

20. August 2020

## **Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank**

am Mittwoch und Donnerstag, 15.-16. Juli 2020  
in Frankfurt am Main

.....  
**Christine Lagarde**  
Präsidentin der Europäischen Zentralbank

Übersetzung: Deutsche Bundesbank

**In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.**

## **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 3.-4. Juni 2020:

Sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern näherten sich die Bedingungen an den Finanzmärkten langsam, jedoch stetig an das Niveau vor der Pandemie an. Dies zeige auch die deutliche Erholung an den Aktienmärkten weltweit. An den Staatsanleihemärkten des Euro-Währungsgebiets seien im Großen und Ganzen wieder die vor der Pandemie herrschenden Finanzierungsbedingungen vorzufinden. Auch die marktbasierenden Messgrößen der Inflationserwartungen hätten sich weiter erholt, wenngleich von einem sehr niedrigen Niveau. Zudem seien die Risikoprämien für kurzfristige Finanzierungen sowohl bei Banken als auch bei Unternehmen abermals gesunken.

Parallel zum Optimismus an den Finanzmärkten sei allerdings die Zahl der mit dem Coronavirus (Covid-19) infizierten Menschen in den Vereinigten Staaten und vielen Schwellenländern rapide angestiegen. Dies wiederum habe Befürchtungen geweckt, dass es bei der Eindämmung des Virus zu einem größeren Rückschlag kommen könne. Die Divergenz zwischen dem Fortschreiten der Pandemie und den Entwicklungen an den Finanzmärkten habe – zusammen mit der hohen Unsicherheit bezüglich des Verlaufsmusters und Tempos der konjunkturellen Erholung sowie mit den weltweit wieder zunehmenden handelspolitischer Spannungen – die Robustheit und Widerstandsfähigkeit der gegenwärtigen Stimmung unter den Anlegern infrage gestellt.

In den bisherigen Marktanalysen werde im Wesentlichen auf drei stabilisierende Faktoren hingewiesen: Der erste Faktor beziehe sich auf Änderungen der zu erwartenden Maßnahmen der Politik gegen die Ausbreitung von Covid-19. Zahlreiche Marktteilnehmer gingen nun davon aus, dass die Politik im Falle einer weiteren Ausbreitung des Virus verstärkt mit weniger invasiven und geografisch zielgerichteteren Beschränkungen der wirtschaftlichen Aktivität reagieren werde. Der zweite Faktor betreffe die Positionierung der Anleger. Zwar hätten die Aktienkurse seit etwa Mitte März 2020 kräftig angezogen, doch das Vermögen, das von im Euroraum ansässigen Aktienfonds verwaltet werde, habe noch nicht wieder den Wert vor der Pandemie erreicht. Die anhaltenden Mittelzuflüsse in Geldmarktfonds deuteten darauf hin, dass viele Anleger nach wie vor liquide und bargeldähnliche Positionen bevorzugten. Als dritter Faktor dürfte schließlich die Geldpolitik dazu beigetragen haben, einen Anstieg der Risikoprämien zu verhindern. Die auf der Sitzung am 3.-4. Juni 2020 beschlossene Ausweitung und Verlängerung des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) sowie die Klarstellung bezüglich des Zeitraums der Reinvestitionen seien ein Signal des EZB-Rats gewesen, dass die Geldpolitik weiterhin ein unterstützender Faktor im Verlauf der Krise sein werde. Die Ankündigung des PEPP und seine Verlängerung hätten offenbar auch den Rückgang der marktbasierenden Messgrößen der mittelfristigen Inflationserwartungen gestoppt.

Gleichzeitig hingen die gegenwärtigen Bedingungen an den Finanzmärkten immer noch entscheidend davon ab, dass die Staats- und Regierungschefs der EU die hohen Erwartungen erfüllten, die bezüglich des europäischen Aufbaufonds entstanden seien. Folglich werde von der Tagung des Europäischen Rates am 17.-18. Juli 2020 ein sehr wichtiges Signal für die Anleger ausgehen.

Die erhebliche Mittelaufnahme im Rahmen des vierten Geschäfts der dritten Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) verstärkte die stabilisierende Wirkung des PEPP. In den Projektionen werde erwartet, dass die Überschussliquidität in den nächsten beiden Jahren auf ein neues Rekordniveau steige. Dies habe wahrscheinlich zur weiteren Lockerung der Bedingungen für kurzfristige unbesicherte Finanzierungen bei Banken und Unternehmen beigetragen. Der Dreimonats-EURIBOR, ein kritischer Referenzwert für die Kreditvergabe an Unternehmen, befinde sich wieder auf dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau, und die Zinsen der von Finanz- wie auch Nichtfinanzunternehmen begebenen Commercial Paper seien weiter gesunken. Anleger, die traditionell in Commercial Paper investierten, wie beispielsweise Geldmarktfonds, kehrten an den Markt zurück und positionierten sich dort insbesondere in den kürzeren Laufzeitsegmenten. Dies habe zur Wiederherstellung geordneter Marktverhältnisse beigetragen. Gleichzeitig bedeute die steigende Überschussliquidität nicht zwangsläufig eine zusätzliche Belastung für die Banken, verglichen mit der Situation zum Jahresende 2019, da die großzügigen Bedingungen der GLRGs einer solchen Belastung entgegenwirkten.

Die umfangreiche Liquiditätsaufnahme im Rahmen des letzten GLRG III sowie der Einfluss der Ausweitung und Verlängerung des PEPP auf die Terminaufschläge und Tagesgeld-Terminsätze hätten sich auch in der EONIA-Terminzinskurve niedergeschlagen. Diese habe sich seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats nach unten verschoben. Dennoch seien die Erwartungen, dass es zu weiteren Anpassungen der EZB-Leitzinsen komme, anscheinend begrenzt, wie auch Umfrageergebnisse bestätigten.

Insgesamt mehrten sich die Hinweise darauf, dass es durch die politische Reaktion im Euro-Währungsgebiet, bei der sich Geld- und Finanzpolitik wechselseitig ergänzt hätten, gelungen sei, die Finanzierungsbedingungen zu lockern und das Vertrauen in eine Erholung der Wirtschaft im Euroraum wiederherzustellen. Diese positive Entwicklung spiegle sich zunehmend auch im Außenwert des Euro wider. Seit dem Vorliegen konkreter Vorschläge für einen Aufbaufonds etwa Mitte Mai 2020 habe die Gemeinschaftswährung gegenüber einem Korb zahlreicher Industrie- und Schwellenländerwährungen auf breiter Front aufgewertet. Dies sei vermutlich auf die Beseitigung von Extremrisiken und die vergleichsweise erfolgreiche Eindämmung des Coronavirus in Europa zurückzuführen.

#### *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:

Was das außenwirtschaftliche Umfeld betreffe, so stehe die Entwicklung der Weltwirtschaft nach wie vor unter dem Einfluss der Covid-19-Pandemie. Nach dem deutlichen Abschwung im zweiten Quartal 2020 zeige die globale Wirtschaft Anzeichen einer Erholung. Mit der fortschreitenden Lockerung der

Eindämmungsmaßnahmen weltweit sei der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euro-Währungsgebiet) im Juni weiter gestiegen und liege nun merklich über dem Tiefstand vom April. Dieser in fast allen großen Industrie- und Schwellenländern verzeichnete Anstieg sei einer kräftigen monatlichen Zunahme bei den Dienstleistungen und in geringerem Maße im verarbeitenden Gewerbe zuzuschreiben. Zugleich zeige das Niveau des globalen EMI für die Produktion, dass die Wirtschaftstätigkeit im Juni noch immer rückläufig gewesen sei. Der Welthandel dürfte sich nach dem Einbruch im zweiten Quartal erholen.

Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juni seien die Ölpreise um rund 11 % auf gut 42 USD je Barrel gestiegen. Hierbei habe eine überraschend starke Zunahme der Ölnachfrage infolge der Lockerung der Lockdown-Maßnahmen unterstützend gewirkt. Auch die Angebotsdrosselungen seien einer Wiederherstellung des Gleichgewichts am Ölmarkt förderlich. Der Euro habe seit der Juni-Sitzung gegenüber dem US-Dollar sowie in nominaler effektiver Rechnung etwas aufgewertet.

Was das Euro-Währungsgebiet betreffe, so sei das reale BIP im ersten Quartal 2020 im Vergleich zum Vorquartal um 3,6 % gesunken und dürfte im zweiten Jahresviertel insgesamt noch stärker zurückgegangen sein. Dies stehe weitgehend im Einklang mit dem Basisszenario, das die Experten des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2020 entworfen hätten. Die neu verfügbaren Daten und Umfrageergebnisse deuteten darauf hin, dass sich die Wirtschaftstätigkeit im Mai und Juni – begleitet von der anhaltenden Eindämmung des Virus und der damit verbundenen Lockerung der Lockdown-Maßnahmen – gegenüber dem im April erreichten konjunkturellen Tiefpunkt wesentlich verbessert habe. Dennoch lägen die Konjunkturindikatoren noch immer weit unter den vor der Pandemie verzeichneten Werten; die Erholung befinde sich in der Anfangsphase und verlaufe in den einzelnen Sektoren und Ländern weiterhin unterschiedlich. Die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum dürfte im dritten Quartal angesichts der weiteren Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen wieder zunehmen. Dazu trügen günstige Finanzierungsbedingungen, ein expansiver finanzpolitischer Kurs und ein erneutes Anziehen der Weltwirtschaft bei. Es herrsche allerdings weiterhin große Unsicherheit über Tempo und Umfang der konjunkturellen Belebung.

Aufgrund der Covid-19-Pandemie und der daraus resultierenden Lockdown-Maßnahmen der Regierungen sei das Konsumwachstum im ersten Quartal 2020 eingebrochen. Zugleich sei das Einkommenswachstum gegenüber dem letzten Jahresviertel 2019 durch staatliche Transferzahlungen stabilisiert worden, die dem Rückgang der Zuwachsrate des Betriebsüberschusses und der Arbeitnehmerentgelte der Unternehmen entgegengewirkt hätten. Dies habe zu einem Anstieg der Ersparnisse geführt, der im zweiten Quartal dieses Jahres noch einmal sehr kräftig ausgefallen sein dürfte. Seit Mai habe es deutliche Anzeichen für eine Erholung des Konsums gegeben, aber die Ausgaben lägen noch immer weit unter dem Stand vor dem Lockdown. Der Einzelhandel und die Pkw-Neuzulassungen hätten im Mai ein Plus verbucht. Die bis Juni verfügbaren Indikatoren für das Verbrauchervertrauen ließen darauf schließen, dass der Konsum im Mai und Juni im Vergleich zum April stark angestiegen sei.

Was die Investitionstätigkeit anbelange, so dürfte diese bei den Unternehmen im Euroraum im zweiten Quartal deutlich zurückgegangen sein. Unterdessen signalisierten die jüngsten Umfragedaten – etwa zu den Produktionserwartungen und zum Unternehmervertrauen – den Beginn einer Erholung im dritten Quartal des

laufenden Jahres, was auch den Projektionen vom Juni 2020 entspreche. Für das zweite Jahresviertel 2020 stehe angesichts der Lockdown-Maßnahmen ein Einbruch der realen Wohnungsbauinvestitionen zu erwarten, die sich nur allmählich erholen dürften.

Aus den bis März vorliegenden Daten zum Handel innerhalb des Eurogebiets gehe hervor, dass der Handel mit Vorleistungsgütern am stärksten in Mitleidenschaft gezogen worden sei, da es zu Störungen in den euroraumweiten Wertschöpfungsketten gekommen sei. Aber auch der Handel mit Investitionsgütern, Pkw und Kraftstoffen sowie mit Konsumgütern sei betroffen gewesen. Die für April verfügbaren Teilinformationen unterstrichen, dass die Ausfuhren in alle wichtigen Volkswirtschaften stark eingebrochen seien.

Was den Arbeitsmarkt anbelange, so hätten arbeitsmarktpolitische Maßnahmen des Staates wie etwa Kurzarbeit dazu beigetragen, Arbeitsplätze zu schützen. Dies komme in dem nur begrenzten Rückgang der Beschäftigung insgesamt sowie der geringen Zunahme der Arbeitslosenquote zum Ausdruck. Die staatlichen Maßnahmen seien zudem ausschlaggebend für die deutliche Verringerung der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden. Mit Blick auf die nähere Zukunft könnten die Auswirkungen der Pandemie auf die Arbeitsmärkte im Eurogebiet weiter zunehmen. So seien die Erwartungen zur Arbeitslosenquote im Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB in die Richtung revidiert worden, dass nun damit gerechnet werde, dass sich die Pandemie zu einem späteren Zeitpunkt im Arbeitsmarkt niederschlage; überdies werde inzwischen davon ausgegangen, dass die Arbeitslosenquote im Jahr 2021 und nicht schon 2020 ihren Höchststand erreichen werde. Hochfrequenzindikatoren für Stellenausschreibungen und Einstellungsquoten wiesen ebenfalls darauf hin, dass die Covid-19-Pandemie schwerwiegendere Folgen für den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet haben werde.

In Bezug auf die Preisentwicklung zeige sich, dass die am HVPI gemessene Teuerungsrate im Euroraum der Schnellschätzung von Eurostat zufolge leicht von 0,1 % im Mai auf 0,3 % im Juni gestiegen sei; dies sei in erster Linie einer etwas weniger negativen Entwicklung der Energiepreise geschuldet. Diese habe den geringeren Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln sowie die Abschwächung der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel, die im gleichen Zeitraum von 0,9 % auf 0,8 % gesunken sei, mehr als kompensiert. Ausgehend von den aktuellen Preisen und den Terminpreisen für Öl und unter Berücksichtigung der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland dürfte sich die Gesamtinflation in den kommenden Monaten erneut verringern, bevor sie Anfang 2021 wieder anziehe. Mittelfristig werde die schwächere Nachfrage den Erwartungen nach Abwärtsdruck auf die Inflation ausüben. Dieser werde nur teilweise durch den Aufwärtsdruck ausgeglichen, der mit Angebotsengpässen einhergehe.

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation, die zum Großteil nur bis Mai vorlägen, hätten sich seit Februar abgeschwächt. Dabei weise die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete HVPI-Teuerung den größten Rückgang auf. Allerdings müsse berücksichtigt werden, dass diese Messgrößen noch immer mit einer hohen Unsicherheit behaftet seien, da der Anteil der imputierten Preise an den Daten insbesondere bei den Dienstleistungen nach wie vor erheblich sei.

Mit Blick auf die Löhne sei das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im ersten Quartal 2020 spürbar zurückgegangen. Dabei sei es stark durch Maßnahmen zur Aufstockung von Löhnen und Gehältern beeinflusst worden. Das jährliche Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer sei von 1,6 % im

Schlussquartal 2019 auf 0,3 % im ersten Jahresviertel 2020 gesunken. Darin kämen die ersten Auswirkungen der Regelungen zur Kurzarbeit und zur zeitweiligen Freistellung gegen Ende des ersten Quartals zum Ausdruck; mit deren Hilfe hätten die Arbeitnehmer ihren Beschäftigungsstatus aufrechterhalten können, ihre Gehaltsverluste seien aber nur teilweise ausgeglichen worden. Die Auswirkungen dieser Regelungen seien auch im jährlichen Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitsstunde erkennbar, das sich von 1,8 % im letzten Jahresviertel 2019 auf 3,1 % im ersten Quartal 2020 erhöht habe. Zurückzuführen sei dies auf den Einbruch der tatsächlich geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen.

Was die künftige Entwicklung betreffe, so seien die umfragebasierten Messgrößen der Inflationserwartungen gesunken. Laut dem aktuellen SPF der EZB für das dritte Quartal 2020 lägen die Erwartungen zur Teuerung nach dem HVPI für das Jahr 2020 bei 0,4 %, für 2021 bei 1,0 % und für 2022 bei 1,3 %. Die längerfristigen Erwartungen zur HVPI-Inflation betrügen im Schnitt 1,6 % für das Jahr 2025 gegenüber 1,7 % für das Jahr 2024 in der vorangegangenen Umfragerunde. Zugleich hätten sich die marktbasieren Indikatoren der Inflationserwartungen im Euroraum seit der Sitzung des EZB-Rats im Juni weiter erholt, blieben aber auf einem niedrigen Niveau.

Was die Finanzpolitik betreffe, so werde der fiskalische Kurs im Eurogebiet für das laufende Jahr (ohne den Effekt der automatischen Stabilisatoren) als stark expansiv eingeschätzt. Auf nationaler Ebene habe die Finanzpolitik mit staatlichen Garantien und Kapitalspritzen auf die Pandemie reagiert; diese Maßnahmen seien in den einzelnen Euro-Ländern sehr unterschiedlich ausgefallen. Die meisten Länder beabsichtigten, den Großteil der expansiven diskretionären Maßnahmen 2021 auslaufen zu lassen, wenngleich die automatischen Stabilisatoren weiter wirken würden. Vor Kurzem seien zusätzliche nationale Konjunkturpakete in erheblichem Umfang angekündigt worden. Auch das EU-Hilfspaket für die wirtschaftliche Erholung Europas könne in nächster Zeit deutliche fiskalische Impulse setzen.

Die Finanzierungsbedingungen im Euro-Währungsgebiet hätten sich zwar seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Juni insgesamt kaum verändert, seien aber restriktiver als vor der Krise. Die EONIA-Terminzinskurve habe einen inverseren Verlauf angenommen, was darauf schließen lasse, dass die Finanzmärkte niedrige Kurzfristzinsen bis auf Weiteres einpreisten. Insgesamt werde damit gerechnet, dass die Leitzinsen noch für geraume Zeit unverändert blieben. Die längerfristigen risikofreien Zinssätze seien seit der geldpolitischen Sitzung vom Juni sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten gesunken. Während sich die nominalen Langfristzinsen in beiden Wirtschaftsräumen in ähnlichem Maße verringert hätten, sei der durch einen Anstieg der Inflationskomponente bedingte Rückgang der Realzinsen in den Vereinigten Staaten deutlich stärker ausgeprägt. Dadurch habe sich die seit Langem bestehende Lücke zwischen den realen Zinssätzen in den USA und im Eurogebiet weitgehend geschlossen.

Was die Geldmengen- und Kreditentwicklung anbelange, so habe sich das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 von 8,2 % im April auf 8,9 % im Mai 2020 erhöht. Das starke Wachstum spiegele die Bankkreditvergabe wider, die zum Großteil nach wie vor auf den akuten Liquiditätsbedarf in der Wirtschaft zurückzuführen sei. Zudem bewirke die hohe wirtschaftliche Unsicherheit, dass aus Vorsichtsgründen Umschichtungen in monetäre Anlagen vorgenommen würden. In diesem Umfeld leiste das eng gefasste

Geldmengenaggregat M1, das die liquidesten Komponenten der Geldmenge umfasse, weiterhin den größten Beitrag zum Anstieg der weit gefassten Geldmenge.

Die Kreditvergabe an die Unternehmen habe sich – bedingt durch deren operativen Finanzierungsbedarf und vor dem Hintergrund gesunkener Cashflows – auch im Mai sehr dynamisch entwickelt. Dabei seien jedoch erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern zu beobachten gewesen. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften habe sich weiter von 6,6 % im April 2020 auf 7,3 % im Mai erhöht. Darin zeige sich der Bedarf der Unternehmen zur Finanzierung ihrer laufenden Ausgaben und ihres Betriebskapitals. Staatliche Garantien spielten eine wichtige Rolle bei der Deckung der Kreditnachfrage der Unternehmen. Höhe, Ausgestaltung und Inanspruchnahme von Krediten im Rahmen staatlicher Garantieprogramme seien allerdings von Land zu Land sehr unterschiedlich. Unterdessen sei die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte im Mai mit 3,0 % konstant geblieben, nachdem sie zuvor angesichts andauernder Einschränkungen des Konsums zwei Monate in Folge zurückgegangen sei.

Die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten seien trotz des Konjunkturerinbruchs im zweiten Quartal 2020 weitgehend unverändert geblieben, wie die jüngste Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet zeige. Geld- und finanzpolitische Maßnahmen trügen wesentlich dazu bei, dass die Kreditrichtlinien für Unternehmen weiterhin günstig seien. Für das dritte Quartal 2020 rechneten die Banken im Euroraum indes per saldo mit einer Verschärfung der Richtlinien für Unternehmenskredite, worin sich Bedenken hinsichtlich der Bonität der Kreditnehmer und in einigen Ländern auch hinsichtlich eines absehbaren Auslaufens der staatlichen Garantieprogramme widerspiegeln. Bei den Wohnungsbaukrediten an private Haushalte hätten sich die Kreditrichtlinien im zweiten Quartal 2020 per saldo verschärft, was insbesondere auf eine pandemiebedingte Verschlechterung der Einkommens- und Beschäftigungsaussichten der privaten Haushalte zurückzuführen gewesen sei.

#### *Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen*

Zusammenfassend wies Herr Lane darauf hin, dass die aktuellen Daten – nach einem drastischen Rückgang in den ersten Wochen des zweiten Quartals – inzwischen eine Belebung der Wirtschaftstätigkeit im Euroraum signalisierten, was mit dem Basisszenario der von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni weitgehend im Einklang stehe. Allerdings bleibe die Erholung in ihrer Breite und ihrem Ausmaß uneinheitlich und unvollständig. Sowohl Hochfrequenz- als auch Umfrageindikatoren deuteten darauf hin, dass die Konjunktur im April ihre Talsohle erreicht habe. Im Zuge der anhaltenden Eindämmung des Virus und der Lockerung der Lockdown-Maßnahmen gebe es Anzeichen einer einsetzenden Konsumerholung. Gleichzeitig habe auch die Industrieproduktion in einigen Ländern wieder deutlich angezogen.

Gleichwohl stünden eine Reihe von Faktoren einer umfassenderen Erholung entgegen. Erstens hätten die in mehreren großen Volkswirtschaften wieder zunehmenden Covid-19-Infektionsraten die Behörden dazu veranlasst, ihre Wiedereröffnungspläne zurückzustellen oder ganz zurückzunehmen – mit messbaren Auswirkungen auf die Auslandsnachfrage nach Exporten des Eurogebiets. Zweitens gehe aus Umfragen hervor, dass die Beschäftigung der Produktionsentwicklung mit zeitlicher Verzögerung folge. Dies dürfte tatsächliche und erwartete Beschäftigungs- und Einkommenseinbußen mit sich bringen und zusammen mit dem

Vorsichtssparen der privaten Haushalte die Konsumausgaben belasten. Drittens habe die außergewöhnlich hohe Unsicherheit über das Fortschreiten der Pandemie und die Konjunkturaussichten weiterhin einen dämpfenden Effekt auf die Unternehmensinvestitionen.

Die Teuerungsrate nach dem HVPI habe sich im Juni zwar geringfügig erhöht, liege aber immer noch annähernd bei null. Indessen hätten sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation etwas abgeschwächt, wofür ein geringerer Preisdruck bei Dienstleistungen und Industrieerzeugnissen ohne Energie ausschlaggebend gewesen sei. Ausgehend von den Mitte März erreichten historischen Tiefständen seien die marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen seit der geldpolitischen Sitzung vom Juni weiter gestiegen, wiesen jedoch immer noch ein sehr niedriges Niveau auf. Wenngleich die umfragebasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen nach wie vor deutlich über den marktbasieren Messgrößen lägen, seien die längerfristigen Inflationserwartungen der aktuellen SPF-Umfrage zufolge leicht auf 1,6 % gesunken (nach 1,7 % in der vorangegangenen Umfrage).

Die Finanzierungsbedingungen im Euro-Währungsgebiet seien seit der Juni-Sitzung weitgehend stabil geblieben, jedoch deutlich restriktiver als vor der Zuspitzung der Pandemie. Zwar seien die Kreditvergabebedingungen der Banken insgesamt nach wie vor günstig, doch signalisiere die jüngste Umfrage zum Kreditgeschäft, dass die Banken per saldo mit einer erheblichen Verschärfung der Richtlinien für Unternehmenskredite rechneten. Dies hänge zum Teil mit dem erwarteten Auslaufen der staatlichen Garantieprogramme zusammen.

Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB wirkten allmählich auf die Wirtschaft durch. Dadurch unterstützten sie die wirtschaftliche Erholung im Euroraum maßgeblich und trügen dazu bei, der pandemiebedingten Abwärtsverschiebung der projizierten Inflationsentwicklung entgegenzuwirken. Gleichzeitig sei der Ausblick mit hoher Unsicherheit behaftet und unterliege Abwärtsrisiken, die sich insbesondere aus den weltwirtschaftlichen Aussichten und aus potenziellen Rückkopplungsschleifen zwischen Real- und Finanzwirtschaft ergäben. In diesem Umfeld müsse der EZB-Rat weitere Daten abwarten, um besser beurteilen zu können, wie sich die Wirtschaft entwickle und inwieweit die Inflation im Projektionszeitraum wieder auf ihren vor Krisenbeginn verzeichneten Pfad zurückkehre.

Aus diesem Grund schlug Herr Lane vor, den geldpolitischen Kurs insgesamt unverändert zu belassen und die Anwendung aller bestehenden geldpolitischen Maßnahmen erneut zu bekräftigen. Darüber hinaus sei es wichtig zu betonen, dass die Konjunktur zwar wieder Fahrt aufnehme, es jedoch keinen Anlass zu Sorglosigkeit gebe. Die wirtschaftliche Unterauslastung sei ausgesprochen hoch, die Unsicherheit nach wie vor erhöht und die Marktstimmung außergewöhnlich fragil. Vor diesem Hintergrund seien die in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni enthaltenen Konjunktur- und Inflationssaussichten abhängig von einer erheblichen Unterstützung durch die Geldpolitik. Eine verfrühte Verschärfung der Finanzierungsbedingungen könnte indes die aktuelle Erholung gefährden.

Der EZB-Rat müsse daher in seiner Kommunikation a) betonen, dass die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum den neuesten Daten zufolge wieder anziehe, auch wenn sie nach wie vor deutlich geringer sei als vor Ausbruch der Pandemie und die Aussichten weiterhin mit hoher Unsicherheit behaftet seien, b) unterstreichen, dass der Inflationsdruck aufgrund des starken Rückgangs des realen BIP und der damit verbundenen deutlichen

Zunahme der wirtschaftlichen Unterauslastung sehr verhalten bleiben dürfte, c) hervorheben, dass im derzeitigen Umfeld, das von erhöhter Unsicherheit und deutlicher wirtschaftlicher Unterauslastung geprägt sei, weiterhin umfangreiche geldpolitische Impulse erforderlich seien, um die konjunkturelle Erholung zu unterstützen und die Inflation im Projektionszeitraum wieder auf ihren vor Krisenbeginn verzeichneten Pfad zurückzuführen und d) bekräftigen, dass der EZB-Rat im Rahmen seines Mandats alles Erforderliche tun werde und weiterhin bereit sei, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate auf nachhaltige Weise seinem Inflationsziel annähere.

## 2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

### *Wirtschaftliche und monetäre Analyse*

Im Hinblick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Mitglieder des EZB-Rats allgemein die von Herrn Lane in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der aktuellen Lage im Euro-Währungsgebiet und der Aussichten. Die neu verfügbaren Daten und Umfrageergebnisse deuteten darauf hin, dass sich die Wirtschaftstätigkeit im Mai und Juni – begleitet von der anhaltenden Eindämmung des Virus und der damit verbundenen Lockerung der Lockdown-Maßnahmen – gegenüber dem im April erreichten konjunkturellen Tiefpunkt spürbar verbessert habe. Dennoch lägen die Konjunkturindikatoren noch immer deutlich unter den vor der Pandemie verzeichneten Werten; die Erholung befinde sich in der Anfangsphase und verlaufe in den einzelnen Sektoren und Ländern weiterhin unterschiedlich. Nachdem das reale BIP im Euroraum im ersten Quartal 2020 im Vergleich zum Vorquartal um 3,6 % gesunken sei, dürfte es im zweiten Quartal insgesamt noch stärker zurückgegangen sein. Dies stehe weitgehend im Einklang mit dem Basisszenario, das die Experten des Eurosystems in ihren Projektionen vom Juni 2020 entworfen hätten. Die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum dürfte im dritten Quartal angesichts der weiteren Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen wieder zunehmen. Dazu trügen günstige Finanzierungsbedingungen, ein expansiver finanzpolitischer Kurs und ein Wiederanziehen der Weltwirtschaft bei. Es herrsche allerdings weiterhin große Unsicherheit über Tempo und Umfang der konjunkturellen Belebung. Allgemein werde das Ausmaß des Abschwungs und der anschließenden Erholung entscheidend von der Dauer und Wirksamkeit der Eindämmungsmaßnahmen abhängen. Von zentraler Bedeutung werde auch sein, wie erfolgreich die Maßnahmen zur Begrenzung der nachteiligen Auswirkungen auf Einkommen und Beschäftigung seien, und inwieweit Angebotskapazitäten und Binnennachfrage dauerhaft beeinträchtigt würden. Es bestand weitgehend Einigkeit darüber, dass die Unsicherheit zwar nach wie vor erhöht, das Vertrauen in das Basisszenario der Juni-Projektionen jedoch insgesamt gestiegen sei.

Im Hinblick auf das außenwirtschaftliche Umfeld stimmten die Ratsmitglieder weitgehend mit der eingangs von Herrn Lane dargelegten Einschätzung überein. Gegen Ende des zweiten Quartals habe sich die globale Wirtschaftstätigkeit erholt, der Welthandel hingegen sei sehr schwach geblieben. Es wurde betont, dass die Entwicklung des Welthandels ein entscheidender Faktor für die wirtschaftliche Erholung im Eurogebiet sei. Bislang fehle es an noch deutlicheren Belegen dafür, dass sich der Handel ausgehend von seinem sehr niedrigen Niveau beleben werde. Die gedämpfte Handelsdynamik belaste sowohl die Exporte innerhalb als auch die Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums. Zwar verhalte sich der Handelseinbruch bislang weitgehend proportional zum Rückgang des realen BIP im Eurogebiet insgesamt, doch hinsichtlich des weiteren Verlaufs der Covid-19-Pandemie und der von den Handelspartnern beschlossenen Maßnahmen sei der Exportsektor nach wie vor abhängig von der Entwicklung in anderen Ländern. Da die Pandemie die einzelnen Volkswirtschaften zeitlich versetzt und unterschiedlich stark treffe, sei davon auszugehen, dass sich auch die Erholung uneinheitlich vollziehen werde. Auf globaler Ebene dürfte sie eher von der Binnen- als von der Auslandsnachfrage und eher von inländischen als von weltweiten Wertschöpfungsketten getragen werden.

Mit Blick auf die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet herrschte unter den Ratsmitgliedern weithin Einigkeit darüber, dass die jüngsten Daten positiver ausgefallen seien und sich zum Teil auch stärker verbessert hätten

als zuvor erwartet. So deuteten mechanische Schätzungen zum realen BIP des Euroraums auf Basis aktueller Daten und Umfrageergebnisse darauf hin, dass das vierteljährliche BIP-Wachstum im zweiten Quartal 2020 nicht ganz so negativ ausgefallen sei wie in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni vorhergesagt. Indes sei für das dritte Quartal mit einem geringeren Wachstum zu rechnen als in den Projektionen angenommen. Allerdings wurde in Bezug auf die mechanischen Schätzungen zu bedenken gegeben, dass nach der Phase erheblicher Eindämmungsmaßnahmen ein „technischer“ Wiederanstieg zu erwarten sei und dieser nichts darüber aussage, wie robust sich die Erholung in der kommenden Zeit erweisen werde. Zu den neu verfügbaren Daten wurde auch angemerkt, dass hauptsächlich die Umfrageergebnisse positiver ausgefallen seien als erwartet, während die stärker zukunftsgerichteten Indikatoren wie die Auftragseingänge und Geschäftserwartungen deutlich unter ihrem durchschnittlichen Niveau geblieben seien. Gleichzeitig wurde darauf hingewiesen, dass die mechanischen Schätzungen für das zweite Quartal auf beobachteten Daten beruhten, für das dritte Quartal hingegen bislang nur wenige Informationen vorlägen. Demnach sei nicht auszuschließen, dass sich die günstigere Dynamik des zweiten Quartals im dritten Jahresviertel fortsetze. Allgemein wurde betont, dass bis zur Veröffentlichung der von Experten der EZB erstellten Projektionen im September weitere Informationen vorliegen würden, die eine Neubewertung der Entwicklung und etwaiger Implikationen für die mittelfristigen Konjunkturaussichten ermöglichen würden.

Einige Ratsmitglieder wiesen abermals darauf hin, dass die Aussichten für das Euro-Währungsgebiet noch immer mit einer hohen Unsicherheit behaftet seien. Diese hänge nach wie vor größtenteils mit dem künftigen Verlauf der Pandemie – im Euroraum wie auch weltweit – und der Ungewissheit hinsichtlich der Entwicklung einer medizinischen Lösung zusammen. Erkennbar sei die höhere Unsicherheit seit dem Ausbruch der Pandemie weiterhin an der flacheren Form und den breiteren Enden der Wahrscheinlichkeitsverteilungen. Zugleich wurde anerkannt, dass insgesamt ein größeres Vertrauen in das Basisszenario der von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni gesetzt werden könne. Das in den Projektionen beschriebene „schwere“ Szenario werde inzwischen als weniger wahrscheinlich angesehen, und auch günstigere Entwicklungen könnten nicht ausgeschlossen werden.

Es wurde betont, dass das Basisszenario plausibler geworden, jedoch weiterhin mit erhöhten Risiken behaftet sei. Aufwärtsrisiken ergäben sich daraus, dass es nach dem Zwangssparen der privaten Haushalte während der Lockdown-Phase zu Aufholeffekten beim Konsum kommen könnte. Weitere Aufwärtsrisiken seien mit den Auswirkungen des EU-Aufbaufonds und dem in der größten Volkswirtschaft des Euroraums verabschiedeten Fiskalpaket verbunden, soweit diese in den Juni-Projektionen noch keine Berücksichtigung gefunden hätten. Gleichzeitig wiesen die Ratsmitglieder darauf hin, dass die Wachstumsaussichten auch mit verschiedenen Abwärtsrisiken behaftet seien, die vor allem über die kurze Frist hinaus zum Tragen kommen könnten. Dabei wurde neben den Risiken, die von der Außenwirtschaft ausgingen, auch die mögliche Entstehung von Klippeneffekten nach dem Auslaufen der verschiedenen politischen Unterstützungsmaßnahmen – insbesondere im Hinblick auf den Arbeitsmarkt – angesprochen. Durch solche Klippeneffekte könne es anstelle des bisher beobachteten Rückgangs der geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen zu einem Anstieg der tatsächlichen Arbeitslosigkeit kommen. Diesbezüglich wurden Bedenken geäußert, dass längere Phasen der Arbeitslosigkeit zu Hysterese-Effekten führen könnten. Eine weitere Gruppe von Risiken betreffe nach Einschätzung der Ratsmitglieder den Unternehmenssektor, wo schwache Geschäftsaussichten und eine hohe

Unsicherheit die Investitionstätigkeit dämpften. Die politischen Maßnahmen hätten zwar die akuten Liquiditätsengpässe teilweise abgemildert, allerdings steige nun das Risiko, dass es im weiteren Verlauf zu Solvenzproblemen kommen könnte, die einer kräftigen konjunkturellen Erholung im Wege stünden. In diesem Zusammenhang wurde auch auf das Risiko negativer Rückkopplungsschleifen zwischen der Realwirtschaft und dem Finanzsektor verwiesen. Insgesamt überwögen nach Einschätzung der Ratsmitglieder in Bezug auf die Wachstumsaussichten des Euroraums weiterhin die Abwärtsrisiken.

Mit Blick auf die Finanzpolitik wurde betont, dass angesichts des starken Konjunkturabschwungs im Eurogebiet ein ambitionierter und koordinierter fiskalischer Kurs erforderlich bleibe. Die aufgrund der Pandemie ergriffenen Maßnahmen sollten möglichst zielgerichtet und zeitlich befristet sein. Die drei Sicherheitsnetze für Beschäftigte, Unternehmen und Staaten, die der Europäische Rat im April in Form eines Paket im Umfang von 540 Mrd € gebilligt habe, sollten – sobald sie vollständig in Kraft seien – allen EU-Mitgliedstaaten, die darauf zurückgreifen möchten, eine wichtige Finanzierungsunterstützung bieten. Doch auch danach seien weitere entschlossene und zeitnahe Anstrengungen erforderlich, um die Erholung zu fördern. Daher begrüßten die Mitglieder nachdrücklich das von der Europäischen Kommission vorgeschlagene Hilfspaket „Next Generation EU“, das die von der Pandemie am stärksten betroffenen Regionen und Sektoren unterstützen, den einheitlichen Binnenmarkt stärken und eine dauerhafte und erfolgreiche Erholung herbeiführen soll. Es wurde als äußerst wichtig erachtet, dass sich die Staats- und Regierungschefs Europas rasch auf ein ambitioniertes Paket einigten. Die Ratsmitglieder stellten fest, dass die möglichen quantitativen Auswirkungen des Hilfspakets „Next Generation EU“ davon abhingen, wann die Mittel letztendlich aktiviert und wie sie danach eingesetzt würden.

Die Ratsmitglieder stimmten der von Herrn Lane eingangs dargelegten Einschätzung zur Preisentwicklung im Allgemeinen zu. Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Euroraum habe sich der Schnellschätzung von Eurostat zufolge von 0,1 % im Mai leicht auf 0,3 % im Juni erhöht. Grund hierfür sei in erster Linie eine weniger negative Entwicklung der Energiepreise gewesen. Ausgehend von den aktuellen Preisen und den Terminpreisen für Öl und unter Berücksichtigung der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland sei damit zu rechnen, dass sich die Gesamtinflation in den kommenden Monaten erneut verringern und Anfang 2021 wieder anziehen werde. Mittelfristig werde die schwächere Nachfrage zu Abwärtsdruck auf die Inflation führen. Dieser werde nur teilweise durch den Aufwärtsdruck ausgeglichen, der mit Angebotsengpässen einhergehe.

Im Rahmen der Diskussion hoben die Mitglieder eine Reihe von Faktoren für die kurzfristigen Inflationsaussichten hervor. Die Ölpreise hätten zwar zu einem Anstieg der Gesamtinflation geführt, diese liege aber immer noch nahe bei null, und nahezu 30 % der Komponenten des HVPI-Warenkorbs hätten negative Inflationsraten aufgewiesen. Des Weiteren sei die zugrunde liegende Inflation schwach und werde in der zweiten Jahreshälfte 2020 voraussichtlich deutlich unter 1 % liegen. Es wurde zu bedenken gegeben, dass sich die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation – so wie die der Wirtschaftstätigkeit – erst nach Auslaufen der befristeten politischen Maßnahmen abzeichnen werde. Zudem sei die aktuelle Inflationsentwicklung weiterhin von Unsicherheit geprägt, da die Preise einiger Komponenten des HVPI-Warenkorbs nach wie vor nicht erhoben werden könnten, sondern imputiert werden müssten. Darüber hinaus wurde angemerkt, dass die Gesamtinflation im Euroraum aufgrund der Mehrwertsteuersenkung in Deutschland vorübergehend in den negativen Bereich sinken könnte. Derartige Einmaleffekte erforderten eine angemessene Kommunikation.

Mit Blick auf die Inflationserwartungen hätten die marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen gegenüber den historischen Tiefständen von Mitte März weiter zugelegt, befänden sich aber insgesamt noch immer auf einem niedrigen Niveau. Die umfragebasierten Indikatoren der Inflationserwartungen seien seit Beginn der Pandemie zurückgegangen, wobei dieser Rückgang bei den längerfristigen Erwartungen geringer gewesen sei als bei den kurz- und mittelfristigen Erwartungen. Was die Marktindikatoren betreffe, so sei die aus fünfjährigen Nullkupon-Inflationsoptionen abgeleitete risikoneutrale Wahrscheinlichkeit sehr niedriger oder negativer Inflationsraten zwar gesunken, aber weiterhin relativ hoch.

Was die monetäre Analyse anbelangt, so stimmten die Sitzungsteilnehmer weitgehend mit der eingangs von Herrn Lane dargelegten Einschätzung überein, dass sich im kräftigen Wachstum der Geldmenge M3 die Vergabe von Bankkrediten widerspiegeln. Diese sei nach wie vor weitgehend durch den akuten Liquiditätsbedarf der Wirtschaft bedingt. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sei im Mai 2020 weiter gestiegen. Darin zeige sich der Bedarf der Unternehmen zur Finanzierung ihrer laufenden Ausgaben und ihres Betriebskapitals. In diesem Zusammenhang seien Bankkredite besonders wichtig für kleine und mittlere Unternehmen, denen der Zugang zur marktbasieren Finanzierung fehle. Es wurde angemerkt, dass die geldpolitische Transmission über den Bankensektor effektiv gewirkt habe, auch weil die Bilanzen der Banken zu Beginn der Pandemie robuster gewesen seien als vor der Finanzkrise 2008. Auch die staatlichen Kreditgarantien wurden als unterstützender Faktor des Kreditwachstums hervorgehoben. Allerdings wurden Bedenken geäußert, dass nach dem Auslaufen dieser Programme Klippeneffekte auftreten könnten.

Laut den Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet rechneten die Banken für das dritte Quartal 2020 per saldo mit einer Verschärfung der Richtlinien für Unternehmenskredite. Dies sei auch ein Hinweis auf das Risiko, dass sich das zuletzt kräftige Kreditwachstum als nicht nachhaltig erweisen könnte. Es wurden Bedenken geäußert, dass Rückkopplungsschleifen zwischen Real- und Finanzwirtschaft entstehen könnten, vor allem mit Blick auf die Interaktion zwischen nichtfinanziellen Unternehmen und Banken und insbesondere für den Fall, dass staatliche Garantieprogramme zu früh beendet würden. Ferner wurde angemerkt, dass sich die Richtlinien für Kredite an private Haushalte im zweiten Quartal verschärft hätten, was in erster Linie durch die Verschlechterung der Einkommens- und Beschäftigungsaussichten der privaten Haushalte aufgrund der Pandemie bedingt sei. Zugleich wurde argumentiert, dass die unter dem Strich erwartete Verschärfung der Kreditrichtlinien nicht überbewertet werden solle, denn aufgrund der vorangegangenen stützenden Maßnahmen sei eine erhebliche Lockerung zu verzeichnen gewesen.

Es wurde als notwendig erachtet, die Transmission der Geldpolitik sorgfältig zu überwachen, da sich die Lage hinsichtlich der Verfügbarkeit und Kosten von Finanzierungsmitteln verschärfen könnte, insbesondere wenn sie über den Bankenkanal bereitgestellt würden. Dies wirke sich unter Umständen negativ auf den Konsum der privaten Haushalte und die Unternehmensinvestitionen aus. Ferner wurde darauf hingewiesen, dass sich die Auswirkungen der Pandemie erst im Zeitverlauf in den Unternehmensbilanzen bemerkbar machen würden, da die Virusverbreitung weltweit noch nicht unter Kontrolle sei und ihre Folgen noch nicht gänzlich zum Tragen gekommen seien. Eine Zunahme der notleidenden Kredite und Unternehmensinsolvenzen infolge der Pandemie könnte die Bankbilanzen und auch die geldpolitische Transmission über den Bankensektor beeinträchtigen. Dadurch ergäben sich möglicherweise auch Risiken für die Finanzstabilität. In diesem Zusammenhang wurde betont, dass die Geldpolitik zur Liquiditätsversorgung beitragen und günstige

Kreditvergabebedingungen unterstützen könne, es aber Aufgabe der Finanzpolitik sei, sich mit Solvenzproblemen auseinanderzusetzen, die als Folge des Covid-19-Schocks im Finanz- und Unternehmenssektor auftreten könnten.

#### *Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen*

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs stimmten die Ratsmitglieder der eingangs von Frau Schnabel und Herrn Lane vorgetragene Einschätzung zu. Die Lage an den Finanzmärkten habe sich seit der geldpolitischen Sitzung im Juni zwar weiter normalisiert, sie sei aber immer noch angespannter und fragiler als vor der Pandemie, wobei eine gewisse Fragmentierung an den Finanzmärkten nach wie vor erkennbar sei. An den Aktienmärkten seien weitere Kursgewinne zu verzeichnen gewesen, und die niedrigeren Anleihspreids seien teilweise durch eine Aufwertung des Euro ausgeglichen worden. Es wurde hervorgehoben, dass die geld- und finanzpolitischen Maßnahmen sowie die vom EZB-Rat erklärte Bereitschaft, weitere Schritte zu unternehmen, seit dem Höhepunkt der Corona-Krise zu einer erheblichen Verbesserung der Finanzierungsbedingungen geführt hätten. Diese Verbesserung wurde als besonders bemerkenswert erachtet, da sie vor dem Hintergrund deutlich gestiegener Haushaltsdefizite und einer zunehmenden öffentlichen und privaten Verschuldung eingetreten sei. Zugleich wurde die Meinung vertreten, dass die Ruhe an den Finanzmärkten der Erwartung zuzuschreiben sei, dass die unterstützenden Maßnahmen fortgesetzt würden. Außerdem wurde angemahnt, dass die jüngsten positiven Marktentwicklungen nicht vollständig durch die Konjunkturdaten gestützt würden und möglicherweise auf zu optimistische Erwartungen in Bezug auf den Aufbauplan des Europäischen Rates und die Fortschritte bei der Entwicklung eines Impfstoffs beruhen.

Die Ratsmitglieder stimmten darin überein, dass ein sehr akkommodierender geldpolitischer Kurs weiterhin angemessen sei, denn die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität seien nach wie vor verhalten und durch Inflationserwartungen in der Nähe historischer Tiefstände sowie eine erhebliche wirtschaftliche Unterauslastung geprägt. Es wurde unterstrichen, dass die Geldpolitik des EZB-Rats eine Lockerung der infolge der Corona-Krise restriktiveren Finanzierungsbedingungen bewirkt habe, und dass ein Teil der Impulse erst in den kommenden Monaten auf die Realwirtschaft übertragen werde. Eine sorgfältige Überwachung sei geboten. Indes herrsche weiterhin erhöhte Unsicherheit im Hinblick auf die Konjunkturaussichten. Vor diesem Hintergrund wurde der aktuelle geldpolitische Kurs als angemessen und eine Rekalibrierung zum gegenwärtigen Zeitpunkt als nicht erforderlich erachtet.

Entsprechend stimmten die Sitzungsteilnehmer dem Vorschlag von Herrn Lane zu, den geldpolitischen Kurs insgesamt unverändert zu belassen und die Anwendung der bestehenden geldpolitischen Instrumente in ihrer derzeitigen Ausgestaltung erneut zu bekräftigen. Die Finanzmärkte zeigten sich ruhiger als auf dem Höhepunkt der Pandemiekrise, und die aktuellen Daten signalisierten, dass sich die Konjunktur auf kurze Sicht weitgehend im Einklang mit dem in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni enthaltenen Basisszenario entwickle. Dennoch bleibe die Situation fragil, und die Risiken seien weiterhin abwärtsgerichtet. Hervorgehoben wurden in diesem Zusammenhang insbesondere die Risiken einer anhaltend steigenden Arbeitslosenquote sowie die Ungewissheit darüber, in welchem Ausmaß der Unternehmenssektor mit Solvenzproblemen konfrontiert sein könnte. Es herrsche nach wie vor erhöhte Unsicherheit, und auch die Inflationsaussichten seien weiterhin

verhalten. Dies unterstreiche die Auffassung, dass es keinen Anlass zur Sorglosigkeit gebe. Die bestehende Unsicherheit spreche dafür, die derzeitige Ausgestaltung der geldpolitischen Instrumente auf der aktuellen Sitzung beizubehalten. Dabei wurde jedoch betont, dass im Herbst weitere Informationen vorliegen würden. Dann dürfte eine Reihe von vorübergehenden finanzpolitischen Maßnahmen auslaufen, und die Unternehmen wären den Auswirkungen des Pandemieschocks direkter ausgesetzt.

Im Hinblick auf das PEPP wurde die Flexibilität des Programms als maßgeblicher Faktor hervorgehoben, durch den die Transmission der Geldpolitik über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg wirksam und effizient unterstützt werden könne. Es wurde zudem daran erinnert, dass eine flexible Durchführung des PEPP zwar entscheidend sei, um die Bedingungen an den Finanzmärkten in Stressphasen zu lockern, die Verteilung der Ankäufe sich jedoch nach dem Kapitalschlüssel richte.

Des Weiteren wurde argumentiert, dass die Flexibilität des PEPP es nahelege, den Rahmen für den Nettoerwerb als Obergrenze und nicht als Zielwert anzusehen. Hierbei wurde angeführt, dass die neu verfügbaren Daten überraschend positiv ausgefallen seien. Zudem hätten sich einige der Abwärtsrisiken abgeschwächt, die bezüglich der Aussichten zum Zeitpunkt der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juni bestanden hätten. Somit sei es eher möglich, dass der Rahmen des PEPP nicht vollständig ausgeschöpft werden müsse. Zugleich wurde daran erinnert, dass das PEPP eine doppelte Zielsetzung habe. So sollten damit zum einen die Risiken für die reibungslose Transmission der Geldpolitik im Euroraum und zum anderen die Risiken für die mittelfristige Preisstabilität bewältigt werden, die sich aus der Pandemie ergeben hätten. Genauer gesagt ziele das Programm darauf ab, der pandemiebedingten Abwärtsverschiebung der projizierten Inflationsentwicklung entgegenzuwirken. Unter Zugrundelegung des Basisszenarios der von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni und unter der Annahme, dass es bei den mittelfristigen Inflationsaussichten keine nennenswerten Aufwärtsüberraschungen gebe, sei daher gegenwärtig davon auszugehen, dass der Rahmen des PEPP vollständig ausgeschöpft werden müsse.

Mit Blick auf das GLRG-III-Programm wurde angemerkt, dass die sehr hohe Mittelaufnahme im Rahmen der im Juni 2020 durchgeführten Refinanzierungsgeschäfte ein Beleg sei, dass das Programm die Schaffung sehr günstiger Finanzierungsbedingungen für den Bankensektor bewirkt habe. Allerdings müsse genau beobachtet werden, ob sich dies auch in der Kreditvergabe an die Realwirtschaft niederschlage. Es sei Vorsicht geboten, denn die jüngste Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet zeige, dass staatliche Garantieprogramme offenbar eine wesentliche Rolle bei der Unterstützung der Kreditvergabe von Banken spielten. Vor diesem Hintergrund wurde eine weitere Analyse als notwendig erachtet, um ein besseres Bild von der Verwendung der GLRG-III-Mittel zu gewinnen. Dabei müsse auch untersucht werden, inwieweit sich die bereitgestellte Liquidität in der Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte bemerkbar mache.

Bis September würden zusätzliche Informationen zur Verfügung stehen, darunter weitere harte Daten, neue Projektionen sowie aktuelle Meldungen zu den finanzpolitischen Maßnahmen. Dies werde für mehr Klarheit im Hinblick auf die mittelfristigen Inflationsaussichten sorgen. Gleichzeitig wurde zu bedenken gegeben, dass es sich außergewöhnlich schwierig gestalten werde, aus dem Informationsfluss über den Sommer Signale für die mittelfristigen Aussichten der Wirtschafts- und Inflationsentwicklung zu extrahieren, denn das Ausmaß, in dem die Konjunktur anfänglich wieder anspringe, sei nicht zwangsläufig ein guter Anhaltspunkt für Aussagen über

das Tempo und die Robustheit der Erholung. Auf seiner Sitzung im September werde der EZB-Rat in jedem Fall besser in der Lage sein, den geldpolitischen Kurs und seine entsprechenden Instrumente neu zu bewerten.

### *Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation*

Die Ratsmitglieder stimmten darin überein, dass die Kommunikation derzeit besonders wichtig sei, auch wenn der geldpolitische Kurs unverändert belassen werde. Es wurden Argumente für eine beständige Kommunikation vorgebracht, da die Markterwartungen offenbar gut mit den Absichten des EZB-Rats im Einklang stünden. In diesem Zusammenhang wurde angeführt, dass einige der zum Zeitpunkt der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juni herrschenden Unsicherheiten nachgelassen hätten, während die Abwärtsrisiken weiterhin überwögen. Gleichzeitig wurde allgemein die Auffassung vertreten, dass die Kommunikation darauf abzielen solle, einen Mittelweg zu finden zwischen der Anerkennung der Verbesserungen, die bei den neu verfügbaren Daten festzustellen seien, und der Betonung der Risiken, die nach wie vor beständen. Vor diesem Hintergrund herrschte weitgehend Einigkeit darüber, die derzeitige Kommunikation beizubehalten. Darüber hinaus wurde auf die Notwendigkeit hingewiesen, die Auswirkungen der Mehrwertsteuersenkung in Deutschland und ihren vorübergehenden Einfluss auf die Gesamtinflation im Euroraum zu kommunizieren.

Angesichts der bestehenden Unsicherheit wurde es als wichtig erachtet zu bekräftigen, dass die Flexibilität des PEPP je nach Bedarf – in Abhängigkeit von der Marktlage – genutzt werde und dass der EZB-Rat bereit sei, gegebenenfalls unter Einsatz all seiner Instrumente zu handeln, um das notwendige Maß an geldpolitischer Akkommodierung zu gewährleisten. Es wurde betont, dass der EZB-Rat klarstellen solle, dass der gesamte Rahmen des PEPP nach wie vor zur Verfügung stehe. Der EZB-Rat solle – so wurde hervorgehoben – keine neuen Erwartungen in Bezug auf weitere geldpolitische Maßnahmen aufkommen lassen, aber zugleich unterstreichen, dass er über das Instrumentarium und den geldpolitischen Handlungsspielraum verfüge, um notwendigenfalls weitere Maßnahmen zu ergreifen.

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen fasste der EZB-Rat auf Vorschlag der Präsidentin die folgenden geldpolitischen Beschlüsse:

1. Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität würden unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,50 % belassen. Der EZB-Rat gehe davon aus, dass die EZB-Leitzinsen so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau blieben, bis er feststelle, dass sich die Inflationsaussichten in seinem Projektionszeitraum deutlich einem Niveau annäherten, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liege, und dass sich diese Annäherung in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durchgängig widerspiegele.
2. Der EZB-Rat werde seine Ankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) mit einem Umfang von insgesamt 1 350 Mrd € fortsetzen. Diese Ankäufe trügen zur Lockerung des allgemeinen geldpolitischen Kurses bei und hätten so, der pandemiebedingten Abwärtsverschiebung der projizierten Inflationsentwicklung entgegenzuwirken. Die

Ankäufe würden auch weiterhin flexibel über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg durchgeführt. Dies ermögliche es dem EZB-Rat, Risiken für die reibungslose Transmission der Geldpolitik wirksam abzuwehren. Der EZB-Rat werde die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP mindestens bis Ende Juni 2021 und in jedem Fall so lange durchführen, bis die Phase der Corona-Krise seiner Einschätzung nach überstanden sei. Die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere würden mindestens bis Ende 2022 bei Fälligkeit wieder angelegt. Das zukünftige Auslaufen des PEPP-Portfolios werde in jedem Fall so gesteuert, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden werde.

3. Die Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) im Umfang von monatlich 20 Mrd € würden zusammen mit den Ankäufen im Zuge des zusätzlichen vorübergehenden Rahmens in Höhe von 120 Mrd € bis zum Ende des Jahres fortgesetzt. Der EZB-Rat gehe weiterhin davon aus, dass die monatlichen Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP so lange fortgesetzt würden, wie dies für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung seiner Leitzinsen erforderlich sei, und dass sie beendet würden, kurz bevor er mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen beginne. Der EZB-Rat beabsichtige, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere weiterhin bei Fälligkeit für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginne, vollumfänglich wieder anzulegen und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.
4. Der EZB-Rat werde zudem weiterhin reichlich Liquidität über seine Refinanzierungsgeschäfte zur Verfügung stellen. Insbesondere beim letzten Geschäft der dritten Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) sei eine sehr hohe Inanspruchnahme der Mittel zu verzeichnen gewesen, wodurch die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte unterstützt worden sei.

Der EZB-Rat sei nach wie vor bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate – im Einklang mit seiner Verpflichtung auf Symmetrie – auf nachhaltige Weise seinem Ziel annähere.

Anschließend finalisierten die Ratsmitglieder die „Einleitenden Bemerkungen“, die die Präsidentin und der Vizepräsident wie üblich in der Pressekonferenz nach der EZB-Ratssitzung vortrugen.

Einleitende Bemerkungen

[Einleitende Bemerkungen zur Pressekonferenz vom 16. Juli 2020](#)

Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse vom 16. Juli 2020](#)

## **Sitzung des EZB-Rats, 15.-16. Juli 2020**

### **Mitglieder**

Frau Lagarde, Präsidentin

Herr de Guindos, Vizepräsident

Herr Costa

Herr Hernández de Cos\*

Herr Herodotou

Herr Holzmann

Herr Kazāks

Herr Kažimír\*

Herr Knot

Herr Lane

Herr Makhlouf

Herr Mersch

Herr Müller

Herr Panetta

Herr Rehn\*

Herr Reinesch

Frau Schnabel

Herr Stournaras

Herr Vasiliauskas

Herr Vasle\*

Herr Vella

Herr Villeroy de Galhau\*

Herr Visco

Herr Weidmann

Herr Wunsch

\* Mitglieder, die im Juli 2020 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

### **Sonstige Teilnehmende**

Herr Dombrovskis, 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 Alves  
Herr Arce  
Herr Aucremanne  
Herr Bradeško  
Frau Buch  
Herr Demarco  
Frau Donnery  
Herr Gaiotti  
Herr Garnier  
Frau Goulard  
Herr Haber  
Herr Kaasik  
Herr Kuodis  
Herr Kyriacou  
Herr Lünemann  
Herr Odór  
Herr Rutkaste  
Herr Sleijpen  
Herr Tavlás  
Herr Välimäki

**Sonstige Beschäftigte der EZB**

Herr Bracke, Stellvertretender Generaldirektor Kommunikation  
Herr Straub, Berater der Präsidentin  
Frau Rahmouni-Rousseau, Generaldirektorin Finanzmarktoperationen  
Herr Sousa, Stellvertretender Generaldirektor Volkswirtschaft  
Herr Rostagno, Generaldirektor Geldpolitik

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 8. Oktober 2020 vorgesehen.

**Europäische Zentralbank**

Generaldirektion Kommunikation  
Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland  
Tel.: +49 69 1344 7455, E-Mail: [media@ecb.europa.eu](mailto:media@ecb.europa.eu)  
Internet: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

*Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.*