

Sitzung am 27.-28. Oktober 2021

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank in Frankfurt am Main am Mittwoch und Donnerstag, 27.-28. Oktober 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 8.-9. September 2021:

Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs im Eurogebiet seien auf die höchsten Werte seit mehr als sieben Jahren gestiegen, wodurch die Nominalrenditen langfristiger Staatsanleihen auf die im früheren Jahresverlauf beobachteten Stände zurückgefallen seien. Die zehnjährigen Inflationsswapsätze im Euroraum lägen aktuell mehr als 30 Basispunkte über ihrem Niveau von September 2021 und einen ganzen Prozentpunkt über dem Stand von Dezember 2020, als der EZB-Rat zugesichert hatte, günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten. Erstmals seit gut sieben Jahren habe der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren das Inflationsziel der EZB von 2 % überschritten. Indessen seien die zehnjährigen Realzinsen weiter gefallen. Sie lägen derzeit fast 50 Basispunkte unter dem Niveau von Dezember 2020.

Diese Renditeentwicklungen legten nahe, dass die steigenden Langfristzinsen nicht primär auf negative Spillover-Effekte zurückzuführen seien, denn diese würden sich üblicherweise in höheren Realzinsen niederschlagen. Vielmehr schienen sie mit einer Neubewertung der globalen Inflationsaussichten zusammenzuhängen, die insbesondere den Auswirkungen des weltweiten Energiepreisschocks sowie den sich mehrenden Hinweisen auf länger anhaltende angebotsseitige Engpässe geschuldet sei. Während der gestiegene Inflationsausgleich im kurz- und mittelfristigen Laufzeitenbereich vor allem Erwartungen einer höheren Inflation widerspiegele, seien bei den

längeren Zeithorizonten in erster Linie höhere Inflationsrisikoprämien ausschlaggebend. Dass die langfristigen Inflationsrisikoprämien in den letzten Wochen so stark gestiegen seien, deute auf die zunehmende Sorge der Marktteilnehmer hin, die tatsächliche Inflation könne höher – und nicht niedriger – ausfallen als erwartet, und zwar auch dann noch, wenn die aktuell wirkenden Schocks nachließen. Die außerordentlich hohe Unsicherheit darüber, wie sich die Weltwirtschaft nach der Pandemie strukturell und ihrem Wesen nach darstellen werde, dürfte den Anstieg der Inflationsrisikoprämien befeuert haben.

Die Märkte hätten zwar eine deutliche Neubewertung des Basisszenarios der Inflationsaussichten wie auch der Risiken, mit denen es behaftet sei, vorgenommen. Bislang gebe es jedoch keine Anzeichen dafür, dass die Renditen von Staatsanleihen der Euro-Länder durch geänderte Erwartungen der Marktteilnehmer – im Euroraum wie auch weltweit – hinsichtlich der Wertpapierankäufe beeinflusst worden seien. Anders als im Frühjahr habe sich die Differenz zwischen der Rendite von zehnjährigen deutschen Bundesanleihen und dem entsprechenden Zinssatz für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz) in den vergangenen Wochen als äußerst beständig erwiesen. Auch die Spreads zwischen den Staatsanleihen der übrigen Euro-Länder und deutschen Bundesanleihen seien robust geblieben. Sie hätten sich seit der geldpolitischen Sitzung im September sogar noch weiter verringert und lägen nun in den meisten Ländern auf dem tiefsten Stand seit 2008.

Die Entwicklungen an den Kredit- und Aktienmärkten des Eurogebiets ließen den Schluss zu, dass nicht damit gerechnet werde, dass der Aufschwung durch die höheren nominalen Langfristrenditen und die vorherrschenden Angebotsschocks ins Stocken geraten werde. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating bewegten sich weiterhin in der Nähe ihrer historischen Tiefstände. Zwar hätten die höheren Renditen die Aktienmärkte des Euroraums in den vergangenen Wochen belastet, doch sei der Abwärtsdruck durch eine weitere Aufhellung der längerfristigen Gewinnererwartungen der Unternehmen sowie durch sinkende Aktienrisikoprämien vollständig kompensiert worden.

Die kurzfristigen Zinssätze und Geldmarktzinsen seien auch im Euroraum gestiegen, jedoch deutlich weniger stark als in anderen großen Wirtschaftsräumen. Der Zeitpunkt, ab dem eine erste Leitzinserhöhung eingepreist werde, sei von Mitte 2024 auf Ende 2022 vorverlegt worden. Da der jüngste Anstieg der Kurz- und Langfristzinsen zu einem nicht unerheblichen Teil auf Laufzeitprämien zurückzuführen gewesen sei, dürfte der von den Anlegern tatsächlich erwartete Zinserhöhungszeitpunkt allerdings noch in etwas weiterer Ferne liegen. Dies stehe auch mit den Erwartungen aus den Umfragen im Einklang. So gehe aus der aktuellen Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) hervor, dass die Befragten zwar inzwischen ebenfalls eine frühere Leitzinserhöhung antizipierten, aber dennoch den ersten Zinsschritt erst im zweiten Quartal 2024 erwarteten.

Die aus Optionen abgeleiteten Wahrscheinlichkeiten des erwarteten Pfads der Kurzfristzinsen ließen eine erheblich breitere Streuung der möglichen künftigen Ergebnisse erkennen, die nun eine deutliche Aufwärtsneigung aufweise. Mit einem solchen Anstieg der Unsicherheit sei zu rechnen, wenn der Markt mit zunehmender Wahrscheinlichkeit davon ausgehe, dass die erwartete Inflation die Bedingungen für eine Zinserhöhung erfülle.

Die mittelfristigen Inflationserwartungen, näherungsweise anhand des einjährigen Swapsatzes in drei Jahren ermittelt, hätten am Vortag der EZB-Ratssitzung mit 1,99 % den höchsten Stand seit Anfang 2013 erreicht. Für die kommenden fünf Jahre werde im Schnitt eine deutlich über dem 2 %-Inflationsziel des EZB-Rats liegende Teuerung erwartet. Im Einklang mit dem Anstieg der Messgrößen des Inflationsausgleichs habe sich auch die Verteilung der (an den Märkten für Inflationsoptionen eingepreisten) erwarteten Inflationsergebnisse merklich verändert. Betrachte man die verfügbare bis 2010 zurückreichende Datenstichprobe, so zeige sich, dass der Wahrscheinlichkeit, dass die Inflation in den kommenden fünf Jahren unter 1 % liegen werde, seit dem Beginn der Stichprobe noch nie eine so geringe Gewichtung beigemessen wurde wie derzeit. Zugleich werde der Wahrscheinlichkeit, dass sich die Inflation in den kommenden fünf Jahren bei über 2 % befinden werde, aktuell das höchste Gewicht seit mehr als zehn Jahren zugewiesen (über 50 %).

Abhängig vom zukünftigen Inflationspfad, der sich aus den aktuellen Inflationsswapsätzen ableiten lässt, könnte die gegenwärtige Preissetzung der Märkte demnach mit der zustandsabhängigen Komponente der Forward Guidance der EZB im Einklang stehen. Dass die Forward Guidance weiterhin als glaubwürdig wahrgenommen werde, zeige sich auch an der Entwicklung der OIS-Terminzinssätze. Diese reagierten nach wie vor weniger stark auf die erwartete Inflation als vor der Pandemie, wengleich sich die Sensitivität in den letzten Wochen aufgrund des starken Anstiegs der Messgrößen der Inflationsentschädigung etwas erhöht habe. Aufgrund der geringeren Inflationsreagibilität der kurzfristigen Nominalzinsen sei die Zinsstrukturkurve der Realzinsen im Euroraum auf ein Allzeittief gesunken. Gleichzeitig habe der Euro gegen den US-Dollar weiter an Wert verloren, weil sich die erwartete Leitzinsdifferenz erneut vergrößert habe. Erstmals seit Ausbruch der Pandemie hielten die Anleger keine Netto-Long-Positionen in Euro mehr; sie rechneten dementsprechend nicht damit, dass der Euro seine jüngsten Kursverluste in nächster Zeit wieder gutmachen werde. Die Investoren gingen in ihren Grundannahmen weiterhin von einer anhaltenden Divergenz der Geldpolitik aus, obwohl die Märkte inzwischen den erwarteten Zeitpunkt einer möglichen Leitzinserhöhung im Euroraum vorverlegt hätten, weil sie zunehmend damit rechneten, dass sich der vorherrschende Inflationsdruck letztlich als hartnäckiger erweisen werde als zuvor antizipiert.

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 befinde sich die globale Konjunktur nach wie vor in einer soliden Expansionsphase. So habe sich der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im September über der Schwelle von 50 Punkten gehalten. Allerdings habe sich die Dynamik nach der einige Monate zuvor durchlaufenen intensivsten Phase des Wiederhochfahrens der Wirtschaft natürlicherweise wieder etwas abgeschwächt. Der Welthandel habe sich zunächst kräftig erholt und das Vorpandemieniveau deutlich übertroffen, stagniere aber seit März. Die Entwicklung der Lieferzeiten sowie der Auftragseingänge in Relation zu den Lagerbeständen lege nahe, dass die globalen Exporte und die Industrieproduktion in letzter Zeit stärker durch Lieferengpässe beeinträchtigt worden seien.

Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im September habe der Euro sowohl in nominaler effektiver Rechnung als auch bilateral zum US-Dollar deutlich abgewertet (um -1 % bzw. -1,9 %). Die Ölpreise seien stark gestiegen (in US-Dollar gerechnet um 17 %). Dabei hätten sowohl Nachfrage- als auch Angebotsfaktoren eine Rolle gespielt. Die Terminkurve für Ölpreise liege auf einem deutlich höheren Niveau als in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September 2021 vorhergesagt, und zwar auch für die Jahre 2022 und 2023. Die Gaspreise hätten in den letzten Monaten sogar noch stärker angezogen als die Ölpreise. Dies sei sowohl auf die starke weltweite Nachfrage im Zusammenhang mit der konjunkturellen Erholung als auch auf angebotsseitige Effekte zurückzuführen gewesen.

Auf globaler Ebene würden die Aussichten für den Euroraum durch Lieferengpässe sowie einen Aufwärtsdruck bei den Preisen auf den vorgelagerten Stufen getrübt. Die Industrieproduktion habe sich zunächst ungefähr auf dem Vorpandemieniveau bewegt, sei im August aber wieder etwas zurückgegangen. Die Einkaufsmanagerindizes (EMIs) für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor lägen stabil über dem Schwellenwert von 50. Vor allem im Bereich Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie deuteten die EMI-Daten auf eine kräftige Erholung im dritten Quartal hin. Gleichwohl gebe es einige Unterschiede zwischen den verschiedenen Industriezweigen. So leide insbesondere die Automobilbranche stark unter Engpässen bei der Halbleiterversorgung, gerade auch angesichts der laufenden Anpassung der Produktionsprozesse auf Elektrofahrzeuge.

Eine genauere Betrachtung des verarbeitenden Gewerbes zeige, dass die Lagerbestände infolge der Lieferengpässe in Verbindung mit der sich rasch erholenden Nachfrage deutlich gesunken seien. Auch bei den Lieferungen sei ein Rückgang verzeichnet worden. Laut der Telefonumfrage der EZB

bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey) gingen deutlich mehr als die Hälfte der Befragten davon aus, dass die Angebotsengpässe und der hohe Preisdruck bei Vorleistungen noch mindestens sechs weitere Monate anhalten würden. Viele Umfrageteilnehmer rechneten sogar mit einem ganzen Jahr oder länger.

Was die Investitionen betreffe, so dürfte sich das Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen im dritten Quartal 2021 vor allem aufgrund der Verschärfung der Angebotsengpässe (etwa bei Arbeitskräften und Material) bei einer gleichzeitig kräftigen Nachfrage abgeschwächt haben, während die Unternehmensinvestitionen erneut ein positives Wachstum verzeichnet haben dürften. Angesichts der angebotsseitigen Störungen dürfte der Zuwachs bei den Unternehmensinvestitionen jedoch geringer ausgefallen sein als zuvor angenommen. Zuletzt sei auch der EMI für den Auftragseingang im Investitionsgüterbereich gesunken, wobei er nach wie vor auf einem recht hohen Niveau liege.

Im Handel vollziehe sich die Erholung weiterhin unterschiedlich: Während sich die Ausfuhr von Waren verhalten entwickle, sei im Dienstleistungshandel eine leichte Belebung zu beobachten. Bei den Exporten sei eine historisch große Diskrepanz zwischen dem sich dynamisch entwickelnden Auftragseingang und dem sich schwach entwickelnden Ausfuhrvolumen zu beobachten. Dies veranschauliche die Auswirkungen der Lieferengpässe auf das Exportgeschäft. Im Euroraum sei diese Diskrepanz größer als in der übrigen Welt, da die Exporte des Eurogebiets von relativ komplexen Lieferketten abhängig seien. Die Dienstleistungsausfuhren erholten sich seit dem Sommer, und die Indikatoren deuteten weiterhin auf eine leichte Belebung hin.

Was die Entwicklung am Arbeitsmarkt betreffe, so habe sich die Arbeitslosenquote im August auf 7,5 % belaufen, was in etwa dem Vorpandemiestand entspreche. Gleichwohl befänden sich nach wie vor viele Menschen in Programmen zur Arbeitsplatzsicherung, und die Erwerbsbeteiligung liege weiterhin deutlich unter ihrem vor der Pandemie verzeichneten Niveau. Folglich sei die Lage am Arbeitsmarkt insgesamt weiterhin schwächer als vor der Pandemie. Der EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor signalisiere einen weiteren kräftigen Anstieg im dritten Quartal 2021, wobei sich im September und Oktober eine Stabilisierung abgezeichnet habe. Die Vakanzquote in der Gesamtwirtschaft sei im zweiten Quartal 2021 gestiegen und damit genauso hoch gewesen wie im zweiten Quartal 2019.

Mit Blick auf die nominale Preisentwicklung habe sich die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Gesamtinflation von 2,2 % im Juli auf 3,0 % im August und 3,4 % im September erhöht. In längerfristiger Betrachtung zeige sich, dass die Inflation derzeit außergewöhnlich hoch sei. Dies sei in hohem Maße auf den Preisauftrieb bei Energie und Waren zurückzuführen. Die Teuerungsraten bei Waren lägen derzeit deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt von 0,6 %, während sich die Inflation bei Dienstleistungen zu normalisieren scheine. Der Energiepreisschub sei in erster Linie der Ölpreisentwicklung und ihren direkten Auswirkungen auf die Kraftstoffpreise geschuldet. In jüngerer Zeit habe aber auch der starke Anstieg der Gas- und Strompreise die

Energiepreise befeuert. Mit dem Wiederhochfahren der Wirtschaft hätten sich die Teuerungsraten bei Dienstleistungen im September auf 1,7 % erhöht, während die Inflation bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie auf 2,1 % nachgegeben habe.

Die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation seien gestiegen. Der derzeitige Anstieg der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel sei weiterhin maßgeblich der Preisentwicklung in den kontaktintensiven Sektoren zuzuschreiben, da sich die Nachfrage in diesen am stärksten von der Pandemie betroffenen Sektoren erhole, was die Preise kurzfristig nach oben treibe. Die modellbasierte persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI), die von temporären Faktoren weniger stark beeinflusst werde, habe im September bei 1,6 % gelegen, während der Supercore-Indikator, der nur die konjunktorempfindlichen Komponenten des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel enthalte, von 1,3 % im August auf 1,6 % im September gestiegen sei.

Was den Preisdruck entlang der Produktionskette betreffe, so hätten die Erzeugerpreise weiterhin sehr dynamisch zugenommen. Dies dürfte zu einem weiteren Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise für Industrieerzeugnisse ohne Energie führen. Das Wachstum der Tarifverdienste sei zuletzt gering geblieben, und es sei noch immer unsicher, ob die Aufwärtseffekte der jüngsten Verbraucherpreissteigerungen auf die Löhne durchwirken würden. Aus der jüngsten Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen gehe hervor, dass eine Mehrheit der befragten Unternehmen für 2022 mit etwas höheren Lohnzuwächsen als im Jahr 2021 rechne. Die bislang verhaltene Entwicklung des Lohnwachstums sei ein sehr wichtiger Bestimmungsfaktor der mittelfristigen Inflationsentwicklung.

Der EMI für Einkaufs- und Verkaufspreise zeige, dass die Gewinnmargen weiter unter Druck stünden, wobei zunehmend Dienstleistungen betroffen seien. Derzeit stiegen die Einkaufspreise rascher als die Verkaufspreise. Dies sei nicht nur im Vorleistungsgütersektor der Fall, sondern auch im Bereich der Konsumgüter und bei den Dienstleistungen.

Der von der EZB erstellte Preisindex für Wohnimmobilien habe sich deutlich erhöht, und zwar im zweiten Quartal 2021 um 7,3 % gegenüber dem Vorjahr. Der experimentelle Preisindex für selbst genutztes Wohneigentum sei mit 4,5 % zum Vorjahr ebenfalls kräftig gestiegen. Insgesamt seien die Kosten für Wohneigentum erheblich stärker gestiegen als die Mietkosten, die im zweiten Quartal 2021 um rund 1,3 % zugenommen hätten.

Die umfragebasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen und die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs hätten sich erhöht und der Marke von 2 % angenähert. Im aktuellen Survey of Professional Forecasters der EZB seien die Erwartungen hinsichtlich der Inflation in fünf Jahren von 1,8 % auf 1,9 % nach oben revidiert worden. So rechneten weniger Umfrageteilnehmer mit einer sehr niedrigen Inflation und mehr Teilnehmer mit einer Teuerungsrate zwischen 1,8 % und 2,0 %.

Was die finanzielle und monetäre Entwicklung betreffe, so seien die nominalen risikofreien Zinssätze merklich höher als zum Zeitpunkt der geldpolitischen Sitzung vom September. Die Renditeabstände von Staatsanleihen hätten sich leicht verringert. Angesichts positiver Kreditaussichten hätten sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen verkleinert. Vor dem Hintergrund steigender risikofreier Zinssätze und stabiler oder leicht gesunkener Renditeabstände gebe es Belege für eine allgemeine Verschärfung der nominalen Finanzierungsbedingungen. Nach einer gewissen Volatilität lägen die Aktienkurse auf einem ähnlichen Niveau wie zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung vom September.

Was die monetäre Entwicklung anbelange, so sei die Kreditvergabe an Unternehmen moderat geblieben, habe sich aber im September leicht erhöht. Dies stehe auch damit im Einklang, dass in der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken vom Oktober unter dem Strich eine etwas höhere Kreditnachfrage gemeldet worden sei. Die Anlageinvestitionen hätten das zweite Quartal in Folge einen positiven Beitrag zur Kreditnachfrage geleistet, was ein positives Zeichen für die Konjunkturerholung sei. Die Kreditkosten für Unternehmen lägen weiterhin unterhalb des Niveaus, das zu Beginn der Pandemie verzeichnet worden sei, und seien bislang vom Aufwärtstrend der risikofreien Zinssätze unberührt geblieben.

Die Kreditvergabe an private Haushalte sei weiterhin robust. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite sei deutlich höher als in der Zeit nach der globalen Finanzkrise von 2007-2008 und werde von der dynamischen Entwicklung der Wohnungsbaukredite getragen. Die Kosten von Wohnungsbaukrediten für private Haushalte lägen nach wie vor erheblich unter dem zu Beginn der Pandemie verzeichneten Niveau. Gleiches gelte für die Kosten von Konsumentenkrediten.

Nachdem die Richtlinien für Unternehmenskredite im früheren Verlauf der Pandemie insgesamt stärker verschärft worden seien, seien sie der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft zufolge im dritten Vierteljahr 2021 das zweite Quartal in Folge weitgehend unverändert geblieben. Trotz der Angebotsengpässe schätzten die Banken ihre Kreditrisiken im Einklang mit der konjunkturellen Erholung und der anhaltenden Unterstützung durch die Behörden weiterhin als ausgewogen ein.

Was die Entwicklung der Geldschöpfung anbelange, so habe die Jahreswachstumsrate von M3 im September 7,4 % betragen nach 7,9 % im August. Die monatlichen Einlagenströme der privaten Haushalte hätten wieder ihr vorpandemisches Durchschnittsniveau erreicht. Zurückzuführen sei dies auf das sich aufhellende Verbrauchervertrauen und die wieder steigenden Konsumausgaben. Demgegenüber seien die Einlagenströme der Unternehmen kräftig geblieben und lägen weiterhin oberhalb des vor der Pandemie verzeichneten Durchschnitts. Dies deute auf eine weitere Erhöhung der Liquiditätspuffer hin.

Mit Blick auf die Finanzpolitik gebe es nur wenige neue Meldungen. Die Straffung der Finanzpolitik im Jahr 2022 dürfte weniger stark ausfallen als in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September angenommen, da

einige neue finanzpolitische Maßnahmen bereits angekündigt worden seien und die jüngsten Haushaltsplanungen auf einen expansiveren finanzpolitischen Kurs hinwiesen. In den meisten Ländern dürften die Finanzierungssalden auch 2023 stärker negativ ausfallen als vor der Pandemie.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend stellte Herr Lane fest, dass sich die Wirtschaft des Euroraums weiter erhole, wenngleich die Dynamik dieser Entwicklung etwas nachgelassen habe. Der Einfluss der Pandemie auf die Wirtschaftstätigkeit habe sich verringert. Die schrittweise erfolgende Aufhebung der Einschränkungen stütze die Konsumausgaben. Dies gelte insbesondere für die vom Lockdown am stärksten betroffenen Dienstleistungen wie die Bereiche Tourismus und Gastgewerbe. Die Expansion im verarbeitenden Gewerbe setze sich fort. Aufgrund anhaltender Störungen der Lieferketten habe sie allerdings an Tempo eingebüßt, was sich auch in den harten Daten zeige. So sei die Industrieproduktion im August um 1,6 % zurückgegangen und damit 1,2 % niedriger gewesen als zu Beginn der Pandemie. Auch der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe spiegele diese Entwicklung wider. Der Index sei von 55,6 Punkten im September auf 53,2 Punkte im Oktober gesunken, was dem niedrigsten Stand seit 16 Monaten entspreche. Die Aussichten für die kommenden Quartale würden durch Material-, Ausrüstungs- und Arbeitskräftemangel eingetrübt. Nachdem die Dienstleistungskomponente des EMI in den Frühphasen des Wiederhochfahrens der Wirtschaft rasch wieder angestiegen sei, habe sich dieses Wachstum nun abgeschwächt. Demzufolge liege der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im Eurogebiet zwar weiterhin stabil im expansiven Bereich, habe aber merklich an Dynamik verloren. Er sei von 59,0 Zählern im August auf 56,2 Zähler im September und schließlich auf 54,3 Zähler im Oktober gesunken und habe damit ein Sechsmonatstief erreicht.

Die Teuerung nach dem HVPI habe sich von 3,0 % im August auf 3,4 % im Folgemonat erhöht. Im September sei etwa die Hälfte der Gesamtinflation auf die Energiepreisentwicklung zurückzuführen gewesen. Die Inflation steige immer noch unerwartet stark an. Verantwortlich hierfür seien im Wesentlichen drei Faktoren, die miteinander verknüpft seien und mit dem aktuellen Energiepreisschock und dem Wiederhochfahren der Wirtschaft im Zusammenhang stünden. Erstens sei der Preisschub bei Energie eine Folge sowohl angebotsseitiger als auch nachfrageseitiger Entwicklungen. Für den Anstieg der Gas- und Strompreise seien zum Teil Übertragungseffekte maßgeblich, die von der weltweiten Entwicklung ausgingen. Allerdings seien die Gaspreise in Europa aufgrund europaspezifischer Faktoren rascher angestiegen als die Weltmarktpreise. Zu diesen Faktoren zählten die Substitution anderer Brennstoffe durch Gas, niedrige Lagerbestände und höhere CO₂-Preise. Zweitens habe sich infolge der Wiederöffnung der Wirtschaft die Nachfrage erhöht. Zusammen mit pandemiebedingten Faktoren und globalen angebotsseitigen Hemmnissen entstehe daraus ein Aufwärtsdruck auf die Preise. Besonders deutlich zeige sich diese Entwicklung bei den

verbrauchernahen Dienstleistungen und jenen Waren, die von den weltweiten Angebotsengpässen am stärksten betroffen seien.

Die höhere Nachfrage nach Dienstleistungen und die Angebotsstörungen trieben die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel nach oben. Der Index sei von 1,6 % im August auf 1,9 % im September gestiegen. Auf ähnliche Weise baue sich bei einer Vielzahl von Waren weiterhin ein Preisdruck auf, der auf den nachgelagerten Stufen der Preissetzungskette zunehmend sichtbar werde. So liege die Teuerung bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie im September mit 2,1 % deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt. Drittens trügen mit der Pandemie verbundene Sonderfaktoren nach wie vor zum Inflationsanstieg bei. Hierzu zählten Basiseffekte im Zusammenhang mit dem Ölpreisrückgang im vergangenen Jahr und das Auslaufen der zeitlich befristeten Mehrwertsteuersenkung in Deutschland.

Die Gesamtinflation werde im Jahresverlauf wohl weiter zunehmen und im vierten Quartal ihren Höhepunkt erreichen. Obschon es länger als zuvor angenommen dauern werde, bis die Teuerung zurückgehe, dürfte sie im Jahresverlauf 2022 wieder sinken, da der Einfluss der drei Faktoren, die die Inflationsentwicklung auf kurze Sicht prägten, nachlassen oder aus der Berechnung der jährlichen Teuerungsrate herausfallen werde. Mit Blick auf die Zukunft dürfte eine angespanntere Arbeitsmarktlage dem Lohnwachstum Auftrieb verleihen, was einen allmählichen Anstieg des zugrunde liegenden Inflationsdrucks begünstigen dürfte. Wie Herr Lane anführte, werde aber nach wie vor erwartet, dass die Inflation auf mittlere Sicht unter den Zielwert der EZB sinke. Zugleich sei weiterhin unklar, wie lange die Angebotsknappheit und die höheren Energiepreise anhalten würden, was ein Aufwärtsrisiko für die kurzfristigen Inflationsaussichten darstelle. Die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen nun zwar näher bei 2 %, aber im Allgemeinen weiterhin unterhalb des Zielwerts. Dies gelte vor allem für die risikobereinigten Indikatoren.

Die Erholung hänge weiterhin vom Pandemieverlauf und von weiteren Impffortschritten ab. Die Risiken für die Wirtschaftsaussichten würden nach wie vor als weitgehend ausgewogen erachtet. Noch immer ergäben sich Aufwärtsrisiken aus der Möglichkeit einer unerwartet raschen Inanspruchnahme akkumulierter Ersparnisse für Investitionen und Konsum. Sollten die Störungen der Lieferketten jedoch noch länger andauern, könne dadurch der Aufschwung verlangsamt werden. Ferner könnten anhaltend hohe Energiepreise die Wirtschaftstätigkeit bremsen und das verfügbare Einkommen beeinträchtigen, was wiederum den Konsum und die Investitionen belasten würde. Sollten sich diese Faktoren als persistenter erweisen als erwartet, könnte die Aufwärtsverschiebung des Preisniveaus in Form unerwartet hoher Lohnzuwächse durchwirken. Die jüngsten Daten deuteten nach wie vor auf eine starke Unterauslastung am Arbeitsmarkt hin, und die Lohnentwicklung bleibe gedämpft. Darüber hinaus habe der negative Terms-of-Trade-Schock infolge des Preisschubs bei Energie auch zu Gewinneinbußen geführt, was den Spielraum für Lohnerhöhungen einschränke. Bei der Beobachtung der Lohnentwicklung müsse unterschieden werden zwischen Lohnanpassungen, die

lediglich eine Reaktion auf die unerwartet hohe aktuelle Teuerung bzw. eine Verschiebung des erwarteten Inflationsniveaus in Richtung des Inflationsziels seien, und einem sich selbst verstärkenden Prozess, im Zuge dessen die Arbeitgeber in Erwartung einer künftig dauerhaft überschießenden Inflation den Forderungen nach Lohnerhöhungen nachgäben.

Allgemein blieben die Finanzierungsverhältnisse für Unternehmen, private Haushalte und den öffentlichen Sektor zwar günstig, aber die Marktzinsen hätten sich seit der September-Sitzung deutlich erhöht. Die längerfristigen Renditen seien stärker gestiegen als die längerfristigen Inflationserwartungen. Dies gehe aus Befragungen professioneller Prognostiker und geldpolitischer Analysten und den risikobereinigten marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs hervor. Auch die signifikante Zunahme der Laufzeitprämien könne mit einer Verschiebung der Inflationsrisikoprämien zusammenhängen. Eine dauerhafte Erhöhung der Marktzinsen würde mit der Zeit zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen führen. Die Renditeabstände der Staatsanleihen aus dem Euroraum blieben stabil, und es gebe keine Anzeichen dafür, dass sich die Transmission der risikofreien Zinssätze auf die Staatsanleihemärkte abschwäche. Trotz eines leichten Renditeanstiegs bei Bank- und Unternehmensanleihen seien die markt- und bankbasierten Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte derzeit noch immer günstig. Der Euro habe gegenüber dem US-Dollar deutlich an Boden verloren, worin sich die Erwartungen eines strafferen geldpolitischen Kurses in den Vereinigten Staaten im Vergleich zum Euroraum widerspiegeln.

Insgesamt bestätigten die jüngsten Entwicklungen weitgehend die auf der September-Sitzung vorgetragene Einschätzung und legten keine Veränderung des Tempos der Ankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) nahe. Dementsprechend schlug Herr Lane vor, den Nettoerwerb von Vermögenswerten im Rahmen des PEPP im Schlussquartal des laufenden Jahres moderat gegenüber den beiden vorangegangenen Quartalen zu reduzieren.

Einige Indikatoren der Markterwartungen hinsichtlich der künftigen Entwicklung der kurzfristigen Geldmarktsätze seien schwierig mit der Forward Guidance der EZB zu den Leitzinsen vereinbar. In dem Anstieg der kurzfristigen Zinssätze komme wahrscheinlich eine höhere Risikokompensation zum Ausdruck, da ein gefühlt höheres Inflationsrisiko übernommen werde. Allerdings könnten einige Marktteilnehmer der Wahrscheinlichkeit, dass die Bedingungen für eine Leitzinserhöhung früher erfüllt sein würden als von den Expertinnen und Experten der EZB geschätzt, eine größere Bedeutung beimessen. Die aktuelle Preissetzung am Markt spiegele jedoch möglicherweise zum Teil auch ein unvollständiges Verständnis der drei Bedingungen wider, die laut der Forward Guidance des EZB-Rats erfüllt sein müssten, bevor die Leitzinsen angehoben würden. Dies gelte insbesondere in Bezug auf die Einschätzung der Expertinnen und Experten der EZB, dass sich die Inflation im Verlauf des kommenden Jahres verringern werde und sich über den Projektionszeitraum hinweg auf einem unter dem Zielwert liegenden Niveau stabilisieren werde.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Analyse

Im Hinblick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Ratsmitglieder allgemein 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 kräftig, wenngleich die Dynamik dieser Entwicklung etwas nachgelassen habe. Die Verbraucher seien weiterhin zuversichtlich und ihre Konsumausgaben blieben auf hohem Niveau. Allerdings werde die Produktion in einigen Sektoren durch Engpässe bei Material, Ausrüstung und Arbeitskräften gebremst. Die Inflation steige, was in erster Linie auf die kräftig anziehenden Energiepreise zurückzuführen sei. Aber auch die Tatsache, dass sich die Nachfrage rascher erhole als das derzeit eingeschränkte Angebot, trage zu diesem Anstieg bei. Es werde erwartet, dass sich die Inflation auf kurze Sicht weiter erhöht, im Lauf des nächsten Jahres jedoch wieder nachgibt.

Die Ratsmitglieder stimmten der eingangs von Herrn Lane dargelegten Einschätzung zum außenwirtschaftlichen Umfeld zu. Demnach zeige sich in der Gesamtschau nach wie vor eine solide Erholung weltweit, auch wenn sich die Dynamik etwas verlangsamt habe. Zu einem gewissen Teil sei diese Verlangsamung eine natürliche Entwicklung, doch stehe sie auch in Verbindung mit anhaltenden Engpässen und Angebotsbeschränkungen. In diesem Zusammenhang wurde auf die zunehmenden Staus in den Seehäfen verwiesen. Der Ausblick für die globalen Öl- und Gasmärkte sei weiterhin mit Unsicherheit behaftet. Es wurde betont, dass die steigenden Preise auf das Zusammenspiel mehrerer Faktoren zurückzuführen seien, die das Angebot, die Nachfrage und die Lagerbestände betreffen. Das Energieangebot werde möglicherweise noch längere Zeit durch Kapazitätsengpässe beeinträchtigt, wenn im Zuge der Energiewende die Anreize zur Erschließung von Ölvorkommen und zur Aufrechterhaltung der Ölförderung verringert würden. Anlass zu einigen allgemeineren Bedenken gäben auch die Unsicherheiten bezüglich der weltweiten Konjunkturaussichten und die Frage, wie sich diese auf die Auslandsnachfrage des Euroraums auswirken könnten.

Was die Entwicklungen im Euroraum anbelange, so sei die Wirtschaft im dritten Quartal 2021 abermals kräftig gewachsen. Die Dynamik habe zwar etwas nachgelassen, doch werde noch immer erwartet, dass die Produktion bis Jahresende ihr Vorpandemieniveau übertrifft. Durch die Aufhebung der pandemiebedingten Einschränkungen würden die Konsumausgaben gestützt, wenngleich die Kaufkraft in den kommenden Monaten aufgrund der höheren Energiepreise sinken könnte. Die Lage

am Arbeitsmarkt verbessere sich unterdessen weiter, was die Aussicht auf einen Anstieg der Einkommen und auch der Ausgaben stärke. Die Nachfrageerholung im Euroraum und weltweit wirke sich günstig auf die Produktion und die Unternehmensinvestitionen aus. Allerdings werde der Ausblick für die nächsten Quartale durch Engpässe und Kostendruck unterschiedlicher Art getrübt. So dürften die aktuellen Daten zu einigen Euro-Ländern die Expertinnen und Experten des Eurosystems veranlassen, das Wachstum des realen BIP für das Jahr 2021 in ihren Projektionen vom Dezember 2021 nach unten zu korrigieren. Es sei jedoch denkbar, dass es sich dabei lediglich um eine Verlagerung innerhalb des Projektionszeitraums handele, dass das Wachstum also im zweiten Halbjahr 2021 schwächer, dafür aber im Jahr 2022 entsprechend stärker ausfallen werde als zuvor angenommen. Es wurde angedeutet, dass die durch die Pandemie entstandenen wirtschaftlichen Einbußen inzwischen – abgesehen von gewissen temporären Rückschlägen – weitgehend wieder ausgeglichen worden seien. Dementsprechend solle das Augenmerk nun auf einen normalen Verlauf des Konjunkturzyklus und eine längerfristige Perspektive gelenkt werden.

Die Ratsmitglieder waren sich weitgehend einig, dass die Angebotsengpässe länger andauerten als ursprünglich erwartet. Diese Einschätzung habe sich auch in den Ergebnissen des Corporate Telephone Survey gezeigt. Auch scheine die Beeinträchtigung der Wirtschaft durch die Engpässe in den einzelnen Ländern unterschiedlich stark zu sein. Unternehmen, die innerhalb integrierter Wertschöpfungsketten produzierten, seien tendenziell stärker betroffen als andere Unternehmen. Dies gehe mit einer hohen Abhängigkeit von Just-in-time-Verfahren einher, sodass sich die Frage stelle, inwieweit künftige Liefersysteme wieder verstärkt auf Lagerhaltung und Pufferbildung setzen würden. Des Weiteren wurde die Vermutung geäußert, dass sich die Globalisierung im verarbeitenden Gewerbe aufgrund der aktuellen Erfahrungen teilweise wieder zurückentwickeln könne. Die Engpässe, so wurde argumentiert, spiegelten nicht nur das Wiederhochfahren der Wirtschaft wider, sondern zeugten auch von strukturellen Kräften. Ein Beispiel hierfür sei der Übergang zur Elektromobilität in der Autoindustrie. Insgesamt wurde jedoch hervorgehoben, dass sich die Engpässe nach und nach auflösen würden, wenn sich Angebot und Nachfrage wieder annäherten, auch wenn dies länger dauern werde als erwartet.

Die Risiken für die Konjunkturaussichten wurden von den Ratsmitgliedern als weitgehend ausgewogen bewertet. Die Lieferengpässe und steigenden Energiepreise seien auf kurze Sicht die Hauptrisiken für das Tempo der konjunkturellen Belebung und die Inflationsaussichten. Sollten die angebotsseitigen Beschränkungen und die höheren Energiepreise längere Zeit Bestand haben, könnten sie die Erholung verlangsamen. Zugleich könnte der Preisdruck zunehmen, wenn hartnäckige Engpässe dazu führten, dass die Löhne stärker stiegen als erwartet, oder wenn die Wirtschaft ihre Kapazität rascher wieder voll ausschöpfe. Die Wirtschaftstätigkeit könne die Erwartungen jedoch übertreffen, falls die Verbraucher zuversichtlicher würden und weniger sparten als derzeit erwartet.

Allgemeiner betrachtet hänge die Erholung immer noch vom Pandemieverlauf und von weiteren Impffortschritten ab.

Im Rahmen des Meinungsaustausches zu den Risiken für die Wirtschaftsaussichten erörterten die Ratsmitglieder auch das Phänomen der Stagflation. Es wurde daran erinnert, dass ein Terms-of-Trade-Schock, wie ihn die steigenden Energiepreise nahelegten, in der Regel inflationserhöhend und zugleich wachstumshemmend wirke, da das reale verfügbare Einkommen sinke und die Kosten anstiegen. Für die Wirtschaft, die gerade erst aus der Pandemiekrise herausfinde, bedeute der negative Terms-of-Trade-Schock auch eine erhöhte Wahrscheinlichkeit von Vernarbungseffekten, die wiederum das künftige Wachstum bremsen könnten. Zugleich wurde gemahnt, temporäre und in verschiedene Richtungen verlaufende Entwicklungen der Preise und der Produktion nicht als Stagflation einzustufen. In den späten Phasen eines Aufschwungs sei ein niedrigeres Wachstum durchaus normal, und der jüngste Aufwärtsdruck auf die Preise lasse sich größtenteils auf Basiseffekte zurückführen. Es wurde hervorgehoben, dass sich im derzeitigen Ausblick eindeutig nicht das Element der Stagnation wiederfinde. Die Wachstumsdynamik verlangsamt sich, aber diese Entwicklung vollziehe sich vor dem Hintergrund einer nach wie vor kräftigen Erholung mit robusten, deutlich über dem Potenzialwachstum liegenden Wachstumsraten. Es wurde darauf verwiesen, dass Auftragseingang und Produktion in der Industrie so stark auseinanderklafften wie nie zuvor. Dies lasse auf ein beträchtliches Aufwärtspotenzial schließen, das nach dem Abklingen der Angebotsprobleme ausgeschöpft werden könne. Dadurch werde die Wahrscheinlichkeit einer Stagflation begrenzt. Gegen eine Stagflation spreche außerdem, dass an den Aktienmärkten höhere und steigende Gewinne eingepreist würden. Auch die finanz- und geldpolitische Unterstützung sowie die verankerten Inflationserwartungen seien Faktoren, die nicht in das Bild einer Stagflation passten. In diesem Zusammenhang wurde daran erinnert, dass während der Stagflation der 1970er-Jahre andere Bedingungen vorgeherrscht hätten als derzeit. Damals hätten die Löhne infolge der Indexierung auf die Energiepreise reagieren können, wodurch der Boden für Stagflation wie auch Inflation bereitet worden sei.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung. Die Inflation sei im September auf 3,4 % gestiegen und dürfte sich im Jahresverlauf noch weiter erhöhen. Zwar werde die aktuelle Phase höherer Inflationsraten länger andauern als ursprünglich erwartet, es sei jedoch davon auszugehen, dass die Teuerung im Lauf des Jahres 2022 wieder sinken werde. Der derzeitige Inflationsanstieg sei vornehmlich auf das Zusammenwirken von drei Faktoren zurückzuführen: Die Energiepreise hätten kräftig angezogen, die sich mit dem Wiederhochfahren der Wirtschaft erholende Nachfrage wachse stärker als das Angebot, und das Auslaufen der Mehrwertsteuersenkung in Deutschland ziehe Basiseffekte nach sich. Den Erwartungen zufolge dürften sich die Auswirkungen aller drei Faktoren im Verlauf des Jahres 2022 abschwächen oder aus der Berechnung der jährlichen Inflationsrate herausfallen. Mit der anhaltenden

konjunkturellen Belebung werde die Wirtschaft allmählich ihr Potenzial wieder voll ausschöpfen, was einen Anstieg der Löhne im Zeitverlauf stützen dürfte. Die marktbasieren Messgrößen und umfragebasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen hätten sich dem Wert von 2 % stärker angenähert. Zudem seien niedrigere Inflationsraten in den nächsten fünf Jahren an den Optionsmärkten bereits weitgehend ausgepreist. Diese Faktoren dürften die zugrunde liegende Inflation und die Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Zielwert unterstützen.

Die Ratsmitglieder stimmten weitgehend darin überein, dass ein buckelförmiger Verlauf der kürzerfristigen Inflationssichten zu erwarten sei. Es herrschte Zuversicht, dass die von höheren Energiepreisen und Angebotsengpässen ausgehenden Effekte vorübergehend sein würden, wenngleich der Rückgang der Inflation im Jahr 2022 wohl später einsetzen werde als zuvor angenommen. Sowohl für die Gesamtinflation als auch für die zugrunde liegende Inflation seien die jüngsten Ergebnisse wiederholt unterschätzt worden. Dadurch erhärteten sich frühere Vermutungen, dass bei den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2021 die Aufwärtsrisiken überwogen hätten. Vor diesem Hintergrund wurde es als wahrscheinlich erachtet, dass die Expertinnen und Experten des Eurosystems die kürzerfristigen Inflationssichten für den Euroraum in ihren Dezember-Projektionen erneut nach oben revidieren würden.

Die Ratsmitglieder waren sich weitgehend darin einig, dass gegenwärtig die Frage im Mittelpunkt stehe, welche Implikationen die jüngsten Entwicklungen für die mittelfristigen Inflationssichten hätten. Es wurde angemerkt, dass der mittelfristige Inflationssicht nach wie vor mit erhöhter Unsicherheit behaftet sei. Daher sei im Hinblick auf die unterschiedlichen Szenarien, die eintreten könnten, Unvoreingenommenheit erforderlich. Mit Blick auf die automatische Aktualisierung der Projektionen wurde daran erinnert, dass sich zwar für 2022 wohl eine Aufwärtskorrektur ergeben werde, für 2023 jedoch auch der erhebliche Einfluss eines erwarteten Ölpreisrückgangs zum Tragen kommen werde. Zugleich wurde angemerkt, dass sich der derzeit beobachtete Preissprung bei Gas erst mit einer gewissen Verzögerung in höheren Verbraucherpreisen niederschlagen werde, da es sich hierbei größtenteils um administrierte Preise handle.

Abgesehen von den automatischen Aktualisierungen, so wurde betont, könnten auch länger anhaltende Engpässe und der Anstieg der Energiekosten Auswirkungen haben und letztlich die zugrunde liegende Inflation sowie die mittelfristigen Inflationssichten dämpfen. Dies wäre zum Beispiel der Fall, wenn Engpässe die wirtschaftliche Erholung bremsen. In ähnlicher Weise ergebe sich aus den Auswirkungen der höheren Energiepreise auf die Terms of Trade eine Art „Besteuerung“, die von Beschäftigten und Unternehmen in der inländischen Wirtschaft zu tragen wäre. Dadurch könne sich die Rückkehr der Wirtschaftstätigkeit zum Vorpandemieniveau verzögern. Dies stehe mit den Konjunkturindikatoren im Einklang, die eine Abschwächung der konjunkturellen Dynamik anzeigten. Es wurde argumentiert, dass angebotsseitige Schocks nur dann zu einem selbsttragenden

inflationistischen Prozess führen würden, wenn zum betreffenden Zeitpunkt alle Ressourcen in einer Volkswirtschaft vollständig ausgeschöpft seien. Dies sei im Euro-Währungsgebiet allerdings noch nicht der Fall. Sowohl die Zahl der Erwerbspersonen als auch die Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden lägen weiterhin unter ihrem Vorpandemieniveau, auf dem sie damals lediglich einen moderaten Inflationsdruck erzeugt hatten. Darüber hinaus gehe von den Programmen zur Arbeitsplatzsicherung noch immer eine dämpfende Wirkung auf die Arbeitslosenquote aus. Gleichzeitig wurde vorgebracht, dass die derzeitigen angebotsseitigen Schocks stärker auf die Inflation durchwirken könnten, da es eine große angestaute Nachfrage gebe und die privaten Haushalte aufgrund ihrer sehr hohen Ersparnisse eine höhere Zahlungsbereitschaft zeigten.

Die Ratsmitglieder äußerten die Auffassung, dass das Lohnwachstum und die Inflationserwartungen steigen müssten, damit sich die Inflation auf mittlere Sicht erhöhe. Das Lohnwachstum müsse dann jedoch eine dauerhafte Veränderung der Wachstumsrate widerspiegeln und nicht nur eine einmalige Verschiebung. Es herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass das Wachstum der Tarifverdienste verhalten geblieben sei und es bislang keine Anzeichen gebe, dass die höheren Energiepreise zu Zweitrundeneffekten auf Löhne geführt hätten. Zugleich wurde davor gewarnt, sich bei der Beurteilung allzu sehr auf die wenigen Lohnverhandlungen der jüngsten Vergangenheit zu stützen, denn diese seien nicht vor dem Hintergrund der derzeit sehr hohen Inflationsraten geführt worden. Somit könnten auch noch nach einer gewissen Verzögerung Zweitrundeneffekte zutage treten, die sich erst nach Abschluss der nächsten Lohnverhandlungsrunde erkennen lassen würden. Je länger die Phase hoher Inflationsraten andauere, desto größer werde der Druck auf die Gewerkschaften sein, höhere Lohnforderungen durchzusetzen. Bezug genommen wurde auch auf Hinweise zu möglichen Zweitrundeneffekten in den Ergebnissen des Corporate Telephone Survey.

Allerdings sei in der gegenwärtigen Situation Vorsicht geboten, denn nicht jeder beobachtete Anstieg des Lohnwachstums dürfe mit unerwünschten Zweitrundeneffekten in Verbindung gebracht werden. Es sei eine gewisse Zunahme zu erwarten, und nach einer langen Phase niedriger Inflationsraten sollte ein durch eine zunehmend angespannte Arbeitsmarktlage bedingtes Anziehen des Lohnwachstums – selbst wenn es sich als anhaltend erweise sollte – als eine gesunde Entwicklung erachtet werden. Bei der Betrachtung der Folgen für die Arbeitskosten gelte es zudem, den Anstieg des Lohnwachstums mit einem eventuellen Produktivitätszuwachs in Relation zu setzen. Im Allgemeinen hänge es von der Wettbewerbslage und der relativen Verhandlungsmacht von Arbeitnehmern und Arbeitgebern ab, ob Zweitrundeneffekte als Reaktion auf einen Terms-of-Trade-Schock entstünden. Es wurde das Argument vorgebracht, dass der Mechanismus, wonach bei höheren Lohnforderungen die Preise erhöht würden, um die Rentabilität wiederherzustellen, gegenwärtig wohl nicht greife, da das Risiko eines Verlusts von Marktanteilen bestehe. Außerdem habe sich seit den 1970er- und 1980er-Jahren die relative Bedeutung von Arbeitsentgelt und Arbeitsplatzsicherheit bei Lohnverhandlungen verschoben. So herrsche am Arbeitsmarkt noch immer

eine erhebliche versteckte Unterauslastung, die sich auf die Programme zur Arbeitsplatzsicherung sowie auf Mobilitäts- und Migrationsbeschränkungen zurückführen ließen. Die Möglichkeit von Zweitrundeneffekten sei angesichts der Unterauslastung am Arbeitsmarkt zwar als begrenzt einzuschätzen, die Preiseffekte könnten jedoch größer sein als derzeit angenommen, wenn die Erwerbsbeteiligung nicht wieder auf ihr Vorkrisenniveau zurückkehre. Vor dem Hintergrund nach wie vor hoher Infektionsraten und weiterhin großzügiger Hilfen im Rahmen der Programme zur Arbeitsplatzsicherung seien die Anspruchslöhne der Beschäftigten möglicherweise gestiegen, wenngleich dieser Effekt nachlassen dürfte, wenn sich der Arbeitsmarkt nach der Pandemie normalisiere. Während Einigkeit bestand, dass die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften geringer und der Spielraum für Lohnindexierungen im Zeitverlauf kleiner geworden seien, wurde betont, dass die Lohnverhandlungen inzwischen in einem Umfeld hoher und deutlich über dem angestrebten Zielwert der EZB liegender Inflationsraten geführt würden.

Im Rahmen ihrer Diskussion erinnerten die Ratsmitglieder auch an andere Faktoren, die für die mittelfristigen Inflationsaussichten maßgeblich seien. Es wurde eingewandt, dass die Projektionen nicht den Anstieg der CO₂-Preise berücksichtigten, der zur Erreichung der Ziele des Pariser Klimaschutzabkommens erforderlich sei. Es wurde anerkannt, dass die Energiepreise steigen müssten, um das Verhalten von Verbrauchern und Unternehmen mithilfe relativer Preisänderungen (gegenüber den nicht energiebezogenen Komponenten) zu beeinflussen. Dabei wurde allerdings die Frage aufgeworfen, ob die tatsächlichen Auswirkungen höherer Energiepreise auf die Wirtschaftstätigkeit und die Inflation positiv oder negativ ausfallen würden. In diesem Zusammenhang wurden Zweifel an der Praxis geäußert, die in der Regel abwärtsgerichtete Terminpreiskurve für Öl in den Projektionen als Annahme zugrundezulegen, wenn doch zu erwarten sei, dass die Preise für fossile Brennstoffe erhöht bleiben oder weiter steigen würden. Des Weiteren habe sich das Wachstum der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum, die derzeit nicht im HVPI enthalten seien, im zweiten Quartal auf eine Rate von 4,5 % gegenüber dem Vorjahr beschleunigt. Dies gebe Anlass zur Sorge, denn der Beitrag von selbst genutztem Wohneigentum zur Inflation im zweiten Quartal dieses Jahres sei zuletzt mithilfe eines experimentellen HVPI auf 0,4 bis 0,5 Prozentpunkte geschätzt worden (während sich die Differenz zwischen diesem experimentell erweiterten und dem offiziellen HVPI auf 0,2 bis 0,3 Prozentpunkte belaufe). Zugleich wurde gewarnt, dass dieser zusätzliche Kostenindikator nicht zwangsläufig immer einen positiven Inflationsbeitrag leisten werde. Er spiegele zum Teil Preisentwicklungen bei Wohnimmobilien wider, bei denen es im Zeitverlauf zu einer deutlichen Rückkehr zum Mittelwert kommen könne. Zudem wurde betont, dass einige der in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen verwendeten Modelle die gegenwärtige Inflationsdynamik nicht adäquat abbilden dürften, da sie von einer Mittelwertrückkehr zum in den letzten Jahren historisch tiefen Trend ausgingen.

Im Hinblick auf die Inflationserwartungen nahmen die Ratsmitglieder die eingangs von Frau Schnabel und Herr Lane vorgetragene Erläuterungen zur Kenntnis, wonach die längerfristigen umfragebasierten Indikatoren und die marktbasierenden Messgrößen der Inflationserwartungen weiter gestiegen seien. Die Erwartungen lägen nunmehr bei annähernd 2 % oder hätten diesen Zielwert bereits erreicht. Es wurde darauf hingewiesen, dass es sich hierbei lediglich um eine schrittweise Annäherung an das neue Inflationsziel handele und diese Wiederverankerung nicht mit einer Entankerung der Inflationserwartungen nach oben zu verwechseln sei. Wenngleich die einzelnen Messgrößen der Inflationserwartungen alle gewisse methodische Mängel wie z. B. Risikoprämien oder statistische Ausreißer aufwiesen, sei es hilfreich, über ein breites Spektrum an Informationen zu verfügen, die in qualitativer Hinsicht allesamt in die gleiche Richtung deuteten. Es wurde vorgebracht, dass sich die hohe Inflation mit zunehmender Dauer immer stärker in den längerfristigen Inflationserwartungen verfestigen könne. Zudem wurde darauf hingewiesen, dass sich die Inflationswahrnehmung der privaten Haushalte und der Unternehmen merklich von der auf Makrodaten basierenden Einschätzung der Marktanalysten und Zentralbanken unterscheide. Dies gehe auch aus Haushaltsbefragungen hervor.

In Bezug auf die monetäre und finanzielle Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die von Herrn Lane in seiner Einleitung dargelegte Einschätzung. Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte lägen nach wie vor auf einem historisch niedrigen Niveau. Das Wachstum der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sei weiterhin moderat, wenngleich es sich im September beschleunigt habe. Aus der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken gehe hervor, dass sich die Kreditbedingungen für Unternehmen stabilisiert hätten und – erstmals seit 2018 – von einer niedrigeren Risikowahrnehmung der Banken gestützt würden. Es wurde angemerkt, dass die Zuwachsraten der Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte bei über 5 % und damit auf dem höchsten Stand seit 2008 liege. Zugleich stärkten die günstigen Refinanzierungsbedingungen weiterhin die nach wie vor soliden Bankbilanzen.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Die Mitglieder teilten weitgehend die Auffassung, dass der akkommodierende geldpolitische Kurs zum gegenwärtigen Zeitpunkt nochmals zu bestätigen und weiterhin angemessen sei, um die Annäherung der Inflation an das mittelfristige symmetrische Inflationsziel des EZB-Rats von 2 % zu fördern. Im Einklang mit der neuen Strategie des EZB-Rats bedürfe es angesichts der erhöhten Unsicherheit einer geduldigen Geldpolitik, damit sich die Inflationserwartungen von selbst und auf Dauer wieder am Zielwert verankern könnten. Da der geldpolitische Handlungsspielraum durch eine effektive Zinsuntergrenze begrenzt sei, wurde der Anstieg der Inflationsrate als Gelegenheit erachtet, die Inflationserwartungen wieder fest beim mittelfristigen Inflationsziel des EZB-Rats von 2 % zu

verankern. Eine Beibehaltung des akkommodierenden geldpolitischen Kurses stünde auch mit der neuen geldpolitischen Strategie des EZB-Rats im Einklang. Demnach seien beständige geldpolitische Maßnahmen nötig, wenn die Zinsen an der Untergrenze lägen, und die Inflation dürfe vorübergehend moderat über dem Zielwert liegen. Es stehe zu vermuten, dass sich die Ursachen des niedrigen Wachstums und der niedrigen Inflation, wie sie vor Ausbruch der Pandemie geherrscht hatten, nicht grundlegend geändert hätten.

Allerdings wurde auch darauf hingewiesen, dass die kurzfristigen Realzinsen trotz gestiegener Nominalzinsen gesunken seien. Es wurde angemerkt, dass irgendwann der Zeitpunkt kommen werde, die äußerst großzügige Unterstützung der Wirtschaft durch die Geldpolitik angesichts des verbesserten Inflationsausblicks neu zu evaluieren und nach und nach eine neutralere Konfiguration anzusteuern. Anders als im vergangenen Jahrzehnt sei der EZB-Rat nunmehr zunehmend mit einer gesamtwirtschaftlichen Entwicklung konfrontiert, die weniger durch Nachfragestörungen, sondern eher durch Angebotsengpässe gekennzeichnet sei, und das in einem Umfeld, das sich durch steigende Inflationserwartungen und eine rasche Aufhellung am Arbeitsmarkt auszeichne. Zugleich wurde daran erinnert, dass der aktuelle gesamtwirtschaftliche Ausblick ganz erheblich von den geldpolitischen Unterstützungsmaßnahmen abhängt.

Mit Blick auf die Finanzierungsbedingungen wurde festgestellt, dass die Finanzlage und die Finanzierungsbedingungen alles in allem günstig geblieben seien, obwohl Marktzinsen wie der zehnjährige OIS-Satz und die Renditen von Staatsanleihen der Euro-Länder seit der vierteljährlichen Beurteilung des EZB-Rats vom September deutlich angezogen hätten. Im Anstieg des zehnjährigen OIS-Satzes kämen ausschließlich die höheren Messgrößen des Inflationsausgleichs zum Ausdruck. Die Zunahme des Inflationsausgleichs sei wiederum in erheblichem Maße der aufgrund von Ansteckungseffekten aus dem Ausland gestiegenen Laufzeitprämie geschuldet. Die Realzinsen seien indessen gefallen, und die Renditeabstände von Staatsanleihen und Unternehmensanleihen hätten sich nach wie vor moderat entwickelt. Trotz eines Anstiegs der Renditen von Bank- und Unternehmensanleihen befänden sich die markt- und bankbasierten Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte weiterhin auf historisch günstigem Niveau oder nahe daran.

Es wurden Bedenken geäußert, dass die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Entwicklung der kurzfristigen Geldmarktzinsen schwer mit der Forward Guidance des EZB-Rats zu den Leitzinsen vereinbar seien, da die Marktteilnehmer inzwischen mit einer viel früheren ersten Zinsanhebung rechneten als noch zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung im September. Die Frage wurde aufgeworfen, ob die Marktteilnehmer die drei Bedingungen, die der Forward Guidance des EZB-Rats zufolge erfüllt sein müssten, bevor die Leitzinsen erstmals wieder erhöht würden, möglicherweise missverstünden. Diese drei Bedingungen seien erfüllt, wenn der EZB-Rat feststelle, dass die Inflationsrate a) deutlich vor dem Ende seines Projektionszeitraums 2 % erreicht habe und b) diesen Wert im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums dauerhaft halte, und wenn er c) der Auffassung sei, dass die Entwicklung

der zugrunde liegenden Inflation hinreichend fortgeschritten sei, um mit einer sich mittelfristig bei 2 % stabilisierenden Inflation vereinbar zu sein. Es wurde daran erinnert, dass die marktbasierenden Messgrößen des Inflationsausgleichs und die Terminzinsen – anders als die umfragebasierten Indikatoren – Laufzeitprämien enthielten, die es von der reinen Erwartungskomponente zu trennen gelte. Der Anstieg der Laufzeitprämien aufgrund der erhöhten Unsicherheit sei möglicherweise eine Erklärung für die Diskrepanz zwischen den marktbasierenden Messgrößen und den umfragebasierten Indikatoren, wenngleich sich beide Maße seit der September-Sitzung deutlich verschoben hätten.

Es wurden zwei Hauptgründe für diese Verschiebung erörtert. Einerseits deute der erhebliche Anstieg der marktbasierenden Messgrößen des Inflationsausgleichs, der über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg – also auch bei den mittleren Zeithorizonten – zu beobachten sei, darauf hin, dass die Bedingungen für die Anhebung der Leitzinsen aus Sicht der Marktteilnehmer früher erfüllt sein würden als vom EZB-Rat antizipiert. Im Einklang mit der Funktion eines automatischen Stabilisators, die der Forward Guidance des EZB-Rats innewohne, sei es naheliegend, dass sich mit steigenden Inflationserwartungen auch der erwartete Zeitpunkt für die Leitzinsanhebung verändere. Dies bringe zum Ausdruck, dass die Forward Guidance nach wie vor glaubwürdig sei und zu einer weiteren Entspannung der Finanzierungsbedingungen beigetragen habe, indem sie für eine Verringerung der realen kurz- und mittelfristigen Zinssätze gesorgt habe. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass nun eine Lücke bestehe zwischen dem aus Inflationsswaps abgeleiteten künftigen Inflationsspfad und dem, der aus den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2021 hervorgehe. Außerdem wurde darauf hingewiesen, dass die Inflation in den jüngsten gesamtwirtschaftlichen Projektionen beständig unterschätzt worden sei.

Andererseits sei es möglich, dass die Marktteilnehmer die Glaubwürdigkeit der Forward Guidance des EZB-Rats in Frage stellten. In diesem Zusammenhang wurde betont, dass der EZB-Rat alle drei Bedingungen seiner Forward Guidance sowie seine Entschlossenheit bekräftigen müsse, im Einklang mit seiner überarbeiteten geldpolitischen Strategie kraftvoll und beständig zu handeln, um die Inflationserwartungen fest auf dem Zielwert von 2 % zu verankern. Ebenso müsse der EZB-Rat seine Einschätzung bestätigen, dass die Inflation im Verlauf des kommenden Jahres sinken werde und noch immer davon auszugehen sei, dass sie sich über den Projektionszeitraum hinweg unterhalb des 2 %-Ziels einpendeln werde. Es wurde unterstrichen, dass die Forward Guidance des EZB-Rats durch die ausdrückliche Betonung der notwendigen Dauerhaftigkeit der zugrunde liegenden Inflationentwicklung besonders gut geeignet sei, um durch kostentreibende Schocks, wie sie derzeit zu beobachten seien, hindurchzuschauen.

Die Ratsmitglieder waren sich einig, dass der aktuelle und auf kurze Sicht zu erwartende Anstieg der Teuerungsrate in erster Linie auf temporäre Faktoren zurückzuführen sei, die mittelfristig auslaufen würden. Gleichzeitig stimmten sie darin überein, dass der Preisdruck hartnäckiger sei als in den September-Projektionen vorhergesehen. Zwar seien bisher noch keine Zweitrundeneffekte erkennbar,

doch müsse der mittelfristige Preisauftrieb genau beobachtet werden. Dazu wurde anmerkt, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen – und zwar nicht nur die der Marktteilnehmer, sondern die der Wirtschaftsakteure insgesamt – nach wie vor fest verankert seien und im Allgemeinen unter 2 % lägen. Alles in allem wurde bestätigt, dass sich die mittelfristigen Inflationsaussichten verbessert hätten.

Der Fokus des EZB-Rats auf den mittelfristigen Inflationsausblick lege es nahe, durch den projizierten buckelförmigen Verlauf der Teuerung hindurchzuschauen, der sich aus der vorübergehenden Natur der Faktoren ergebe, die die Inflationsaussichten derzeit beeinflussten. Gleichwohl wurde die Unsicherheit bezüglich des mittelfristigen Ausblicks als erhöht eingeschätzt. Es müsse anerkannt werden, dass die Aufwärtsrisiken für die Inflation zugenommen hätten; zugleich sei es wichtig, dass der EZB-Rat weder überreagiere noch in Untätigkeit ver falle. Außerdem müsse er sich ausreichend Optionen für die Kalibrierung der geldpolitischen Maßnahmen offenhalten, um in der Lage zu sein, auf alle Inflationsszenarien zu reagieren, die eintreten könnten.

Auf Basis der gemeinsamen Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und der Inflationsaussichten stimmten alle Ratsmitglieder dem Vorschlag von Herrn Lane zu, den Nettoerwerb von Vermögenswerten im Rahmen des PEPP im Schlussquartal des laufenden Jahres moderat gegenüber den beiden vorangegangenen Quartalen zu reduzieren. Gleichzeitig bestätigten sie alle anderen geldpolitischen Maßnahmen: die Höhe der EZB-Leitzinsen, die Forward Guidance zu deren voraussichtlicher Entwicklung, die Ankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP), die Wiederanlagestrategie und die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte.

Im Hinblick auf die kommende Sitzung des EZB-Rats im Dezember wurde die Ansicht vertreten, dass die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP auf der Grundlage der aktuellen Entwicklungen voraussichtlich bis März 2022 beendet werden könnten, so wie es der EZB-Rat in seiner vorherigen Kommunikation angekündigt habe. Zugleich wurde betont, dass die geldpolitischen Beschlüsse datengestützt sein müssten und alle in den kommenden Monaten eingehenden Daten zu berücksichtigen seien. Zwar werde sich der EZB-Rat in seiner Dezembersitzung auf die neuen gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems stützen können, doch wurde gemahnt, dass die im Dezember verfügbaren Daten nicht alle Unsicherheiten in Bezug auf die mittelfristigen Inflationsaussichten beseitigen könnten. Es sei wichtig, dass sich der EZB-Rat genügend Optionen bewahre, um künftige geldpolitische Maßnahmen – auch nach der Ratssitzung vom Dezember – zu ermöglichen.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Mit Blick auf die Kommunikation wurde hervorgehoben, dass der EZB-Rat angesichts der deutlichen Verschiebung des Pfads der kurzfristigen Geldmarktsätze seine Forward Guidance bestätigen müsse. Gleichzeitig müsse er seine Einschätzung bekräftigen, dass es zwar länger dauern werde als zuvor angenommen, bis die Inflation wieder sinke, diese aber den Erwartungen nach auf mittlere Sicht wieder unter dem Zielwert von 2 % liegen werde. In diesem Zusammenhang müssten die mittelfristigen Inflationsaussichten und die Entschlossenheit des EZB-Rats herausgestellt werden, im Einklang mit der überarbeiteten geldpolitischen Strategie kraftvoll und beständig zu handeln, um die Inflationserwartungen fest auf dem Zielwert von 2 % zu verankern. Unterdessen müsse auch eingeräumt werden, dass einige der Aufwärtsrisiken, mit denen die gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September behaftet waren, inzwischen zum Tragen gekommen seien und dass der zuletzt beobachtete Inflationsanstieg wohl länger andauern werde als bislang erwartet.

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen beschloss der EZB-Rat auf Vorschlag der Präsidentin die folgenden geldpolitischen Maßnahmen, die in der entsprechenden Pressemitteilung der EZB im Einzelnen dargelegt sind.

Der EZB-Rat war weiterhin der Auffassung, dass günstige Finanzierungsbedingungen auch dann aufrechterhalten werden könnten, wenn der Umfang des Nettoerwerbs von Vermögenswerten im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) gegenüber dem zweiten und dritten Quartal dieses Jahres moderat reduziert wird.

Der EZB-Rat bestätigte auch seine anderen Maßnahmen: die Höhe der EZB-Leitzinsen, seine Forward Guidance zu deren voraussichtlicher Entwicklung, seine Ankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP), seine Wiedieranlagestrategie und seine längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte.

Der EZB-Rat wies erneut darauf hin, dass er bereit sei, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Inflation mittelfristig bei seinem Zielwert von 2 % stabilisiere.

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](#)

Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse](#)

Sitzung des EZB-Rats, 27.-28. Oktober 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 Oktober 2021 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

Sonstige Anwesende

Herr Dombrowskis, 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

Herr Bitans

Frau Buch

Herr Demarco

Frau Donnery

Herr Gaiotti

Frau Goulard

Herr Haber

Herr Kuodis

Herr Kyriacou

Herr Luikmel

Herr Lünemann

Herr Novo

Herr Ódor

Herr Sleijpen

Herr Tavlás

Herr Vanackere

Herr Välimäki

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 20. Januar 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.