

Sitzung am 2.-3. Februar 2022

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank in Frankfurt am Main am Mittwoch und Donnerstag, 2.-3. Februar 2022

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

Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel gab folgenden Überblick über die Entwicklungen an den Finanzmärkten in der Zeit nach der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 15.-16. Dezember 2021: Gut aufgenommen hätten die Märkte die Beschlüsse des EZB-Rats vom Dezember 2021 – also die Einstellung der Nettoankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) im März 2022 und die Anpassung des künftigen Ankaufvolumens im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP). Am Tag nach dieser Ratssitzung hätten die zehnjährigen Zinssätze für Tagesgeld-Swaps (OIS-Sätze) und die BIP-gewichteten Renditen von Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet unter dem vor der Sitzung beobachteten Stand gelegen. Dessen ungeachtet seien die langfristigen realen und nominalen Zinssätze – ausgehend von dem außerordentlich niedrigen Niveau, das nach der Entdeckung der Omikron-Variante des Coronavirus (Covid-19) Ende November vergangenen Jahres verzeichnet worden sei – weltweit gestiegen.

Eine modellbasierte Aufschlüsselung des jüngsten Anstiegs der zehnjährigen risikofreien Zinssätze im Euroraum deute darauf hin, dass hierfür vor allem zwei Gründe verantwortlich gewesen seien: Erstens habe sich die Einschätzung der Anleger hinsichtlich der wirtschaftlichen Auswirkungen der Omikron-Variante geändert. Die Entwicklungen der vergangenen Wochen hätten den Eindruck untermauert, dass die Omikron-Welle heftig, aber von kurzer Dauer sein würde und sie das Wirtschaftswachstum weniger stark dämpfen dürfte als ursprünglich angenommen. Der zweite Faktor für den Zinsanstieg der vergangenen Wochen sei eine Neubewertung der geldpolitischen Aussichten auf globaler Ebene. In den Vereinigten Staaten hätte sich der von Investoren erwartete Zeitpunkt der ersten Leitzinserhöhung nach vorne verschoben. So werde damit nun im März gerechnet. Die Investoren

hätten zudem eine stärkere geldpolitische Straffung in den nächsten zwei Jahren eingepreist. Sie erwarteten jetzt, dass die Reduzierung der Bilanzsumme früher auf den Weg gebracht werde.

Im Euroraum habe ein steigender Inflationsausgleich den Aufwärtsdruck, der von den höheren realen Zinssätzen ausgehe, noch verstärkt. Dies sei vor dem Hintergrund geschehen, dass die Märkte ihre Erwartungen über die künftige Inflationsentwicklung angesichts der erneut überraschend hohen Inflationszahlen im Dezember und Januar nach oben korrigiert hätten. Die jüngste Entwicklung der Energiepreise habe den Eindruck am Markt unterstrichen, dass die Inflationsrisiken zunähmen. Die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent seien auf rund 90 USD je Barrel geklettert, den höchsten Stand seit 2014 und etwa 25 % höher als Mitte Dezember. Am Verlauf der Terminkontraktkurven lasse sich ablesen, dass auf mittlere Sicht weiterhin mit einem hohen Niveau der Ölpreise gerechnet werde. Auch die Kassa- und Terminpreise für Gas seien höher als vor der vorangegangenen EZB-Ratssitzung. Hierin kämen die zunehmenden Spannungen zwischen Russland und der Ukraine sowie niedrige Lagerbestände zum Ausdruck.

Dies alles habe dazu beigetragen, dass die mittelfristigen Inflationsaussichten für den Euroraum laufend neu bewertet worden seien. Erstens bestünden laut den Teilnehmern an der Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA-Umfrage) Aufwärtsrisiken für die Inflation über den gesamten von der SMA-Umfrage abgedeckten Zeitraum. Zweitens seien die umfragebasierten Indikatoren der langfristigen Inflationserwartungen nach oben revidiert worden. So seien sie der SMA-Umfrage zufolge von 1,8 % im Dezember auf nun 2 % gestiegen. Dies sei der höchste Wert seit Beginn der Befragung. Auch die im Januar von Consensus Economics veröffentlichten langfristigen Inflationserwartungen hätten erstmals seit 2015 einen Wert von 2 % erreicht. Die marktbasierenden Maße des längerfristigen Inflationsausgleichs lägen nach wie vor bei rund 2 %. Überdies preisten die Anleger an den Märkten für Inflationsoptionen eine Wahrscheinlichkeit von rund 30 % ein, dass die Teuerung in den nächsten fünf Jahren im Schnitt über 2,5 % liegen werde, und eine Wahrscheinlichkeit von etwa 50 %, dass der Wert mehr als 2 % betragen werde.

Vor diesem Hintergrund hätten die Märkte ihre Erwartungen hinsichtlich des geldpolitischen Ausblicks im Euroraum merklich revidiert. Die OIS-Terminzinskurve weise bei den kurzen Laufzeiten einen deutlich steileren Verlauf als im Dezember auf. Die Märkte preisten kumuliert eine Erhöhung des Zinssatzes für die Einlagefazilität um 50 Basispunkte bis Mitte 2023 ein; damit läge der Einlagesatz dann bei 0 %. Bei diesen Daten sei wie üblich Vorsicht geboten, denn die Marktsätze beinhalteten auch Laufzeitprämien. Kalkuliere man diese Prämien mit ein, implizierten die Marktpreise, dass der Einlagesatz erst etwas später auf mehr als 0 % steigen werde. Die Teilnehmer an der SMA-Umfrage rechneten nun ebenfalls damit, dass die erste Anhebung des Zinssatzes für die Einlagefazilität ein Quartal früher, nämlich im dritten Quartal 2023, vorgenommen werde. Dazu werde der Zinsanstieg nach der ersten Zinserhöhung rapider erfolgen als noch im Dezember erwartet worden sei.

Die Entwicklung an den Optionsmärkten deute darauf hin, dass die Anleger nicht nur ihre Erwartungen über den zentralen künftigen Pfad der kurzfristigen Zinssätze korrigiert hätten, sondern auch ihre Annahmen über die Risikoverteilung rund um diesen Pfad. Die Verteilung der Risiken deute inzwischen stärker auf Aufwärtsrisiken hin. Dennoch werde noch immer damit gerechnet, dass sich die Geldpolitik im Euroraum spürbar langsamer normalisieren werde als in vielen anderen Volkswirtschaften. Dies könne man an der Situation an den Devisenmärkten erkennen. Der Euro sei gegenüber dem US-Dollar vorübergehend auf den tiefsten Stand seit Juni 2020 gesunken. Zum Zeitpunkt der Ratssitzung notiere die Gemeinschaftswährung zum US-Dollar im Vorjahresvergleich noch immer mehr als 6 % schwächer und liege in der Nähe ihres Durchschnitts von 2019. In nominaler effektiver Rechnung sei der Kurs des Euro rund 3 % niedriger als vor einem Jahr.

Da sich die Anleger darauf vorbereiteten, dass sich die Geldpolitik weltweit schneller normalisiere, sei davon auszugehen gewesen, dass risikoreiche Anlagen – die von der lang anhaltenden Phase sehr niedriger Zinsen profitiert hätten – womöglich unter Druck gerieten. Allerdings seien risikoreiche Vermögenswerte vor allem im Euro-Währungsgebiet insgesamt stabil geblieben. Marktinformationen zufolge lägen die realen Zinssätze aktuell nach wie vor auf einem Niveau, das das Wachstum und risikoreiche Anlagen stütze.

An den Staatsanleihemärkten im Euroraum seien die Renditeabstände gegenüber zehnjährigen deutschen Bundesanleihen – mit einigen Ausnahmen – in etwa auf dem Niveau von Dezember geblieben. Die robuste Entwicklung dieser Spreads sei angesichts der aktuellen Lage bemerkenswert. Die Veränderung der erwarteten künftigen Geldpolitik impliziere gemäß der Logik der von der EZB vorgegebenen zeitlichen Abfolge eine erhebliche Verringerung des erwarteten Ankaufvolumens im Rahmen des APP. Mit Blick auf die Märkte für Unternehmensanleihen im Euroraum ergebe sich ein sehr ähnliches Bild. So hätten sich die Spreads dort nur geringfügig erhöht. Damit seien die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen im Euroraum nach wie vor äußerst günstig.

Was die Entwicklungen an den weltweiten Aktienmärkten betreffe, so seien die Kurse in den Vereinigten Staaten zunächst deutlich zurückgegangen, hätten einen Großteil der Verluste im weiteren Verlauf aber wieder wettgemacht. Im Euro-Währungsgebiet hätten die Aktienmärkte seit Dezember 2021 nur sehr moderate Kursverluste verzeichnet. Hier seien die Auswirkungen der höheren Diskontierungssätze durch anhaltende Aufwärtskorrekturen der längerfristigen Gewinnerwartungen und eine erhöhte Risikoneigung ausgeglichen worden. Insgesamt sei der Anstieg der realen und nominalen Zinssätze daher bislang gut von den Finanzmärkten abgedeckt worden, denn die realen Finanzierungsbedingungen seien vor dem Hintergrund einer hohen Inflation und von Erwartungen eines weiterhin kräftigen Wachstums der Weltwirtschaft in den kommenden Jahren nach wie vor günstig.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

Im Rahmen des Überblicks über die weltweiten Entwicklungen stellte Herr Lane fest, dass die Omikron-Variante im Januar zu einer rapiden Zunahme der globalen Covid-19-Fallzahlen geführt habe. Wenngleich die Krankheitsverläufe milder zu sein schienen als in den vorangegangenen Pandemiewellen, seien in weiten Teilen der Welt strengere Eindämmungsmaßnahmen ergriffen worden. Während die früheren Infektionswellen nacheinander in den Industrie- und den Schwellenländern zu beobachten gewesen seien, befänden sich derzeit weltweit viele Staaten in einer ähnlichen Situation. So sei es möglich, dass die Erholung diesmal kräftiger ausfalle und sich mit einem stärkeren Gleichlauf vollziehe. Die jüngste Lockerung der Maßnahmen in einigen Ländern bestätige die Erwartung, dass die Zahl der Omikron-Fälle schnell zurückgehen könnte, wenn eine ausreichend hohe Immunität der Bevölkerung erreicht sei.

Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor deute nach wie vor darauf hin, dass sich die Wirtschaft um den Jahreswechsel herum weiter erholte habe. Allerdings seien Anzeichen erkennbar, dass es auf kurze Sicht vor allem im verarbeitenden Gewerbe zu einer Verlangsamung kommen werde. Die Weltwirtschaft werde noch immer durch Lieferengpässe gebremst. Verschiedenen Indikatoren zufolge schienen sich diese Engpässe zwar zurückzubilden, doch seien sie weiterhin groß.

Seit der Dezember-Sitzung des EZB-Rats habe der Euro gegenüber dem US-Dollar um 0,9 % und in nominaler effektiver Rechnung um 1,2 % abgewertet. In längerfristiger Betrachtung habe sich der 2020 verzeichnete Anstieg des Wechselkurses weitgehend umgekehrt, sodass dieser nun wieder näher an seinem Vorpandemieniveau liege. Die Ölpreise seien seit der Sitzung im Dezember stark gestiegen (+28 %), wobei sich die Öl-Terminkontraktkurve bis Ende 2024 nach oben verlagert habe. Der Großteil des seither beobachteten Ölpreisanstiegs sei durch angebotsseitige Faktoren und das jüngste Versäumnis einiger OPEC+-Staaten, die Fördermengen zu erhöhen, bedingt.

Im Gegensatz zu den Ölnotierungen seien die Gaspreise seit der EZB-Ratssitzung im Dezember 2021 um 33 % gesunken. Zurückzuführen sei dies auf den verhältnismäßig milden Winter in Europa und die Umleitung von Flüssiggas-Importen aus Asien nach Europa, wodurch die deutliche Verringerung der Gaseinfuhren aus Russland mehr als ausgeglichen worden sei. Hinsichtlich des Ausblicks für die Gaspreise gelte es zu berücksichtigen, dass Angebotsschocks bei niedrigen Lagerbeständen, wie sie derzeit zu beobachten seien, tendenziell einen persistenteren Effekt auf den Gaspreis ausübten. Die weltweiten Nahrungsmittelpreise hätten seit der Dezember-Sitzung um 6 % angezogen, was Ernteaussfällen, höheren Frachtkosten und der Verteuerung von Düngemitteln infolge steigender Energiekosten geschuldet sei.

Mit Blick auf die Konjunktorentwicklung im Euroraum wies Herr Lane darauf hin, dass es nach einem kräftigen Wachstum zur Jahresmitte 2021 zu einer deutlichen Verlangsamung der Aktivität am Jahresende gekommen sei. Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge habe sich das reale BIP im Schlussquartal 2021 gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum um 0,3 % erhöht, nachdem es im dritten Jahresviertel um 2,3 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen sei. Im vierten Quartal 2021 habe das BIP im Euroraum wieder sein Vorpandemieniveau erreicht. Die Abschwächung des BIP-Wachstums spiegele die sich verschärfende Pandemielage, die anhaltenden Engpässe und die immer noch hohen Energiepreise wider.

In Europa hätten die Covid-19-Fälle seit Mitte November um mehr als das Zehnfache zugenommen. Seit dem Auftreten der Omikron-Variante steige die Zahl der Einweisungen auf Intensivstationen jedoch nicht mehr in gleichem Maße wie die Zahl der Neuinfektionen. Dennoch machten sich die Verbraucher zunehmend Sorgen um ihre Gesundheit. Aus den Ergebnissen der Umfrage der Europäischen Kommission vom Dezember 2021 gehe hervor, dass die privaten Haushalte im Hinblick auf ihren kurzfristigen Konsum derzeit weniger optimistisch seien. Dies betreffe vor allem Sektoren, in denen kontaktintensive verbrauchernahe Dienstleistungen erbracht würden.

Was die Produktion anbelange, so habe der von den Lieferengpässen ausgehende Druck nachgelassen. Allerdings gebe es bislang keine Belege für einen nennenswerten Rückgang dieser Engpässe. Der Fahrzeugbau werde noch immer durch den Halbleitermangel und logistische Probleme gebremst. In der Folge sei die Kapazitätsauslastung gesunken, während die Lagerbestände an nahezu fertigen und fertigen Erzeugnissen in der Branche gestiegen seien. Die Herstellung anderer Investitionsgüter habe sich weiterhin robust entwickelt.

Mit Blick auf den Handel mit Waren und Dienstleistungen lägen die gesamten Auslandsbestellungen weiterhin auf einem höheren Niveau als vor der Pandemie. Bei den Auftragseingängen hingegen sei ein Rückgang zu verzeichnen, der aller Wahrscheinlichkeit nach auf die immer noch akuten Engpässe zurückzuführen sei.

Die kräftige Erholung am Arbeitsmarkt setze sich fort. Die Arbeitslosenquote sei auf 7,0 % im Dezember und damit auf den niedrigsten Stand seit der Einführung des Euro gesunken. In den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2021 werde von erheblichen Verbesserungen am Arbeitsmarkt ausgegangen, und die aktuellen Zahlen stimmten mit dieser Vorhersage überein.

Die Zahl der Beschäftigten, zu denen auch die in Programme zur Arbeitsplatzsicherung eingebundenen Arbeitskräfte zählten, habe im dritten Quartal 2021 im Wesentlichen wieder das vor der Pandemie verzeichnete Niveau erreicht. Die geleisteten Gesamtarbeitsstunden lägen jedoch weiterhin unter ihrem Vorpandemieniveau. Diese Diskrepanz lasse sich vor allem durch die Arbeitsplatzsicherungsprogramme erklären. Sektorübergreifend sei die Zahl der geleisteten

Arbeitsstunden bei den Dienstleistungen im zweiten und dritten Quartal 2021 schneller gestiegen als im verarbeitenden Gewerbe.

Um zu beurteilen, wie angespannt die Lage am Arbeitsmarkt sei, könne man das Verhältnis zwischen Vakanz- und Arbeitslosenquote heranziehen und den Wert des Euroraums mit dem entsprechenden Wert der Vereinigten Staaten vergleichen. Dort habe es auch bereits vor der Pandemie mehr offene Stellen als arbeitslose Personen gegeben, d. h., das Verhältnis sei größer als eins gewesen. Während dieser Wert Mitte 2020 auf unter 0,5 gefallen sei, habe er Ende 2021 wieder bei 1,5 gelegen. Demgegenüber sei das Verhältnis im Euroraum zwar Ende 2021 wieder gestiegen, doch die Zahl der Stellenangebote habe sich lediglich auf rund 30 % der Zahl der Arbeitslosen belaufen. Daher unterscheide sich die Lage erheblich von jener in den Vereinigten Staaten. Dennoch seien die Aussichten für die Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet nach wie vor positiv und verbesserten sich weiter, denn alle EMIs für die Beschäftigung im Euroraum lägen über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten.

Was die Inflation betreffe, so sei die HVPI-Schnellschätzung von Eurostat für Januar am ersten Tag der EZB-Ratssitzung veröffentlicht worden und spiegele sich nur bedingt in der Analyse wider. In der Analyse für die März-Sitzung würden die jüngsten Inflationsdaten umfassender berücksichtigt. In den vergangenen Monaten sei etwa die Hälfte der Gesamtinflation direkt auf die Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen gewesen. Jedoch sei der Beitrag der Nahrungsmittelpreise zur Gesamtrate gestiegen.

Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge habe sich die Gesamtinflation im Januar 2022 abermals leicht erhöht. Nach 4,9 % im November 2021 und 5,0 % im Dezember 2021 habe sie im Januar 2022 bei 5,1 % gelegen. Damit sei sie deutlich höher als in den Dezember-Projektionen vorhergesagt. Die Teuerungsrate für Energie sei im Januar mit 28,6 % sehr hoch gewesen, wobei die Kraftstoffpreise den größten Teil ausgemacht hätten. Der Anstieg der Teuerungsrate für Energie lasse sich zunehmend durch die höheren Preise für Strom (bedingt durch verschiedene politische Maßnahmen) und für Gas erklären.

Die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel hätten ihren projizierten Wert stärker übertroffen als jene für verarbeitete Nahrungsmittel. Dabei sei die Teuerung bei verarbeiteten Nahrungsmitteln in erster Linie auf die höheren Preise im EU-Binnenmarkt zurückzuführen, die durch die weltweite Zunahme der Energiekosten und der Preise für international gehandelte Rohstoffe bedingt seien.

Was den Preisauftrieb bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie anbelange, so habe sich der Beitrag der Gebrauchsgüter weiter erhöht. Grund hierfür könnten Lieferengpässe und die höheren Energiepreise gewesen sein. Allerdings lasse die Entwicklung der anderen Komponenten dieser Teuerungsrate darauf schließen, dass der Preisanstieg bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie breit angelegt gewesen sei. In diesem Zusammenhang sei der indirekte Beitrag, den Energie bei den

Inflationskomponenten ohne Energie spielen, von Bedeutung, da alle Wirtschaftszweige Energie als Input verwendeten. In der Regel belaufe sich der Input auf weniger als 10 % der Gesamtkosten. Der Preisanstieg bei Energie in einer Größenordnung von 28,6 % werde sich aber auf viele einzelne Gütergruppen auswirken.

Auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette habe sich der Preisdruck bei den Industrierzeugnissen ohne Energie weiter verstärkt. Zum Teil kämen darin die höheren Energiekosten in der Produktion zum Ausdruck. Die Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter seien nach wie vor ungewöhnlich hoch. Die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel sei abermals gestiegen und habe einen neuen Höchststand erreicht. Die Jahresänderungsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel, die 2020 über weite Strecken negativ gewesen sei und den Preisauftrieb bei den Industrierzeugnissen ohne Energie gedämpft habe, sei weiter angestiegen. Dadurch habe sich der Preisdruck bei den Industrierzeugnissen ohne Energie verstärkt. Dies spiegele sowohl die höheren Preise, die Importeure im Euroraum für Güter zahlen müssten, als auch die Wirkung der Abwertung des Euro wider.

Eine Reihe von Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation seien auf Werte von über 2 % gestiegen. In diesem Zusammenhang spielten jedoch wichtige temporäre Faktoren eine Rolle, insbesondere die Effekte von Engpässen und hohen Energiepreisen. Preissteigerungen bei Energie führten in der Input-Output-Matrix auf breiter Front zu einer Verteuerung anderer Güter. Dies impliziere jedoch nicht zwangsläufig, dass die hohe Inflation von Dauer sei. Historisch betrachtet besäßen die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation eine große Vorhersagekraft für die künftige Inflation, da sie bis zu einem gewissen Grad konzipiert seien, um anhaltende Entwicklungen widerzuspiegeln. Jedoch spielten in der gegenwärtigen Situation eindeutig auch temporäre Faktoren eine Rolle.

Ein Vergleich der jüngsten Entwicklung der Gesamtinflation im Euroraum und in den Vereinigten Staaten zeige, dass in qualitativer Hinsicht viele Aspekte ähnlich seien. Quantitativ habe indes die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel im Euroraum im Dezember bei 2,6 % gelegen, während der VPI ohne Energie und Nahrungsmittel für die Vereinigten Staaten 5,5 % betragen habe. Zum Teil lasse sich die höhere Inflation in den Vereinigten Staaten mit höheren Mietsteigerungen und dem größeren Gewicht der Mieten im VPI erklären. Der größte Unterschied bestehe aber darin, wie stark sich die Angebotsstörungen, die Engpässe und das Wiederhochfahren der Wirtschaft auf die Kerninflation auswirkten. Bislang zeigten sich diese Effekte in den US-Daten viel deutlicher.

Mit Blick auf die Indikatoren der Lohnentwicklung im Euroraum sei das Wachstum der Tarifverdienste in den vergangenen Monaten weiterhin gering gewesen, auch wenn der Arbeitsmarkt in einigen Ländern angespannter sei als in anderen. Insgesamt gebe es jedoch keinen Hinweis darauf, dass die Tarifverdienste vor einem großen strukturellen Umbruch stünden. Auch die Erwartungen im Hinblick

auf die Arbeitskosten wiesen bislang nicht darauf hin, dass sich aus dem gegenwärtig hohen Inflationsniveau signifikante Zweitrundeneffekte ergeben würden.

Was inländische Inflationsfaktoren betreffe, so sei zu beachten, dass Energie im Euroraum größtenteils importiert werde und die Einfuhrpreise für Energie im zweiten Halbjahr 2021 um nahezu 50 % gestiegen seien. In der Folge hätten sich die Terms of Trade deutlich verschlechtert. Dies entspreche im Grunde genommen einer von Europa gezahlten Abgabe an die übrige Welt. Der Einkommenseffekt der Verschlechterung der Terms of Trade werde auf rund 2,5 % des BIP geschätzt. Aus einer anderen Berechnung, bei der die jüngsten Zahlungsbilanzdaten betrachtet würden, ergebe sich, dass die Zahlungen der EU-Länder für Energieimporte von 200 Mrd € in den ersten elf Monaten des Jahres 2020 auf 335 Mrd € in den ersten elf Monaten des Jahres 2021 gestiegen seien. Dies sei eine Zunahme um 66 %.

Daher bildeten die hohen Energiepreissteigerungen einen kollektiven negativen Vermögenseffekt für die europäische Wirtschaft. Dieser negative Effekt könne zwar über Steuern und Subventionen abgemildert werden, aber er werde die gesamtwirtschaftliche Entwicklung sicherlich beeinflussen. Wenngleich die akkumulierten Ersparnisse der privaten Haushalte im Euroraum als Puffer wirkten, müsse dieser negative Vermögenseffekt bei den Prognosen künftiger Konsum- und Produktionsentscheidungen berücksichtigt werden.

Mit Blick auf die längerfristigen Inflationserwartungen seien die verfügbaren umfragebasierten Indikatoren zuletzt wieder bei 2 % verankert gewesen, nachdem sie sich Anfang 2020 verringert hatten. Dies sei eine Erfolgsgeschichte, und die Überprüfung der geldpolitischen Strategie habe dazu beigetragen. Die Verankerung der Inflationserwartungen bei 2 % sei die Grundlage für die Erreichung des Inflationsziels der EZB.

Aus dem Survey of Professional Forecasters der EZB gehe hervor, dass der Modalwert (die häufigste Antwort) bei der Verteilung der Erwartungen für das erste Quartal 2022 verglichen mit den Ergebnissen der Umfrage ein Jahr zuvor auf 2 % gestiegen sei und somit das Zentrum der Verteilung widerspiegele. Außerdem gingen jene Prognostiker, die nach wie vor nicht mit einer Teuerungsrate von 2 % rechneten, größtenteils von einem Wert von unter 2 % aus. Der Anteil der Prognostiker, die eine Inflation von über 2 % erwarteten, sei weiterhin relativ gering gewesen. Dies deute darauf hin, dass das Risiko einer Entankerung nach oben kaum erkennbar sei. Folglich näherten sich die längerfristigen Inflationserwartungen dem Zielwert der EZB an.

Aus der Umfrage unter geldpolitischen Analysten gehe hervor, dass nach wie vor ein großer Teil der Befragten eine längerfristige Inflationserwartung von unter 2 % habe. Dieser Anteil sei jedoch über die letzten Umfragerunden hinweg spürbar gesunken. Unterdessen habe der Anteil der Umfrageteilnehmer, die eine längerfristige Inflation von 2 % erwarteten, deutlich zugenommen. Kaum verändert habe sich der Anteil derjenigen, die eine längerfristige Inflation von über 2 % erwarteten. Die

marktbasierten Indikatoren des mittel- bis langfristigen Inflationsausgleichs seien weitgehend stabil bei knapp unter 2 % geblieben, wobei die um Risikoprämien bereinigten Messgrößen etwas darunter gelegen hätten.

Die Finanzierungsbedingungen seien für alle Sektoren insgesamt günstig geblieben. Die Bankanleiherenditen erhöhten sich zwar im Einklang mit der allgemeinen Entwicklung der Anleihemärkte, dies wirke sich aber nur geringfügig auf die Refinanzierungskosten der Banken insgesamt aus. Ein Grund hierfür sei, dass Einlagen von Unternehmen und privaten Haushalten weiterhin negativ verzinst würden. Aber auch die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) spielten eine Rolle. Alles in allem seien die Kreditzinsen für Unternehmen und private Haushalte niedrig geblieben.

Das Kreditvergabevolumen habe sich weiter erholt. So sei die Wachstumsrate der Kredite an Unternehmen im Euroraum im Dezember auf 4,2 % gestiegen. Im Euroraum ansässige Banken schätzten das Kreditrisiko der Unternehmen insgesamt günstig ein. Die Kreditrichtlinien seien weitgehend unverändert geblieben (wobei in der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft für das vierte Quartal 2021 eine leichte Verschärfung bei Unternehmenskrediten gemeldet worden sei). Das Wachstum der Kredite an private Haushalte werde nach wie vor von der dynamischen Entwicklung der Wohnungsbaukredite getragen. Die Richtlinien für diese Kredite seien im vierten Quartal 2021 gleich geblieben.

Was die monetäre Entwicklung betreffe, so habe sich die Jahreswachstumsrate von M3 im Dezember auf 6,9 % verringert, was unter anderem auf Basiseffekte zurückzuführen gewesen sei. Die kurzfristige Dynamik des Geldmengenwachstums sei jedoch im Großen und Ganzen stabil geblieben. Seit April 2021 hätten sich die Zuflüsse an Einlagen privater Haushalte vor dem Hintergrund wieder anziehender Konsumausgaben, gesunkener realer Renditen und der möglichen Verwendung von Einlagen für den Erwerb von Wohneigentum verringert.

Im Hinblick auf die Finanzpolitik seien als Reaktion auf die Verbreitung der Omikron-Variante und die Energiepreissteigerungen weitere Stützungsmaßnahmen vereinbart worden, sodass die Straffung der Finanzpolitik im Jahr 2022 etwas weniger stark ausfallen werde als in den Projektionen vom Dezember 2021 unterstellt. Der zusätzliche Finanzierungsbedarf der Staaten im Euroraum werde für 2022 niedriger eingeschätzt als in den Jahren 2021 und 2020, und das Angebot an Anleihen dürfte dieses Jahr weniger stark unter Druck stehen.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend betonte Herr Lane, dass sich die Wirtschaft des Euroraums zwar weiter erhole, diese Erholung im ersten Quartal 2022 allerdings verhalten bleiben dürfte. Obwohl die derzeitige

Pandemiewelle die Wirtschaftstätigkeit beeinträchtigte – insbesondere die kontaktintensiven verbrauchernahen Dienstleistungen –, schein sie weniger Schaden anzurichten als die vorherigen Wellen. Der in einigen Sektoren herrschende Mangel an Ausrüstung, Material und Arbeitskräften bremse nach wie vor die Industrieproduktion, führe zu Bauverzögerungen und verlangsamen die Erholung in einigen Bereichen des Dienstleistungssektors. Dennoch gebe es – etwa in der EMI-Schnellschätzung vom Januar – erste Anzeichen dafür, dass sich die Engpässe gerade aufzulösen begännen. Der starke negative Terms-of-Trade-Schock infolge der gestiegenen Energiepreise schmälere allerdings die Kaufkraft der privaten Haushalte und die Erträge der Unternehmen. Dies dämpfe den Konsum und die Investitionen. Unterdessen helle sich die Lage am Arbeitsmarkt angesichts der sinkenden Arbeitslosenzahlen weiter auf, was sich stützend auf die Einkommen auswirken dürfte. Alles in allem werde noch immer mit einer kräftigen Konjunkturbelebung im weiteren Jahresverlauf gerechnet.

Die Risiken für den Wachstumsausblick seien auf mittlere Sicht nach wie vor weitgehend ausgewogen. Die pandemiebedingten Unsicherheiten hätten etwas nachgelassen, da die Auswirkungen der Omikron-Variante schwächer als befürchtet ausfielen. Das Wachstum könne die Erwartungen übertreffen, sollten die privaten Haushalte zuversichtlicher werden und weniger sparen als in den Dezember-Projektionen vorhergesagt. Allerdings hätten die geopolitischen Spannungen zugenommen, und die anhaltend hohen Energiekosten stellten ein erhebliches Abwärtsrisiko für Konsumausgaben und Investitionen dar. Zudem erhöhten sich dadurch der Kostendruck in energieintensiven Branchen und die Gefahr von Zweitrundeneffekten über höhere Nominallohnabschlüsse. Sollten sich zudem die Lieferengpässe nicht so schnell auflösen wie in den Dezember-Projektionen erwartet, könne dies das Wachstum beeinträchtigen. Eine stärker als zuvor erwartete Straffung der weltweiten Finanzierungsbedingungen und eine rapide Wachstumsverlangsamung in China im Zusammenhang mit der Entwicklung am Immobilienmarkt seien externe Risikofaktoren, die es zu beobachten gelte.

Die Inflation sei sowohl im Dezember als auch im Januar mit 5,0 % bzw. 5,1 % überraschend hoch ausgefallen. Den weitaus größten Beitrag zur HVPI-Teuerung leisteten nach wie vor die Energiepreise. Im Januar sei mehr als die Hälfte der Gesamtinflation den direkten Auswirkungen dieser Preise zuzuschreiben gewesen. Außerdem trieben die Energiekosten die Preise in vielen Sektoren in die Höhe. Auch die aus den Terminmärkten abgeleiteten Indikatoren signalisierten eine länger anhaltende Phase erhöhter Energiepreise über weite Strecken des laufenden Jahres. Nahrungsmittel hätten sich ebenfalls verteuert. Grund hierfür seien ungünstige Witterungs- und Erntebedingungen, aber auch hohe Transportkosten und steigende Düngemittelpreise, die wiederum auf die stark gestiegenen Rohstoffpreise zurückzuführen seien. Der HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel habe im Januar bei 2,3 % gelegen nach 2,6 % im Dezember. Ausschlaggebend für

diesen Rückgang sei eine geringere Preisdynamik bei Industrieerzeugnissen ohne Energie bei zugleich unveränderter Entwicklung der Dienstleistungspreise gewesen.

Alles in allem seien die Preise auf breiterer Front gestiegen und zahlreiche Waren und Dienstleistungen deutlich teurer geworden. Demnach hätten die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation einen Anstieg verzeichnet. Allerdings sei es aufgrund des Einflusses temporärer Pandemiefaktoren und der Vorleistungskosten für Energie weiterhin unsicher, wie lange dieser Anstieg anhalten werde. Eine rein mechanische Aktualisierung der jüngsten kurzfristigen Inflationsprojektionen zeige, dass die Inflation auf kurze Sicht höher als im Dezember prognostiziert ausfallen und im restlichen Jahresverlauf wohl weiterhin über der 2 %-Marke liegen werde. Es werde aber nach wie vor damit gerechnet, dass sich die Energiepreisdynamik im Lauf des Jahres 2022 abschwächen und der aus den globalen Lieferengpässen resultierende Preisdruck nachlassen werde. Während sich die Lage am Arbeitsmarkt weiter verbessere, sei zudem das Lohnwachstum insgesamt nach wie vor gedämpft. Die markt- und die umfragebasierten Messgrößen der Inflationserwartungen signalisierten für 2023 und 2024 einen deutlichen Rückgang der Teuerung im Vergleich zu 2022, während sich die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen dem Zielwert von 2 % weiter annäherten. Dabei sei anzumerken, dass diese Indikatoren nicht auf eine Entankerung der Inflationserwartungen nach oben hindeuteten.

Verglichen mit den Dezember-Projektionen seien die Risiken für die Inflationsaussichten – vor allem auf kurze Sicht – aufwärtsgerichtet. Die Inflationsrate könne in den kommenden Monaten höher ausfallen als erwartet, sollte sich der Preissprung bei Energie intensivieren, insbesondere wenn sich die geopolitischen Spannungen weiter verschärften, das Ölangebot über längere Zeit verhalten bleibe oder die Engpässe bei der Produktion und im Welthandel über das Jahresende hinaus anhielten. Über die kurze Frist hinaus betrachtet könne die Teuerung höher sein als angenommen, wenn der derzeitige Preisdruck zu einem unerwartet starken Lohnwachstum führe oder wenn die Wirtschaft rascher zur Vollauslastung zurückkehre als momentan wahrscheinlich sei. Die Inflation könne indes geringer ausfallen als erwartet, sollten die höheren Energie- und Nahrungsmittelpreise den Konsum und die Investitionstätigkeit stärker bremsen als angenommen und somit die zugrunde liegende Inflation dämpfen oder im Hinblick auf die weltwirtschaftlichen Aussichten Abwärtsrisiken eintreten.

Die Marktzinsen seien seit der Dezember-Sitzung des EZB-Rats gestiegen, was hauptsächlich auf sich festigende Erwartungen hinsichtlich einer geldpolitischen Straffung auf globaler Ebene zurückzuführen sei. Demnach impliziere die Terminzinskurve, dass die Märkte nunmehr mit einer früheren ersten Zinserhöhung rechneten und aktuell einpreisten, dass sich die Zinssätze danach schneller normalisieren würden. Ungeachtet dessen lägen die Zinssätze für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte weiterhin auf einem historisch niedrigen Niveau. Darin spiegelten sich die moderaten Refinanzierungskosten der Banken wider, wozu auch die GLRG-Bedingungen

beitragen würden. Insgesamt hätten die Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft nach wie vor eine stützende Wirkung.

Vor dem Hintergrund der noch ausstehenden März-Projektionen, die dazu beitragen würden, anhand der seit Dezember neu gewonnenen Daten eine Neubewertung der Auswirkungen auf die mittelfristige Teuerung vorzunehmen, schlug Herr Lane vor, einen stabilen Kurs beizubehalten und die geldpolitische Ausrichtung vom Dezember zu bekräftigen. Demnach werde der EZB-Rat vor dem Hintergrund der konjunkturellen Erholung und der geringeren Abwärtsrisiken für das mittelfristige Inflationsziel die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP Ende März einstellen und den Umfang der Ankäufe von Vermögenswerten in den kommenden Quartalen weiter schrittweise reduzieren. Allerdings sei für die weitere Entwicklung der Wirtschaft und die dauerhafte Stabilisierung der Inflationsrate auf dem 2 %-Ziel weiterhin geldpolitische Unterstützung erforderlich. In Anbetracht der vielen Unsicherheiten, die den Ausblick eintrübten, müssten bei der Durchführung der Geldpolitik Flexibilität und Optionalität gewahrt werden. Der EZB-Rat solle daher bereit sein, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiere.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

Mit Blick auf die wirtschaftliche Analyse äußerten die Ratsmitglieder breite Zustimmung zu der von Herrn Lane in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der aktuellen Lage im Euro-Währungsgebiet und den Risiken für die Konjunkturaussichten. In Bezug auf das außenwirtschaftliche Umfeld setze sich die Erholung der Weltwirtschaft zwar fort, werde sich auf kurze Sicht jedoch abschwächen. Dies gelte insbesondere für das verarbeitende Gewerbe, wo sich die Lieferzeiten der Zulieferer nicht erheblich verkürzt hätten. Als markanteste Entwicklung seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats gälten die gravierenden Preisbewegungen bei Energierohstoffen, die weitgehend auf angebotsseitige Faktoren zurückzuführen seien. Diese wiederum hingen mit den Auswirkungen der geopolitischen Spannungen zusammen.

Angesichts der Abhängigkeit Europas von Energieimporten und der Notwendigkeit, die relativ geringen Lagerbestände wieder aufzufüllen, wurde vorgebracht, dass eine Zunahme der geopolitischen Unsicherheit eine noch höhere und beständigere Inflation mit sich bringen könne. Allgemein wurde unterstrichen, dass der Preisanstieg großenteils ein globales Phänomen sei. Zugleich wurde daran erinnert, dass es zwischen der Inflationsentwicklung in den Vereinigten Staaten

und jener im Euroraum große Unterschiede gebe. Es wurde die Auffassung vertreten, dass der Preisanstieg im Euroraum im Wesentlichen einem länger anhaltenden außenwirtschaftlichen Angebotsschock geschuldet sei. In den Vereinigten Staaten spiegele die Inflation hingegen vor allem die binnenwirtschaftliche Nachfrage wider, die durch den stärkeren fiskalischen Impuls gestiegen sei, was sich bereits in einem höheren Lohnwachstum niederschläge.

Mit Blick auf die Produktion im Euro-Währungsgebiet wurde festgestellt, dass diese – trotz einer Abschwächung des vierteljährlichen Wachstums auf 0,3 % im vierten Quartal 2021 – Ende des vergangenen Jahres ihr Vorpandemieniveau erreicht habe. Die Wirtschaftsleistung und die Nachfrage dürften Anfang 2022 gedämpft bleiben, da die pandemiebedingten Eindämmungsmaßnahmen die Aktivität bei den verbrauchernahen Dienstleistungen beeinflussten und die hohen Energiekosten den Konsum und die Investitionstätigkeit beeinträchtigten. Lieferengpässe zögen die Produktion weiterhin in Mitleidenschaft und bremsten die Erholung in einigen Sektoren. Zwar gebe es Anzeichen dafür, dass sich diese Engpässe möglicherweise gerade aufzulösen begännen, doch ungeachtet dessen würden sie noch einige Zeit bestehen bleiben. Über die kurze Frist hinaus betrachtet dürfte das Wachstum im Jahresverlauf 2022 wieder kräftig anziehen und dabei von einer robusten Binnennachfrage, der weltweiten Erholung und den anhaltenden finanz- und geldpolitischen Stützungsmaßnahmen getragen werden.

Die Ratsmitglieder stimmten darin überein, dass sich die wirtschaftliche Erholung fortsetze, obwohl die Entwicklung durch die Wellen der Covid-19-Pandemie holprig sei. Es wurde argumentiert, dass die Ausbreitung der Omikron-Variante kein erhebliches Risiko für die Wirtschaftsentwicklung darstelle. In einigen Ländern würden die Schutzmaßnahmen aufgehoben, da die Hospitalisierungsraten und Todesfälle trotz erhöhter Infektionszahlen zurückgingen. Dadurch seien in absehbarer Zeit eine beständigere Wachstumsdynamik und ein normalerer Verlauf des Konjunkturzyklus möglich. Zugleich wurde darauf verwiesen, dass die Unternehmen von einem Fortbestehen der Engpässe in den Lieferketten bis ins Jahr 2023 ausgingen – also länger als zuvor erwartet –, obgleich es zuletzt Anzeichen einer Abmilderung gegeben habe.

Lasse man die kurzfristige Volatilität außer Acht, so komme nun die aufgestaute Verbrauchernachfrage zum Tragen, wobei die Sparquote gegenüber dem in Pandemiezeiten erreichten hohen Niveau rückläufig sei. Allerdings wurde darauf hingewiesen, dass den aktuell verfügbaren Daten zufolge, die sich auf das dritte Quartal 2021 bezögen, die Sparquote im Euroraum nach wie vor deutlich über dem Stand vor der Pandemie liege. Angesichts der neuerlichen pandemiebedingten Einschränkungen während des Winters könne sie sich seither sogar wieder erhöht haben. Der Rückgang müsse nicht notwendigerweise die Folge einer geringeren Sparneigung sein, sondern sei möglicherweise durch eine Inanspruchnahme des Nettogeldvermögens und somit durch eine vorübergehend höhere Bereitschaft bedingt, zulasten des Vermögens zu konsumieren. In diesem Zusammenhang sei man der Ansicht, dass die von den privaten Haushalten und den

Unternehmen gebildeten Ersparnisse genutzt würden, um die Auswirkungen des negativen Energie- und Terms-of-Trade-Schocks auf den Konsum und die Investitionstätigkeit abzufedern. Vor allem wurde auf das kräftige Wiederanziehen der Unternehmensgewinne verwiesen, wodurch die Unternehmen in der Lage sein könnten, einen Teil der Schocks durch eine Kompression der Margen zu absorbieren. Zugleich sei es aufgrund des aufgestauten Nachfragedrucks zuweilen leichter möglich, Kostensteigerungen an die Verbraucherpreise weiterzugeben. Allerdings wurde auch hervorgehoben, dass der durch die Energieverteuerung ausgelöste Terms-of-Trade-Schock einer Abgabe und Einbußen beim verfügbaren Einkommen gleichkomme, welche die privaten Haushalte und die Unternehmen im Euroraum zu tragen hätten. Obschon viele Länder Ausgleichsmaßnahmen ergriffen hätten, würden diese Einbußen nur in einem sehr geringen Maße durch finanzpolitische Maßnahmen kompensiert und dürften in der Zukunft den Konsum und die Investitionstätigkeit belasten.

Nach allgemeiner Ansicht seien die Erholung am Arbeitsmarkt robust und die Arbeitslosigkeit unerwartet rasch auf einen historisch niedrigen Stand gesunken. Zugleich würden nach wie vor Programme zur Arbeitsplatzsicherung in Anspruch genommen. Der Fachkräftemangel werde zunehmend akut und betreffe immer weniger nur bestimmte Sektoren. Allerdings stelle sich die Lage in den einzelnen Euro-Ländern unterschiedlich dar. Bezogen auf die Anzahl der Personen habe die Beschäftigung wieder ihr Vorpandemieniveau erreicht, und Umfragedaten deuteten für die kommende Zeit auf ein weiterhin kräftiges Wachstum hin. Betrachte man hingegen die geleisteten Arbeitsstunden insgesamt, so sei die Erholung weniger stark ausgeprägt. Dies sei zum Teil eine Folge der auf breiter Basis genutzten staatlichen Stützungsmaßnahmen zur Erhaltung von Arbeitsplätzen im Euroraum. Ganz allgemein wurde darauf hingewiesen, dass einige Aspekte der Arbeitsmarktanpassungen im Euroraum (beispielsweise im Zusammenhang mit der Zuwanderung und der Fluktuationsrate) noch immer unvollständig und mit Unsicherheit behaftet seien. Einerseits gebe es keine Belege für einen signifikanten Rückgang des Arbeitskräfteangebots. Andererseits sei zu bedenken, dass sich der akute Arbeitskräftemangel zum Teil als dauerhafter erweisen könne und es in einigen Bereichen unklar sei, ob und wann die aus dem Arbeitsmarkt ausgeschiedenen Arbeitskräfte zurückkehren würden.

Im Hinblick auf die Wirtschaftspolitik seien gezielte und produktivitätssteigernde finanzpolitische Maßnahmen sowie Strukturreformen, die auf die Bedingungen in den verschiedenen Euro-Ländern abgestimmt seien, ein zentrales Element, um die Geldpolitik effektiv zu ergänzen. Die pandemiebedingte Krise habe gezeigt, dass eine konzertierte Geld- und Finanzpolitik sehr wirkungsvoll sein könne. Mit Blick auf die Finanzpolitik wurde auf die in jüngster Zeit von einigen Staaten eingeführten kompensatorischen Maßnahmen verwiesen, um die Auswirkungen der hohen Energiekosten auf die Kaufkraft und das Realeinkommen der privaten Haushalte abzufedern. Dies führe klar vor Augen, welche große Bedeutung derzeit der Finanzpolitik zukomme, was auch Herr Lane eingangs betont habe. Die Ratsmitglieder stimmten weitgehend darin überein, dass von der

Einführung weiterer finanzpolitischer Maßnahmen ausgegangen werden könne, und dass derartige Maßnahmen in einigen Ländern einen direkten abwärtsgerichteten Einfluss auf die gemessene Gesamtinflation ausübten. Man müsse jedoch bedenken, dass eine vor diesem Hintergrund erfolgende Veränderung des geldpolitischen Kurses als Schritt angesehen werden könne, der die von der Finanzpolitik gebotene zusätzliche Akkommodierung konterkarriere. Dadurch werde zu einer Zeit, in der die Finanzpolitik die kurzfristig benötigte gezielte Stützung der Nachfrage bereitstelle, der Policy-Mix geschwächt.

Vor diesem Hintergrund bewerteten die Ratsmitglieder die Risiken für die Konjunkturaussichten auf mittlere Sicht als weitgehend ausgewogen. Die Wirtschaftsleistung könne die Erwartungen übertreffen, sofern die privaten Haushalte zuversichtlicher würden und weniger sparen als angenommen. Die pandemiebedingten Unsicherheiten hätten zwar etwas nachgelassen, aber die geopolitischen Spannungen hätten zugenommen. Außerdem könnten anhaltend hohe Energiekosten den Konsum und die Investitionstätigkeit stärker dämpfen als erwartet. Das Tempo, in dem sich die Lieferengpässe auflösten, stelle ein weiteres Risiko für die Wachstums- und die Inflationsaussichten dar.

Mit Blick auf die Preisentwicklung stimmten die Ratsmitglieder weitgehend mit der eingangs von Herrn Lane vorgetragenen Einschätzung überein. Zugleich machten sie deutlich, dass sich die Inflationslage seit der Einschätzung des EZB-Rats vom Dezember erheblich verändert habe. Die Teuerung liege weiterhin oberhalb der projizierten Werte und sei sowohl im Dezember als auch im Januar gestiegen (auf zuletzt 5,1 %). Auf kurze Sicht dürfte die Inflation weiterhin höher ausfallen als zuvor angenommen. Hauptverantwortlich für die erhöhte Teuerungsrate seien nach wie vor die Energiepreise, die in vielen Sektoren auch die Preise für Waren und Dienstleistungen in die Höhe trieben. Zugleich hätten die Preise auf breiterer Front angezogen, und die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seien in den vergangenen Monaten gestiegen. Allerdings sei aufgrund der Bedeutung pandemiebedingter temporärer Faktoren unklar, inwieweit diese Anstiege von Dauer seien.

Die für Dezember und Januar veröffentlichten Inflationsraten seien in Bezug auf Ausmaß, Richtung und Überraschungskomponente analysiert worden. Es wurde betont, dass auf Ebene des gesamten Euroraums sowie zahlreicher Euro-Länder der im Januar verzeichnete Wert auf dem höchsten Stand seit Einführung des Euro liege. In einigen kleineren Volkswirtschaften seien zweistellige oder nur knapp darunter liegende Raten verzeichnet worden. In einer großen Volkswirtschaft des Euroraums liege die Teuerung deutlich unter dem Wert des Euroraumaggregats. Dies lasse sich zum Teil dadurch erklären, dass die Verteuerung von Energie durch staatliche Maßnahmen begrenzt werde. In einem anderen Fall hätten massive Anhebungen der Stromtarife zu unerwartet hohen Inflationszahlen geführt. Es wurde aber auch angemerkt, dass in einigen Ländern die Teuerung gegenüber Dezember faktisch gesunken sei.

Unabhängig von Ausmaß und Richtung der Veränderung lägen die Januar-Zahlen sowohl für den Euroraum als auch für alle Euro-Länder deutlich über den Erwartungen der professionellen Prognostiker. Dies lasse sich aus den Reaktionen der Märkte auf die Veröffentlichung der Inflationsraten ablesen. Dabei wurde hervorgehoben, dass sich der unerwartet starke Anstieg zu einem großen Teil durch den Preisauftrieb bei Energie erklären lasse und daher durch Faktoren bedingt sei, die nicht auf die binnenwirtschaftliche Entwicklung im Euroraum zurückzuführen seien. Allerdings sei auf Ebene des Euro-Währungsgebiets insgesamt für alle wichtigen HVPI-Komponenten eine überraschend starke Zunahme festzustellen. Dies deute auf einen Preisdruck hin, der breiter gefasst sei und nicht nur von der Energiekomponente ausgehe.

Mit Blick auf die überraschend hohen Inflationszahlen vom Januar wurde angemerkt, dass die Teuerungsraten bereits in den vorangegangenen Monaten wiederholt unterschätzt worden seien. Zudem sei der unerwartete Inflationsschub erfolgt, obwohl die Inflationsaussichten in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember bereits deutlich nach oben korrigiert worden seien. Zum einen wurde vorgebracht, dass die zuletzt außergewöhnlich großen Projektionsfehler Ausdruck der hohen Unsicherheit seien, mit der sich die Prognostiker aktuell konfrontiert sähen. Zum anderen wurde anerkannt, dass man nun auf kurze Sicht mit einer höheren Inflation zu rechnen habe und es auch länger dauern werde, den gegenwärtigen Inflationsbuckel zu überwinden. Es wurde darauf hingewiesen, dass die Inflationszahlen vom Januar auch in die jüngste mechanische Aktualisierung der kurzfristigen Projektionen eingeflossen seien. Diese legten nun nahe, dass die Inflation möglicherweise das gesamte Jahr deutlich über 2 % bleiben werde. Somit dürfte die Teuerung längere Zeit den Zielwert übertreffen, sodass sich die Frage stelle, ob diese Abweichung vom Inflationsziel noch immer als „moderat“ und „vorübergehend“ zu bezeichnen sei. Solche hartnäckigen Abweichungen erhöhten das Risiko, dass sich die aktuelle Inflationsdynamik in den Inflationserwartungen verfestige.

Mit Blick auf die weitere Zukunft wurde die Auffassung geäußert, dass die gestiegenen Energiekosten und sonstigen Produktionskosten in vielen Teilen des Euroraums noch nicht vollständig an die Verbraucherpreise weitergegeben worden seien und dass sich der Effekt erst in den Daten für 2023 manifestieren werde. Es wurden Zweifel geäußert, ob die Inflation im Jahr 2023 – wie in den Projektionen vom Dezember vorhergesagt – tatsächlich unter 2 % sinken werde. Dabei wurde auch argumentiert, dass es zunehmend wahrscheinlicher geworden sei, dass sich die Inflation mittelfristig dem Zielwert von 2 % annähern werde, allerdings von oben statt von unten.

Es wurde darauf verwiesen, dass sich der durchschnittliche Fehler in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen für die projizierte Inflation in zwei Jahren auf rund einen drei viertel Prozentpunkt belaufe und dass die jüngste Unterzeichnungstendenz in den Projektionen auf eine Phase der tendenziellen Überzeichnung folge. Dies werfe die Frage auf, ob die zugrunde gelegten Modelle hinreichend solide Ergebnisse lieferten und ob die historischen Beziehungen, die den Modellen und Projektionen

zugrunde lägen, nach wie vor Bestand hätten. Zudem stehe der projizierte mittelfristige Rückgang der Teuerungsrate im Widerspruch dazu, dass die Dezember-Projektionen für die kommenden Jahre einen raschen Abbau der Unterauslastung am Arbeitsmarkt sowie eine starke Nachfrage vorhergesagten. Dies spreche dafür, anderen Informationsquellen wie Umfragen, Experteneinschätzungen und aktuellen Datenveröffentlichungen bei der Beurteilung der mittelfristigen Aussichten ein stärkeres Gewicht beizumessen.

Des Weiteren wurde daran erinnert, dass der erwartete mittelfristige Rückgang der Inflationsrate auf unter 2 % stark auf der in den Projektionen enthaltenen Annahme basiere, dass sich die Preise für Energierohstoffe so entwickelten, wie es ihre abwärtsgerichteten Terminpreiskurven nahelegten. Alternative technische Annahmen, beispielsweise auf Grundlage eines Random-Walk-Modells, ergäben für die Jahre 2023 und 2024 Inflationsraten von über 2 %. Außerdem werde in den Projektionen möglicherweise der strukturelle Aufwärtsdruck unterschätzt, den der ökologische Wandel auf die Energiepreise ausübe. Ferner wurde angeführt, dass der beispiellose Anstieg der Kosten von selbst genutztem Wohneigentum für den mittelfristigen Inflationsausblick durchaus relevant sei, auch wenn die Kosten selbst genutzten Wohneigentums derzeit noch nicht im offiziellen HVPI berücksichtigt würden. Diese Kosten hätten im dritten Quartal 2021 einen zusätzlichen Beitrag von 0,3 Prozentpunkten zur HVPI-Inflation und von 0,6 Prozentpunkten zur HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel geleistet.

Alle Sitzungsteilnehmer äußerten sich besorgt über den jüngsten unerwartet starken Preisauftrieb, der auch in den saisonbereinigten monatlichen Inflationszahlen erkennbar sei. Es wurde vorgebracht, dass die hohen Energiekosten und die hohe Inflation die vulnerabelsten Bevölkerungsgruppen am härtesten trafen. Zugleich erfolgte der Hinweis, dass aus Sicht der Geldpolitik die Art der zugrunde liegenden wirtschaftlichen Bestimmungsfaktoren sowie die Implikationen dieser Faktoren für die mittelfristigen Aussichten entscheidend seien. Zudem müsse die Geldpolitik zukunftsgerichtet handeln und nicht mechanisch auf Datenveröffentlichungen zu vergangenen Zeiträumen – wie etwa die jüngsten Inflationszahlen – reagieren.

Es wurde argumentiert, dass eine Unterscheidung zwischen angebots- und nachfrageseitigen sowie zwischen weltweiten und binnenwirtschaftlichen Einflüssen aussagekräftiger sei als eine einfache Unterteilung in vorübergehende und dauerhafte Schocks. So gelte es zu beurteilen, inwieweit die jüngsten Inflationsanstiege eine Weitergabe des vergangenen weltweiten Energiepreisauftriebs widerspiegeln und inwieweit sie Ausdruck von Veränderungen im binnenwirtschaftlichen Inflationsprozess seien. Auch ließen sich fast alle Aufwärtskorrekturen, die zwischen den Projektionsrunden vom September und Dezember an der Gesamt- und Kerninflationsrate im Euroraum vorgenommen worden seien, mit dem Energiepreisschock erklären, wenn man neben dessen direkten auch die indirekten Effekte berücksichtige. Dies käme einem umfangreichen Terms-of-Trade-Schock auf den Euroraum gleich, der einen deutlichen Rückgang der Realeinkommen

der privaten Haushalte sowie der Unternehmensgewinne impliziere. Das könne wiederum in nächster Zeit die Konsumausgaben und Investitionen dämpfen und somit einen Abwärtseffekt auf die mittelfristigen Inflationsaussichten haben.

In diesem Zusammenhang wurde erneut daran erinnert, dass es bislang keine Anzeichen für eine anhaltende, binnenwirtschaftlich generierte Inflation gebe, denn dafür wären ein höheres Lohnwachstum sowie ein weiterer Anstieg der Inflationserwartungen erforderlich. Die nicht vorhandenen Hinweise auf ein stärkeres Wachstum der Tariflöhne und die weiter bestehende Verankerung der Inflationserwartungen seien somit die wesentlichen fehlenden Elemente im derzeitigen Inflationsbild. Allerdings handele es sich bei den Daten zum vergangenen Lohnwachstum um einen nachlaufenden Indikator, der keine zeitnahen Signale zur zukünftigen Teuerung liefere. Dies sei gegenwärtig umso mehr der Fall, da sich die verfügbaren Daten auf einen Zeitraum bezögen, in dem die Pandemie noch in vollem Gange gewesen sei. Deshalb sollte das Augenmerk verstärkt auf zukunftsgerichtete Indikatoren wie z. B. umfragebasierte Messgrößen gelegt werden. So deuteten etwa die Ergebnisse der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey) darauf hin, dass die befragten Firmen mit einem deutlich stärkeren Lohnwachstum als im Vorjahr, einem erheblichen Arbeitskräftemangel sowie einer umfangreichen Weitergabe der Vorleistungspreise an die Endverbraucherpreise rechneten, was eine Versteilung der Phillips-Kurve mit sich bringen könnte. Es wurde aber auch daran erinnert, dass die gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember bereits für alle Jahre des Projektionshorizonts ein Lohnwachstum von etwa 3 % voraussagten, was man als mit Inflationsprojektionen von rund 2 % vereinbar erachtet habe. Den jüngsten verfügbaren Daten zufolge dürften die Tariflöhne im Euroraum indes um deutlich weniger als 2 % ansteigen.

Während darauf verwiesen wurde, dass bislang keine Belege für Zweitrundeneffekte im Zusammenhang mit den aktuellen hohen Inflationsraten vorlägen, wurde von vielen Seiten auch angeführt, dass das Risiko hierfür steigen werde, falls die Teuerung längere Zeit auf einem höheren Niveau verbleiben sollte. In zahlreichen Ländern übersteige die Inflation das Lohnwachstum. Dies erodiere die Kaufkraft der privaten Haushalte und werde mit der Zeit wahrscheinlich höhere Lohnzuwächse herbeiführen. Es wurde die Ansicht geäußert, dass es für eine Materialisierung solcher Zweitrundeneffekte keine Rolle spiele, ob die zugrunde liegenden Inflationstreiber Angebots- oder Nachfragefaktoren seien. Aufgrund der verzögerten Verfügbarkeit von Lohndaten würde es eine gewisse Zeit dauern, bis Zweitrundeneffekte im tatsächlichen Lohnwachstum zu beobachten seien. Zugleich wurde hervorgebracht, dass die vergangenheitsbezogene Inflationskomponente im Lohnsetzungsprozess ein „stilisierter Fakt“ sei und sich die Prognosemodelle daher zum Teil auf historische Zusammenhänge stützten. Deshalb würden die vorherrschenden hohen Inflationsraten in der im März anstehenden Projektionsrunde Eingang finden. Dies impliziere für sich genommen jedoch noch keine Aufwärtsrevision des mittelfristigen Inflationsausblicks, weil die Auswirkungen des

Energiepreis- und des Terms-of-Trade-Schocks die projizierte Teuerung in die entgegengesetzte Richtung beeinflussen dürften.

Vor diesem Hintergrund seien die Risiken für den Inflationsausblick verglichen mit den Erwartungen während der Ratssitzung vom Dezember 2021 insbesondere auf kurze Sicht aufwärtsgerichtet. Sollte der Preisdruck dazu führen, dass die Löhne stärker als erwartet anstiegen, oder die Wirtschaft rascher zur Vollauslastung zurückkehren, dann könne die Inflation höher ausfallen. Insgesamt wurde es als wichtig erachtet, das Ergebnis der März-Projektionen abzuwarten, um zu einer integraleren und ganzheitlicheren Bewertung der Aussichten zu gelangen, statt auf der Grundlage von Teilanalysen voreilige Schlüsse zu ziehen.

Mit Blick auf die Inflationserwartungen wurde von Sitzungsteilnehmern die Feststellung getroffen, dass die marktbasieren Indikatoren des längerfristigen Inflationsausgleichs bei knapp 2 % geblieben und die umfragebasierten Messgrößen im letzten Survey of Professional Forecasters und in den jüngsten Prognosen von Consensus Economics auf 2 % angestiegen seien. Dies wurde als begrüßenswerte Entwicklung gesehen, die für eine solide Verankerung der längerfristigen Inflationserwartungen beim Ziel von 2 % spreche. Anzeichen für eine Entankerung nach oben gebe es indes keine. Zugleich deuteten der Anstieg der längerfristigen Erwartungen sowie deren Wahrscheinlichkeitsverteilungen auch darauf hin, dass kein Risiko mehr für eine Entankerung nach unten bestehe. Die Verankerung der Inflationserwartungen wurde als ein Schlüsselfaktor für den Inflationsausblick gewertet. Es wurde neuerlich bekräftigt, dass sich der Fokus in Zeiten hoher Unsicherheit verstärkt auf die Erwartungen der Unternehmen und privaten Haushalte richten sollte, um einschätzen zu können, ob die gegenwärtige hohe Inflation die Gefahr einer Entankerung berge.

Mit Blick auf die monetäre und finanzielle Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Herrn Lane in seiner Einleitung dargelegte Einschätzung, dass die Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft des Euroraums insgesamt günstig geblieben seien. Während die Marktzinsen seit der Ratssitzung im Dezember angezogen hätten, seien die Zinssätze für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte auf einem historisch niedrigen Niveau geblieben. Die Unternehmenskreditvergabe sei über alle Laufzeiten hinweg gestiegen, während die Kreditgewährung an die privaten Haushalte durch eine robuste Nachfrage nach Hypothekarkrediten gestützt werde. Es wurde hervorgehoben, dass sich der Kreditfluss an die Wirtschaft offenbar ungehindert entfalte und keine Anzeichen dafür bestünden, dass sich Unternehmen und private Haushalte in solider finanzieller Verfassung Beschränkungen beim Finanzierungszugang gegenübersehen. Die Ertragslage der Banken habe sich erholt, und die Bankbilanzen seien robust geblieben. In diesem Zusammenhang wurde konstatiert, dass die EZB-Bankenaufsicht kürzlich ihren aufsichtlichen Überprüfungs- und Bewertungsprozess (SREP) für 2021 abgeschlossen und dabei die allgemeine Widerstandsfähigkeit des Bankensektors im Euroraum bestätigt habe. Die bedeutenden Institute hätten im vergangenen Jahr robuste Kapital- und Liquiditätspositionen aufrechterhalten, die deutlich über die regulatorischen

Anforderungen hinausgingen. Die Banken seien daher gut aufgestellt und in der Lage, ein allmähliches Zurückfahren der verbleibenden aufsichtlichen Stützungsmaßnahmen zu verkraften.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs wurde von Sitzungsteilnehmern betont, dass die Finanzierungsbedingungen für alle Wirtschaftssektoren weiterhin günstig seien. Allerdings wurde auch angemerkt, dass von der Zinsentwicklung in den Vereinigten Staaten beträchtliche Übertragungseffekte auf die Marktzinsen im Euro-Währungsgebiet ausgingen. Es wurde die Auffassung vertreten, dass die Konstellation aus der Erwartung einer strafferen Geldpolitik weltweit, verbesserten Wachstumsaussichten, zunehmenden Engpässen an den Arbeitsmärkten, erneut überraschend hohen Inflationszahlen und steigenden Inflationserwartungen dazu geführt habe, dass die Märkte den erwarteten Zeitpunkt der ersten EZB-Zinsanhebung nun früher sähen und eine raschere Normalisierung im Anschluss daran einpreisten. Dies impliziere eine endogene Verschärfung der Finanzierungsbedingungen, obgleich die realen Zinsen tief im negativen Bereich verhaftet blieben.

Mit Blick auf die Folgen der Inflationsaussichten für den geldpolitischen Kurs werteten die Ratsmitglieder die jüngsten Zahlen einhellig als Anzeichen, dass die Inflation wahrscheinlich länger als noch im Dezember erwartet auf erhöhtem Niveau bleiben werde, wobei die Risiken für den Ausblick insbesondere auf die kurze Sicht aufwärtsgerichtet blieben. Demgemäß herrschte breite Übereinstimmung, dass sich die Lage verändert habe und das Inflationsnarrativ – unter Betonung der Optionalität und des Einsatzes aller Instrumente im vorausliegenden Zeitraum – anzupassen sei. Man war sich weitgehend einig, dass die Konvergenz mit dem mittelfristigen Inflationsziel der EZB keine entfernte Perspektive mehr verkörpere und die Erfüllung der Forward-Guidance-Kriterien somit zeitlich näher gerückt sein dürfte.

Einigen EZB-Ratsmitgliedern zufolge sei die Wahrscheinlichkeit bereits deutlich angestiegen, dass sich die Inflation mittelfristig bei rund 2 % einpendeln werde. Die Inflationsaussichten seien nun annähernd so, dass die Bedingungen der Forward Guidance zu den Leitzinsen erfüllt würden. Daher sei es ihrer Ansicht nach erforderlich, den noch sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs zeitnah anzupassen. Die Nettoankäufe und negativen Leitzinsen stünden nicht mehr mit den aktuellen Daten im Einklang, da es als unwahrscheinlich gelte, dass die Teuerung mittelfristig unter das Inflationsziel sinke. In diesem Zusammenhang wurde betont, dass Schlussfolgerungen darüber, ob die Bedingungen der Forward Guidance zu den Leitzinsen erfüllt seien, nicht auf den gesamtwirtschaftlichen Projektionen basierten. Vielmehr unterlägen sie der Beurteilung durch den EZB-Rat, der sich dabei auf seine Einschätzung aller relevanten Informationen stütze. Die von Experten erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen stellten lediglich einen der Faktoren dar. Es wurde angemerkt, dass die bestehende hohe Unsicherheit eine Herausforderung für die

Prognosegüte der Projektionsmodelle darstellen könne. Dies sei ein weiterer Grund dafür, den Projektionen ein geringeres Gewicht gegenüber anderen Informationsquellen einzuräumen. Es wurde nochmals darauf verwiesen, dass die aktuelle Formulierung der Forward Guidance zu den Leitzinsen aus der geldpolitischen Strategie abgeleitet sei, wonach die effektive Zinsuntergrenze entschlossene und beständige geldpolitische Maßnahmen verlange. Allerdings wurde hervorgehoben, dass sich der Inflationsausblick mittlerweile fortentwickelt habe. In der aktuellen Phase müsse der EZB-Rat daher darauf bedacht sein, keine zusätzliche geldpolitische Trägheit (d. h. eine verlangsamte Anpassung) einzuführen, wenn die Erfüllung der in der Forward Guidance enthaltenen Kriterien geprüft werde.

Mit einer Rückführung der akkommodierenden Ausrichtung der Geldpolitik sollte begonnen werden, und zwar entsprechend der etablierten Forward Guidance zur zeitlichen Abfolge (also mit Blick auf die Reihenfolge des Inkrafttretens der verschiedenen geldpolitischen Instrumente). Es wurde daran erinnert, dass das Eurosystem derzeit dabei sei, einen beträchtlichen Teil neu emittierter Staatsanleihen der Euro-Länder zu erwerben. Dies bedeute eine weitere monetäre Lockerung zu einer Zeit, in der man davon ausgehen könne, dass die Inflation länger als zuvor erwartet auf einem höheren Niveau verharren werde. Zudem wurde hervorgehoben, dass die Geldpolitik zukunftsgerichtet sein müsse: Je länger der Zeitraum einer erhöhten Inflation andauere, desto größer werde das Risiko, dass sich erhebliche Zweitrundeneffekte einstellen. In diesem Umfeld sei es die Aufgabe der Geldpolitik sicherzustellen, dass die Inflationserwartungen fest verankert blieben, und das Risiko zu vermeiden, dass die vorherrschende hohe Teuerung sich verfestige. Es wurde davor gewarnt, die Einschätzung des EZB-Rats auf Lohnraten zu stützen, denn diese stünden nur mit zeitlicher Verzögerung zur Verfügung. Im aktuellen Umfeld bestehe das Hauptrisiko nicht mehr in einem verfrühten, sondern in einem zu späten Anziehen der geldpolitischen Zügel. Eine frühzeitigere geldpolitische Normalisierung würde das Risiko einer abrupten Straffung zu einem späteren Zeitpunkt, die möglicherweise mit höheren ökonomischen und sozialen Kosten einhergehe, verringern. In diesem Zusammenhang war eine Reihe von Ratsmitgliedern der Auffassung, dass die Bedingungen der Forward Guidance bereits jetzt weitgehend erfüllt seien, und äußerte eine Präferenz dafür, die Forward Guidance in Bezug auf das Auslaufen des APP bereits auf der aktuellen Sitzung zu ändern.

Andere Mitglieder betonten hingegen, dass es im Euroraum keine Anzeichen für eine Entankerung der Inflationserwartungen nach oben gebe. Der Anstieg der Inflationserwartungen in Richtung der 2 %-Marke seit vergangenem Sommer sei als willkommene Entwicklung zu betrachten. Während sich die Abwärtsrisiken für die Preisstabilität eindeutig zurückgebildet hätten, werde eine Beurteilung darüber, ob die Bedingungen der Forward Guidance zu den Leitzinsen bereits erfüllt seien, als verfrüht erachtet. Hierfür müssten zunächst die Folgen des Energiepreisschocks für die mittelfristigen Inflationsaussichten, die erst mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB-Experten im März vorlägen, vollständig beurteilt werden. Ferner sei nach wie vor offen, ob aus den Ergebnissen der März-Projektionen hervorgehe, dass die Teuerung das Inflationsziel der EZB innerhalb des

Projektionszeitraums dauerhaft erreiche. Dies sei eine wesentliche Voraussetzung dafür, eine Zinsanhebung gemäß der Forward Guidance in Erwägung zu ziehen. Darüber hinaus wurde betont, dass ein solches Szenario unter dem Vorbehalt stünde, dass die Finanzierungsverhältnisse günstig blieben.

In Bezug auf die gesamtwirtschaftlichen Projektionen wurde unterstrichen, dass die außergewöhnliche Unsicherheit über die Dauer des Inflationsanstiegs geklärt werden müsse, einschließlich der Rolle, die die Annahmen über die Energiepreise bei der Bestimmung der Inflationssaussichten spielten. Es wurde nochmals darauf hingewiesen, dass die Glaubwürdigkeit des EZB-Rats vor allem von seiner Fähigkeit abhängt, Preisstabilität zu gewährleisten. Diese trage zum Wohlergehen der Bevölkerung Europas bei. Angesichts dessen sollte der EZB-Rat eine Überreaktion auf Inflationsentwicklungen, die als kurzlebig erachtet würden, vermeiden. Auf der aktuellen Sitzung sei es verfrüht, den geldpolitischen Kurs und die damit verbundene Kommunikation zu ändern. Dies könne die Erholung gefährden, da die von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember die Inflation mittelfristig immer noch unter dem Zielwert des EZB-Rats verorteten. Zudem gebe es keine erkennbaren Anzeichen für eine Entankerung der Inflationserwartungen oder belastbare Belege für auftretende Zweitrundeneffekte bei den Löhnen.

Insgesamt stimmten die Ratsmitglieder weitgehend darin überein, dass die von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März dem EZB-Rat die Möglichkeit böten, die Folgen für den mittelfristigen Inflationssausblick, die sich aus den seit Dezember neu gewonnenen Daten ergäben, eingehender zu überprüfen. Es wurde angemerkt, dass es unwahrscheinlich sei, dass die neuen Informationen angesichts des begrenzten Zeitraums bis zur EZB-Ratssitzung im März zu einer deutlich anderen oder günstigeren Inflationseinschätzung führen würden. Stattdessen könne es zu einer weiteren Aufwärtskorrektur der Inflationssaussichten in den kommenden Quartalen kommen. Jedoch wurde auch davor gewarnt, dass es ungeachtet der über den Erwartungen liegenden jüngsten Inflationsergebnisse weiterhin unklar sei, in welchem Umfang es in den März-Projektionen zu Korrekturen besonders für den mittelfristigen Ausblick kommen könne. Eine strukturierte und quantitative Evaluierung aller relevanten Faktoren, die die Grundlage der Projektionen bilde, werde dem EZB-Rat wichtige Informationen liefern. Diese würden dazu beitragen, die geldpolitische Ausrichtung in ihrer Entwicklung auf ein solideres Fundament zu stellen.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Insgesamt herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass eine allmähliche Normalisierung des geldpolitischen Kurses nach wie vor angemessen sei. Es wurde daran erinnert, dass der EZB-Rat diesen Normalisierungsprozess bereits auf seiner Dezember-Sitzung eingeläutet habe, als er die Beendigung der Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des PEPP und die schrittweise

Verringerung des Umfangs seiner Ankäufe bekannt gegeben und seiner Erwartung Ausdruck verliehen habe, dass der für die dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) geltende besondere Verzinsungszeitraum im Juni enden werde. In diesem Zusammenhang wurde nochmals darauf hingewiesen, dass zwischen der Forward Guidance zu den Leitzinsen und jener zum Nettoerwerb im Rahmen des APP klar unterschieden werden müsse, da Letztere auf einem anderen Kriterium basiere, nämlich der Notwendigkeit, die akkommodierende Wirkung der EZB-Leitzinsen zu verstärken.

Eine schrittweise und flexible Durchführung der Geldpolitik wurde als erforderlich erachtet. Zu diesem Zweck müsse mit Blick auf den Zeithorizont für die datenbasierte Anpassung der geldpolitischen Instrumente des EZB-Rats ein hinreichendes Maß an Optionalität gewahrt werden. Darüber hinaus sei angesichts erhöhter geopolitischer Risiken ein sehr umsichtiges Vorgehen bei der Normalisierung geboten. Dabei müsse der EZB-Rat berücksichtigen, dass die erhöhten Teuerungsraten zum Teil das Ergebnis globaler Schocks seien. Sie seien weder durch die Geldpolitik verursacht noch könne die Geldpolitik gegensteuern, ohne dadurch einen drastischen Rückgang der Binnennachfrage zu einem Zeitpunkt zu bewirken, zu dem sich die Wirtschaft immer noch vom Schock der Pandemie erhole. Nach allgemeiner Ansicht der Sitzungsteilnehmer sei es für den EZB-Rat wichtig hervorzuheben, dass er bei seinen geldpolitischen Maßnahmen einen klaren und vorhersehbaren Kurs beibehalte, der auf seiner sorgfältigen und regelmäßigen Beurteilung der Aussichten für Konjunktur und Inflation basiere.

Vor diesem Hintergrund stimmten die Mitglieder weitgehend darin überein, dass der EZB-Rat seine Forward Guidance zur zeitlichen Abfolge der verschiedenen geldpolitischen Maßnahmen bestätigen solle. Demzufolge würden die Nettokäufe im Rahmen des APP beendet, bevor die EZB-Leitzinsen angehoben würden und schließlich auch die Reinvestitionen ausliefen. Es müsse daran erinnert werden, dass die Forward Guidance und die zukunftsgerichtete Kommunikation des EZB-Rats immer datenabhängig seien und eine Erwartung oder eine Wahrscheinlichkeitsbeurteilung widerspiegeln, die an die mittelfristigen Inflationsaussichten geknüpft sei. Der EZB-Rat solle die Optionalität nutzen, um die zeitliche Abfolge der einzelnen Meilensteine seiner Forward Guidance so feinzusteuern, dass sich der mittelfristige Inflationsausblick dem Zielwert der EZB von 2 % annähere. In diesem Zusammenhang wurde nochmals darauf hingewiesen, dass dem EZB-Rat eine breite Palette an geldpolitischen Instrumenten zur Verfügung stehe, um bei der allmählichen Normalisierung der geldpolitischen Ausrichtung je nach Lage hinreichend Flexibilität zu gewährleisten.

Die Ratsmitglieder waren auch weitgehend mit dem Vorschlag von Herrn Lane einverstanden, die auf der Dezember-Sitzung des EZB-Rats gefassten Beschlüsse zu bestätigen, wonach die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP Ende März eingestellt und der Umfang des Nettoerwerbs von Vermögenswerten in den kommenden Quartalen schrittweise weiter reduziert werden sollten. Bei der Anpassung des Inflationsnarrativs und der geldpolitischen Kommunikation müsse der Tatsache Rechnung getragen werden, dass die Teuerung kontinuierlich die Erwartungen übertroffen habe und

wohl noch für einige Zeit erhöht bleiben werde, wodurch das Risiko von Zweitrundeneffekten in absehbarer Zeit zunehmen könne. Verglichen mit der Beurteilung vom Dezember seien die Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten, vor allem auf kurze Sicht, gestiegen.

Mit Blick auf die Kommunikation wurde betont, dass das Inflationsnarrativ und die geldpolitische Kommunikation angepasst werden müssten, um die Optionalität in nächster Zeit zu wahren oder zu vergrößern. Da der Inflationsanstieg nun länger anhalte als ursprünglich erwartet, solle der EZB-Rat es vermeiden, den Preisauftrieb als vorübergehend oder temporär zu bezeichnen, und stattdessen hervorheben, dass die Teuerung seiner Einschätzung nach im Jahresverlauf zurückgehen werde. Verglichen mit Dezember habe sich der Ausblick verändert, und die Wahrscheinlichkeit, dass im Jahr 2023 Inflationsraten von unter 2 % verzeichnet würden, sei deutlich gesunken. Zugleich müsse in der Kommunikation deutlich gemacht werden, dass die geldpolitische Normalisierung schrittweise und datenbasiert erfolge, um sicherzustellen, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiere.

In Anbetracht der gestiegenen Unsicherheit und der erhöhten Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten herrschte allgemein die Auffassung, dass der EZB-Rat seine erhöhte Wachsamkeit zum Ausdruck bringen und die eingehenden Informationen sorgfältig prüfen solle, insbesondere im Hinblick auf Zweitrundeneffekte. Die Kommunikation eines möglichen schnelleren Fortschritts auf dem Weg zur geldpolitischen Normalisierung – sofern ein solcher Beschluss aufgrund einer aktualisierten Beurteilung des mittelfristigen Inflationsausblicks geboten sei – wurde als ein Mittel angesehen, um sicherzustellen, dass der EZB-Rat bei seinen kommenden Sitzungen über ein hinreichendes Maß an geldpolitischer Flexibilität auf Basis der dann vorliegenden Daten verfüge. Es wurde unterstrichen, dass der EZB-Rat seine Entschlossenheit bekräftigen müsse, alle seine Instrumente anzupassen und dabei in einem Umfeld außergewöhnlich hoher Unsicherheit mehr denn je Flexibilität und Optionalität zu wahren.

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen bestätigte der EZB-Rat auf Vorschlag der Präsidentin die auf seiner geldpolitischen Sitzung im letzten Dezember gefassten Beschlüsse, wie sie auch in der eigens nach der Sitzung veröffentlichten Pressemitteilung im Einzelnen dargelegt wurden.

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 3. Februar 2022](#)

Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse vom 3. Februar 2022](#)

Sitzung des EZB-Rats, 2.-3. Februar 2022

Mitglieder

Frau Lagarde, Präsidentin
Herr de Guindos, Vizepräsident
Herr Centeno
Herr Elderson
Herr Hernández de Cos*
Herr Herodotou*
Herr Holzmann
Herr Kazāks
Herr Kažimír
Herr Knot
Herr Lane
Herr Makhlouf*
Herr Müller
Herr Nagel
Herr Panetta
Herr Rehn
Herr Reinesch
Frau Schnabel
Herr Scicluna
Herr Šimkus
Herr Stournaras*
Herr Vasle
Herr Villeroy de Galhau
Herr Visco
Herr Wunsch

* Mitglieder, die im Februar 2022 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

Sonstige Anwesende

Herr Dombrovskis, Exekutiv-Vizepräsident der EU-Kommission**
Frau Senkovic, Sekretärin, Generaldirektorin Sekretariat

Herr Rostagno, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Geldpolitik
Herr Winkler, Stellvertretender Sekretär für Geldpolitik, Senior-Berater, GD Volkswirtschaft

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

Begleitpersonen

Frau Buch
Herr Demarco
Frau Donnery
Herr Goulard
Herr Haber
Herr Jurkšas
Herr Kaasik
Herr Kuodis
Herr Kyriacou
Herr Lünemann
Herr Nicoletti Altimari
Herr Novo
Herr Ódor
Herr Rutkaste
Herr Sleijpen
Herr Tavlas
Herr Välimäki
Herr Vanackere
Frau Žumer Šujica

Sonstige Beschäftigte der EZB

Herr Proissl, Generaldirektor Kommunikation
Herr Straub, Berater der Präsidentin
Frau Rahmouni-Rousseau, Generaldirektorin Finanzmarktoperationen
Herr Arce, Generaldirektor Volkswirtschaft
Herr Sousa, Stellvertretender Generaldirektor Volkswirtschaft

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 7. April 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.