

18. Februar 2021

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

am Mittwoch und Donnerstag, 20.-21. Januar 2021
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 9.-10. Dezember 2020:

In der vergangenen Woche habe die Zahl der weltweit registrierten Neuinfektionen mit dem Coronavirus (Covid-19) einen neuen Höchststand erreicht. Das Risiko länger anhaltender Eindämmungsmaßnahmen nehme angesichts des Auftretens ansteckenderer Virusmutationen und der langsamer als erwartet verlaufenden Impfungen zu. Die Stimmung an den Finanzmärkten habe sich jedoch zu Jahresbeginn sichtlich verbessert. Grund hierfür seien in erster Linie Erwartungen im Hinblick auf zusätzliche fiskalische Impulse in den Vereinigten Staaten, die einen Reflation Trade (Investitionsstrategien, die auf einen Wiederanstieg des Wirtschaftswachstums und der Inflation setzen) auslösen würden.

Die Zinsstrukturkurve von US-Staatsanleihen habe – vor allem am langen Ende – einen deutlich steileren Verlauf angenommen. Darin kämen ein Anstieg der Inflationserwartungen wie auch eine Zunahme der Realzinsen zum Ausdruck. Im Euroraum weise die Overnight-Index-Swap-Kurve (OIS-Kurve) hingegen im historischen Vergleich weiterhin ihren nahezu flachsten Verlauf auf und habe sich in den vergangenen zwei Wochen nur marginal versteilt. Die Kurve der BIP-gewichteten Renditen im Euroraum bewege sich nach wie vor in unmittelbarer Nähe des Niveaus, das zum Zeitpunkt der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom 9.-10. Dezember 2020 beobachtet worden sei. Allerdings verberge sich hinter den stabilen Nominalrenditen im Eurogebiet eine gegenläufige zugrunde liegende Entwicklung. Während die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen genauso stark gestiegen seien wie in den Vereinigten Staaten, hätten sich die Realrenditen im Euroraum dem Aufwärtsdruck widersetzt und seien auf ein Rekordtief gesunken.

Am kurzen Ende der Kurve sei es zu einer Neubewertung gekommen. Sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euro-Währungsgebiet hätten sich die OIS-Terminkurven seit Jahresbeginn 2021 weiterhin nach oben verlagert, was im Wesentlichen höhere Zinserwartungen widerspiegele. Die Korrelationen der Preise verschiedener Vermögenskategorien stünden mit der Einschätzung im Einklang, dass der Markt die Konjunkturaussichten trotz des Risikos einer Verlängerung der strengen Lockdown-Maßnahmen optimistischer beurteile. Die Daten zu den Preisen und Kapitalströmen an den internationalen Aktienmärkten ließen darauf schließen, dass eine weitere Aufhellung der Risikostimmung und eine Erholung der langfristigen Gewinnerwartungen die bislang aus dem Anstieg der risikofreien Zinssätze resultierenden Auswirkungen kompensiert hätten. An den globalen Aktienmärkten seien weitere Gewinne verbucht worden, und der Euro STOXX 50 liege nun in der Nähe seines vor der Pandemie verzeichneten Niveaus. Dabei hätten auch die anhaltenden Mittelzuflüsse in globale Aktien die jüngsten Kursgewinne gestützt. Das von Investmentfonds verwaltete Vermögen sei seit Anfang November 2020 um mehr als 10 % gewachsen.

Gleichzeitig könnten die Aktienkurse weltweit anfällig für einen Anstieg der Realrenditen werden. Die Kennzahl „Excess CAPE Yield“, die das umgekehrte konjunkturbereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis abzüglich der realen Rendite zehnjähriger Anleihen ausdrücke, sei derzeit nach wie vor hoch, was bedeute, dass die von Investoren geforderten Risikoprämien für risikoreichere Anlagen nicht unbedingt geringer seien. Trotzdem könne ein länger anhaltender Anstieg der Realzinsen die relative Attraktivität von Aktien rasch senken. Dies berge das Risiko einer auf breiterer Front stattfindenden Neubewertung. Derartige Risiken für Kurskorrekturen seien nicht gleichmäßig über das Aktienuniversum verteilt. Derzeit gebe es im Hinblick auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis unter den Unternehmen im Euro STOXX 50 eine deutlich größere Streuung als im Durchschnitt der vergangenen 20 Jahre. Diese Entwicklung zeige auch, dass die Erholung nach wie vor sehr uneinheitlich verlaufe.

Die Kreditmärkte wiesen eine ähnliche Widerstandsfähigkeit gegenüber dem Risiko höherer Zinsen auf. In den vergangenen Wochen hätten sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euroraum weiterhin leicht verkleinert. Mit der Verfügbarkeit von Impfstoffen und der im Dezember 2020 vom EZB-Rat beschlossenen Rekalibrierung der Maßnahmen sei eine weitere Verringerung der Risikoaufschläge in diesem Marktsegment begünstigt worden, die nun fast wieder auf ihrem Vorpandemieniveau lägen.

An den Devisenmärkten hätten die steigenden US-Staatsanleiherenditen den Abwertungstrend des US-Dollar unterbrochen, der nach der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats weiter an Dynamik gewonnen hatte. Seit den Stichwahlen in Georgia habe der Euro gegenüber dem US-Dollar an Wert verloren. Zeitweise sei der Wechselkurs sogar unter das zum Zeitpunkt der Sitzung verzeichnete Niveau gefallen. Die US-Realzinsen seien ein wichtiger Faktor für die verstärkten globalen Portfolioumschichtungen und die steigende Risikobereitschaft gewesen. Daher könne in dem Maße, wie die Anleger die mit diesen Zinssätzen behafteten Risiken als zunehmend aufwärtsgerichtet einschätzten, eine wichtige Triebfeder der Wechselkursentwicklung an Dynamik verlieren.

Insgesamt wirkten sich die jüngsten Finanzmarktentwicklungen auf breiter Basis positiv auf die Finanzierungsbedingungen im Euroraum aus. Die Realrenditen von Staatsanleihen seien gesunken, die Renditeabstände seien widerstandsfähig geblieben, die Aktienkurse und die Inflationserwartungen seien gestiegen, und der Aufwertungstrend des Euro gegenüber dem US-Dollar habe sich umgekehrt. Darin komme das große Vertrauen in die Entscheidung des EZB-Rats zum Ausdruck, sich auf die Dauer seiner Stützungsmaßnahmen und die Aufrechterhaltung günstiger Finanzierungsbedingungen zu konzentrieren, um den gegenwärtig äußerst akkommodierenden Kurs in einem Umfeld anhaltend hoher Unsicherheit aufrechtzuerhalten.

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 sei zu festzustellen, dass sich die Erholung der Weltwirtschaft zum Jahresende fortgesetzt habe. Allerdings lasse der leichte Rückgang des globalen Einkaufsmanagerindex

(EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor auf 53,5 Punkte im Dezember 2020 auf eine nachlassende Wachstumsdynamik schließen. Trotz eines Anstiegs der Neuinfektionszahlen deuteten die jüngsten Daten und Prognosen auf einen insgesamt optimistischeren Ausblick für die globale Konjunktur, als dies zuvor erwartet worden sei. Grundlage seien ein stärkeres Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten, aber auch robuste Wirtschaftsdaten aus China sowie das Handelsabkommen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich. Die mittelfristigen Aussichten hätten sich somit zwar aufgehellt, doch die steigenden Corona-Fallzahlen und die daraus resultierenden Eindämmungsmaßnahmen wirkten auf kurze Sicht wachstumshemmend, bis – voraussichtlich Mitte 2021 – die Pandemie durch Impfungen eingegrenzt werden könne.

Verglichen mit der ersten Welle an Covid-19-Infektionen und Eindämmungsmaßnahmen im Frühjahr 2020 sei der Dienstleistungssektor im November und Dezember weniger stark in Mitleidenschaft gezogen worden. Auch die Entwicklung des Handels erweise sich in der neuen Pandemiewelle als widerstandsfähiger.

Die Erholung der Ölpreise, die im Frühjahr 2020 eingesetzt habe, sei weiter vorangeschritten. So seien die Notierungen seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Dezember um 15 % auf über 55 USD je Barrel gestiegen, wofür eine höhere Nachfrage sowie einige angebotsbeschränkende Faktoren verantwortlich gewesen seien. Unterdessen habe der Euro – mit einer gewissen Volatilität – gegenüber dem US-Dollar leicht an Wert gewonnen (+0,2 %), in effektiver Rechnung habe er aber mit einem Minus von 0,2 % etwas abgewertet. Bei den Rohstoffpreisen hätten die Notierungen für Metalle und Nahrungsmittel vor dem Hintergrund einer wieder stark ansteigenden Nachfrage nach Rohstoffen in der zweiten Jahreshälfte 2020 kräftig angezogen.

Mit Blick auf den Euroraum würden die kurzfristigen Wachstumsperspektiven durch die strikteren und verlängerten Lockdowns belastet.

Die wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie zeigten sich weiterhin besonders in der Dienstleistungsbranche, während sich das verarbeitende Gewerbe behaupten könne. Laut den jüngsten EMI-Daten für Dezember sei die Aktivität im Dienstleistungssektor weiter gesunken, die Produktion im verarbeitenden Gewerbe sei hingegen angesichts der robusten Entwicklung des Welthandels erneut gestiegen. Verglichen mit der ersten Pandemiewelle im Frühjahr 2020 schienen sich die wirtschaftlichen Auswirkungen der Lockdown-Maßnahmen abgeschwächt zu haben. Der Umfrage der Europäischen Kommission zufolge habe sich das Vertrauen im Dienstleistungssektor in den meisten Ländern während der jüngsten Pandemiewelle weniger stark eingetrübt, was wahrscheinlich darauf zurückzuführen sei, dass sich die Wirtschaft besser an die Einschränkungen angepasst habe.

Die Auswirkungen der schwachen Entwicklung des Arbeitseinkommens auf das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte im Eurogebiet seien im zweiten Halbjahr 2020 erneut durch fiskalische Transfers abgefedert worden. Da während der Lockdowns viele Dienstleistungen nicht verfügbar seien, müssten die Verbraucher gezwungenermaßen sparen, wodurch die Sparquote der privaten Haushalte steige. Dabei griffen jüngere Haushalte im Zuge einer Verschlechterung ihrer finanziellen Lage stärker auf ihre Ersparnisse zurück, während ältere Haushalte eher in der Lage seien zu sparen. Die Frage, ob und wann diese Ersparnisse zukünftig für den Konsum verwendet würden, dürfte die Konjunkturaussichten für den Euroraum in den kommenden Quartalen beeinflussen.

Was die Entwicklung an den Arbeitsmärkten betreffe, so habe sich die Arbeitslosenquote des Eurogebiets im November 2020 auf 8,3 % belaufen und sei damit 0,1 Prozentpunkte niedriger gewesen als im Oktober. Die Nachfrage nach Arbeitskräften bleibe insgesamt schwach, und der Arbeitsmarkt biete für Personen auf der Suche nach einer neuen Stelle nur eingeschränkte Möglichkeiten. Zugleich hätten Programme zur Arbeitsplatzsicherung (vor allem Kurzarbeitsregelungen) der Arbeitslosigkeit entgegengewirkt und dazu beigetragen, die Einkommen der privaten Haushalte zu stabilisieren.

Zur nominalen Preisentwicklung bemerkte Herr Lane, dass die am HVPI gemessene Inflationsrate und die entsprechende Rate ohne Energie und Nahrungsmittel im Dezember 2020 bei -0,3 % bzw. 0,2 % verharret hätten.

Die Inflation im Euro-Währungsgebiet sei gegenüber dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau von mehr als 1 % gesunken und seit August 2020 anhaltend negativ ausgefallen. Dies sei nicht nur auf die Entwicklung der Preise für Energie, sondern auch der Preise für Waren und Dienstleistungen zurückzuführen. Zahlreiche Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation hätten sich seitwärts entwickelt, wobei die Messgrößen ohne volatile Positionen und Änderungen der indirekten Steuern seit Ausbruch der Pandemie weniger stark zurückgegangen seien. Für die rückläufige Teuerungsrate bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie sei hauptsächlich die schwache Preisentwicklung bei Bekleidung und Schuhen verantwortlich. Diese dürfte in gewissem Umfang nach der Pandemie korrigiert werden.

Die Tarifverdienste bewegten sich weiterhin trotz der erheblichen Unterauslastung der Wirtschaft und des Arbeitsmarkts auf breiter Front seitwärts, denn viele Tarifverträge seien noch vor Ausbruch der Pandemie abgeschlossen worden.

Mit Blick auf die Zukunft dürfte die Gesamtinflation im Januar 2021 wieder in den positiven Bereich zurückkehren und im Jahresverlauf weiter steigen. Ein Grund hierfür sei das Auslaufen der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland mit Beginn des Jahres 2021. Die Gewichte im HVPI dürften sich 2021 aufgrund der Änderungen des Konsumverhaltens während der Pandemie merklich verschieben. Auch dies trage zur bereits erhöhten Unsicherheit bezüglich der Inflationss Aussichten bei.

Laut dem Survey of Professional Forecasters (SPF) für das erste Quartal 2021 seien die Inflationserwartungen im Wesentlichen unverändert. Die HVPI-Inflationsrate werde den Erwartungen nach 2021 bei 0,9 %, 2022 bei 1,3 % und 2023 bei 1,5 % liegen. Was die weitere Zukunft angehe, so werde dem SPF zufolge weiterhin erwartet, dass die HVPI-Inflationsrate in fünf Jahren 1,7 % betragen werde. Die marktbasier ten Maße der längerfristigen Inflationserwartungen seien gestiegen, und die Wahrscheinlichkeit einer sehr niedrigen Teuerungsrate habe sich verringert.

Was die jüngsten Entwicklungen der Finanzierungsbedingungen im Euroraum anbelange, so gehe aus der Entwicklung der risikofreien Zinssätze hervor, dass kaum Zinssenkungserwartungen gehegt würden und die langfristigen risikofreien Zinssätze gestiegen seien. Risikobehaftete Anlagen entwickelten sich stabil und notierten in der Nähe ihres Vorkrisenniveaus.

Mit Blick auf die Geldmengen- und Kreditentwicklung sei ein kräftiges Geldmengenwachstum zu verzeichnen; so habe sich die jährliche Zuwachsrate der Geldmenge M3 von 10,5 % im Oktober 2020 auf 11,0 % im

November erhöht. Nach wie vor seien die Ankäufe von Vermögenswerten durch das Eurosystem die wichtigste Quelle der Geldschöpfung, wohingegen der Beitrag der Bankkredite an den privaten Sektor sich weiter verringert habe.

Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum stehe weiterhin im Zeichen der kräftigen Ausweitung der Kreditvergabe vom Frühjahr 2020 und habe sich mit 6,9 % im November kaum verändert. Die kurzfristige Kreditentwicklung hingegen habe sich weiter abgeschwächt, wofür sowohl Nachfrage- als auch Angebotsfaktoren verantwortlich seien. Die Jahresänderungsrate der Buchkredite an private Haushalte im Eurogebiet sei indessen mit 3,1 % im November weitgehend unverändert.

Den Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Januar 2021 zufolge hätten sich die Richtlinien für Unternehmenskredite im vierten Quartal 2020 verschärft. Ursächlich hierfür seien die gestiegene Risikowahrnehmung der Banken und Bedenken bezüglich der Bonität der Kreditnehmer. Die Banken gingen für das erste Jahresviertel 2021 von einer erneuten Verschärfung der Kreditrichtlinien für Unternehmen aus, worin sich die fortgesetzte Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Pandemie und ihre Auswirkungen auf das Ausfallrisiko der Kreditnehmer widerspiegeln. Auch die Richtlinien für die Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte seien im Schlussquartal 2020 weiter gestrafft worden, jedoch weniger stark als in den beiden vorangegangenen Jahresvierteln. Die nominalen Fremdfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, die auf einem historischen Tiefstand lägen, hätten sich im Dezember kaum verändert.

Was die Finanzpolitik betreffe, so seien für 2021 umfangreiche finanzpolitische Stützungsmaßnahmen geplant. Vor dem Hintergrund strengerer und verlängerter Einschränkungen im Zusammenhang mit dem Coronavirus würden diese jedoch möglicherweise je nach Pandemieentwicklung ausgeweitet. Ab 2021 würden vom Programm „Next Generation EU“ (NGEU) – sofern sich die ehrgeizigen Pläne der Regierungen erfüllten – voraussichtlich kräftige Impulse vor allem auf die öffentlichen Investitionen ausgehen.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend wies Herr Lane darauf hin, dass der Beginn der Impfkampagnen im gesamten Euroraum ein wichtiger Meilenstein bei der Bewältigung der derzeitigen Gesundheitskrise sei. Wegen des sprunghaften Wiederanstiegs der Infektionszahlen, des Aufkommens von Virusmutationen und der in zahlreichen Euro-Ländern in den letzten Monaten eingeführten strikteren Eindämmungsmaßnahmen seien die kurzfristigen Aussichten jedoch getrübt. Die hochfrequenten Daten und aktuellen Umfrageindikatoren für das vierte Quartal 2020 und die ersten Wochen des Jahres 2021 deuteten auf eine signifikante Abschwächung im Dienstleistungssektor hin. Diese sei jedoch weniger ausgeprägt als während der ersten Pandemiewelle im Frühjahr 2020. Im verarbeitenden Gewerbe setze sich die Konjunkturerholung fort und werde dabei von der Auslandsnachfrage gestützt. Die Produktion sei im vierten Quartal 2020 wohl zurückgegangen, und von der Verschärfung der Pandemie gingen für diesen Bereich im ersten Jahresviertel 2021 gewisse Abwärtsrisiken aus.

Über das erste Quartal 2021 hinaus gebe es Anlass zu vorsichtigem Optimismus hinsichtlich der Aussichten auf einen Aufschwung im weiteren Jahresverlauf. Neben dem Beginn der Impfkampagnen gebe es auch Anzeichen für eine Verbesserung der globalen Wirtschaftsaussichten. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2020 stelle zudem das Handelsabkommen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich eine positive Entwicklung dar. Zugleich bleibe die Unsicherheit hoch. Dies gelte vor allem im Hinblick auf die Entwicklung der Pandemie und die zeitnahe Durchführung der Impfkampagnen.

Vor dem Hintergrund einer schwachen Nachfrage und einer beträchtlichen Unterauslastung an den Arbeits- und Gütermärkten sei die Teuerung weiterhin gedämpft. Gemessen am HVPI bzw. am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel liege sie im Dezember unverändert bei -0,3 % bzw. 0,2 %. Zwar dürfte die Gesamtinflation in den kommenden Monaten aufgrund der aktuellen Energiepreisentwicklung und zum Teil aufgrund des Auslaufens der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland steigen, aber der zugrunde liegende Preisdruck werde den Erwartungen zufolge verhalten bleiben. Zurückzuführen sei dies auf die schwache Nachfrage (vor allem im Tourismus- und Reisesektor), den geringen Lohndruck und die Aufwertung des Euro. Umfrage- und marktbasierende Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen verharrten auf niedrigem Niveau, wobei die marktbasierenden Indikatoren der Inflationserwartungen leicht gestiegen seien.

Die Stimmung an den Finanzmärkten sei nach wie vor positiv und werde getragen von den umfangreichen finanz- und geldpolitischen Stützungsmaßnahmen sowie von der – durch die Erwartungen kräftiger finanzpolitischer Impulse in den Vereinigten Staaten beflügelten – Hoffnung auf einen weltweiten Wiederanstieg der Inflation. An den Devisenmärkten müsse die Entwicklung des Euro-Wechselkurses weiterhin mit Blick auf ihre möglichen Auswirkungen auf die mittelfristigen Inflationssaussichten beobachtet werden.

Ganz allgemein gingen von den Finanzierungsbedingungen im Euroraum generell positive Impulse sowohl für den Anleihemarkt als auch das Kreditgeschäft der Banken aus. Dessen ungeachtet sei es wichtig, den jüngsten Anstieg der nominalen risikofreien Zinssätze im Auge zu behalten, der durch Übertragungseffekte der stärkeren Zunahme der US-Renditen verursacht worden sein könne. Mit Blick auf die Zukunft sei es im Rahmen künftiger Aktualisierungen der Inflationssaussichten wichtig festzustellen, inwieweit ein Aufwärtsdruck auf die Nominalrenditen die günstigen Finanzierungsbedingungen beeinflusse. Im Rahmen einer Beurteilung der Vorteilhaftigkeit der Finanzierungsbedingungen solle auch berücksichtigt werden, dass in der Umfrage zum Kreditgeschäft vom Januar angegeben worden sei, die Kreditrichtlinien hätten sich per saldo weiter verschärft.

Eine umfangreiche Unterstützung durch die Geldpolitik sei nach wie vor unerlässlich. Mithilfe des im Dezember angekündigten umfassenden Maßnahmenpakets sollten während der Pandemie die günstigen Finanzierungsbedingungen aufrechterhalten werden. Dies werde dazu beitragen, Unsicherheit zu verringern und Vertrauen zu stärken. So würden Konsumausgaben und Unternehmensinvestitionen gefördert, wodurch die Konjunktur unterstützt und mittelfristige Preisstabilität gewährleistet werde.

Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets seien insgesamt noch immer abwärtsgerichtet, jedoch weniger stark. Die Nachrichten über die weltwirtschaftliche Entwicklung, das Abkommen über die zukünftigen Beziehungen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich und den Beginn der

Impfkampagnen stimmten zwar optimistisch, doch von der anhaltenden Pandemie und ihren Folgen für die Wirtschafts- und Finanzlage gingen weiterhin Abwärtsrisiken aus.

Vor diesem Hintergrund schlug Herr Lane vor, die Anwendung der bestehenden geldpolitischen Maßnahmen erneut zu bekräftigen.

In seiner Kommunikation müsse der EZB-Rat a) hervorheben, dass die aktuellen Daten das Basisszenario vom Dezember 2020 bestätigten, das von ausgeprägten kurzfristigen Auswirkungen der Pandemie auf die Wirtschaft und einer anhaltenden Inflationsschwäche ausgehe; b) betonen, dass umfangreiche geldpolitische Impulse nach wie vor unerlässlich seien, um während der Pandemie die günstigen Finanzierungsbedingungen für alle Wirtschaftssektoren aufrechtzuerhalten; c) unterstreichen, dass dies dazu beitragen werde, Unsicherheit zu verringern und Vertrauen zu stärken; so würden Konsumausgaben und Unternehmensinvestitionen gefördert, wodurch die Konjunktur unterstützt und mittelfristige Preisstabilität gewährleistet werde; d) erneut bekräftigen, dass die Ankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) flexibel in Abhängigkeit von den Marktbedingungen und mit dem Ziel durchgeführt würden, eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen zu vermeiden, die nicht damit vereinbar sei, dem Abwärtsdruck der Pandemie auf die projizierte Inflationsentwicklung entgegenzuwirken; e) bestätigen, dass der EZB-Rat nach wie vor bereit sei, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate – im Einklang mit seiner Verpflichtung auf Symmetrie – auf nachhaltige Weise seinem Ziel annähere.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche und monetäre 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 Konjunktur. Insgesamt bestätigten die aktuellen Daten das bisherige Basisszenario, das von ausgeprägten kurzfristigen Auswirkungen der Pandemie auf die Wirtschaft und einer anhaltenden Inflationsschwäche ausgehe.

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld fand die eingangs von Herrn Lane dargelegte Einschätzung, dass es Anzeichen für eine Verbesserung der globalen Wirtschaftsaussichten gebe, ebenfalls breite Zustimmung unter den Ratsmitgliedern. Im Einzelnen wurde auf die positiven Nachrichten zur Handels- und Wachstumsentwicklung in China und anderen asiatischen Ländern verwiesen sowie darauf, dass das zusätzliche Konjunkturpaket und das endgültige Ergebnis der Wahl in den Vereinigten Staaten zu weiteren finanzpolitischen Impulsen führen könnten. Zudem wurde der erfolgreiche Abschluss eines Handelsabkommens zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich genannt. In geopolitischer Hinsicht scheine sich die Unsicherheit insgesamt verringert zu haben. Zugleich stellten die Pandemie und die anhaltende öffentliche Gesundheitskrise weiterhin ernsthafte Risiken für die Weltwirtschaft dar.

Mit Blick auf die Entwicklung im Euroraum wurde festgestellt, dass sich das reale BIP im Eurogebiet nach einem drastischen Rückgang in der ersten Jahreshälfte 2020 im dritten Quartal kräftig erholt und gegenüber dem

Vorquartal um 12,4 % angezogen habe. Es liege jedoch nach wie vor deutlich unter dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau. Die Ratsmitglieder waren der Auffassung, dass die aktuellen Wirtschaftsdaten, Umfrageergebnisse und hochfrequenten Indikatoren darauf hindeuteten, dass das Wiederaufflammen der Pandemie und die damit einhergehende Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen wahrscheinlich zu einem Konjunkturrückgang im vierten Quartal 2020 geführt hätten. Dieser falle jedoch weniger stark aus als in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2020 erwartet. Demgegenüber werde die jüngste Zuspitzung der Pandemie die Wirtschaftstätigkeit im ersten Quartal 2021 wohl stärker belasten als zunächst angenommen. Betrachte man die beiden Quartale aber zusammen, decke sich die Entwicklung insgesamt weitgehend mit dem Basisszenario vom Dezember. Es wurde auch daran erinnert, dass eine Verlängerung der Eindämmungsmaßnahmen über das Schlussquartal 2020 hinaus in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember berücksichtigt worden sei. Allerdings wurde betont, dass aufgrund steigender Infektionszahlen in vielen Euro-Ländern weitere Maßnahmen ergriffen oder angekündigt worden seien. Das habe zu strengeren Einschränkungen geführt als in den Dezember-Projektionen erwartet.

Zudem wurde angeführt, dass die in den Dezember-Projektionen angenommene rasche Wachstumserholung sich als zu optimistisch erweisen und das Wachstum im zweiten Quartal 2021 durch verlängerte Lockdowns gefährdet werden könnte. Überdies gebe es Verzögerungen bei den Impfungen. Darüber hinaus wurde Besorgnis über die möglichen Auswirkungen der Ausbreitung neuer, ansteckenderer Mutationen des Virus geäußert, die sich nach der Urlaubszeit im Dezember stark vermehrt hätten. Indessen wurde angemerkt, dass die wirtschaftlichen Kosten der Eindämmungsmaßnahmen nun niedriger seien als im Frühjahr 2020, da die Maßnahmen zielgerichteter seien und sich die Unternehmen besser an die Einschränkungen anpassen könnten. Des Weiteren wurde unterstrichen, dass die Maßnahmen zwar strikter seien, die Regierungen aber auch mehr finanzpolitische Unterstützung anböten, sodass die kurzfristigen Folgen der Maßnahmenverschärfung abgedeckt würden. Obwohl die unerwartete Verzögerung bei den Impfungen dazu beitragen dürfte, dass die Maßnahmen länger in Kraft bleiben müssten, sei dies in erster Linie logistischen Schwierigkeiten zuzuschreiben. Das beeinflusse zwar den Zeitrahmen, habe aber keine wesentlichen Auswirkungen auf das Gesamtbild.

Es wurde betont, dass die wirtschaftliche Entwicklung in den einzelnen Sektoren weiterhin sehr unterschiedlich verlaufe. Der Dienstleistungssektor sei durch die neuen Einschränkungen der sozialen Kontakte und der Mobilität stärker beeinträchtigt als die Industrie. Aber auch zwischen den einzelnen Euro-Ländern ließen sich Unterschiede feststellen. Obwohl private Haushalte und Unternehmen nach wie vor durch finanzpolitische Maßnahmen unterstützt würden, blieben die Verbraucher angesichts der Pandemie und ihrer Auswirkungen auf Beschäftigung und Einkommen zurückhaltend. Zugleich wurde jedoch auch darauf verwiesen, dass die umfangreichen akkumulierten Ersparnisse und die potenzielle aufgestaute Nachfrage der privaten Haushalte eine schnelle Erholung des Konsums begünstigen könnten, sobald die Eindämmungsmaßnahmen gelockert würden. Die schwächeren Unternehmensbilanzen und die Unsicherheit über die Konjunkturaussichten würden sich indes weiterhin negativ auf die Unternehmensinvestitionen auswirken.

Die Ratsmitglieder hoben die Diskrepanz zwischen den Risiken für den kurzfristigen Ausblick und der positiveren Entwicklung der mittelfristigen Aussichten hervor. Die Ende Dezember begonnene Bereitstellung von

Impfstoffen stärke die Zuversicht hinsichtlich der Bewältigung der Gesundheitskrise. Allerdings werde es noch dauern, bis eine breite Immunität erreicht sei, und weitere Rückschläge im Zusammenhang mit der Pandemie seien nicht auszuschließen. Bislang schein die Verbesserung des gesamtwirtschaftlichen Ausblicks eher externen als binnenwirtschaftlichen Faktoren geschuldet zu sein. Dies sei für das Euro-Währungsgebiet als offene Wirtschaft günstig und käme insbesondere dem verarbeitenden Gewerbe zugute. Es sei davon auszugehen, dass die Erholung der Wirtschaft des Euroraums durch günstige Finanzierungsbedingungen, einen expansiven finanzpolitischen Kurs und – sobald die Eindämmungsmaßnahmen aufgehoben würden und die Unsicherheit nachlasse – eine Belebung der Nachfrage gestützt werde. Im Rahmen der Diskussion wurde allerdings auch das nach wie vor bestehende Risiko von Klippeneffekten angesprochen. Solche Effekte könnten sich einstellen, wenn Fiskalimpulse voreilig zurückgenommen würden oder sich angesichts des Risikos eines sprunghaften Anstiegs von Unternehmensinsolvenzen und notleidenden Krediten die Bilanzlage im Unternehmens- und Bankensektor verschlechtere.

Nach Einschätzung der Ratsmitglieder seien die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets insgesamt noch immer abwärtsgerichtet, jedoch weniger stark als im Herbst vor den Meldungen über die Bereitstellung von Impfstoffen. Die verbesserten Aussichten für die Weltwirtschaft, das Abkommen über die zukünftigen Beziehungen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich und der Beginn der Impfkampagnen stimmten zwar optimistisch, doch von der anhaltenden Pandemie und ihren Folgen für die Wirtschafts- und Finanzlage gingen weiterhin Abwärtsrisiken aus.

Was die Finanzpolitik betreffe, so bleibe angesichts des starken Konjunkturabschwungs im Euroraum ein ambitionierter und koordinierter finanzpolitischer Kurs erforderlich. Es bedürfe einer anhaltenden Unterstützung durch die nationale Finanzpolitik, da die Nachfrage von Unternehmen und privaten Haushalten angesichts der Zuspitzung der Pandemie und der Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen schwach sei. Gleichzeitig wurde betont, dass die aufgrund der Pandemie ergriffenen finanzpolitischen Maßnahmen weiterhin möglichst zielgerichtet und befristet bleiben sollten.

Zudem wurden Bedenken geäußert, dass die Staats- und Regierungschefs Europas zwar das größte jemals über den EU-Haushalt finanzierte Hilfspaket verabschiedet hätten, sich die Umsetzung jedoch als schleppend und schwierig erweise. Die Ratsmitglieder hoben die zentrale Rolle des NGEU-Pakets hervor und betonten, wie wichtig es sei, dessen Einsatzfähigkeit unverzüglich herzustellen. Sie forderten die Mitgliedstaaten auf, den Ratifizierungsprozess zu beschleunigen, die nationalen Aufbau- und Resilienzpläne zügig abzuschließen und die Mittel für produktive öffentliche Ausgaben einzusetzen, die mit strukturpolitischen Maßnahmen zur Produktivitätssteigerung einhergehen. Dann könne „Next Generation EU“ zu einer schnelleren, stärkeren und einheitlicheren Erholung beitragen, die wirtschaftliche Widerstandskraft und das Wachstumspotenzial in den Volkswirtschaften der Mitgliedstaaten erhöhen und so auch die Wirksamkeit der Geldpolitik im Euroraum unterstützen. Diese strukturpolitischen Maßnahmen seien vor allem wichtig, um seit Langem bestehende strukturelle und institutionelle Schwächen anzugehen und den ökologischen und den digitalen Wandel zu beschleunigen.

Was die Preisentwicklung anbelange, so traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung. Die jährliche Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet habe sich im Dezember unverändert

auf -0,3 % belaufen. Auf Grundlage der aktuellen Energiepreisentwicklung werde die Gesamtinflation in den kommenden Monaten wahrscheinlich steigen. Dazu werde unter anderem das Auslaufen der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland beitragen. Der zugrunde liegende Preisdruck werde jedoch voraussichtlich verhalten bleiben. Dies hänge mit der schwachen Nachfrage, vor allem im Tourismus- und Reisesektor, sowie mit einem geringen Lohndruck und einer Aufwertung des Euro zusammen. Sobald der Einfluss der Pandemie nachlasse, werde eine Erholung der Nachfrage, unterstützt durch akkommodierende finanz- und geldpolitische Maßnahmen, mittelfristig Aufwärtsdruck auf die Inflation ausüben. Umfrage- und marktbasierende Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen verharrten auf niedrigem Niveau, wobei die marktbasierenden Indikatoren der Inflationserwartungen leicht gestiegen seien.

Bei der Erörterung der jüngsten Inflationsentwicklung waren sich die Ratsmitglieder einig, dass die Gesamtinflation weitgehend mit den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2020 im Einklang stehe. Sie sei allerdings sehr niedrig, und die zugrunde liegende Inflation habe im Dezember einen historischen Tiefstand erreicht. Eine stärkere globale Nachfrage und höhere Rohstoffpreise würden zwar im weiteren Verlauf helfen, die Teuerung anzukurbeln, doch allgemein sei der Preisdruck weiterhin gedämpft. Deswegen gestalte es sich nach wie vor schwierig, eine deutliche Annäherung an das mittelfristige Inflationsziel der EZB herbeizuführen, zumal eine günstige Entwicklung der Wirtschaft sowie der Inflation von den Fortschritten bei der Eindämmung der Ausbreitung der Pandemie abhängen.

Es wurde betont, dass die mittelfristigen Inflationsaussichten mit hoher Unsicherheit behaftet seien. Diese rühre daher, dass es sich bei der Pandemie um eine nie dagewesene Situation handle und sich zudem schon seit Langem Fragen bezüglich einer Veränderung der zugrunde liegenden Inflationsfaktoren stellten. Die erhöhte Unsicherheit betreffe nicht nur die Stärke der konjunkturellen Erholung nach der Pandemie, sondern auch die relative Bedeutung von Angebots- und Nachfragefaktoren in den unterschiedlichen Wirtschaftssektoren. Außerdem sei ungewiss, wie deutlich sich die Finanzierungsbedingungen in der Inflationsentwicklung niederschlugen. Darüber hinaus gäbe es weiterhin akute Messprobleme bezüglich der relevanten Gewichte in den Preisindizes während der Pandemiephase.

Nach Auffassung der Sitzungsteilnehmer habe das Basisszenario, in dem eine allmähliche Erholung der Inflation projiziert werde, nach wie vor weitgehend Bestand. Allerdings wurde darauf verwiesen, dass für 2023 lediglich eine Inflation von 1,4 % erwartet werde. Zugleich sei das Deflationsrisiko zum gegenwärtigen Zeitpunkt gering, denn auf kurze Sicht könne aufgrund höherer Energiepreise und des Auslaufens der in einem Land befristet vorgenommenen Steuersenkung mit einem Anstieg der Teuerung gerechnet werden. Zudem dürfte die Konjunktur rasch wieder anziehen, sobald die Einschränkungen aufgehoben würden. Angesichts der globalen Entwicklungen sei auch nicht auszuschließen, dass sich die Inflation im laufenden Jahr – zumindest für einige Zeit – dynamischer entwickeln könnte als in den Projektionen angenommen, vor allem falls es in der zweiten Jahreshälfte zu einer unerwartet kräftigen Erholung käme. Hierbei wurde darauf hingewiesen, dass ein derartiger vorübergehender Preisauftrieb nicht fälschlicherweise für einen nachhaltigen Anstieg gehalten werden sollte. Nach wie vor dürfte sich Letzterer nur langsam einstellen.

Die Ratsmitglieder analysierten die jüngsten Wechselkursentwicklungen und stellten fest, dass sich der vor Kurzem noch persistente Aufwertungsdruck des Euro Anfang 2021 umgekehrt habe. Es wurde erneut auf

mögliche nachteilige Auswirkungen einer weiteren Euro-Aufwertung auf die Inflationsaussichten verwiesen. Hierbei wurde angemerkt, dass der nominale effektive Wechselkurs auf einem historisch hohen Niveau liege und sich bereits negativ auf die Teuerung auswirke. Allerdings wurde auch unterstrichen, dass der Effekt von Wechselkursveränderungen auf die Inflation in den Standardmodellen möglicherweise zu hoch geschätzt werde.

Mit Blick auf die aktuelle Entwicklung der Inflationserwartungen konstatierten die Ratsmitglieder, dass die längerfristigen Inflationserwartungen dem SPF der EZB zufolge unverändert bei 1,7 % lägen, während die marktbasierten Messgrößen der Inflationserwartungen gestiegen seien. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren habe mit 1,32 % nun wieder seinen Vorpandemiestand erreicht. Positiv sei, dass sich die Pandemie kaum auf die längerfristigen Inflationserwartungen ausgewirkt habe. Mit Verweis auf die Anpassungsfähigkeit der Inflationserwartungen wurde angeführt, dass diese künftig von einer Zunahme der Teuerung positiv beeinflusst werden könnten. Der Anstieg der marktbasierten Messgrößen der Inflationserwartungen im Eurogebiet sei indes vor allem globalen Faktoren geschuldet.

Mit Blick auf die monetäre Analyse teilten die Ratsmitglieder weitgehend die eingangs von Herrn Lane dargelegte Einschätzung. Die Jahreswachstumsraten der weit gefassten Geldmenge M3 und der eng gefassten Geldmenge M1 seien im November 2020 mit 11,0 % bzw. 14,5 % hoch gewesen. Es wurde betont, dass die Geldmenge zuletzt vor allem aufgrund der laufenden Ankäufe von Vermögenswerten seitens des Eurosystems gestiegen sei. Die monetäre Dynamik werde somit stärker von den Entwicklungen auf der Aktivseite der Bilanz des Eurosystems bestimmt als von der Passivseite.

Die Ratsmitglieder befassten sich auch mit der Kreditvergabe an den privaten Sektor. Diese sei zuletzt im Fall der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften moderat und im Fall der privaten Haushalte solide gewesen. Es wurde festgestellt, dass die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit 6,9 % robust schein. Sie spiegele allerdings hauptsächlich den sehr kräftigen Anstieg der Kreditvergabe in der ersten Jahreshälfte wider. Seit dem Ende des Sommers 2020 habe sich die monatliche Kreditvergabe jedoch abgeschwächt, was sich im Zeitablauf in einer verhaltenen Investitionstätigkeit niederschlagen könnte. Es wurde aber auch argumentiert, dass die Unternehmen vorgesorgt und beträchtliche Finanzpolster aufgebaut hätten. Deshalb sollte im jüngsten Rückgang der Kreditvergabe nicht der Beginn eines Zyklus von finanziellen Verstärkungseffekten gesehen werden. Gleichzeitig wurden Bedenken geäußert, dass sich die Finanzlage der Unternehmen in Zukunft verschlechtern könnte, wenn die öffentlichen Stützungsmaßnahmen schrittweise zurückgenommen würden.

Die Ratsmitglieder tauschten sich darüber aus, wie die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft für das vierte Quartal 2020 auszulegen seien, die nach wie vor per saldo eine Verschärfung der Richtlinien für Unternehmenskredite anzeigten. Ursächlich für diese Verschärfung seien vor allem die gestiegene Risikowahrnehmung der Banken in einem Umfeld anhaltender Unsicherheit über die wirtschaftliche Erholung und angesichts von Bedenken hinsichtlich der Bonität der Kreditnehmer. In der Wahrnehmung der Banken, so betonten die Ratsmitglieder, wirke sich die Rezession bonitätsverschlechternd für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften aus, da krisenbedingte Insolvenzen zu einem Anstieg der Bestände an notleidenden Krediten führen könnten, sobald die Fristen für Zahlungsaussetzungen und Moratorien ausliefen.

Einerseits wurde die Ansicht vertreten, dass die Umfrageergebnisse eine genaue Beobachtung der weiteren Entwicklung erforderlich machten, da sie auf eine weitere Verschärfung in nächster Zeit – mit entsprechenden negativen Folgen für die Kreditströme und die Konjunktorentwicklung – hindeuten könnten. Die Ergebnisse unterstrichen zudem die Bedeutung struktureller Schwächen im Bankensektor des Euroraums, wie etwa Überkapazitäten, hohe Bestände an notleidenden Krediten, eine niedrige Ertragskraft und geringe Fortschritte bei der Digitalisierung. Andererseits wurde ins Bewusstsein gerufen, dass die Kreditrichtlinien den Umfragedaten zufolge nicht so stark gestrafft worden seien wie in früheren Krisenphasen. Im zweiten Quartal hätten staatlich garantierte Kredite zu einer deutlichen Lockerung der Kreditrichtlinien geführt, sodass die jüngste Verschärfung als Rückkehr zu eher normalen Bedingungen gewertet werden könne.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Die Ratsmitglieder nahmen die von Frau Schnabel und Herrn Lane eingangs vorgetragene Einschätzung der Finanzlage und der Finanzierungsbedingungen zur Kenntnis. Beide seien seit der Sitzung des EZB-Rats vom Dezember günstig geblieben. Hierzu hätten nicht zuletzt die rekalierten geldpolitischen Maßnahmen der EZB beigetragen, die von den Finanzmärkten gut angenommen worden seien. Vor dem Hintergrund eines ruhigen Geschehens an den Finanzmärkten hätten mehrere Standardindikatoren der finanziellen Bedingungen einen Akkommodierungsgrad signalisiert, der dem zu Beginn der Pandemie gleiche oder ihn sogar übertreffe. Wenngleich die risikofreien Zinssätze im Euroraum seit der Dezembersitzung geringfügig gestiegen seien, hätten sich die Renditeabstände von Staats- und Unternehmensanleihen robust gezeigt. Außerdem stelle sich die Lage an den Anleihemärkten – auch bei Unternehmensanleihen – anhaltend günstig dar, und die Kreditzinsen der Banken für private Haushalte und Unternehmen lägen in der Nähe ihrer historischen Tiefstände. Unter Berücksichtigung des Anstiegs der marktbasieren Inflationserwartungen befänden sich die Realrenditen auf einem Rekordtief. Es wurde festgestellt, dass die Erwartung eines umfangreichen Konjunkturpakets in den Vereinigten Staaten zu einer Versteilung der Zinsstrukturkurve von US-Staatsanleihen geführt habe. Die Renditen im Eurogebiet seien hiervon nur in begrenztem Umfang betroffen gewesen, da es zu einer deutlichen „Entkopplung“ der Märkte gekommen sei.

Des Weiteren hätten die Aktienkurse im Euroraum seit der Sitzung vom Dezember erneut angezogen, während der Wechselkurs des Euro bei einer gewissen Volatilität weitgehend stabil geblieben sei. Es wurde angemerkt, dass der Wechselkurs laut einer Analyse der EZB zuletzt weniger von politischen Schocks als von der globalen Risikostimmung bestimmt worden sei. Allerdings wurde auch die Sorge geäußert, die Wechselkursentwicklung könne sich negativ auf die finanziellen Bedingungen im Euroraum auswirken und letztlich den Inflationsausblick beeinflussen.

Die Sitzungsteilnehmer kamen überein, dass nach wie vor umfangreiche geldpolitische Impulse unerlässlich seien, um während der Pandemie günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten. Der allgemeine geldpolitische Kurs wurde als weiterhin sehr akkommodierend eingeschätzt. Auch habe er dazu beitragen, die günstigen Finanzierungsbedingungen zu bewahren, die notwendig seien, um dem Abwärtsdruck der Pandemie auf den projizierten Inflationpfad entgegenzuwirken. Wie die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten bislang bestätigten, habe sich die Entscheidung des EZB-Rats, sich auf die Verlängerung der

Pandemienotfallmaßnahmen, die Aufrechterhaltung günstiger Finanzierungsbedingungen und die Flexibilität des PEPP zu konzentrieren, als wirksam erwiesen. Es wurde die Ansicht vertreten, dass die günstigen Finanzierungsbedingungen noch für einige Zeit gewahrt bleiben müssten, um die Kreditversorgung aller Wirtschaftssektoren weiter zu unterstützen und mögliche makrofinanzielle Verstärkungseffekte zu bekämpfen.

Vor diesem Hintergrund wurde in Erinnerung gerufen, dass der in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2020 aufgezeigte Inflationsspfad nach wie vor weit vom mittelfristigen Ziel des EZB-Rats entfernt sei. Das im Dezember verabschiedete Maßnahmenpaket sei zwar mit dem Ziel kalibriert worden, dem Abwärtsdruck der Pandemie auf die projizierte Inflationsentwicklung entgegenzuwirken. Dennoch solle der EZB-Rat einen Rückgang der Realzinsen zulassen, wenn sich die Finanzierungsbedingungen aufgrund höherer Inflationserwartungen lockern würden. Da die Inflationsaussichten deutlich hinter dem Zielwert der EZB zurückblieben, würden niedrigere Realzinsen eine schnellere Rückkehr zu Preisstabilität zusätzlich unterstützen. Gleichzeitig wurde geäußert, dass nicht jeder Anstieg der Nominalrenditen als unerwünschte Straffung der Finanzierungsbedingungen zu sehen sei, die eine entsprechende Antwort der Geldpolitik erfordere. Nominalrenditen seien überdies kein geeigneter Referenzwert, um zu beurteilen, ob die Finanzierungsbedingungen nach wie vor günstig seien, da sie infolge besserer Wirtschaftsaussichten und höherer Inflationserwartungen zunehmen könnten. Aus geldpolitischer Sicht relevant sei indes die Entwicklung der Realzinsen, die in den vergangenen Wochen auf ein Rekordtief gesunken seien.

Alles in allem war man weitgehend der Auffassung, dass die im Dezember beschlossene Rekalibrierung der Instrumente nach wie vor angemessen und ausgewogen sei. Unter gebührender Berücksichtigung der Vorteile und möglicher unbeabsichtigter Nebenwirkungen müssten alle Instrumente auf dem Tisch bleiben. Zudem wurde betont, dass die Festlegung der jeweiligen Palette an Finanzierungsbedingungen, die breit und flexibel angesteuert werden sollen, für alle privaten und öffentlichen Wirtschaftssektoren einen ganzheitlichen Ansatz erfordere. Dieser solle auch die Kreditzinsen der Banken sowie Kreditvolumina und -bedingungen für private Haushalte und Unternehmen beinhalten, der Wirtschafts- und Marktentwicklung Rechnung tragen und letztlich in den mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität verankert sein.

Alle Sitzungsteilnehmer stimmten dem Vorschlag von Herrn Lane zu, die bestehenden geldpolitischen Maßnahmen nochmals zu bestätigen. Zur Begründung wurde angeführt, dass eine Geldpolitik der ruhigen Hand geboten sei und die im Dezember eingeführten Maßnahmen Zeit bräuchten, um ihre volle Wirkung zu entfalten. Des Weiteren entwickelten sich die wirtschaftlichen Aussichten weitgehend im Einklang mit den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember, und die gegenwärtige Ausgestaltung des geldpolitischen Instrumentariums biete genügend Unterstützung und Flexibilität, um der aktuellen Lage gerecht zu werden. Insgesamt stimmten die Ratsmitglieder größtenteils auch darin überein, dass es keinen Anlass zu Sorglosigkeit gebe und der EZB-Rat nach wie vor bereit sein müsse, alle seine Instrumente gegebenenfalls einzusetzen, um eine deutliche Annäherung der Teuerungsrate an sein Ziel sicherzustellen.

Die Sitzungsteilnehmer waren sich darin einig, dass die bislang – d. h. auch seit Beginn der Pandemie – ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen das Wachstum und die Inflation wirksam und angemessen unterstützten und die Kosten-Nutzen-Bilanz nach wie vor positiv ausfalle. Die Ankäufe im Rahmen des PEPP trügen dazu bei, die günstigen Finanzierungsbedingungen in allen Wirtschaftssektoren aufrechtzuerhalten.

Zugleich stelle die dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) weiterhin eine attraktive Finanzierungsquelle für Banken dar, wodurch die Vergabe von Bankkrediten an Unternehmen und private Haushalte unterstützt werde. Die Praxis, die Tilgungsbeträge von Wertpapieren, die im Rahmen des PEPP und des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) erworben wurden, bei Fälligkeit wieder anzulegen, sei günstigen Finanzierungsbedingungen zuträglich, da sie die anhaltende Marktpräsenz des Eurosystems über den gesamten Pandemiezeitraum und darüber hinaus signalisiere.

Die Ankäufe im Rahmen des PEPP würden weiterhin flexibel im Einklang mit den Marktbedingungen durchgeführt, um während der Pandemie günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten. Dabei sei dem Abwärtsdruck der Pandemie auf den projizierten Inflationspfad entgegenzuwirken. Darüber hinaus werde die Flexibilität der Ankäufe über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg weiterhin die reibungslose Transmission der Geldpolitik unterstützen. In diesem Zusammenhang wurde die Doppelfunktion des PEPP hervorgehoben.

Mit Blick auf die Kommunikation trafen die von Herrn Lane in seiner Einführung vorgeschlagenen Elemente bei den Ratsmitgliedern auf breite Zustimmung. Einerseits sei es wichtig zu betonen, dass die derzeitigen Inflationsaussichten mit einer Teuerungsrate von deutlich unter 2 % im Basisszenario nach wie vor enttäuschend seien. Andererseits sei eine ausgewogene Darstellung der Aussichten geboten, da sich einige Unsicherheiten in Bezug auf die internationale Entwicklung in unerwartet positiver Weise aufgelöst hätten.

Vor diesem Hintergrund müsse betont werden, dass die ergriffenen Maßnahmen in Anbetracht der aktuellen Aussichten zwar angemessen, jedoch auch so ausgestaltet seien, dass sie sowohl auf möglicherweise ungünstigere Entwicklungen als auch auf positive Überraschungen flexibel reagieren könnten. Es wurde als wesentlich erachtet zu vermitteln, dass der EZB-Rat entschlossen sei, zur Gewährleistung günstiger Finanzierungsbedingungen dauerhaft an den Märkten präsent zu sein. Des Weiteren müsse der EZB-Rat betonen, dass es keinen Anlass zu Sorglosigkeit gebe. Außerdem solle er nochmals seine Wachsamkeit in Bezug auf die Wechselkursentwicklung und ihre Auswirkungen auf die Inflationsaussichten bekräftigen. Der EZB-Rat müsse zudem deutlich machen, dass er nach wie vor bereit sei, alle seine Instrumente – einschließlich des Zinssatzes für die Einlagefazilität – gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Inflation auf nachhaltige Weise auf sein Ziel zubewege.

Angesichts des starken Konjunkturabschwungs im Euroraum sei es für den EZB-Rat wichtig hervorzuheben, dass es anhaltender und ambitionierter finanzpolitischer Maßnahmen bedürfe, um die Erholung zu unterstützen.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen beschloss der EZB-Rat auf Vorschlag der Präsidentin, seinen sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs nochmals zu bestätigen.

Erstens würden der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,50 % belassen. Der EZB-Rat gehe davon aus, dass die Leitzinsen der EZB 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.

Zweitens werde der EZB-Rat die Ankäufe im Rahmen des PEPP fortsetzen. Dieses habe einen Gesamtumfang von 1 850 Mrd €. Der EZB-Rat werde die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP mindestens bis Ende März 2022 und in jedem Fall so lange durchführen, bis die Phase der Coronakrise seiner Einschätzung nach überstanden sei. Die Ankäufe im Rahmen des PEPP würden durchgeführt, um während der Pandemie die günstigen Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten. Wenn mit Ankäufen, die den Gesamtumfang des PEPP über den Zeithorizont der Nettoankäufe hinweg nicht voll ausschöpften, günstige Finanzierungsbedingungen aufrechterhalten werden könnten, müsse dieser Gesamtumfang nicht vollständig genutzt werden. Genauso könne der Gesamtumfang erforderlichenfalls auch rekaliert werden, um günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten und so dem negativen Schock der Pandemie auf die Inflationsentwicklung entgegenzuwirken.

Der EZB-Rat werde die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere mindestens bis Ende 2023 weiterhin bei Fälligkeit wieder anlegen. Das zukünftige Auslaufen des PEPP-Portfolios werde in jedem Fall so gesteuert, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden werde.

Drittens würden die Nettoankäufe im Rahmen des APP in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € 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.

Zudem beabsichtige der EZB-Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginne, bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anzulegen und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

Schließlich werde der EZB-Rat weiterhin reichlich Liquidität über seine Refinanzierungsgeschäfte zur Verfügung stellen. Insbesondere stelle die dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) nach wie vor eine attraktive Finanzierungsquelle für Banken dar, wodurch deren Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte unterstützt werde.

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

[21. Januar 2021 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

[21. Januar 2021 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

Sitzung des EZB-Rats, 20.-21. Januar 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 Stourmaras*

Herr Vasiliauskas

Herr Vasle

Herr Villeroy de Galhau

Herr Visco*

Herr Weidmann

Herr Wunsch

* Mitglieder, die im Januar 2021 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 Arce
Herr Aucremanne
Herr Bradeško
Frau Buch
Herr Demarco
Frau Donnery
Herr Gaiotti
Frau Goulard
Herr Haber
Herr Kaasik
Herr Kuodis
Herr Kyriacou
Herr Lünemann
Herr Novo
Herr Ódor
Herr Pattipeilohy
Frau Phelan
Herr Rutkaste
Herr Tavlas
Herr Välimäki

Sonstige Beschäftigte der EZB

Herr Proissl, 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. April 2021 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.