich das Verhältnis zwischen Inflations- und Leitzinserwartungen seit der EZB-Ratssitzung vom 8.-9. September 2021 leicht verstärkt habe, sei es nach wie vor deutlich schwächer ausgeprägt als vor der Corona-Pandemie. Was den Zusammenhang zwischen erwarteten Leitzinsen und unerwarteten Inflationsentwicklungen in den Industrieländern betreffe, zeige sich auch, dass das Euro-Währungsgebiet bei der Teuerungsrate mit deutlichen kumulativen Überraschungen nach oben als klare Ausnahme hervorstechte, deren Einfluss auf die Leitzinserwartungen begrenzt sei.

Ungeachtet dessen habe sich die Unsicherheit bezüglich der künftigen Entwicklung der Leitzinsen auch im Euroraum erhöht, was zum Anstieg der Marktvolatilität beigetragen habe. Die Risikoverteilung

um den Dreimonats-EURIBOR sei gegenüber der vorangegangenen Sitzung des EZB-Rats am 27.-28. Oktober 2021 etwas enger geworden. Sie sei jedoch nach wie vor deutlich breiter gestreut als im Juli und klar nach oben gerichtet. Die Risikoverteilung deute auf die Besorgnis der Anleger hin, dass die hohe Unsicherheit hinsichtlich der Inflationsaussichten bedeuten könne, dass die Bedingungen der Forward Guidance der EZB früher erfüllt sein könnten als derzeit erwartet.

Untermuert werde diese Einschätzung durch die Entwicklung der Inflationsswapsätze. Wenngleich diese in den letzten Wochen ausgehend von ihren mehrjährigen Höchstständen gesunken seien, liege die gegenwärtige Terminkurve der Inflationsswaps für das Eurogebiet nach wie vor in der Nähe ihres Zielwerts von 2 %. Sie stehe damit deutlich über dem vor der Covid-19-Pandemie erwarteten Niveau. Auch an den Optionsmärkten werde weiterhin eingepreist, dass die Inflationsrate die Zielvorgabe der EZB mit großer Wahrscheinlichkeit übersteigen werde. Dort gehe man davon aus, dass die Teuerungsrate in den kommenden fünf Jahren mit einer Wahrscheinlichkeit von rund 10 % im Durchschnitt bei über 3 % liegen werde. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflationsrate mehr als 2 % betragen werde, liege bei etwa 40 %.

Um zu verstehen, wie sensibel der Markt auf einen Schock wie Omikron reagiere, sei die Betrachtung der Risikopositionen wichtig, die zuvor von den Investoren in der Erwartung angelegt worden seien, dass die kurzfristigen Zinssätze und die Volatilität für lange Zeit niedrig bleiben würden. An den Börsen hätten globale Aktienfonds im Jahr 2021 mehr Zuflüsse verzeichnet als in den vorangegangenen 20 Jahren zusammengenommen. Dies trug dazu bei, dass Messgrößen zur Aktienbewertung bis an den Rand des 75. Perzentils der historischen Verteilung bzw. sogar darüber hinaus getrieben worden seien, vor allem in den Vereinigten Staaten, aber auch im Euroraum. Im Nichtbankensektor hätten die Anfälligkeiten erheblich zugenommen. So hätten sich seit Beginn der Corona-Pandemie das Liquiditäts-, das Kredit- und das Laufzeitrisiko von Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet deutlich erhöht.

Ähnlich sei die Lage an den Märkten für Staats- und für Unternehmensanleihen im Euroraum: Dort seien die Kreditrisikoprämien in den vergangenen Monaten trotz eines deutlich höheren Verschuldungsgrads stark zurückgegangen. Die Aussicht auf höhere risikofreie Zinssätze habe zu einem Wiederanstieg geführt, wenn auch in unterschiedlichem Maße. Die Spreads seien dabei im Allgemeinen spürbar unter dem Vorpandemieniveau geblieben. Zudem seien die Anleiherenditen angesichts der erhöhten Volatilität und der starken Nachfrage nach sicheren Anlagen seit der Oktober-Sitzung des EZB-Rats in nahezu allen Euro-Ländern sogar gesunken und ansonsten in der Nähe ihres Stands vom Oktober geblieben. Die Spreads hätten sich lediglich aufgrund eines Einbruchs der Renditen deutscher Bundesanleihen ausgeweitet, die wiederum deutlich kräftiger gefallen seien als der OIS-Satz. Der Renditeabstand zehnjähriger Bundesanleihen gegenüber dem entsprechenden OIS-Satz habe sich verringert und liege nun unterhalb des beispiellosen Niveaus, das auf dem Höhepunkt der Pandemie im März 2020 verzeichnet worden sei.

Diese Entwicklungen richteten das Augenmerk auf die ungewöhnlich hohe Nachfrage nach sicheren Anlagen, die darauf zurückzuführen sei, dass die Unsicherheit hinsichtlich der geldpolitischen Aussichten zugenommen habe. Auf der Angebotsseite sei der verfügbare „Streubesitz“ von Anleihen im Euro-Währungsgebiet auf einen sehr niedrigen Stand gesunken. Infolgedessen habe sich die Liquiditätslage an den Anleihemärkten in den meisten Euro-Ländern allmählich und anhaltend verschlechtert. Zuletzt habe der EZB-Rat beschlossen, die aggregierte Grenze für Barmittel, die Gegenparteien im Rahmen des Wertpapierleihprogramms des Eurosystems als Sicherheit hinterlegen können, zu verdoppeln. Dadurch sei die Liquidität an den Repomärkten in einer Zeit, in der die Nachfrage nach Sicherheiten gestiegen und das entsprechende Angebot begrenzt sei, gestützt worden.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

Herr Lane gab folgenden Überblick über das internationale Umfeld sowie die jüngsten wirtschaftlichen und monetären Entwicklungen im Euroraum:

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld signalisierten die Daten des Einkaufsmanagerindex (EMI) eine gewisse Abschwächung der weltwirtschaftlichen Entwicklung im dritten Quartal 2021. Dies sei den Einschränkungen im Zusammenhang mit dem Coronavirus sowie Störungen der Lieferketten geschuldet. Die jüngsten EMI-Daten ließen eine neuerliche Aufhellung der konjunkturellen Lage im Schlussquartal erkennen, die sich insbesondere in der Dienstleistungsbranche, aber weniger im verarbeitenden Gewerbe bemerkbar mache. Die Weltwirtschaft und der internationale Handel würden noch immer durch Lieferengpässe gebremst. Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Oktober hätten die Ölpreise ein deutliches Minus von 12 % verzeichnet, was auf nachfrage- und angebotsseitige Effekte zurückgehe. Der Euro habe in nominaler effektiver Rechnung nur leicht abgewertet (-0,4 %), sich gegenüber dem US-Dollar allerdings merklich abgeschwächt (-3 %). Die Gaspreise seien bei erhöhter Volatilität gestiegen, während die Notierungen für Metalle ihren Abwärtstrend fortgesetzt hätten.

Was die wirtschaftliche Entwicklung im Eurogebiet betreffe, so habe während des Lockdowns im ersten Jahresviertel 2021 noch immer eine erhebliche Lücke zwischen dem BIP und seinem Vorkrisenniveau bestanden. Allerdings sei diese Lücke bis zum dritten Quartal 2021 weitgehend – wenn auch nicht vollständig – geschlossen worden. Die Erholung im Jahr 2021 sei größtenteils durch den privaten Konsum bestimmt worden. Dies sei vor dem Hintergrund des Wiederanstiegs der Ausgaben der privaten Haushalte für Dienstleistungen zu sehen, der sich an die bereits zuvor erfolgte Belebung im verarbeitenden Gewerbe angeschlossen habe.

Die Angebotsengpässe hätten sich in ihrer Art im Zeitverlauf verändert und belasteten die Konjunktur weiterhin. Die Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe seien von einer Knappheit an Material und Ausrüstung in Mitleidenschaft gezogen worden. Der Branchenumfrage der Europäischen Kommission zufolge habe sich die Situation im Schlussquartal 2021 verschärft. Der Mangel an qualifizierten Arbeitskräften gebe in Teilen des verarbeitenden Gewerbes wie auch des Dienstleistungssektors Anlass zur Sorge.

Das Wachstum des verfügbaren Einkommens habe sich im Zeitraum vom ersten bis zum dritten Quartal erhöht. Dies sei Ausdruck einer umfangreichen Erholung des Realeinkommens. Im vierten Quartal dürfte das reale Einkommen jedoch sinken, was mit der jüngsten Verteuerung von Energie zusammenhänge. Dies bedeute eine merkliche Verringerung des real verfügbaren Einkommens der Privathaushalte durch einen Terms-of-Trade-Effekt, was die Konsumausgaben den Erwartungen zufolge auf kurze Sicht dämpfen werde.

In Bezug auf die Wohnungsbauinvestitionen bleibe das Vertrauen hoch, doch angebotsseitige Engpässe schlugen sich immer stärker nieder. Die Investitionen in sonstige Ausrüstungen überträfen seit dem ersten Jahresviertel 2021 das Vorpandemieniveau, während die Investitionen in Fahrzeuge im dritten Vierteljahr noch immer deutlich unter dem vor Corona verzeichneten Stand lägen. Laut der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) habe der Anteil der Firmen, die angegeben hätten, dass sie im vergangenen Sechsmonatszeitraum Finanzierungsmittel für Anlageinvestitionen erhalten hätten, weiter zugenommen. Der nun erreichte Stand liege über dem vor der Pandemie beobachteten Durchschnitt.

Die Erholung am Arbeitsmarkt sei nach wie vor kräftig. Die Arbeitslosenquote sei dabei zwar weiter auf das Vorkrisenniveau gesunken und habe sich im Oktober auf 7,3 % belaufen, doch wurde die Entwicklung weiterhin von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung gestützt. Berechnungen der EZB deuteten darauf hin, dass die Arbeitslosenquote bei rund 9 % liegen würde, wenn in Arbeitsplatzsicherungsprogramme eingebundene Arbeitnehmer zu den Arbeitslosen hinzugerechnet werden würden. Auch die Zahl der Erwerbspersonen lege weiter leicht zu, verharre jedoch unter dem Stand vor der Krise. Die Beschäftigung wie auch die geleisteten Arbeitsstunden hätten im dritten Quartal zugenommen, blieben aber unter dem Vorkrisenniveau, wobei sich die Situation in den einzelnen Ländern bis zu einem gewissen Grad unterscheide. Dies lasse darauf schließen, dass sich die Arbeitsmarktlage nicht annähernd wieder normalisiert habe. Die Vakanzquote in der Gesamtwirtschaft habe im dritten Jahresviertel einen Wert von 2,6 % erreicht und damit den höchsten Stand seit Beginn der Datenreihe. Dieser Anstieg sei über alle Sektoren hinweg zu beobachten und auf die starke Nachfrage nach Arbeitskräften zurückzuführen.

Die Expertinnen und Experten des Eurosystems gingen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2021 davon aus, dass sich die Wirtschaftstätigkeit spürbar erholen werde, auch wenn auf kurze Sicht einige Abwärtskorrekturen aufgrund von Angebotsengpässen und der neuen

Pandemiewelle vorgenommen worden seien. Das Wirtschaftswachstum werde sich demnach im Jahr 2021 auf 5,1 % belaufen, verglichen mit 3,9 % in den Projektionen vom Dezember 2020. Die Inflation dürfte für längere Zeit auf höherem Niveau bleiben, was durch die hohen Energiepreise sowie Inkongruenzen zwischen Angebot und Nachfrage bedingt sei. Es bleibe jedoch bei der Aussage, dass die Auswirkungen von Engpässen im Zeitverlauf abklingen dürften. Die Gesamtteuerungsrate werde den Erwartungen zufolge bis zum vierten Quartal 2022 unter 2 % fallen und 2024 bei 1,8 % liegen. Dahinter stehe ein niedriger Preisauftrieb bei Energie, jedoch eine robuste Kerninflation, die durch den Abbau der wirtschaftlichen Unterauslastung, gestiegene Arbeitskosten sowie höhere Inflationserwartungen getragen werde.

In Bezug auf die im Laufe der Zeit veröffentlichten Prognosen zeige sich, dass in den Eurosystem-Projektionen vom Juni 2020 mit einer lediglich partiellen Erholung der Wirtschaft gerechnet worden sei. In den Prognosen vom Dezember 2021 sei hingegen das projizierte reale BIP auf den vor der Pandemie eingeschlagenen Pfad zurückgekehrt. Es sei auch sehr wichtig, die Entwicklung am Arbeitsmarkt im Blick zu behalten. Die Projektionen vom Dezember würden auch hier wieder auf den vor der Pandemie verzeichneten Pfad einschwenken. Die Arbeitslosenquote werde mit einem Wert von 6,6 % zum Ende des Prognosezeitraums im Jahr 2024 den Vorhersagen nach auf einem Stand liegen, der zuletzt Anfang der 1980er-Jahre verzeichnet worden sei. Dies sei allerdings zum Teil auf negative demografische Entwicklungen zurückzuführen, die einen Arbeitskräftemangel und damit einen stärkeren Druck am Arbeitsmarkt zur Folge hätten.

Um der hohen Unsicherheit bezüglich der Konjunkturaussichten Rechnung zu tragen, enthielten die Eurosystem-Projektionen vom Dezember 2021 weiterhin alternative Pandemieszenarien.

Mit Blick auf die Entwicklung der Preise und Kosten sei die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Inflationsrate der Schnellschätzung zufolge im November weiter auf 4,9 % gestiegen (nach 3,4 % im September und 4,1 % im Oktober); zurückzuführen sei dies auf eine erneute Zunahme des Preisauftriebs bei Energie. Die Energiepreis-inflation habe im November einen historischen Höchststand erreicht und sei dabei in erster Linie von den Öl- und Kraftstoffpreisen angetrieben worden. Aber auch Gas und Strom hätten eine wichtige Rolle gespielt. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel habe indes ebenfalls deutlich zugelegt, wofür höhere Preissteigerungen bei Waren und Dienstleistungen verantwortlich seien.

Der Preisdruck habe sich auf mehr Komponenten der im HVPI enthaltenen Waren und Dienstleistungen ausgeweitet. Die Spanne der Inflationsraten bei den verschiedenen HVPI-Positionen sei derzeit sehr breit. Die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation hätten zuletzt recht deutlich angezogen. Es sei jedoch nach wie vor schwierig abzugrenzen, inwieweit dieser Anstieg durch die Auswirkungen der Pandemie bedingt sei. Zu diesen Auswirkungen zählten Basiseffekte, Engpässe – die mit der Zeit nachlassen dürften – und die indirekten Effekte der importierten Energie. Da viele Sonderfaktoren zum Tragen kämen, sei unklar, in welchem Maße diese Indikatoren zum

jetzigen Zeitpunkt als geeignete Messgrößen für die zugrunde liegende Inflation herangezogen werden könnten. Der Lohndruck halte sich ebenfalls nach wie vor weitgehend in Grenzen; dies sei ein wesentlicher Aspekt bei der Beurteilung des zugrunde liegenden Inflationsdrucks.

Der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen nehme weiter zu. Aufgrund seines zeitlich verzögerten Einflusses impliziere dies einen künftig stärkeren Aufwärtsdruck auf die Teuerung bei den Industrierzeugnissen ohne Energie. Gleichzeitig müsse daran erinnert werden, dass Waren nur einen relativ kleinen Anteil am gesamten Warenkorb, auf dem der HVPI basiere, ausmachten.

Hinsichtlich der Lohnentwicklung zeige sich, dass das Wachstum der Tarifverdienste mit einem Wert von 1,3 % im dritten Quartal 2021 niedrig geblieben sei. Bisher gebe es keine Hinweise auf substantielle Zweitrundeneffekte. Unter Berücksichtigung der Produktivitätssteigerungen entwickle sich daraus bislang nur ein geringer inländischer Inflationsdruck. Der Mindestlohn dürfte in mehreren Euro-Ländern recht deutlich steigen, was sich zum Teil aus einer Inflationsindexierung ergebe und Ausstrahleffekte haben könnte. Die jüngste Entwicklung der Indikatoren für das tatsächliche Lohnwachstum sei noch immer stark von den Maßnahmen beeinflusst, die 2020 ergriffen wurden, um die Auswirkungen der Pandemie abzumildern (z. B. Programme zur Arbeitsplatzsicherung). Diese pandemiebedingten Maßnahmen wirkten sich auch auf den BIP-Deflator aus, der unter gewöhnlichen Umständen als eine Messgröße für den inländischen Preisdruck dienen könne. Der Beitrag der Lohnstückkosten zum BIP-Deflator sei bislang begrenzt geblieben.

Die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen hätten sich im Verlauf des Jahres 2021 deutlich erhöht, seien in den vergangenen Wochen aber weitgehend stabil geblieben und lägen noch immer unter dem Zielwert von 2 %. Daten aus dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB oder der von Consensus Economics durchgeführten Umfrage stützten die Einschätzung, dass die Inflation 2021 und 2022 auf einem hohen Niveau liegen, danach aber zurückgehen und ab 2023 unter der anvisierten Rate von 2 % bleiben werde. Die marktbasierenden Indikatoren des längerfristigen Inflationsausgleichs deuteten weiterhin auf eine Teuerung von unter 2 % hin.

Mit Blick auf die monetäre Entwicklung leiste der Ankauf von Vermögenswerten durch das Eurosystem nach wie vor den höchsten Beitrag zur Geldschöpfung. Aber auch bei den Bankkrediten an den privaten Sektor sei im dritten Quartal 2021 und im Oktober eine Zunahme zu verzeichnen gewesen. Die monetären Abflüsse aus dem Euroraum wirkten sich nachteilig auf die Geldschöpfung aus. Sie stünden im Einklang damit, dass das Eurosystem mehr Anleihen ankaufe als im Eurogebiet neu begeben würden, und auch im Einklang mit Portfolioumschichtungen. Seit der Sitzung des EZB-Rats im September sei das Wachstum der Kreditvergabe verhältnismäßig moderat geblieben. Darin spiegele sich die verhaltene Nachfrage von Unternehmen nach Bankkrediten wider, die auf deren hohe Liquiditätsbestände und die Erholung ihrer Einnahmen sowie eine zunehmende Inanspruchnahme alternativer externer Finanzierungsquellen zurückzuführen sei. Demgegenüber

wirkten sich die Lieferengpässe immer stärker aus und führten zu einer Zunahme der kurzfristigen Kredite an Unternehmen, die damit ihr Betriebskapital und ihre Lagerbestände finanzierten.

Was die Finanzpolitik betreffe, so werde die Straffung im Jahr 2022 den Projektionen der Expertinnen und Experten des Eurosystems vom Dezember 2021 zufolge weniger stark ausfallen als in den September-Projektionen der EZB unterstellt. Es seien noch einige zusätzliche Fiskalimpulse zu erwarten, was zu einem lockeren finanzpolitischen Kurs führen werde. Nach dem Jahr 2022 sowie ab dem Zeitpunkt, zu dem die allgemeine Ausweichklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts nicht mehr angewendet werde, könne jedoch mit einer gewissen finanzpolitischen Normalisierung gerechnet werden. Daher werde die Fiskalpolitik das Wachstum in den Jahren 2023-2024 nicht mehr in dem Maße unterstützen, wie dies im Zeitraum 2020-2021 der Fall gewesen sei.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend betonte Herr Lane, dass sich die Wirtschaft des Euroraums weiter erhole und sich die Lage am Arbeitsmarkt verbessere, was durch die umfangreichen politischen Unterstützungsmaßnahmen gefördert werde. Sowohl im Dienstleistungssektor als auch im verarbeitenden Gewerbe setze sich die Expansion fort. Deren Tempo verlangsamt sich jedoch, und auch die Pandemielage habe sich verschlechtert. In einigen Ländern habe der starke Anstieg der Infektionszahlen zu einer neuerlichen Verschärfung der Einschränkungen geführt. Durch diese Eindämmungsmaßnahmen könnte sich die Erholung bei den kontaktintensivsten Dienstleistungen bis zu einem gewissen Grad verzögern. Zugleich werde die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe nach wie vor durch Lieferengpässe beeinträchtigt. Diese dürften über das gesamte Jahr 2022 anhalten, sich dabei jedoch allmählich zurückbilden. Die Konjunktur werde weiterhin durch Faktoren gebremst, durch die sich die kurzfristigen Aussichten eintrübten. Hierzu zählten die Verschlechterung der Pandemielage, ein anhaltender Mangel an Arbeitskräften sowie an Material und Ausrüstung in einigen Sektoren und der Anstieg der Energiekosten. Zwar halte die Krise im öffentlichen Gesundheitswesen an, doch schwächten sich die wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie aufgrund einer hohen Immunität der Bevölkerung gegenüber dem Coronavirus und der robusten Arbeitsmärkte ab. Im Einklang mit dieser Einschätzung sei zu erwarten, dass das Wachstum im Lauf des Jahres 2022 wieder deutlich anziehen werde.

Den Projektionen zufolge werde sich das BIP 2021 um 5,1 %, 2022 um 4,2 %, 2023 um 2,9 % und 2024 um 1,6 % erhöhen. Gegenüber den Projektionen vom September sei die Wachstumsprojektion für 2021 angehoben worden. Zuzuschreiben sei dies den Aufwärtskorrekturen für die beiden ersten Quartale des Jahres, welche die Abwärtsrevisionen für die letzten beiden Quartale mehr als ausgeglichen hätten. Die Projektion für 2022 sei aufgrund der hartnäckigen angebotsseitigen Störungen und des Wiederaufflammens der Pandemie nach unten revidiert worden. Für das Jahr

2023 sei das Wachstum angesichts des erwarteten Nachlassens der Lieferengpässe, der anhaltenden weltweiten Erholung und des Abbaus der angehäuften Ersparnisse nach oben korrigiert worden.

Die Teuerungsrate nach dem HVPI sei der Schnellschätzung von Eurostat zufolge von 4,1 % im Oktober auf 4,9 % im November gestiegen. Die Inflation habe deutlich zugenommen, was in erster Linie auf die kräftig anziehenden Energiepreise zurückzuführen sei. Aber auch die Tatsache, dass sich die Nachfrage in einigen Sektoren rascher erhole als das derzeit eingeschränkte Angebot, trage zu diesem Anstieg bei. In den kommenden Monaten dürfte die Teuerung erhöht bleiben, im Lauf des Jahres 2022 jedoch deutlich zurückgehen, da damit zu rechnen sei, dass sich die Energiepreise stabilisieren, die Konsumgewohnheiten normalisieren und die weltweiten Angebotsengpässe auflösen würden. Zudem fielen Basiseffekte, beispielsweise im Zusammenhang mit der Rücknahme der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland, aus der Berechnung der jährlichen Inflationsrate heraus. Nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel habe sich die Teuerung von 2,0 % im Oktober auf 2,6 % im November erhöht. Der Anstieg spiegele höhere Preissteigerungen bei Dienstleistungen wider, die durch eine zunehmende Preisdynamik bei den kontaktintensiven Dienstleistungen bedingt seien. Der Preisauftrieb bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie habe ebenfalls zugenommen, da die Erzeugerpreise infolge der globalen angebotsseitigen Störungen gestiegen seien. Auch auf den vorgelagerten und den nachgelagerten Stufen der Preissetzungskette sei ein höherer Preisdruck zu beobachten.

In den Dezember-Projektionen werde von einer deutlichen Aufwärtskorrektur der Inflation ausgegangen. Den Projektionen zufolge werde sich die durchschnittliche Gesamtinflation 2021 auf 2,6 %, 2022 auf 3,2 % und 2023 sowie 2024 auf 1,8 % belaufen. Dies entspreche einer Aufwärtsrevision um 0,4 Prozentpunkte für 2021, um 1,5 Prozentpunkte für 2022 und um 0,3 Prozentpunkte für 2023. Zurückzuführen seien diese Korrekturen auf einen kräftigen Anstieg der Energiepreise sowie den durch die Lieferengpässe und das Wiederhochfahren der Wirtschaft bedingten Preisdruck. Da der Einfluss dieser Faktoren im Jahresverlauf 2022 nachlassen dürfte, werde erwartet, dass die Inflation 2023 und 2024 wieder unter den Zielwert sinken werde. Zugleich sei nicht nur der negative pandemiebedingte Schock auf den projizierten Inflationspfad eliminiert worden. Auch der projizierte Abstand zum mittelfristigen Inflationsziel habe sich aufgrund der Erwartungen einer Absorption der wirtschaftlichen Unterauslastung, einer kräftigeren Lohndynamik im Verlauf des Projektionszeitraums und einer Zunahme der Inflationserwartungen verringert.

Die Risiken für die Konjunkturaussichten seien weitgehend ausgewogen. Die Wirtschaftstätigkeit könnte die Erwartungen übertreffen, sollten die Verbraucher zuversichtlicher werden und weniger sparen als erwartet. Demgegenüber könnte die jüngste Zuspitzung der Pandemie, einschließlich der Ausbreitung neuer Virusvarianten, das Wachstum länger belasten. Die künftige Energiepreisentwicklung und das Tempo, in dem sich Angebotsengpässe zurückbildeten, stellten Risiken für die Erholung und die Inflationsaussichten dar. Sollte der Preisdruck dazu führen, dass die

Löhne stärker als erwartet anstiegen, oder sollte die Wirtschaft rascher zu einer vollen Kapazitätsauslastung zurückkehren, so könnte die Inflation höher ausfallen.

Die Finanzierungsbedingungen seien günstig geblieben, wenngleich sich die globale Risikostimmung erheblich verschlechtert habe und die Preise für risikoreiche Vermögenswerte im Zuge dessen gesunken seien. Verglichen mit der letzten, im September durchgeführten vierteljährlichen umfassenden Beurteilung seien die risikofreien und BIP-gewichteten Renditen von Staatsanleihen weitgehend stabil geblieben. Die Renditen von Bankanleihen und Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften lägen auf einem höheren Niveau als im September. Allerdings seien die Eigenkapitalkosten niedriger, und die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte befänden sich nach wie vor in der Nähe ihrer historischen Tiefstände.

Insgesamt ließen die Fortschritte bei der wirtschaftlichen Erholung und im Hinblick auf das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats eine schrittweise Verringerung der Ankäufe von Vermögenswerten in den kommenden Quartalen zu. Das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) sei mit der doppelten Zielsetzung aufgelegt worden, die negativen Auswirkungen der Pandemie auf die Inflationsaussichten auszugleichen und eine unangemessene pandemiebedingte Fragmentierung der Märkte zu verhindern, die eine reibungslose Transmission der Geldpolitik im gesamten Eurogebiet gefährdet hätte.

Das PEPP habe diese Doppelfunktion erfüllt. Erstens werde die Inflation den Erwartungen zufolge am Ende des Projektionszeitraums über der Teuerungsrate liegen, die vor der Pandemie für das Ende des Zeithorizonts projiziert worden sei. Zweitens sei der Fragmentierung der geldpolitischen Transmission, die zu Beginn der Pandemie aufgetreten sei, erfolgreich entgegengewirkt worden. In der Folge seien die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte im gesamten Euroraum günstig geblieben. Insgesamt betrachtet stützten die Impfkampagnen und die beobachtete Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft an die Pandemie die Schlussfolgerung, dass das Kriterium, die Phase der Coronavirus-Krise sei überstanden, bei einer Beendigung der Nettoankäufe Ende März 2022 erfüllt sei.

Damit sich die Inflation auf mittlere Sicht bei dem Zielwert von 2 % stabilisiere, sei indes nach wie vor eine geldpolitische Akkommodierung erforderlich. In Anbetracht der derzeitigen Unsicherheit hob Herr Lane hervor, dass bei der Durchführung der Geldpolitik Flexibilität und Optionalität gewahrt werden müssten.

Vor diesem Hintergrund schlug Herr Lane Folgendes vor:

- a) die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des PEPP in geringerem Umfang durchzuführen als im Vorquartal und zu kommunizieren, dass davon ausgegangen werde, dass das Eurosystem die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP Ende März einstellen werde;

b) zu kommunizieren, dass die Pandemie gezeigt habe, dass – unter Stressbedingungen – Flexibilität bei der Gestaltung und Durchführung der Ankäufe von Vermögenswerten dazu beigetragen habe, der Beeinträchtigung der Transmission der Geldpolitik entgegenzuwirken, und dass sie die Effektivität der Bemühungen beim Erreichen des Ziels des EZB-Rats erhöht habe. In der Zukunft sollte Flexibilität ein integraler Bestandteil der Geldpolitik bleiben, wann immer Gefahren für die geldpolitische Transmission und das Erreichen von Preisstabilität erkennbar seien. So könnten die Wiederanlagen im Rahmen des PEPP jederzeit flexibel über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg angepasst werden, wenn es im Zusammenhang mit der Pandemie zu einer neuerlichen Marktfragmentierung komme. Dies könnte den Ankauf von durch die Hellenische Republik begebenen Anleihen umfassen, der über die Wiederanlage von Tilgungsbeträgen hinausgehe, um eine Unterbrechung von Ankäufen in diesem Land zu vermeiden. Eine solche Unterbrechung könnte die Transmission des geldpolitischen Kurses auf die griechische Wirtschaft beeinträchtigen, während diese sich noch von den Folgen der Pandemie erhole. Zudem betonte Herr Lane die Notwendigkeit darauf hinzuweisen, dass die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP erforderlichenfalls auch wieder aufgenommen werden könnten, um negativen Schocks im Zusammenhang mit der Pandemie entgegenzuwirken;

c) den Wiederanlagezeitraum für das PEPP bis mindestens Ende 2024 zu verlängern. Das zukünftige Auslaufen des PEPP-Portfolios werde in jedem Fall so gesteuert, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden werde. Die Verlängerung der kalenderbasierten Komponente der Forward Guidance zu Wiederanlagen im Rahmen des PEPP trage zum geldpolitischen Kurs bei und untermauere auch die Rolle der Reinvestitionen, die diese bei der Risikobekämpfung einer Marktfragmentierung spielten;

d) im Rahmen einer angemessenen Kalibrierung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) sollten im zweiten Quartal monatliche Nettoankäufe im Umfang von 40 Mrd € und im dritten Quartal im Umfang von 30 Mrd € durchgeführt werden. Dies stehe im Einklang mit der schrittweisen Reduzierung der Ankäufe von Vermögenswerten und stelle sicher, dass der geldpolitische Kurs weiterhin mit einer mittelfristigen Stabilisierung der Inflation beim Zielwert vereinbar sei. Ab Oktober 2022 sollten die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € so lange fortgesetzt werden, wie dies für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung der Leitzinsen erforderlich sei. Es solle weiterhin davon ausgegangen werden, dass sie beendet würden, kurz bevor mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen begonnen werde;

e) die Höhe der EZB-Leitzinsen und die Forward Guidance zu deren zukünftiger Entwicklung zu bestätigen. Dies sei entscheidend dafür, den Grad an geldpolitischer Akkommodierung aufrechtzuerhalten, der erforderlich sei, um die Inflation auf mittlere Sicht bei dem Zielwert von 2 % zu stabilisieren;

f) zu signalisieren, dass der EZB-Rat die Refinanzierungsbedingungen für Banken weiterhin beobachten und dafür sorgen werde, dass die Fälligkeit der Geschäfte im Rahmen der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) die reibungslose Transmission der Geldpolitik nicht beeinträchtige, sowie zu signalisieren, dass der EZB-Rat zugleich den Beitrag der gezielten Kreditgeschäfte zum geldpolitischen Kurs in regelmäßigen Abständen bewerten werde. Der EZB-Rat sollte darauf hinweisen, dass die im Rahmen der GLRG III geltenden Sonderkonditionen wie angekündigt im Juni 2022 auslaufen dürften. Darüber hinaus sei es erforderlich, die angemessene Kalibrierung des zweistufigen Systems für die Verzinsung von Reserveguthaben zu prüfen, damit die Intermediationsfunktion des Bankensystems in einem von hoher Überschussliquidität geprägten Umfeld durch die Negativzinspolitik nicht eingeschränkt werde;

g) die Bereitschaft zum Ausdruck zu bringen, alle verfügbaren Instrumente gegebenenfalls und in jede Richtung anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Inflation mittelfristig bei 2 % stabilisiere.

Herr Lane betonte, dass der EZB-Rat den Ausblick für seine Maßnahmen erläutern solle, sodass die Finanzierungsbedingungen die Inflation bei der Annäherung an den Zielwert weiterhin ausreichend stützen würden. Zugleich werde die notwendige Optionalität gewahrt, um angemessen auf unerwartete Inflationsentwicklungen reagieren zu können, die zu einer Entankerung der mittelfristigen Inflationserwartungen nach oben führen könnten.

Die Rekalibrierung der geldpolitischen Instrumente sei eine verhältnismäßige Maßnahme, um das Preisstabilitätsmandat zu erfüllen. Die Inflation liege den Projektionen zufolge mittelfristig weiterhin unterhalb des Zielwerts der EZB. Um die Annäherung der Teuerungsrate an das Ziel des EZB-Rats auf mittlere Sicht zu fördern, sei es daher erforderlich, sicherzustellen, dass die langfristigen Zinssätze die Konjunktur ausreichend stützen würden. Im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld seien angemessen kalibrierte Ankäufe von Vermögenswerten auch vergleichsweise wirksamer als die Inanspruchnahme alternativer geldpolitischer Instrumente, um für das nötige Maß an geldpolitischer Akkommodierung zu sorgen. Außerdem überwögen die erwarteten Vorteile der vorgeschlagenen Rekalibrierung in Bezug auf die Preisstabilität gegenüber den potenziellen Nebenwirkungen.

Im Einklang mit der neuen geldpolitischen Strategie sollte der EZB-Rat Herrn Lane zufolge zudem zweimal im Jahr eine Beurteilung der Wechselbeziehung zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität vornehmen. Einerseits stütze die akkommodierende Geldpolitik das Wachstum und somit die Unternehmensbilanzen des nichtfinanziellen wie auch des finanziellen Sektors. Andererseits müssten die Auswirkungen einer akkommodierenden Geldpolitik auf die Immobilien- und Finanzmärkte genau beobachtet werden, vor allem weil sich einige mittelfristige Schwachstellen verstärkt hätten. Die makroprudenzielle Politik sei dennoch die erste Verteidigungslinie, um Finanzstabilität sicherzustellen und mittelfristigen Anfälligkeiten gegenzusteuern.

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 des Euroraums erhole sich weiter, und die Lage am Arbeitsmarkt verbessere sich. Getrübt würden die kurzfristigen Aussichten durch die jüngste Pandemiewelle, den deutlichen Anstieg der Energiepreise sowie die in einigen Sektoren verzeichneten Engpässe bei Material, Ausrüstung und Arbeitskräften. Insgesamt komme die Gesellschaft aber mittlerweile besser mit den Pandemiewellen und den daraus resultierenden Beschränkungen zurecht. Dadurch hätten sich die Auswirkungen auf die Wirtschaft verringert. Zwar schwäche sich das Wachstum derzeit ab, doch werde erwartet, dass es im Jahresverlauf 2022 wieder deutlich anziehen werde. Die Inflation habe aufgrund der kräftigen Steigerung der Energiepreise drastisch zugenommen. Auch die Tatsache, dass in manchen Sektoren die Nachfrage rascher anziehe als das derzeit eingeschränkte Angebot, trage zum Inflationsanstieg bei. Die Inflation dürfte auf kurze Sicht erhöht bleiben, im Lauf des Jahres 2022 aber nachgeben. Obgleich die Projektionen für die Inflation nach oben korrigiert worden seien, gingen sie nach wie vor davon aus, dass sich die Inflation im Laufe des Projektionszeitraums unterhalb des Zielwerts von 2 % einpendeln werde.

Im Hinblick auf das außenwirtschaftliche Umfeld nahmen die Ratsmitglieder zur Kenntnis, dass im Jahr 2021 eine frühzeitige Erholung im verarbeitenden Gewerbe und in jüngerer Zeit auch eine spürbare Erholung im Dienstleistungssektor zu beobachten gewesen sei. Im verarbeitenden Gewerbe verliere das Wachstum angesichts weiter verbreiteter Lieferengpässe in Verbindung mit einer kräftig anziehenden weltweiten Nachfrage jedoch an Dynamik.

Was die Entwicklungen im Euroraum anbelange, so habe die Wirtschaftstätigkeit im Schlussquartal 2021 etwas nachgelassen; dieses langsamere Wachstumstempo dürfte sich bis in die Anfangsphase des Jahres 2022 erstrecken. Die in einigen Sektoren herrschenden Engpässe bei Ausrüstung, Material und Arbeitskräften bremsten die Industrieproduktion, führten zu Bauverzögerungen und verlangsamten die Erholung in einigen Bereichen des Dienstleistungssektors. Diese Engpässe würden noch eine gewisse Zeit fort dauern, sich aber wohl im Jahresverlauf 2022 zurückbilden. Die strengeren Eindämmungsmaßnahmen, die einige Euro-Länder wiedereingeführt hätten, um die aktuelle Pandemiewelle zu bewältigen, könnten die Erholung verzögern. Die Pandemie belaste das Verbraucher- und das Unternehmerv Vertrauen, und die Ausbreitung neuer Virusvarianten sorge für zusätzliche Unsicherheit. Außerdem dämpften gestiegene Energiekosten – und der Anstieg der Preise im Allgemeinen – den Konsum. Dennoch sei eine Fortsetzung der wirtschaftlichen Erholung sowie eine Besserung am Arbeitsmarkt – mit einem Anstieg der Erwerbstätigenzahl und

weniger Menschen in Programmen zur Arbeitsplatzsicherung – zu verzeichnen. Dies stütze die Aussicht auf steigende Einkommen und Konsumausgaben der privaten Haushalte sowie höhere Investitionen.

Die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer pflichteten dem Basisszenario der von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2021 und den Revisionen gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September 2021 weitgehend bei. Die erwarteten Wachstumsraten für das reale BIP von 5,1 % im Jahr 2021 und 4,2 % im Jahr 2022 zeugten von Vertrauen in eine solide Erholung und legten nahe, dass die Konjunkturreagibilität gegenüber der Pandemie und die Schäden durch die Pandemie in diesem Stadium als begrenzt anzusehen seien. Die Impfkampagnen und die Anpassungen der privaten Haushalte und der Unternehmen an das Leben inmitten der Pandemie seien wahrscheinlich effektiver als erwartet gewesen. Infolgedessen habe sich die Verknüpfung zwischen der Intensität der Pandemie und den Wirtschaftsaussichten mit der Zeit abgeschwächt. Das im Gefolge der Pandemieentwicklung auf kurze Sicht nach unten korrigierte Wachstum und die anschließende Aufwiegung durch höheres Wachstum im späteren Jahresverlauf 2022 wurde als im Einklang mit den Erfahrungen aus den früheren Pandemiewellen angesehen.

Gleichzeitig wurde gewarnt, dass ungeachtet der besser als erwartet ausgefallenen Konjunktorentwicklung die Wirtschaft noch nicht „über den Berg“ sei. Es wurde Bezug genommen auf die gestiegene Unsicherheit in Verbindung mit dem Aufkommen der Omikron-Variante. Dies stelle einen Rückschlag für die Dienstleistungen dar, die sich gerade zu erholen begonnen hätten. Es wurde angeführt, dass die Auswirkungen auf die Inflation in einem Umfeld länger anhaltender Angebotsengpässe wohl eher aufwärts- denn abwärtsgerichtet seien. Allerdings könne der Rückgang der Ölpreise, der nach der Omikron-Nachricht erfolgte, als Signal für einen inflationsdämpfenden Effekt gesehen werden.

Mit Blick auf die Finanzpolitik wurde die Ansicht bekräftigt, dass gezielte und wachstumsfreundliche finanzpolitische Maßnahmen die Geldpolitik auch weiterhin ergänzen sollten. Diese Unterstützung werde auch die Anpassung der Wirtschaft an die sich abzeichnenden strukturellen Veränderungen erleichtern. Eine effektive Umsetzung des Programms „Next Generation EU“ und des Klimapakets „Fit für 55“ werde zu einer stärkeren, umweltverträglicheren und gleichmäßigeren Erholung in den Euro-Ländern beitragen.

Vor diesem Hintergrund wurden die Risiken für die Konjunkturaussichten von den Ratsmitgliedern als weitgehend ausgewogen bewertet. Die Wirtschaftstätigkeit könnte die Erwartungen der EZB übertreffen, falls die Verbraucher zuversichtlicher würden und weniger als erwartet sparen. Demgegenüber könnte die jüngste Zuspitzung der Pandemie, einschließlich der Ausbreitung neuer Varianten des Coronavirus, das Wachstum aber auch länger belasten. Die künftige Energiepreisentwicklung und die Frage, wie zügig die Angebotsengpässe aufgelöst würden, stellten

Risiken für die Erholung und die Inflationsaussichten in beide Richtungen dar. Sollte der Preisdruck dazu führen, dass die Löhne stärker als erwartet anstiegen, oder die Wirtschaft rascher zur Vollauslastung zurückkehren, so könnte die Inflation höher ausfallen.

Mit Blick auf die Preisentwicklung traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung unter den Ratsmitgliedern. Die Inflation sei im November 2021 weiter auf 4,9 % angestiegen und werde – im Einklang mit den Projektionen des Eurosystems – für den überwiegenden Teil des Jahres 2022 nach wie vor deutlich über 2 % liegen. Die Gesamtteuerung dürfte auf kurze Sicht erhöht bleiben, im Lauf des Jahres 2022 aber zurückgehen. Im Anstieg der Gesamtinflation spiegele sich in erster Linie eine starke Zunahme der Energiepreise wider, die im November mehr als die Hälfte zur Gesamtinflation beigetragen hätten. Zudem steige die Nachfrage in bestimmten Sektoren weiterhin schneller als das eingeschränkte Angebot. Auch Basiseffekte im Zusammenhang mit dem Auslaufen der Mehrwertsteuersenkung in Deutschland trügen nach wie vor zur höheren Inflation bei, allerdings nur noch bis Ende 2021. Es herrschte die Erwartung vor, dass sich die Energiepreise im Lauf des Jahres 2022 stabilisieren würden und der aus den globalen Lieferengpässen resultierende Preisdruck nachlassen werde. Eine allmähliche Rückkehr der Wirtschaft zu einer Vollauslastung der Kapazitäten sowie eine weitere Belebung des Arbeitsmarkts werde, so die Erwartung, mit der Zeit ein rascheres Lohnwachstum befördern. Die markt- und die umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen hätten sich in den letzten Monaten dem Wert von 2 % angenähert. Diese Faktoren besäßen die Tendenz, die zugrunde liegende Inflation weiter ansteigen zu lassen, und würden wahrscheinlich dazu beitragen, dass sich die Gesamtinflation mittelfristig beim Zielwert stabilisiere.

Bei der Erörterung des Basisszenarios der Inflation in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember wurde festgestellt, dass die Dezember-Projektionen die größte kumulative Aufwärtsrevision der Inflationsprojektionen in deren Geschichte beinhalteten. Es wurde angemerkt, dass eine wiederholte Unterschätzung der Inflation für die öffentliche Wahrnehmung wahrscheinlich problematischer sei als Überschätzungen, da sich in der breiten Öffentlichkeit für gewöhnlich weniger Besorgnis rege, wenn die tatsächliche Inflationsrate schlussendlich unter den Erwartungen bleibe.

Zugleich wurde festgestellt, dass die von den Experten des Eurosystems erstellten Projektionen für 2022 wesentlich höher als andere aktuelle Inflationsprognosen wie z. B. die von Consensus Economics ausgefallen seien. Es wurde hervorgehoben, dass die Aufwärtsrevisionen der Inflation für 2022 zu knapp zwei Dritteln auf die Entwicklung der volatilen Energiepreise zurückzuführen seien. Darin spiegelten sich eine Reihe wirtschaftlicher und geopolitischer Faktoren wider, welche das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage beeinträchtigten, sowie bestimmte Schockarten, die nicht vorhersehbar gewesen seien. Allerdings wurde darauf hingewiesen, dass die Kerninflation in den vergangenen Monaten kräftig angezogen habe und die Inflation inzwischen breiter gestreut sei, wobei nahezu keine der HVPI-Komponenten noch so niedrige Preisänderungsraten wie in der Zeit vor der

Pandemie aufweise. Dies lasse Vorsicht gegenüber der Interpretation des gegenwärtigen hohen Inflationsniveaus als alleiniges Resultat der Energiepreisentwicklung und vorübergehender Faktoren geboten erscheinen.

Unter den Ratsmitgliedern wurde die Ansicht vertreten, dass erhöhte Unsicherheit über das Niveau bestehe, auf dem sich die Teuerung nach dem aktuellen Inflationsbuckel mittelfristig einpendeln werde. Im Basisszenario der Projektionen vom Dezember liege die Teuerungsrate nach dem HVPI sowohl 2023 als auch 2024 bei 1,8 %, und es wurde darauf hingewiesen, dass Werte unter 2 % mit den Erwartungen vieler anderer professioneller Prognostiker im Einklang stünden. Zugleich wurde angemerkt, dass dieser Ausblick keineswegs eine Rückkehr zum Niedrigzinsumfeld vor der Pandemie impliziere; stattdessen deute sich ein Regime an, das über größere Ähnlichkeit mit jenem vor der weltweiten Finanzkrise verfüge, als die Inflation bei durchschnittlich rund 2 % gelegen habe. Dies sei als begrüßenswerte Entwicklung zu sehen.

Vorgebracht wurde dazu allerdings auch, dass ein solches Ergebnis nicht als gegeben gelten und die hohe Inflation länger als erwartet anhalten könne. Es wurde bekräftigt, dass mit vorpandemischen Daten kalibrierte Modelle womöglich nicht gut geeignet seien für die Erfassung größerer struktureller Veränderungen oder eines möglichen Umschwungs von einem Inflationsregime mit niedriger hin zu höherer Teuerung. In Anbetracht eines potenziellen Wendepunkts bei den Inflationsaussichten wurde es als unabdingbar angesehen, ein besonderes Augenmerk auf frühzeitige realwirtschaftliche Signale, insbesondere von Unternehmen und Tarifpartnern, zu legen, statt sich vornehmlich auf Modelle sowie Muster aus der Vergangenheit zu verlassen.

In diesem Zusammenhang wurde außerdem erneut darauf hingewiesen, dass eine auf mittlere Sicht höhere Inflation aller Wahrscheinlichkeit nach mit einem dynamischen Anstieg der Löhne einhergehen werde. Das Basisszenario der gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2021 gründe auf einem Lohnwachstum oberhalb des Durchschnitts der vergangenen zwei Jahrzehnte. Es wurde argumentiert, dass hohe Lohnzuwächse in der Realität nur dann zu erwarten seien, wenn strukturelle Veränderungen des Lohnsetzungsprozesses oder starke Zweitrundeneffekte zum Tragen kämen. Je länger die Inflation aber deutlich über dem Zielwert liege, desto stärker verfestige sich dies in den längerfristigen Inflationserwartungen. In der Folge könne es dann zu einem Übergreifen auf das Lohnwachstum und die tatsächliche Teuerung kommen. Es wurde angemerkt, dass die aktuellen Daten zu den Tarifverdiensten im Euroraum ein jährliches Wachstum von rund 1,5 % erkennen ließen und bisher keine Hinweise auf Zweitrundeneffekte enthielten.

Zugleich wurde daran erinnert, dass die Lohnentwicklung anderen ökonomischen Variablen mit einer gewissen Verzögerung folge und dass solche Effekte deshalb zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht aus den Daten ablesbar seien. Außerdem wurde das Argument vorgebracht, dass das in den Projektionen ausgewiesene recht hohe Wachstum der Nominallöhne relativiert werden müsse, da die Zahlen noch immer unter dem Einfluss der Programme zur Arbeitsplatzsicherung stünden. Berücksichtigt man

zudem die Entwicklung der Produktivität, erscheine das projizierte Wachstum der Lohnstückkosten deutlich weniger markant, wenngleich auch die Messgrößen der Produktivität mit Unsicherheit behaftet seien und durch Sonderfaktoren im Zusammenhang mit der Pandemie, beispielsweise die Auswirkungen der geleisteten Arbeitsstunden, beeinflusst würden.

Die Ratsmitglieder erörterten verschiedene Auf- und Abwärtsrisiken, die sich auf das in den Projektionen enthaltene Basisszenario für den Inflationsausblick auswirken könnten. Dabei wurde auf den disinflationären Effekt der Omikron-Variante hingewiesen, der sich durch niedrigere Rohstoffpreise am Weltmarkt bemerkbar mache. Der Rückgang der Ölpreise seit dem Redaktionsschluss für die Projektionen werde die Inflationsrate für 2022 mechanisch geringer ausfallen lassen. Indessen wurde angemerkt, dass ungewiss sei, ob die inflationssenkenden oder die inflationstreibenden Folgen von Omikron überwiegen. Insbesondere wurde darauf hingewiesen, dass die Ausbreitung der neuen Virusvariante wahrscheinlich auch das Angebot beeinträchtigen werde und – wie die bisherige Erfahrung mit der Pandemie zeige – auch erhebliche Aufwärtsrisiken für die Inflation mit sich bringen könnte.

Es wurde daran erinnert, dass die Basisprojektionen auf der Annahme fußten, dass sich die Energierohstoffpreise im Einklang mit den aktuellen, rückwärts geneigten Terminkursen entwickelten. Diese implizierten einen ausgeprägten Rückgang der Energiepreise während des Projektionszeitraums. Es sei daher davon auszugehen, dass die Beiträge der Energiepreise zur Gesamtinflation 2023 und 2024 deutlich unter dem historischen Durchschnitt lägen. Zudem wurde erneut betont, dass eine Erhöhung des CO₂-Preises in die Nähe des Niveaus, das zur Erreichung der Ziele des Pariser Klimaschutzabkommens notwendig sei, die Inflation in den kommenden Jahren in die Höhe treiben werde – und zwar nicht nur im Projektionszeitraum, sondern auch darüber hinaus. Abschließend wurde daran erinnert, dass die Inflationsprojektionen bislang noch nicht die Entwicklung der Preise für selbst genutztes Wohneigentum beinhalteten. Wären diese Preise bereits enthalten gewesen, so wäre die Teuerung nach dem HVPI im zweiten Quartal 2021 Schätzungen zufolge 0,2 bis 0,3 Prozentpunkte höher ausgefallen. Zugleich wurde vorgebracht, dass Modelle und die aus den Finanzmärkten abgeleiteten Daten zur Bepreisung des Inflationsausgleichs die Wahrscheinlichkeit einer Unterschreitung des mittelfristigen Inflationsziels nach wie vor als höher einschätzten als die Wahrscheinlichkeit eines anhaltenden Überschießens.

Mit Blick auf die Inflationserwartungen nahmen die Ratsmitglieder die von Frau Schnabel und Herrn Lane dargelegte Einschätzung zur Kenntnis, dass die umfrage- und marktbasieren Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen insgesamt weiterhin unterhalb, aber in der Nähe des Inflationsziels der EZB lägen. Dies gelte auch bei Berücksichtigung von Schätzungen zur Risikoprämie. Letztere schwanke im Zeitverlauf und beeinflusse so die Interpretation der Inflationserwartungen, die aus dem an den Finanzmärkten geforderten Inflationsausgleich abgeleitet würden. In den vergangenen Monaten seien die Teuerungsraten wiederholt höher ausgefallen als

erwartet. Bislang gebe es jedoch keine Anzeichen dafür, dass sich die längerfristigen Inflationserwartungen vom Zielwert entfernt hätten oder es sogar zu einer Entankerung gekommen wäre. Dennoch seien die Erwartungen seit Jahresbeginn 2021 deutlich gestiegen. Überschreite die Inflation das Ziel aber sowohl 2021 als auch 2022, könnte dies immer weniger als vorübergehendes Phänomen aufgefasst werden und zu einem Anstieg der längerfristigen Inflationserwartungen führen. Fiele die Rate hingegen im Jahresverlauf 2022 gegenüber ihrem derzeit hohen Niveau stark ab, würde dies den Inflationsausblick bekräftigen.

Die von Herrn Lane in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der finanziellen und monetären Bedingungen fand breite Zustimmung. Die Marktzinsen seien seit der EZB-Ratssitzung vom Oktober zwar gesunken, hätten aber gegenüber der September-Sitzung – mit der vorangegangenen vierteljährlichen Beurteilung der Inflationsaussichten und der Finanzierungsbedingungen – kaum Veränderungen aufgewiesen. Die Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft blieben günstig. Die Kreditvergabe der Banken an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sei teilweise auf den kurzfristigen Finanzierungsbedarf durch die Angebotsengpässe zurückzuführen, die höhere Ausgaben für Lagerhaltung und Betriebskapital nach sich zögen. Gleichwohl sei die Kreditnachfrage der Unternehmen aufgrund hoher Gewinnrücklagen und üppiger Bargeldbestände sowie eines hohen Verschuldungsniveaus insgesamt noch immer moderat. Hingegen zeige sich die Kreditvergabe an private Haushalte aufgrund der Nachfrage nach Immobilienkrediten weiterhin robust. Die Banken im Euroraum hätten ihre Bilanzen dank höherer Kapitalquoten und geringerer Bestände an notleidenden Krediten weiter gestärkt. Banken seien derzeit trotz eines anhaltenden Drucks auf die Nettozinsmargen wieder so profitabel wie vor der Pandemie. Die Refinanzierungsbedingungen für Banken seien insgesamt weiterhin günstig.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Bezüglich der Einschätzung der Finanzierungsbedingungen wurde angemerkt, dass diese ebenso wie die Lage an den Finanzmärkten insgesamt nach wie vor günstig seien, wenngleich sich die globale Risikobereitschaft erheblich verschlechtert habe und die Preise für risikoreiche Vermögenswerte im Zuge dessen gesunken seien. Verglichen mit der im September vom EZB-Rat vorgenommenen vierteljährlichen Beurteilung der Finanzierungsbedingungen seien die risikofreien und BIP-gewichteten Renditen von Staatsanleihen in nominaler Rechnung weitgehend stabil geblieben. In realer Rechnung lägen sie nahe oder auf historischen Tiefständen. Die Renditen von Bank- und Unternehmensanleihen seien höher als im September, die geringeren Eigenkapitalkosten wirkten hierzu jedoch als Gegengewicht. Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte bewegten sich nach wie vor um ihre historischen Tiefstände. Es wurde darauf hingewiesen, dass der Euro sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch in nominaler effektiver Rechnung erheblich an Wert verloren und

so zur Lockerung der Finanzierungsbedingungen beigetragen habe. Aller Wahrscheinlichkeit nach würde sich die Verschlechterung der Terms of Trade dadurch weiter verschärfen und für zusätzlichen Aufwärtsdruck auf den Inflationsausblick im Eurogebiet sorgen.

Bezüglich der Inflationsaussichten waren sich die Ratsmitglieder darin einig, dass der jüngste und für die kurze Frist projizierte Inflationsanstieg weitgehend temporären Faktoren geschuldet sei, die im Jahresverlauf 2022 nachlassen dürften. Wenngleich der mittelfristige Inflationsausblick in den Projektionen nach oben korrigiert worden sei, werde im Basisszenario weiterhin davon ausgegangen, dass sich die Inflation unterhalb des Ziels von 2 % einpendele. Es wurde hervorgehoben, dass die projizierte Annäherung der Teuerungsrate an die Marke von 2 % zu begrüßen sei, obschon der Ausblick mit außergewöhnlich hoher Unsicherheit behaftet sei.

Indessen wurde gemahnt, dass das Szenario einer höheren Inflationsrate über einen längeren Zeitraum („higher for longer“) nicht ausgeschlossen werden könne. Für 2023 und 2024 liege die Inflation in den Basisprojektionen bereits recht nahe an 2 %. Angesichts der Aufwärtsrisiken für die Projektion könnte sich der tatsächlich eintretende Wert leicht auf über 2 % belaufen. Es sei wichtig, die Flexibilität für entschlossenes Handeln – und somit auch die Glaubwürdigkeit des EZB-Rats – zu wahren, damit die Inflationserwartungen in beide Richtungen verankert blieben. Aus diesem Grund sollte der EZB-Rat deutlich kommunizieren, dass er bereit sei, zu handeln, sollte sich der Preisdruck als hartnäckiger erweisen und die Inflation nicht so rasch unter den Zielwert fallen wie in den Basisprojektionen berechnet.

Zugleich wurden jedoch Bedenken hinsichtlich einer vorschnellen Verringerung der geldpolitischen Impulse und der Ankäufe von Vermögenswerten geäußert. Es wurde vorgebracht, dass die Marktteilnehmer die Glaubwürdigkeit der Forward Guidance des EZB-Rats anzuzweifeln schienen. So gingen die Märkte von einer ersten Zinsanhebung zu einem Datum aus, das mit den vom EZB-Rat genannten Bedingungen für eine solche Anhebung nicht im Einklang stehe.

Insgesamt waren sich die Ratsmitglieder weitgehend einig, dass die Fortschritte im Hinblick auf die wirtschaftliche Erholung und das vom EZB-Rat gesetzte mittelfristige Inflationsziel von 2 % eine allmähliche Normalisierung des geldpolitischen Kurses zuließen. Es herrschte allgemein Einvernehmen darüber, dass der pandemiebedingte Abwärtsdruck auf den projizierten Inflationspfad inzwischen nachgelassen habe oder ausgeglichen worden sei. Folglich könnten die Nettowertpapierankäufe im Rahmen des PEPP im Einklang mit der vorangegangenen Kommunikation verringert und Ende März eingestellt werden. Allerdings stimmten die Ratsmitglieder auch weitgehend darin überein, dass nach wie vor ein erheblicher Grad an geldpolitischer Akkommodierung erforderlich sei, damit sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisieren könne. Es wurde betont, dass der EZB-Rat durch die aktuellen Angebotsstörungen hindurchschauen und eine ruhige Hand bewahren sollte. Dabei müssten etwaige Entwicklungen, die auf eine Entankerung der Inflationserwartungen hindeuteten, eng überwacht werden. Auch sei die Wahrung eines sehr

akkommodierenden geldpolitischen Kurses notwendig, um zu verhindern, dass die Inflation wieder unter den Zielwert falle, wenn die Effekte der Pandemie, die nach wie vor große Teile der Wirtschaft des Euroraums belasteten, nachließen.

Dem wurde entgegengesetzt, dass die Forward Guidance des EZB-Rats im Hinblick auf die Zinssätze, die großen Bestände an angekauften Vermögenswerten und deren Wiederanlage sowie die GLRGs bereits umfangreiche geldpolitische Impulse lieferten. Deshalb bestehe angesichts der messbaren Fortschritte bei der Annäherung der mittelfristigen Inflation an den Zielwert keine Notwendigkeit, den geldpolitischen Kurs durch zusätzliche Ankäufe von Vermögenswerten weiter zu lockern.

Gleichzeitig wurde zu bedenken gegeben, dass die Beendigung der Nettoankäufe im Rahmen des PEPP zum Ende des ersten Quartals 2022 und das Auslaufen der günstigen Zinskonditionen der GLRG-III-Geschäfte eine geldpolitische Straffung im Jahr 2022 implizierten. Eine Abweichung des geldpolitischen Kurses im Euroraum von dem in anderen Wirtschaftsräumen, in denen die Geldpolitik als weniger akkommodierend erachtet werden könne, sei zudem durch die unterschiedlichen wirtschaftlichen Bedingungen gerechtfertigt.

In der darauffolgenden Diskussion stimmten die Ratsmitglieder überwiegend darin überein, dass die von Herrn Lane eingangs vorgeschlagene Rekalibrierung des geldpolitischen Instrumentariums ein verhältnismäßiges Vorgehen zur Erfüllung des Preisstabilitätsmandats des EZB-Rats darstelle. Angesichts der außerordentlich hohen Unsicherheit hinsichtlich des gegenwärtigen wirtschaftlichen Umfelds sei ein gradueller, datengestützter und flexibler Ansatz angemessen, um eine Balance zwischen den höheren kurzfristigen Inflationsaussichten und den zunehmenden mittelfristigen Anfälligkeiten zu finden. Dazu müsse ein hinreichendes Maß an Optionalität gewahrt bleiben, damit Maßnahmen als Reaktion auf neue Informationen angepasst werden könnten. Allerdings wurde auch argumentiert, dass sich der Nutzen zusätzlicher Wertpapierankäufe verringere, während ihre Kosten und Nebenwirkungen zunähmen. So sei es durch die in vielen Ländern niedrigen Streubesitzquoten zu einer strukturellen Verschlechterung der Liquiditätsbedingungen und einer zunehmenden Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit der Märkte gekommen. Auch die Risiken für die Finanzstabilität nähmen zu – insbesondere an den Wohnimmobilienmärkten –, und es seien zunehmend Verteilungseffekte erkennbar, da die Wertpapierankäufe unverhältnismäßig stark den Inhabern von Vermögenswerten zugutekämen.

Die Ratsmitglieder waren der Auffassung, dass das vorgeschlagene Maßnahmenpaket mit den Konjunkturaussichten im Einklang stehe. Die Kalibrierung der Maßnahmen wurde überwiegend als angemessen erachtet, um den Grad an geldpolitischer Akkommodierung zu wahren, der erforderlich sei, damit sich die Inflation mittelfristig in Höhe des symmetrischen 2-%-Inflationsziels des EZB-Rats stabilisieren könne. Vor dem Hintergrund der anhaltend günstigen Finanzierungsbedingungen und der verbesserten Inflationsaussichten herrschte weitgehend Konsens darüber, dass die Nettowertpapierankäufe im Rahmen des PEPP im ersten Quartal 2022 geringer ausfallen sollten als

im Vorquartal. Auch über das Auslaufen der PEPP-Ankäufe Ende März waren sich die Anwesenden einig. Das PEPP habe seine doppelte Zielsetzung erfüllt, nämlich die negativen Folgen der Pandemie auf die Inflationsaussichten auszugleichen und eine unangemessene pandemiebedingte Fragmentierung der Märkte zu verhindern, die eine reibungslose Transmission der Geldpolitik im gesamten Eurogebiet gefährdet hätte.

Es wurde angemerkt, dass es angesichts der derzeitigen Verschlechterung der pandemischen Situation womöglich verfrüht erscheinen könnte, die Notlage für beendet zu erklären. Zugleich herrschte jedoch weitgehend die Auffassung, dass sich die „Krisenphase“ in wirtschaftlicher Hinsicht dem Ende zuneige. Die Wirtschaftstätigkeit dürfte Anfang 2022 wieder ihr Vorpandemieniveau erreicht haben, und die Schockwirkung der Pandemie auf den Inflationspfad scheinbar inzwischen ausgeglichen worden zu sein. Außerdem wurde daran erinnert, dass die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP wieder aufgenommen werden könnten, sollten die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie die Erreichung des Preisstabilitätsziels des EZB-Rats abermals gefährden.

Die Verlängerung der Wiederanlage des PEPP-Portfolios bis mindestens Ende 2024 gebe den Marktteilnehmern die Sicherheit, dass das Eurosystem weiterhin an den Finanzmärkten präsent sein werde. Diese Sicherheit bestärke die Wirksamkeit der Wiederanlagen als Mittel zur Minderung des Risikos einer Marktfragmentierung. Es wurde einerseits herausgestellt, dass Flexibilität in Bezug auf die operationellen Parameter wichtig sei, um auf potenzielle ungeordnete Entwicklungen an den Märkten reagieren zu können, und dass sie deshalb länger beibehalten werden müsse als ursprünglich angekündigt. Andererseits wurde die Frage aufgeworfen, ob eine Verlängerung des Wiederanlagehorizonts nicht auch als Verstärkung des geldpolitischen Impulses interpretiert werden könnte. Damit würde sie der Ausrichtung der anderen Elemente des geldpolitischen Maßnahmenpakets entgegenstehen, die auf eine Verringerung der Nettoankäufe von Vermögenswerten abzielten. Ferner wurden Bedenken geäußert, dass eine Fortführung der Ankäufe zu einer unerwünschten Abflachung der Zinsstrukturkurve führen könnte, sollte es erforderlich werden, die kurzfristigen Zinssätze vor dem Ende des Wiederanlagehorizonts anzuheben. Zugleich wurde die Verlängerung des Wiederanlagehorizonts jedoch als wichtig erachtet, um sicherzustellen, dass die Wiederanlagen wirksam zum Schutz des geldpolitischen Transmissionsmechanismus beitragen.

Angesichts der Erfahrungen mit dem PEPP im Verlauf der Pandemie herrschte weitgehend Konsens darüber, dass die flexible Ausgestaltung und Umsetzung der Ankäufe von Vermögenswerten unter Stressbedingungen dazu beigetragen habe, der Beeinträchtigung der geldpolitischen Transmission entgegenzuwirken und die Effektivität der Geldpolitik zu steigern. Es sei wichtig, diese Flexibilität zu wahren und im Falle einer neuerlichen Marktfragmentierung im Zusammenhang mit der Pandemie eine Anpassung der Wiederanlagen der PEPP-Bestände über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg vornehmen zu können, um eine reibungslose Transmission der Geldpolitik in der Phase der Verringerung der Nettoankäufe zu unterstützen.

Zur Frage einer möglichen grundsätzlicheren – d. h. über die aktuelle Krisensituation hinausgehenden – Selbstverpflichtung zu Flexibilität bei der Ausgestaltung und Umsetzung der Ankäufe von Vermögenswerten wurden verschiedene Überlegungen vorgebracht. Dabei wurde einerseits als wichtige Erkenntnis aus dem PEPP hervorgehoben, dass Flexibilität ein Bestandteil der Geldpolitik bleiben sollte, wann immer Gefahren für die geldpolitische Transmission und das Erreichen von Preisstabilität erkennbar seien. So habe die dem PEPP inhärente Flexibilität dazu beigetragen, das erforderliche Maß an geldpolitischer Unterstützung zu liefern und die Fragmentierung der Finanzmärkte im Verlauf der Krise zu begrenzen. Es wurde vorgeschlagen, dass der EZB-Rat folglich die Bedeutung von Flexibilität in seiner Kommunikation hervorheben sollte. Andererseits wurde das Argument vorgebracht, dass sich die Flexibilität des PEPP konkret auf den Pandemieschock beziehe und eine solche Flexibilität möglicherweise nicht verhältnismäßig wäre, wenn sich in anderen Zusammenhängen Risiken für die Transmission der Geldpolitik und eine Marktfragmentierung ergäben. Darüber hinaus wurde daran erinnert, dass das PEPP aufgelegt worden sei, um einem symmetrischen Schock mit potenziell asymmetrischen Folgen entgegenzuwirken.

Die Ratsmitglieder waren sich einig, dass Flexibilität in Bezug auf die Wiederanlagen im Rahmen des PEPP auch die Möglichkeit eines über die Wiederanlage von Tilgungsbeträgen hinausgehenden Ankaufs von Anleihen der Hellenischen Republik umfassen würde, um eine Unterbrechung von Ankäufen in diesem Land zu vermeiden. Eine solche Unterbrechung könnte die Transmission der Geldpolitik auf die griechische Wirtschaft beeinträchtigen, während diese sich noch von den Folgen der Pandemie erhole. Diese Käufe würden den Marktteilnehmern Sicherheit verleihen und dazu beitragen, Marktfragmentierungen zu vermeiden.

Der vorgeschlagene Umfang des monatlichen Nettoerwerbs von Vermögenswerten im Rahmen des APP in Höhe von 40 Mrd € im zweiten Quartal, 30 Mrd € im dritten Quartal und 20 Mrd € ab Oktober 2022 wurde allgemein als ausgewogen betrachtet, da er sowohl der kurzfristig erhöhten Inflation als auch der großen Unsicherheit über die mittelfristigen Aussichten in angemessener Weise Rechnung trage. Es wurde auch darauf hingewiesen, dass der vorgesehene Umfang der Ankäufe geeignet sei, um nach dem Auslaufen der Nettokäufe im Rahmen des PEPP ein ausreichendes Maß an geldpolitischer Unterstützung zu gewährleisten und zugleich unerwünschte Klippeneffekte zu verhindern.

Die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer kamen insgesamt überein, dass der rechtliche Rahmen des APP gut ausgestaltet sei und unverändert belassen werde. Während weitgehend Einigkeit bestand, dass die Beendigung der PEPP-Nettokäufe eine vorübergehende Aufstockung der APP-Nettokäufe rechtfertigen würde, wurde auch daran erinnert, dass die beiden Programme unterschiedliche Ziele verfolgten. So solle mit dem APP ein ausreichend akkommodierender geldpolitischer Kurs aufrechterhalten werden, damit sich die Inflation auf mittlere Sicht beim Zielwert des EZB-Rats von 2 % stabilisieren könne. Vor diesem Hintergrund, so wurde argumentiert, müssten

sich die veränderten Inflationsaussichten in geringeren Ankaufvolumina oder einem früheren Auslaufen der Ankäufe im Rahmen des APP niederschlagen. Es wurde auch vorgebracht, dass der EZB-Rat die Laufzeit des APP im Umfeld der aktuell hohen Unsicherheit nicht befristen sollte. Dabei müsse er aber vermeiden, dass dies als Zusage für eine Weiterführung des Programms über das Jahr 2022 hinaus verstanden werde.

Angesichts der hohen Unsicherheit in Bezug auf die Wirtschaftsaussichten wurde ein ausreichendes Maß an Optionalität als bedeutsam erachtet, um angemessen auf weitere unerwartete Inflationsentwicklungen reagieren zu können. Dies sei wichtig, um die Inflation beim symmetrischen Inflationsziel von 2 % zu stabilisieren. Da sich die Auswirkungen des Pandemieverlaufs anhand der neu verfügbaren Daten über die Zeit immer besser einschätzen ließen, solle sich der EZB-Rat die Möglichkeit offenhalten, den geldpolitischen Kurs datenbasiert in jede Richtung zu kalibrieren und rekalisieren.

Es wurde ferner betont, dass der EZB-Rat seine Forward Guidance zu den Leitzinsen einschließlich des Zusammenhangs mit dem Ende der Nettokäufe im Rahmen des APP bekräftigen solle. Die Zustandsabhängigkeit der Forward Guidance des EZB-Rats wurde als gut geeignet erachtet, um dem derzeit von Unsicherheit geprägten wirtschaftlichen Umfeld zu begegnen. Sie biete sowohl Flexibilität als auch Optionalität und stelle sicher, dass sich die kurzfristigen Renditen weiterhin im Einklang mit dem Inflationsausblick entwickelten. Sollten die Risiken für das Wirtschaftswachstum nicht zum Tragen kommen und die mittelfristigen Inflationsaussichten den symmetrischen Zielwert des EZB-Rats von 2 % übersteigen, werde die Forward Guidance eine allmähliche Normalisierung des geldpolitischen Kurses berücksichtigen.

Hinsichtlich des Programms für die gezielten Refinanzierungsgeschäfte solle der EZB-Rat nach Ansicht der Ratsmitglieder bestätigen, dass die im Rahmen der GLRG III geltenden Sonderkonditionen seiner Einschätzung nach im Juni 2022 auslaufen werden, wie dies im Jahr 2020 bereits angekündigt worden sei. Zudem solle er sein Vorhaben kommunizieren, die angemessene Kalibrierung des zweistufigen Systems für die Verzinsung von Reserveguthaben zu prüfen, damit die Intermediationsfunktion der Banken in einem von zunehmender Überschussliquidität geprägten Umfeld durch die Negativzinspolitik nicht eingeschränkt werde.

Im Einklang mit seiner neuen geldpolitischen Strategie bezog der EZB-Rat erstmals den Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität in strukturierter Form in seine Überlegungen ein. Dabei wurde angemerkt, dass die Geldpolitik nicht gut geeignet sei, um Finanzstabilitätsrisiken zu begegnen, da diese meist konzentriert in bestimmten Ländern aufträten und sich deshalb besser mit den länderspezifischen makroprudenziellen Maßnahmen bekämpfen ließen. Gleichzeitig wurde ausgeführt, dass die bestehenden Grenzen der makroprudenziellen Politik der EZB klare Argumente lieferten, bei ihren geldpolitischen Beratungen Finanzstabilitätsüberlegungen ins Kalkül zu ziehen. Dieser Aspekt sei auch bei der Überprüfung der geldpolitischen Strategie hervorgehoben worden. Es

wurde dargelegt, dass sich die mittelfristigen Anfälligkeiten verstärkt hätten und einer engmaschigen Überwachung bedürften. Sorge bereiteten hier insbesondere die Kredit-, Vermögens- und Wohnimmobilienmärkte sowie die infolge der Pandemie gestiegene Verschuldung im Unternehmens- und Staatssektor. Zudem wurde darauf hingewiesen, dass das Risiko einer ungeordneten Marktreaktion nach einer Rücknahme der geldpolitischen Unterstützung zu einer Fragmentierung der Finanzmärkte führen könne, was wiederum die Transmission der Geldpolitik in den Ländern beeinträchtigen könne. Dies solle jedoch nicht als Argument gegen eine Anpassung des geldpolitischen Kurses dienen, wenn diese zum Erreichen des vorrangigen Ziels der EZB, also der Gewährleistung von Preisstabilität im Euroraum als Ganzes, notwendig sei. Diesbezüglich wurde geraten, die doppelte Zielsetzung der Wertpapierkäufe – einerseits mit Blick auf den geldpolitischen Kurs und andererseits auf die Transmission – getrennt zu halten.

Die Ratsmitglieder waren mehrheitlich der Ansicht, dass eine akkommodierende Geldpolitik die Bilanzen von Unternehmen und Finanzinstituten stärke und dem Risiko von Marktfragmentierungen auf kurze Sicht vorbeuge. Um aber zu verhindern, dass sich mittelfristige Anfälligkeiten bildeten, sollten die Auswirkungen einer solchen Politik auf die Immobilien- und Finanzmärkte genau beobachtet werden. Die makroprudenzielle Politik wurde als erste Verteidigungslinie gesehen, um Finanzstabilität sicherzustellen und mittelfristigen Anfälligkeiten gegenzusteuern.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Insgesamt stimmte eine breite Mehrheit der Ratsmitglieder dem von Herrn Lane vorgeschlagenen geldpolitischen Maßnahmenpaket zu, also im ersten Quartal 2022 geringere Nettoankäufe im Rahmen des PEPP durchzuführen als im Vorquartal; die Wiederanlagen im Rahmen des PEPP erforderlichenfalls flexibel über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg anzupassen; den Wiederanlagezeitraum des PEPP bis mindestens Ende 2024 zu verlängern; die Nettoankäufe im Rahmen des APP vorübergehend zu erhöhen, um sicherzustellen, dass der geldpolitische Kurs auf mittlere Sicht weiterhin mit einer Stabilisierung der Inflation beim Zielwert vereinbar sei; sowie die übrigen Elemente des aktuellen geldpolitischen Kurses zu bekräftigen.

Einige Sitzungsteilnehmer hegten Bedenken bezüglich bestimmter Elemente des vorgeschlagenen Maßnahmenpakets, sodass sie dem Gesamtpaket nicht zustimmen konnten. Die Einwände bezogen sich insbesondere auf die Rekalibrierung der APP-Käufe und die Verlängerung des Mindestwiederanlagezeitraums des PEPP sowie auf die Aussagen hinsichtlich der Flexibilität bei künftigen Anleihekäufen jenseits der besonderen Umstände der aktuellen pandemischen Situation.

Mit Blick auf die Kommunikation wurde hervorgehoben, dass der EZB-Rat seine Bereitschaft betonen solle, alle seine Instrumente gegebenenfalls in jede Richtung anzupassen, um die Inflation mittelfristig bei 2 % zu stabilisieren. Ferner solle der EZB-Rat die Märkte beruhigen, indem er seine

Entschlossenheit bekräftige, flexibel und schnell zu handeln, um dem Risiko von Fragmentierungen entgegenzutreten.

Der EZB-Rat war der Auffassung, dass die Fortschritte bei der wirtschaftlichen Erholung und im Hinblick auf sein mittelfristiges Inflationsziel eine schrittweise Verringerung seiner Ankäufe von Vermögenswerten in den kommenden Quartalen zuließen. Damit sich die Inflation auf mittlere Sicht beim Zielwert von 2 % stabilisiere, sei jedoch nach wie vor eine geldpolitische Akkommodierung erforderlich. In Anbetracht der bestehenden Unsicherheit müsse der EZB-Rat bei der Durchführung der Geldpolitik Flexibilität und Optionalität wahren. Eingedenk dessen verabschiedete der EZB-Rat unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen 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 16. Dezember 2021](#)

Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse vom 16. Dezember 2021](#)

Sitzung des EZB-Rats, 15.-16. Dezember 2021

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 Panetta
Herr Rehn
Herr Reinesch
Frau Schnabel
Herr Scicluna
Herr Stournaras
Herr Šimkus
Herr Vasle
Herr Villeroy de Galhau
Herr Visco
Herr Weidmann
Herr Wunsch*

* Mitglieder, die im Dezember 2021 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 Smets, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Volkswirtschaft
Herr Winkler, Stellvertretender Sekretär für Geldpolitik, Senior-Berater, GD Volkswirtschaft

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

Begleitpersonen

Herr Arce
Frau Buch
Herr Demarco
Frau Donnery
Herr Garnier
Herr Haber
Herr Kaasik
Herr Kuodis
Herr Kyriacou
Herr Lünemann
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 Rostagno, Generaldirektor Geldpolitik
Herr Sousa, Stellvertretender Generaldirektor Volkswirtschaft

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 3. März 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.