

8. April 2021

Sitzung am 10.-11. März 2021

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 10.-11. März 2021, in Frankfurt am Main

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 20.-21. Januar 2021:

Die Zinsstrukturkurven von Staatsanleihen hätten in den Industrieländern einen steileren Verlauf angenommen. Zugleich sei die Zahl der Neuinfektionen mit dem Coronavirus (Covid-19) zurückgegangen, habe sich das Impftempo beschleunigt und werde in den Vereinigten Staaten mit der baldigen Verabschiedung eines umfangreichen Konjunkturpakets gerechnet. Die spürbare Verteuerung der Rohstoffe habe den Aufwärtsdruck auf die langfristigen nominalen Anleiherenditen verstärkt. In den Euro-Ländern sei der Anstieg der langfristigen Anleiherenditen moderater ausgefallen als in anderen Industrieländern. Die Kurve der BIP-gewichteten Renditen im Euro-Währungsgebiet sei weiterhin stärker abgeflacht als in den meisten Jahren vor der Pandemie und habe im Großen und Ganzen die gleiche Form und Lage wie unmittelbar vor dem Covid-19-Ausbruch. Zudem hätten die Renditeabstände von Staatsanleihen ihre Widerstandskraft bewahrt und seien in einigen Ländern sogar zurückgegangen. Somit seien die höheren Renditen in erster Linie auf einen Anstieg des risikofreien Zinssatzes im Euroraum zurückzuführen.

Eine Zerlegung des zehnjährigen Zinssatzes für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz) lasse darauf schließen, dass die Anleger ihre Einschätzung im Hinblick auf die erwartete künftige Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze kaum geändert hätten. Stattdessen spiegelten die jüngsten Renditezunahmen im Wesentlichen höhere Laufzeitprämien wider. Da der Anstieg der Laufzeitprämien mit einer erheblichen

Steigerung der inflationsindexierten Swapsätze einhergehe, sei davon auszugehen, dass sich die Inflationsrisikoprämie erhöht habe, weil die Anleger die Risikoverteilung bezogen auf den Inflationsausblick nun neu bewerteten. Anhand der Zunahme der Inflationsrisikoprämie zum gegenwärtigen Zeitpunkt sei erkennbar, dass die Anleger beim Inflationsausblick – im Gegensatz zum Großteil des Jahres 2020 – nicht länger nur Abwärtsrisiken ausmachten.

Die realen zehnjährigen risikofreien Zinssätze hätten im Zeitverlauf geschwankt, seien inzwischen jedoch fast wieder auf das Niveau gesunken, das im zeitlichen Umfeld der EZB-Ratssitzung vom 9.-10. Dezember 2020 beobachtet worden sei. Derzeit lägen sie rund 120 Basispunkte unter dem seit 2008 verzeichneten Durchschnittswert. Die kurz- und mittelfristigen Realzinsen seien von der Verkaufswelle an den Anleihemärkten unberührt geblieben und hätten ihren Rückgang auf neue historische Tiefstände in den vergangenen Wochen fortgesetzt.

Die Kreditmärkte hätten sich gegenüber dem Anstieg der Volatilität an den Anleihemärkten und der risikofreien Zinsen nach wie vor als widerstandsfähig erwiesen, was darauf hindeute, dass die Anleger grundsätzlich noch immer mit einer Wachstumszunahme rechneten. Die Kreditspreads hätten sich in den vergangenen Wochen in allen Ratingkategorien weiter verringert, vor allem bei hochverzinslichen Anleihen. Gestützt worden sei dies durch eine spürbare Erholung der realisierten Gewinne. Der veränderte Ausblick in Bezug auf Unternehmensausfälle spiegele die Erwartungen erheblich verbesserter Wachstumsaussichten wider, was zu günstigen Bewertungen an den Kreditmärkten beitrage.

An den Aktienmärkten habe der Euro STOXX 50 seine Gewinne weiter ausgebaut und nähere sich allmählich wieder seinem Vorpandemieniveau an. Aus den Analysen der EZB gehe hervor, dass der Anstieg der risikofreien Zinssätze und die aus der Verlängerung der Eindämmungsmaßnahmen erwachsende Verschlechterung der kurzfristigen Gewinnaussichten in den letzten Wochen die Aktiennotierungen gedrückt hätten. Die sich aus dem Beginn der Impfungen ergebende Verbesserung der langfristigen Gewinnerwartungen und die damit verbundene Aufhellung der Risikostimmung hätten den Abwärtsdruck auf die Aktienkurse jedoch mehr als ausgeglichen. Allerdings habe der Anstieg der risikofreien Zinssätze in einigen Volkswirtschaften auch zu erhöhten Risiken in Bezug auf die Bewertung von Vermögenswerten geführt, in deren Rahmen nach wie vor eine lang anhaltende Niedrigzinsphase erwartet werde.

Die Entwicklung in den Schwellenländern habe weitere Belege dafür geliefert, dass die Anleger bislang in der Lage und bereit gewesen seien, die höheren risikofreien Zinssätze zu absorbieren. Auch im Februar seien kräftige Portfoliozuflüsse in die Schwellenländer verzeichnet worden, wenngleich diese in der Woche vor der aktuellen Sitzung begonnen hätten, sich umzukehren.

An den Devisenmärkten schließlich hätten die Erwartungen, dass das Wachstum in den USA anziehe und dort ein weniger akkommodierender geldpolitischer Kurs verfolgt werde, Aufwärtsdruck auf den nominalen effektiven Wechselkurs des US-Dollar und den Wechselkurs des US-Dollar gegenüber dem Euro ausgeübt. Zugleich sei von der Risikostimmung erneut ein leichter Abwärtsdruck auf den US-Dollar ausgegangen. Ursächlich hierfür seien Hoffnungen gewesen, dass eine Bewältigung der Pandemie und von der US-Fiskalpolitik ausgehende Übertragungseffekte weltweit einen kräftigen Konjunkturaufschwung in Gang setzen und unterstützen würden.

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:

Hinsichtlich des außenwirtschaftlichen Umfelds sei festzustellen, dass sich die Aussichten aufgrund des Zusammenspiels von laufenden Impfungen, Lerneffekten bezüglich des Umgangs mit der Pandemie und den zusätzlichen konjunkturellen Stimulierungsmaßnahmen in den Vereinigten Staaten verbessert hätten. In den von der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2021 seien die Daten für die weltweite Wirtschaftstätigkeit und den Welthandel im Projektionszeitraum nach oben korrigiert worden, nachdem sich die Weltwirtschaft im zweiten Halbjahr 2020 schneller als erwartet erholt habe. Auf Basis des aktuellen Einkaufsmanagerindex (EMI) habe sich zuletzt vor allem die Produktion im Dienstleistungssektor verbessert. Der Welthandel habe sein Vorkrisenniveau noch nicht wieder erreicht, und das Handelswachstum sei um die Jahreswende ins Stocken geraten. Der Gesamthandel werde weiterhin durch den Dienstleistungsverkehr belastet, was auf die Beschränkungen im Reiseverkehr und im Tourismus zurückzuführen sei. Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Januar 2021 seien die Ölpreise um 23 % auf 67,8 USD je Barrel gestiegen und lägen damit fast wieder auf ihrem vor der Pandemie verzeichneten Stand. Mit Blick auf den Wechselkurs habe der Euro gegenüber dem US-Dollar abgewertet (-2,0 %), sei in nominaler effektiver Rechnung aber weitgehend stabil geblieben (-0,3 %).

Was die Wirtschaft im Euroraum anbelange, so sei das Wachstum im Schlussquartal 2020 zwar stärker ausgefallen als erwartet, doch würden sich die anhaltenden Einschränkungen negativ auf die Entwicklung im ersten – und möglicherweise auch im zweiten – Quartal 2021 auswirken. Gemäß den Projektionen der EZB vom März 2021 werde sich das reale BIP im zweiten Jahresviertel 2022 erholen und den Vorkrisenstand (vom vierten Quartal 2019) übersteigen, um danach in solidem Tempo weiter zu wachsen. Es sei jedoch davon auszugehen, dass die Erholung der einzelnen BIP-Komponenten

unterschiedlich verlaufen und in den kommenden beiden Jahren in recht hohem Maße von finanzpolitischer Unterstützung abhängig sein werde.

Die jüngsten Konjunkturentwicklungen seien von dem Umstand geprägt gewesen, dass im ersten Quartal 2021 strengere Eindämmungsmaßnahmen erforderlich gewesen seien als erwartet. Wenngleich die Erholung dadurch kurzfristig gebremst worden sei, habe dies an der Gesamtentwicklung kaum etwas verändert. Auf Basis der aktuellen EMIs für Februar sei weiterhin mit einer divergierenden Wachstumsdynamik im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor zu rechnen.

Die Ersparnisbildung der privaten Haushalte spiegele nach wie vor die von der Pandemie bestimmte Konsumententwicklung wider. Vorwiegend schienen ältere Haushalte, die typischerweise eine geringere Neigung zum Konsum aus dem Einkommen und Vermögen zeigten, ihre Ersparnisse ausgeweitet zu haben. Daher sei die Wahrscheinlichkeit, dass diese Haushalte ihre Ersparnisse unmittelbar nach einer Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen abbauten, geringer. Im Gegensatz dazu habe sich die finanzielle Lage der Bevölkerung im jüngeren Alter stärker verschlechtert, wobei Dienstleistungen und Arbeitsbereiche, die eine geringe Qualifikation erforderten, besonders stark von der Pandemie betroffen seien. Aufgrund der jüngsten Impfverzögerungen gingen die privaten Haushalte davon aus, dass sich auch die Rückkehr zur Normalität verzögern werde.

Die Investitionen hätten sich weiterhin insgesamt recht gut behauptet. Von den Daten zur Produktion von Investitionsgütern gingen ermutigende Signale bezüglich der aktuellen Unternehmensinvestitionen aus. Unterstützung erhalte die stabile Investitionsgüterproduktion zudem von der Auslandsnachfrage. Die Wohnungsbauinvestitionen dürften auf kurze Sicht verhalten bleiben.

Der Handel habe sich zum Jahreswechsel verlangsamt. Ausschlaggebend hierfür sei vor allem die schwache Exportentwicklung innerhalb des Euroraums gewesen, wobei sich das Wachstum der Exporte in Länder außerhalb des Eurogebiets aber fortgesetzt habe. Die Vorlaufindikatoren für die Ausfuhren des verarbeitenden Gewerbes seien weiter angestiegen. Dies sei einer Verbesserung bei den Lieferungen und den verfügbaren Umfrageindikatoren für Februar zu verdanken.

Die Arbeitsmärkte blieben angesichts der kräftigen fiskalischen Unterstützung nach wie vor widerstandsfähig. Allerdings wiesen einige Indikatoren auf Anfälligkeiten in der kommenden Zeit hin. Alles in allem seien die Umfrageindikatoren zur Einschätzung der Beschäftigungsaussichten geringfügig gestiegen und ließen erstmals seit dem Ausbruch der Pandemie wieder auf ein Wachstum schließen. Gleichwohl sei die Entwicklung in den einzelnen Ländern und Sektoren weiterhin uneinheitlich. Die Dienstleistungsbranchen im Niedrigtechnologiebereich seien am stärksten von den negativen Folgen der zweiten und dritten Pandemiewelle betroffen. Mit der Verschärfung der

Restriktionen hätten die Programme zur Arbeitsplatzsicherung in den vergangenen Monaten wieder an Bedeutung gewonnen.

Im Hinblick auf die nominalen Entwicklungen seien die kurzfristigen Inflationsaussichten für 2021 im Rahmen der Projektionen der EZB vom März 2021 nach oben korrigiert worden. Dagegen sei der Inflationspfad für die späteren Jahre des Projektionszeitraums, wie er in den Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2020 dargelegt sei, weitgehend bestätigt worden. Das projizierte Profil der am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessenen Inflation weise eine recht hohe Volatilität auf, was vor allem den Energiepreisen zuzuschreiben sei. Den Erwartungen zufolge werde die HVPI-Teuerungsrate von 0,3 % im Jahr 2020 sprunghaft auf 1,5 % im Jahr 2021 steigen, dann 2022 auf 1,2 % zurückgehen und sich 2023 auf 1,4 % erhöhen. Das projizierte Profil der am HVPI gemessenen Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel habe sich leicht nach oben verschoben und deute auf eine allmähliche Zunahme von 0,7 % im Jahr 2020 auf 1,3 % im Jahr 2023 hin.

Mit Blick auf die jüngsten Entwicklungen habe sich die Gesamtinflation deutlich beschleunigt und im Januar und Februar bei 0,9 % gelegen, nachdem sie zuvor vier Monate in Folge -0,3 % betragen habe. Dass die Teuerungsrate im Februar 2021 unverändert geblieben sei, liege daran, dass die weniger negative Preisentwicklung im Bereich Energie durch einen Rückgang des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel von 1,4 % im Januar auf 1,1 % im Februar ausgeglichen worden sei. Dieser Wert sei deutlich höher als die in den letzten vier Monaten des Vorjahres verzeichnete Rate von 0,2 %.

Hinter der jüngsten Aufwärtsbewegung der Gesamtinflation hätten mehrere Faktoren gestanden. Hierzu zählten eine weniger negative Entwicklung der Energiepreise, das Ende der befristeten Mehrwertsteuersenkung in Deutschland, Änderungen hinsichtlich Zeitpunkt und Umfang der Schlussverkäufe in einigen Ländern und eine stärkere Anpassung der HVPI-Gewichte für 2021 als normalerweise üblich. Der Anteil imputierter Preise im HVPI habe sich im Januar vor dem Hintergrund der verschärften Lockdown-Maßnahmen weiter erhöht. Inwieweit sich Preisimputationen insgesamt auf die Veränderung der HVPI-Inflation auswirkten, sei nach wie vor unklar. Sie würden indes zur bereits hohen Unsicherheit über die Frage beitragen, ob der jüngste Inflationsanstieg eine echte Zunahme des Preisauftriebs bedeute.

Wichtige Messgrößen der Lohnentwicklung auf Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, wie das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer oder das Arbeitnehmerentgelt je Stunde, würden nach wie vor erheblich von den Auswirkungen der Arbeitsplatzsicherungsprogramme beeinflusst. Das relativ kräftige Wachstum der Lohnstückkosten habe sich weiterhin positiv in der Entwicklung des BIP-Deflators niedergeschlagen und ein Gegengewicht zu den Auswirkungen des geringeren Beitrags der Gewinnmargen dargestellt. Demzufolge habe sich der BIP-Deflator leicht von 1,0 % im dritten auf 1,1 % im vierten Quartal 2020 erhöht.

Der von der EZB durchgeführte Survey of Professional Forecasters (SPF) habe für das erste Quartal 2021 eine Aufwärtskorrektur der kurz- und mittelfristigen Inflationserwartungen ergeben, während die längerfristigen Erwartungen nur ganz geringfügig gestiegen seien. Die marktbasiereten Messgrößen der Inflationserwartungen lägen etwas über den Werten, die im zeitlichen Umfeld der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Januar verzeichnet worden seien. So habe sich der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren am 8. März 2021 auf 1,42 % belaufen, verglichen mit 1,32 % am 19. Januar.

Die Finanzierungsbedingungen im Euroraum seien von einem Anstieg der nominalen Renditen von Staatsanleihen am langen Ende, einer Aufhellung der Risikostimmung, einer Erhöhung der inflationsindexierten Swapsätze, einem Rückgang der Risikoaufschläge auf Staatsanleihen und einer leichten Abwertung des Euro gekennzeichnet gewesen. Die Verkaufswelle an den Anleihemärkten sei synchron verlaufen und über die größten Industrieländer hinweg breit angelegt gewesen. Dies weise auf einen bedeutsamen globalen Einflussfaktor hin. Mit Blick auf die Märkte für Unternehmensanleihen sei die Ausfallquote von Emittenten im Hochzinssegment weiterhin deutlich niedriger als in früheren Krisenphasen. Die kurzfristigen Gewinnerwartungen hätten sich seit der geldpolitischen Sitzung vom Januar in nahezu allen Sektoren verschlechtert. Da die verschiedenen Messgrößen der Finanzierungsbedingungen die Entwicklungen an den Finanzmärkten unterschiedlich gewichteten, könnten ihre jeweiligen Signale etwas voneinander abweichen. Während ein Anstieg der langfristigen Renditen auf eine gewisse Verschärfung der Finanzierungsbedingungen schließen lasse, deuteten die Stärke des Aktienmarkts und die leichte Abwertung des Euro auf eine Lockerung hin.

Was die monetäre Entwicklung betreffe, so sei mit einer jährlichen Zuwachsrate der weit gefassten Geldmenge M3 von 12,5 % bis Januar 2021 nach wie vor ein kräftiges Geldmengenwachstum zu verzeichnen gewesen. Diesbezüglich hätten die Ankäufe von Vermögenswerten durch das Eurosystem deutliche Spuren hinterlassen und seien die wichtigste Quelle der Geldschöpfung geblieben. Das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 leiste nach wie vor den größten Beitrag zum Anstieg der weit gefassten Geldmenge. Auch die kurzfristige monetäre Dynamik sei weiterhin hoch. Im Januar seien die monatlichen Zuflüsse schwächer ausgefallen, was vor allem den volatileren Komponenten geschuldet sei. Das Wachstum der Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften habe sich den monatlichen Daten zufolge länderübergreifend weiter verlangsamt. Die Abschwächung der Kreditvergabe spiegele beträchtliche Liquiditätspuffer der Unternehmen, aber auch die anhaltende Aufschiebung von Anlageinvestitionen und eine wahrgenommene Verschärfung der Kreditrichtlinien wider. Die Kreditzinsen der Banken für Unternehmen lägen nach wie vor in der Nähe ihrer historischen Tiefstände, worin die anhaltende Transmission der jüngsten geldpolitischen Akkommodierung zum Ausdruck komme. Dem im Jahr 2020 erfolgten Rückgang der Nominalzinsen im Euroraum hätten indes über weite Strecken des

Jahres geringere Inflationserwartungen gegenübergestanden, wodurch sich die realen Zinssätze über dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau gehalten hätten.

Im Hinblick auf die Finanzpolitik dürfte das Haushaltsdefizit den Projektionen vom März 2021 zufolge im Jahr 2020 geringer ausfallen als in den Projektionen vom Dezember 2020 prognostiziert, da die Wirtschaft sich besser entwickelt und weniger Unterstützung benötigt habe als zuvor angenommen. Wie zum Teil bereits erwartet, seien für 2021 umfangreiche zusätzliche Impulse als Reaktion auf die neuen Lockdown-Maßnahmen vorgesehen. Gleichwohl werde sich der Finanzierungssaldo im Projektionszeitraum verbessern und das Haushaltsdefizit den Projektionen zufolge von 7,2 % im Jahr 2020 auf 2,4 % im Jahr 2023 sinken. Dies spiegele nicht nur eine Rücknahme der finanzpolitischen Impulse angesichts des Auslaufens der pandemiebedingten Maßnahmen, sondern auch das Wirken der automatischen Stabilisatoren und Verbesserungen im Zusammenhang mit den niedrigen Zinssätzen wider.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend stellte Herr Lane fest, dass sich die Wirtschaftslage insgesamt 2021 verbessern dürfte, wobei die Unsicherheit im Euroraum aber hoch bleibe. Dies sei vor allem auf die anhaltend hohen Covid-19-Infektionszahlen, die Ausbreitung von Virusmutationen und das Impftempo zurückzuführen. Während die Erholung der globalen Nachfrage und zusätzliche finanzpolitische Maßnahmen die Konjunktur weltweit wie auch die Binnenkonjunktur unterstützten, stellten die kurzfristigen Wirtschaftsaussichten weiterhin eine Herausforderung dar.

Nach der kurzfristigen Abschwächung der Konjunktur des Eurogebiets dürfte diese im Jahresverlauf wieder Fahrt aufnehmen. Auf mittlere Sicht dürfte die Erholung der Wirtschaft des Euroraums durch günstige Finanzierungsbedingungen, einen expansiven fiskalischen Kurs und – im Zuge einer allmählichen Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen – eine Nachfrageerholung gestützt werden. Dementsprechend werde sich das Wirtschaftswachstum den Projektionen vom März 2021 zufolge im laufenden Jahr auf 4,0 % und im Jahr 2022 auf 4,1 % belaufen, bevor es sich 2023 bei 2,1 % stabilisiere.

Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Euroraums seien auf mittlere Sicht nun ausgewogener, auf kurze Sicht bestünden jedoch weiterhin Abwärtsrisiken. Zuversichtlich stimmten die besseren Aussichten für die Weltwirtschaft, die durch umfangreiche fiskalische Impulse gestützt worden sei, sowie der Impffortschritt. Abwärtsrisiken gingen jedoch weiterhin von der anhaltenden Pandemie und der Ausbreitung von Virusmutationen sowie von den Folgen für die Wirtschafts- und Finanzlage aus.

Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge habe sich die Gesamtinflation im Januar und Februar 2021 deutlich erhöht und bei 0,9 % gelegen (nach -0,3 % im Dezember 2020).

Zurückzuführen sei diese Entwicklung in erster Linie auf einen stärkeren Preisauftrieb bei Energie und einige idiosynkratische Faktoren. Zugleich entwickle sich der zugrunde liegende Preisdruck vor dem Hintergrund einer schwachen Nachfrage und einer deutlichen Unterauslastung an den Arbeits- und Gütermärkten weiter verhalten. Umfrage- und marktbasierende Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen verharrten auf einem niedrigen Niveau (verglichen mit dem Inflationsziel des EZB-Rats), wobei die marktbasierenden Indikatoren allerdings sukzessive weiter gestiegen seien. Was die weitere Inflationsentwicklung anbelange, so dürfte sich die Teuerungsrate zeitweise erhöhen und gegen Ende des Jahres bei 2,0 % liegen. Die Experten der EZB gingen in ihren Projektionen vom März 2021 davon aus, dass sich die durchschnittliche HVPI-Inflation 2021 auf 1,5 %, 2022 auf 1,2 % und 2023 auf 1,4 % belaufen werde.

Das übergreifende Thema im Euroraum und an den globalen Finanzmärkten sei der anhaltende Anstieg der längerfristigen risikofreien Zinssätze und der Staatsanleiherenditen gewesen. Im Gesamtkontext eines umfassenden und vielfältigen Ansatzes zur Beurteilung der Finanzierungsbedingungen unter Berücksichtigung des kompletten geldpolitischen Transmissionsprozesses sei die Entwicklung der risikofreien Zinssätze und der Staatsanleiherenditen besonders relevant. Erstens ließen sich diese Marktzinsen direkter durch die geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats und insbesondere die Ankäufe von Vermögenswerten beeinflussen. Zweitens handele es sich bei den risikofreien Zinssätzen und den Staatsanleiherenditen um Frühindikatoren für die Finanzierungsbedingungen in den weiteren Stufen des geldpolitischen Transmissionsprozesses. Sie seien die wichtigsten Referenzsätze für die Bepreisung von anderen Kapitalmarktinstrumenten – etwa Unternehmens- und Bankanleihen – sowie für die Preisgestaltung von Bankkrediten an private Haushalte und Unternehmen. Folglich würden Schocks an den Märkten für risikofreie Anlagen sowie an den Staatsanleihemärkten tendenziell entlang der Transmissionskette weitergegeben und die Indikatoren der Finanzierungsbedingungen in den späteren Transmissionsstufen mit zeitlicher Verzögerung beeinflussen. Dementsprechend könne die Entwicklung der risikofreien Zinssätze und der Staatsanleiherenditen, die sich in Echtzeit messen lasse, Hinweise auf potenzielle Entwicklungen geben, die sich im weiteren Verlauf des Transmissionsprozesses manifestieren könnten.

Der EZB-Rat habe im Dezember zugesichert, die günstigen Finanzierungsbedingungen während der Pandemie aufrechtzuerhalten und eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen zu vermeiden, die nicht damit vereinbar sei, dem negativen Schock der Pandemie auf die projizierte Inflationsentwicklung entgegenzuwirken. Ein starker und anhaltender Anstieg der Marktzinsen, der die Finanzierungsbedingungen für alle Sektoren der Wirtschaft vorzeitig verschärfe, könne die Einhaltung dieser Zusage erschweren, vor allem vor dem Hintergrund eines weitgehend unveränderten Inflationsausblicks, wie er aus den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März hervorgehe.

Auf Grundlage einer gemeinsamen Beurteilung der Vorteilhaftigkeit der gegenwärtigen Finanzierungsbedingungen und der Inflationsaussichten schlug Herr Lane vor, dass die Nettoankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) während des nächsten Quartals deutlich umfangreicher ausfallen sollten als während der ersten Monate des Jahres. Dadurch komme der EZB-Rat seiner Zusicherung nach, das PEPP gegebenenfalls zu rekalisieren, um die günstigen Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten und somit dazu beizutragen, dem negativen Schock der Pandemie auf den projizierten Inflationspfad entgegenzuwirken. Das monatliche Ankauftempo würde weiterhin flexibel in Abhängigkeit von den Marktbedingungen festgelegt.

Der EZB-Rat solle das Ankauftempo vierteljährlich im Rahmen seiner geldpolitischen Sitzungen überprüfen. Dies solle anhand einer gemeinsamen Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und der Inflationsaussichten erfolgen. Sollte sich dabei herausstellen, dass günstige Finanzierungsbedingungen (mit Blick auf die Inflationsaussichten) auch mit einem geringeren Ankauftempo gewahrt werden könnten, könne der EZB-Rat den Umfang der Ankäufe verringern. Umgekehrt könnten die Ankäufe auch ausgeweitet werden, wenn dies zur Aufrechterhaltung günstiger Finanzierungsbedingungen erforderlich sei. Darüber hinaus werde die Flexibilität der Ankäufe über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg weiterhin die reibungslose Transmission der Geldpolitik unterstützen.

Die vorgeschlagene erhebliche Ausweitung des Ankauftempo im Rahmen des PEPP sei eine verhältnismäßige Reaktion auf die Risiken, die sich durch steigende Marktzinsen für die allgemeinen Finanzierungsbedingungen und somit letztlich auch für das Preisstabilitätsmandat ergäben. Starke und anhaltende Marktzinsänderungen dürften, sofern sie unkontrolliert blieben, eine vorzeitige Rücknahme der geldpolitischen Impulse bewirken, und dies zu einer Zeit, zu der weiterhin günstige Finanzierungsbedingungen erforderlich seien, um die Wirtschaft zu unterstützen und mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten. Flexibel durchgeführte Wertpapierankäufe seien ein angemessenes geldpolitisches Instrument und nach wie vor im Vergleich zu den Alternativen besser geeignet, um in der gegenwärtigen, von hoher Unsicherheit gekennzeichneten Pandemiesituation günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten. Die Vorteile der Wertpapierankäufe mit Blick auf die Erfüllung des Mandats der EZB zur Gewährleistung von Preisstabilität überwögen eindeutig etwaige potenzielle negative Effekte auf andere Bereiche der Wirtschaftspolitik.

Der EZB-Rat müsse zudem erneut bekräftigen, dass er 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. Dies müsse in der öffentlichen Kommunikation hervorgehoben werden. Daneben müsse auch die geltende Forward Guidance in Bezug auf die EZB-Leitzinsen und die Programme zum Ankauf von Vermögenswerten abermals kommuniziert werden.

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. Die Wirtschaftslage insgesamt dürfte sich 2021 verbessern. Hinsichtlich der kurzfristigen wirtschaftlichen Aussichten herrsche jedoch nach wie vor Unsicherheit. Diese beziehe sich vor allem auf die Entwicklung der Pandemie und das Impftempo. Die Erholung der globalen Nachfrage und zusätzliche finanzpolitische Maßnahmen unterstützten die Konjunktur weltweit und im Euroraum. Die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum werde jedoch auf kurze Sicht durch anhaltend hohe Covid-19-Infektionszahlen, die Ausbreitung von Mutationen des Virus und die damit verbundene Verlängerung und Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen belastet. Zusammen mit der erwarteten allmählichen Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen würden die laufenden Impfkampagnen die Erwartung untermauern, dass im Lauf des Jahres 2021 eine kräftige wirtschaftliche Erholung stattfinden werde. Die Inflation habe in den letzten Monaten angezogen. Dies sei in erster Linie auf einige vorübergehende Faktoren und einen stärkeren Anstieg der Energiepreise zurückzuführen. Zugleich entwickle sich der zugrunde liegende Preisdruck vor dem Hintergrund einer schwachen Nachfrage und einer deutlichen Unterauslastung an den Arbeits- und Gütermärkten weiter verhalten.

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld teilten die Ratsmitglieder weitgehend die Einschätzung von Herrn Lane, dass sich die Weltwirtschaft im Jahr 2020 schneller als erwartet erholt habe und sich die Aussichten im Zuge der laufenden Impfkampagnen und der Lerneffekte beim Umgang mit der Pandemie verbessert hätten. Dabei wurde darauf verwiesen, dass das zusätzliche Konjunkturpaket in den Vereinigten Staaten (im Rahmen des unter Präsident Biden verabschiedeten American Rescue Plan, des sogenannten Biden-Plans) in den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März 2021 nicht berücksichtigt worden sei, da es bei Abschluss der Projektionen noch keine Rechtskraft erlangt habe. Dies stelle ein Aufwärtsrisiko für den weltwirtschaftlichen Ausblick und folglich auch für die in den Projektionen enthaltenen Konjunkturaussichten im Euroraum dar. Zugleich wurde angemerkt, dass der voraussichtliche Effekt des Biden-Plans und die Auswirkungen auf den EUR/USD-Wechselkurs davon abhängen, welches makroökonomische Modell der offenen Volkswirtschaft bei der Projektion zugrunde gelegt werde, und dass Übertragungseffekte schwer zu beziffern seien.

Bezüglich der Entwicklung im Euro-Währungsgebiet wurde festgestellt, dass sich das reale BIP im Schlussquartal 2020 um 0,7 % verringert habe, nachdem im dritten Jahresviertel noch eine kräftige Erholung verzeichnet worden sei. Aktuelle Wirtschaftsdaten, Umfrageergebnissen und

hochfrequenten Indikatoren zufolge habe sich die Konjunkturschwäche im ersten Quartal 2021 aufgrund der anhaltenden Pandemie und der damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen fortgesetzt. Infolgedessen sei zu erwarten, dass das reale BIP im ersten Jahresviertel erneut schrumpfen, im weiteren Jahresverlauf dann aber wieder deutlich ansteigen werde. Insgesamt pflichteten die Sitzungsteilnehmer dem Basisszenario der Projektionen vom März 2021 allgemein bei und stellten fest, dass es gegenüber den Projektionen der Experten des Eurosystems vom Dezember 2020 weitgehend unverändert geblieben sei. Indessen wurden auch einige leicht abweichende Meinungen zum Ausdruck gebracht.

Einerseits wurde betont, dass das Wachstum des realen BIP im vergangenen Jahr mehrere Quartale in Folge unterschätzt worden sei, was darauf hindeute, dass die Wirtschaft widerstandsfähiger sei als angenommen. In diesem Zusammenhang wurde angeführt, es gebe möglicherweise über die kurze Frist hinaus Anlass, optimistischer zu sein, als dies in der Einschätzung der EZB-Experten zu den mittelfristigen Aussichten zum Ausdruck komme. So könnten sich beispielsweise die Annahmen hinsichtlich der Entwicklung der Sparquote als zu konservativ erweisen. Weitere Gründe für einen optimistischeren Ausblick seien die Verabschiedung des Biden-Plans im US-Kongress, dessen fiskalischer Impuls laut Analyse der EZB-Experten einen positiven Einfluss auf das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet ausüben werde, die Stärkung des Welthandels und der Wirtschaftstätigkeit allgemein sowie die gegenüber Dezember gewachsene Zuversicht in Bezug auf die Entwicklung nach der Pandemie.

Andererseits wurde festgestellt, dass die stärkere konjunkturelle Belebung, mit der nun im Vergleich zu den Dezember-Projektionen gerechnet werde, im Wesentlichen einen durch die vergangene Entwicklung bedingten Überhangseffekt widerspiegele. Ferner wurde angemerkt, dass die Projektion für das erste Quartal 2021 nach unten revidiert und das unerwartet gute Ergebnis für das Schlussquartal 2020 dadurch weitgehend wettgemacht worden sei. Es wurde davor gewarnt, dass das Wachstum des realen BIP im ersten Jahresviertel schwächer ausfallen könne als in den März-Projektionen angenommen, wenngleich dies möglicherweise durch einen entsprechend höheren Anstieg in den Folgequartalen wieder ausgeglichen werde.

Die Ratsmitglieder verwiesen auf die Unsicherheit, mit der die kurzfristigen Wachstumsaussichten behaftet seien. Das Basisszenario hänge nach wie vor von der Entwicklung der Pandemie ab, wobei die Unsicherheit zwar abgenommen habe, aber immer noch hoch sei. Dabei wurde auf das im weltweiten Vergleich langsame Impftempo Bezug genommen. Es stelle sich die Frage, wie realistisch es sei, anzunehmen, dass die Eindämmungsmaßnahmen bereits im zweiten Quartal teilweise zurückgenommen würden. Zudem wurde angemerkt, dass die Konjunktur je nach weiterem Verlauf der Pandemie auch im zweiten Quartal und darüber hinaus schwach bleiben könnte.

Es wurde zu bedenken gegeben, dass die tatsächliche Lage der Unternehmen und der privaten Haushalte erst zum Vorschein komme, wenn die als Reaktion auf die Pandemie ergriffenen staatlichen Hilfs- und Garantieprogramme ausliefen. Verwiesen wurde dabei insbesondere auf das Risiko von Insolvenzen und deren Auswirkungen auf die Bankbilanzen. Sollte es dadurch zu finanziellen Verstärkungsschleifen kommen, würde dies dann auch die mittelfristigen Konjunkturaussichten eintrüben. Zudem wurde daran erinnert, dass die Konjunktorentwicklung in den einzelnen Wirtschaftssektoren weiterhin uneinheitlich verlaufe, da der Dienstleistungssektor stärker von den Eindämmungsmaßnahmen betroffen sei als das verarbeitende Gewerbe.

Was die privaten Haushalte im Euroraum betreffe, so wurde auf die Annahme im Basisszenario der Projektionen Bezug genommen, wonach die Sparquote allmählich wieder auf ihr Vorkrisenniveau zurückkehren werde, ohne dass jedoch die während der Pandemie gebildeten überschüssigen Ersparnisse substanziell abgebaut würden. Es wurde vorgebracht, dass diese Annahme möglicherweise zu konservativ sei und Aufwärtsrisiken für das Wachstum impliziere, sofern Vorsichtsmotive keine bedeutende Rolle gespielt hätten und die hohe Ersparnisbildung schlichtweg auf fehlende Konsummöglichkeiten zurückzuführen sei. Demnach sei es gut möglich, dass sich die aufgestaute Nachfrage entlade, sobald die Eindämmungsmaßnahmen gelockert würden. Zugleich wurde betont, dass die Euro-Länder recht heterogen seien und sich die schuldenbedingten Anfälligkeiten, die zum Teil bereits vor der Pandemie zu verzeichnen gewesen seien, verschärft hätten. Es sei daher denkbar, dass die Sparquote wegen der erhöhten Vorsicht und des zukünftig notwendigen Verschuldungsabbaus höher bleiben werde als zuvor. Darüber hinaus bestehe immer noch ein gewisses Risiko, dass die Arbeitslosenquote höher ausfallen werde als erwartet, sofern es nicht gelinge, Arbeitsplätze auch nach Auslaufen der Programme zur Arbeitsplatzsicherung zu erhalten.

In ihrer Bewertung der Risiken betonten die Mitglieder erneut die Dichotomie zwischen weiterhin erhöhten Risiken für die kurzfristigen Aussichten und einer positiveren Entwicklung in der mittleren Frist. Zwar sei die Unsicherheit nach wie vor hoch, doch habe sie verglichen mit dem Zeitpunkt der Dezember-Projektionen abgenommen. Die Dynamik an den Finanzmärkten lege einen recht positiven Ausblick nahe. Es wurde darauf hingewiesen, dass gewisse Abwärtsrisiken, die im Dezember 2020 bestanden hätten, inzwischen in eine Abwärtsrevision des Wachstums im ersten Quartal 2021 eingeflossen seien. Andere Abwärtsrisiken hätten sich mit Beginn des Impfprozesses verringert. Zudem gebe es Faktoren wie etwa das Konjunkturpaket im Rahmen des Biden-Plans, die eindeutige Aufwärtsrisiken für die Projektionen implizierten. So berge die Pandemie zwar weiterhin Abwärtsrisiken, insgesamt sei aber nun eine Verschiebung hin zu einer ausgewogeneren Risikobilanz zu beobachten, möglicherweise sogar eine allmähliche Verschiebung in Richtung Aufwärtsrisiken. Nachdem zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung im Dezember 2020 die Abwärtsrisiken noch überwogen

hätten, habe sich bei der EZB-Ratssitzung am 20.-21. Januar 2021 schon eine leichte Verbesserung abgezeichnet.

Insgesamt waren die Ratsmitglieder der Auffassung, dass die Risiken für die mittelfristigen Wachstumsaussichten des Euroraums nun ausgewogener seien, wenngleich auf kurze Sicht nach wie vor Abwärtsrisiken bestünden. Zuversichtlich stimmten die besseren Aussichten für die globale Nachfrage, die durch umfangreiche fiskalische Impulse gestützt worden sei, sowie der Impffortschritt. Abwärtsrisiken gingen jedoch weiterhin von der anhaltenden Pandemie und der Ausbreitung von Virusmutationen sowie von den Folgen für die Wirtschafts- und Finanzlage aus.

Was die Finanzpolitik betreffe, so sei angesichts des starken Konjunkturabschwungs im Euroraum nach wie vor ein ambitionierter und koordinierter finanzpolitischer Kurs erforderlich. Hierzu bedürfe es weiterhin der Unterstützung durch die nationale Finanzpolitik, da die Nachfrage von Unternehmen und privaten Haushalten angesichts der anhaltenden Pandemie und der damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen schwach sei. Gleichzeitig sollten finanzpolitische Maßnahmen, die aufgrund der Pandemie ergriffen würden, weiterhin möglichst befristet und zielgerichtet sein, um Schwachstellen wirksam zu beheben und eine rasche Erholung zu unterstützen.

Es wurde hervorgehoben, welche zentrale Rolle das Aufbaupaket „Next Generation EU“ spiele und wie wichtig es sei, dessen Einsatzfähigkeit unverzüglich herzustellen. Die Mitgliedstaaten wurden aufgefordert, eine zeitnahe Ratifizierung des Eigenmittelbeschlusses sicherzustellen, die nationalen Aufbau- und Resilienzpläne zügig fertigzustellen und die Mittel für produktive öffentliche Ausgaben einzusetzen, die von strukturpolitischen Maßnahmen zur Produktivitätssteigerung flankiert würden. So 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 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. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass mit Blick auf das Konjunkturpaket in den USA nicht übersehen werden sollte, dass auch in den Euro-Ländern weitere fiskalische Impulse geplant seien und die Auszahlungen aus dem NGEU-Paket noch ausstünden.

Was die Preisentwicklung anbelange, so traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung. Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Euroraum sei stark angestiegen und habe sich im Januar und Februar 2021 auf 0,9 % belaufen, verglichen mit -0,3 % im Dezember 2020. Im Anstieg der Gesamtinflation spiegele sich eine Reihe idiosynkratischer Faktoren wider, darunter das Ende der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland, der spätere Schlussverkauf in einigen Ländern des Eurogebiets, der Effekt der außergewöhnlich umfangreichen Anpassungen beim Wägungsschema des HVPI 2021 und die gestiegene Teuerung bei Energie. Den

aktuellen Preisen für Öl-Terminkontrakte nach zu urteilen dürfte die Gesamtinflation in den nächsten Monaten weiter steigen, wobei jedoch mit einer gewissen Volatilität zu rechnen sei. Anfang nächsten Jahres dürfte die Wirkung dieser Faktoren auf die jährlichen Teuerungsraten allmählich nachlassen. Der zugrunde liegende Preisdruck werde sich den Erwartungen zufolge im laufenden Jahr aufgrund aktueller Angebotsengpässe und der Erholung der Binnennachfrage leicht erhöhen. Vor dem Hintergrund des niedrigen Lohndrucks und der jüngsten Aufwertung des Euro dürfte er jedoch insgesamt verhalten bleiben. Sobald der Einfluss der Pandemie nachlasse, werde der Abbau der hohen Unterauslastung, unterstützt durch akkommodierende finanz- und geldpolitische Maßnahmen, mittelfristig zu einem allmählichen Inflationsanstieg beitragen.

In den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2021 seien die Inflationsaussichten für die Jahre 2021 und 2022 nach oben korrigiert worden, was hauptsächlich auf temporäre Faktoren und einen stärkeren Preisauftrieb bei Energie zurückzuführen sei. Für 2023 seien die Inflationsaussichten unverändert geblieben. Zwar sei diesen Projektionen zufolge mit einem allmählichen Anstieg des zugrunde liegenden Inflationsdrucks zu rechnen. Allerdings bestätigten sie auch, dass die mittelfristigen Inflationsaussichten gegenüber den Projektionen der Experten des Eurosystems vom Dezember 2020 weitgehend unverändert seien und hinter dem Inflationsziel des EZB-Rats zurückblieben.

Bei der Diskussion über die Inflationsaussichten waren sich die Ratsmitglieder weitgehend darin einig, dass der zuletzt beobachtete überraschend starke Anstieg des HVPI und die in den März-Projektionen enthaltene Aufwärtskorrektur der Gesamtinflation für das laufende Jahr vor allem durch temporäre Faktoren bedingt seien, deren Wirkung wohl nachlassen werde. Indessen sei bei den jüngsten HVPI-Daten auch nach Bereinigung um die temporären Faktoren ein leichter Anstieg zu verzeichnen.

Es wurde hervorgehoben, dass die in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2021 enthaltenen mittelfristigen Aussichten für die Gesamtinflation im Vergleich zu den Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2020 weitgehend unverändert seien. Somit lägen sie weiterhin deutlich unter dem Inflationsziel des EZB-Rats und unterhalb der kurz vor Ausbruch der Pandemie geltenden Projektionen. Zugleich wurde darauf hingewiesen, dass die Übertragungseffekte, die von dem Konjunkturpaket im Rahmen des Biden-Plans auf den Euroraum ausgingen, in den aktuellen Inflationsprojektionen noch nicht berücksichtigt worden seien. Sie würden jedoch in den kommenden Projektionen mit einem Aufwärtsdruck zum Tragen kommen.

Was die Inflationserwartungen betreffe, so lägen umfragebasierte Messgrößen und marktbasierende Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen nach wie vor auf einem gedämpften Niveau, wobei die marktbasierenden Indikatoren ihren allmählichen Anstieg fortsetzten. Dieser Aufwärtstrend sei möglicherweise zum Teil auf die Erwartungen einer aus Ländern außerhalb des Eurogebiets „importierten“ Inflation zurückzuführen. Es wurde jedoch auch festgestellt, dass die langfristigen

Inflationserwartungen im Euroraum seit Jahresbeginn stärker zugenommen hätten als in den Vereinigten Staaten.

Die Ratsmitglieder sprachen zudem über die Auswirkungen, die der erwartete vorübergehende Anstieg der Gesamtinflation auf rund 2 % im weiteren Verlauf des Jahres auf die Inflationserwartungen haben könnte. Zum einen wurde die Auffassung vertreten, dass bei rückwärtsgerichteten Inflationserwartungen ein Aufwärtsdruck entstehen könne. Zum anderen wurde argumentiert, dass die Wirtschaftsakteure die zeitweilige Erhöhung der Teuerung wahrscheinlich außer Acht lassen würden. Berichtet wurde jedoch auch von Kontakten mit Unternehmen, die angesichts von steigenden Rohstoffpreisen, Lieferengpässen und wachsenden Produktionskosten auf eine höhere Inflationswahrnehmung hindeuteten. Daher sei es erforderlich, die weitere Entwicklung der Erzeugerpreise genau zu beobachten.

Mit Blick auf die monetäre Analyse teilten die Sitzungsteilnehmer die eingangs von Herrn Lane dargelegte Einschätzung. Das starke Geldmengenwachstum sei weiterhin von den laufenden Ankäufen von Vermögenswerten durch das Eurosystem unterstützt worden. Diese stellten nach wie vor die größte Geldschöpfungsquelle dar. Die Entwicklung der Buchkredite an den privaten Sektor sei von etwas verhalteneren Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und einer robusten Kreditvergabe an private Haushalte gekennzeichnet gewesen. Es wurde die Frage aufgeworfen, welchen Informationsgehalt das Geldmengenwachstum für die mittelfristige Teuerung in einer Zeit habe, in der säkulare Faktoren den natürlichen Zins offenbar nach wie vor niedrig hielten und der Phillips-Kurven-Zusammenhang augenscheinlich nachgelassen habe. Die Ratsmitglieder befassten sich überdies mit den potenziellen Folgen der anhaltenden Pandemie für die Liquidität und Solvenz nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften. Diese könnten – insbesondere, wenn die staatlichen Hilfen und Moratorien ausliefen – zu mehr Ausfällen führen. Ferner wurde auf die jüngste Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet eingegangen, der zufolge die Banken mit einer Verschärfung der Kreditbedingungen rechneten. Die Aussicht auf einen zunehmenden Bestand an notleidenden Krediten im Bankensektor berge das Risiko finanzieller Verstärkungsschleifen, die letztlich auch die mittelfristigen Wirtschaftsaussichten eintrüben und die Finanzstabilität gefährden könnten.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Im Hinblick auf die Einschätzung der Finanzlage und der Finanzierungsbedingungen waren sich die Ratsmitglieder weitgehend darin einig, dass die Finanzierungsbedingungen anhand umfassender und vielfältiger Indikatoren beurteilt werden müssten, die den gesamten geldpolitischen Transmissionsprozess abdeckten. Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats Anfang Dezember 2020 seien die längerfristigen risikofreien Zinssätze und die Staatsanleiherenditen im Euroraum gestiegen. Dies lasse sich teilweise auf Übertragungseffekte des Anleihemarktes in den

Vereinigten Staaten zurückführen, wo die Renditen aufgrund des erwarteten Konjunkturpakets zugelegt hätten. Zum Tragen kämen aber auch der Preisauftrieb bei Rohstoffen und die weltweit günstigeren Wachstumsaussichten vor dem Hintergrund eines Rückgangs der Covid-19-Neuinfektionen und der voranschreitenden Impfkampagnen. Es wurde angemerkt, dass die Verbesserung des Wirtschaftsausblicks in den USA durchaus auch positive Nachfrageeffekte für den Euroraum mit sich bringe, sich jedoch der Optimismus an den Finanzmärkten, wie er etwa in Reflation Trades zum Ausdruck komme, offenbar nicht bei Unternehmen und privaten Haushalten zeige, die sich im Allgemeinen weiterhin vorsichtig verhielten.

Gleichzeitig wurde vorgebracht, der Anstieg der Staatsanleiherenditen habe sich in Grenzen gehalten und in gewissem Umfang von der Entwicklung in den Vereinigten Staaten abgekoppelt. Darüber hinaus seien die Finanzierungsbedingungen für den nichtfinanziellen privaten Sektor insgesamt sehr günstig geblieben. Dies sei unter anderem der umfassenden Unterstützung durch die Geldpolitik zu verdanken. In diesem Zusammenhang wurde unterstrichen, dass sowohl das PEPP als auch die unterstützende Kommunikation der EZB-Präsidentin und des EZB-Rats von großer Bedeutung seien. Beides habe geholfen, den Anstieg der Renditen im Euroraum zu begrenzen, und zur teilweisen Entkopplung angesichts der weltweiten Verkaufswelle an den Rentenmärkten beigetragen.

Es wurde zudem angemerkt, dass dieser Anstieg von einem sehr niedrigen Niveau ausgegangen sei und dass andere Indikatoren der Finanzierungsbedingungen nach wie vor äußerst akkommodierend seien, beispielsweise die Kreditzinsen für nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte sowie die Renditeabstände von Staatsanleihen und die Kreditspreads. Zugleich wurde angeführt, dass es durchaus angemessen sei, die Vorteilhaftigkeit der Finanzierungsbedingungen mithilfe eines umfassenden und vielfältigen Ansatzes zu beurteilen, der den gesamten geldpolitischen Transmissionsprozess abdecke, dass aber dennoch ein besonderes Augenmerk auf die Staatsanleiherenditen und die risikofreien Zinssätze gerichtet werden müsse; diese seien auf den späteren Stufen der geldpolitischen Transmission von entscheidender Bedeutung für die Finanzierungsbedingungen. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass ein Anstieg der risikofreien Zinssätze und der BIP-gewichteten Renditen von Staatsanleihen ausgeprägt und anhaltend sein müsse, um sich maßgeblich auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen auszuwirken. Darüber hinaus wurde die Bedeutung der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte hervorgehoben; durch diese könnten die Banken in gewissem Umfang von möglichen höheren marktbasieren Refinanzierungskosten abgeschirmt werden.

Die Ratsmitglieder teilten die von Herrn Lane vorgetragene Einschätzung, dass weiterhin umfangreiche geldpolitische Impulse erforderlich seien, um die günstigen Finanzierungsbedingungen während der Pandemie aufrechtzuerhalten und somit eine nachhaltige Annäherung der Inflation an das Ziel des EZB-Rats sicherzustellen. Es wurde betont, dass die Finanzierungsbedingungen und die

Inflationsaussichten gemeinsam zu beurteilen seien und sich die Beurteilung günstiger Finanzierungsbedingungen im Zeitverlauf weiterentwickeln müsse. Ziel der vom EZB-Rat im Dezember 2020 gefassten Beschlüsse sei es nicht gewesen, ein bestimmtes Niveau der Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten, sondern einer unerwünschten und verfrühten Verschärfung dieser Finanzierungsbedingungen entgegenzuwirken. Es dürfe nicht der falsche Eindruck entstehen, dass der EZB-Rat gewissermaßen stillschweigend versuche, die Entwicklung der Zinsstrukturkurve zu kontrollieren. Allerdings wurde auch die Ansicht vertreten, dass der EZB-Rat – solange der mittelfristige Inflationsausblick unbefriedigend bleibe – die Finanzierungsbedingungen auf einem ähnlich günstigen Stand wie im Dezember 2020 halten müsse, um die Teuerung wieder auf den vor der Krise projizierten Pfad zurückzuführen. Jede wesentliche Verschärfung der Finanzierungsbedingungen würde – unabhängig vom bestimmenden Faktor und Ursprung – zu einer Verzögerung der Annäherung der Inflation an das Ziel des EZB-Rats von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht führen. Vor diesem Hintergrund müsse der EZB-Rat außer Acht lassen, dass die Teuerung zuletzt sprunghaft angestiegen sei, und den Blick stattdessen darauf richten, dass sie kontinuierlich hinter seinem Inflationsziel zurückbleibe. Es wurde jedoch auch vorgebracht, dass es angesichts anderer inzwischen eingetretener Schocks im weiteren Zeitverlauf weniger relevant sein könnte, welche Finanzierungsbedingungen im Dezember 2020 vorgeherrscht hätten und wie hoch die Inflationsprojektionen vor der Pandemie gewesen seien.

Angesichts dessen wurde die zuletzt beobachtete Verschärfung der Finanzierungsbedingungen, auch wenn sich die Risiken für die Wirtschaftsaussichten mittelfristig immer ausgewogener darstellten, allgemein als verfrüht für den Euroraum angesehen, da dort die Konjunktur noch immer schwächer sei als in den Vereinigten Staaten. Gemäß den Projektionen der EZB vom März 2021 seien die Inflations- und Wachstumsaussichten für das Eurogebiet seit der Sitzung des EZB-Rats vom Dezember weitgehend unverändert geblieben. Deshalb müsse, so die überwiegende Einschätzung, ein hoher Grad an geldpolitischer Akkommodierung aufrechterhalten werden.

Zugleich wurde betont, dass es zur Beurteilung, ob günstige Finanzierungsbedingungen vorlägen, erforderlich sei, die dem Anstieg der risikofreien Zinssätze zugrunde liegenden Faktoren zu verstehen. Die Realrenditen im Euroraum hätten sich seit Dezember 2020 nicht maßgeblich erhöht und seien bei kurzen Laufzeiten sogar gesunken. Dies deute darauf hin, dass der Anstieg der nominalen Renditen fast ausschließlich auf eine marktseitige Neubewertung der Inflationsaussichten zurückzuführen sei. Es wurde auch argumentiert, dass höhere Realrenditen nicht zwangsläufig Anlass zur Sorge geben müssten und dass die Geldpolitik nicht eingreifen sollte, wenn diese auf verbesserte Wachstumsaussichten statt auf höhere reale Laufzeitprämien zurückzuführen seien. Dabei wurde angemerkt, dass die Beurteilung der Entwicklung der realen Zinssätze mit Unsicherheit behaftet sei, was die Messung der entsprechenden Inflationserwartungen anbelange.

In Anbetracht der auf der Ratssitzung Anfang Dezember beschlossenen Aufrechterhaltung günstiger Finanzierungsbedingungen waren sich die Sitzungsteilnehmer weitgehend einig, dass der jüngste Anstieg der risikofreien Zinssätze und der BIP-gewichteten Staatsanleiherenditen eine Ausweitung der Ankäufe im Rahmen des PEPP erfordere. Da die längerfristigen Staatsanleiherenditen eine wichtige Schlüsselgröße für die Beurteilung der Finanzierungsbedingungen seien und Rückschlüsse auf künftige Veränderungen anderer Bestandteile der Finanzierungsbedingungen zuließen, wurde es als berechtigt angesehen, die PEPP-Ankäufe in den nächsten drei Monaten deutlich auszuweiten.

Insgesamt brachten die Ratsmitglieder ihre breite Unterstützung für Herrn Lanes Vorschlag zum Ausdruck, die Ankäufe im Rahmen des PEPP im kommenden Quartal im Vergleich zu den ersten Monaten des laufenden Jahres erheblich auszuweiten. Ein deutlich höheres Ankauftempo in den nächsten drei Monaten sei aufgrund der beobachteten Verschärfung der Finanzierungsbedingungen und einer fehlenden klaren Aufhellung der Wachstums- und Inflationsaussichten geboten. Der Vorschlag wurde auch unter Berücksichtigung des Mandats der EZB als verhältnismäßig angesehen, da so ein Gleichgewicht zwischen dem gestiegenen Optimismus in Bezug auf die mittelfristigen Aussichten und der auf kürzere Sicht fortbestehenden beträchtlichen Unsicherheit hergestellt werde.

Es wurden Überlegungen angestellt, welche Steigerung des Ankauftempo angemessen sei. Dabei wurde hervorgehoben, dass das Ankaufvolumen – wie von Herrn Lane vorgeschlagen – beträchtlich erhöht werden müsse, um den Märkten die „Reaktionsfunktion“ des EZB-Rats deutlich zu signalisieren. Dies werde ein klarer Hinweis sein, dass der EZB-Rat gewillt sei, sich der Verschärfung der Finanzierungsbedingungen entgegenzustellen. Es wurde allerdings auch eingewandt, dass ein weniger stark steigendes Ankauftempo die Einschätzung ausgewogenerer Risiken für die Aussichten besser widerspiegeln würde, insbesondere wenn man frühere Beschlüsse bedenke, als man sich trotz schlechterer Wirtschaftslage für ein vergleichbares Ankauftempo entschieden habe. Zwar hätten sich die risikofreien Zinssätze und BIP-gewichteten Staatsanleiherenditen erhöht, es wurde jedoch festgestellt, dass dies hauptsächlich durch die gestiegenen Inflationserwartungen und günstigeren Perspektiven für die Weltwirtschaft bedingt sei. In diesem Kontext wurde darauf hingewiesen, dass der EZB-Rat den Eindruck vermeiden müsse, sich zu sehr auf die Staatsanleiherenditen zu konzentrieren oder lediglich mechanisch auf eine Reihe von Indikatoren der Finanzierungsbedingungen zu reagieren. Ferner wurde die Ansicht geäußert, dass die Verschärfung möglicherweise nicht umfangreich und persistent genug sei, um die allgemeinen Finanzierungsbedingungen maßgeblich zu beeinflussen.

Insgesamt herrschte weitgehende Einigkeit darüber, dass beim Ankauftempo sowohl die Vorteilhaftigkeit der aktuellen Finanzierungsbedingungen als auch die Inflationsaussichten berücksichtigt werden müssten. Vor diesem Hintergrund fand sich ein breiter Konsens für den Vorschlag von Herrn Lane, wobei davon ausgegangen wurde, dass der Gesamtumfang des PEPP

unter den gegenwärtigen Bedingungen nicht infrage gestellt werde und das Ankauftempo künftig reduziert werden könne. Dabei sei es von wesentlicher Bedeutung, dass die Ankäufe im Zeitverlauf flexibel gehandhabt werden könnten, um bei Bedarf auf Veränderungen der Finanzierungsbedingungen zu reagieren. Der Beschluss, das Ankauftempo deutlich zu beschleunigen, würde zeigen, dass der EZB-Rat bereit sei, die Flexibilität des Programms zu nutzen, ohne den Gesamtumfang oder die Dauer des Programms zu modifizieren. Der Gesamtumfang könne jedoch erforderlichenfalls auch rekali­briert werden, um günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten und so dem negativen pandemiebedingten Schock auf die Inflationsentwicklung entgegenzuwirken. Ebenso müsse der Gesamtumfang des Programms nicht vollständig in Anspruch genommen werden, wenn mit Ankäufen, die den Gesamtumfang des PEPP über den Zeithorizont der Nettoankäufe hinweg nicht voll ausschöpften, günstige Finanzierungsbedingungen gewährleistet werden könnten. Es wurde betont, dass die Flexibilität des PEPP symmetrisch sei. Es erlaube also, dass das Ankauftempo je nach vorherrschender Marktlage erhöht oder reduziert werden könne.

Die Ratsmitglieder stimmten überein, dass künftige Entscheidungen über das zur Aufrechterhaltung günstiger Finanzierungsbedingungen notwendige Ankauftempo anhand einer vierteljährlichen gemeinsamen Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und der Inflationsaussichten erfolgen würden. Zugleich wurde es als wichtig erachtet, dass in der Zwischenzeit das Ankauftempo in Abhängigkeit von der Marktlage auch weiterhin flexibel gehandhabt werde.

Mit Blick auf die Kommunikation komme es entscheidend darauf an, dass der EZB-Rat abermals seine Entschlossenheit bekräftige, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate – im Einklang mit der Verpflichtung des EZB-Rats auf Symmetrie – auf nachhaltige Weise seinem Inflationsziel annähere. Es müsse erneut die Überzeugung vermittelt werden, dass der EZB-Rat so lange wie erforderlich einen akkommodierenden geldpolitischen Kurs beibehalte und im aktuellen Umfeld keine Gefahr einer Überhitzung im Euroraum erkenne. Angesichts des starken Konjunkturabschwungs im Eurogebiet und der uneinheitlichen Erholung in den einzelnen Sektoren sei es schließlich wichtig hervorzuheben, dass es einer anhaltenden Unterstützung durch finanzpolitische Maßnahmen bedürfe, um eine nachhaltige Erholung zu gewährleisten.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

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

Erstens werde der EZB-Rat die Nettoankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP), das einen Gesamtumfang von 1 850 Mrd € habe, mindestens bis Ende März 2022 und in jedem Fall so lange fortsetzen, bis die Phase der Coronakrise seiner Einschätzung nach überstanden

sei. Auf Grundlage einer gemeinsamen Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und der Inflationsaussichten gehe der EZB-Rat davon aus, dass die Ankäufe im Rahmen des PEPP während des nächsten Quartals deutlich umfangreicher ausfallen würden als während der ersten Monate des Jahres.

Der EZB-Rat werde die Ankäufe flexibel in Abhängigkeit von den Marktbedingungen und mit dem Ziel durchführen, eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen zu vermeiden, die nicht damit vereinbar sei, dem Abwärtsdruck der Pandemie auf die projizierte Inflationsentwicklung entgegenzuwirken. Darüber hinaus werde die Flexibilität der Ankäufe über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg weiterhin die reibungslose Transmission der Geldpolitik unterstützen. 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 bis mindestens 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.

Zweitens würden die Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (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.

Drittens 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.

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 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

[11. März 2021 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

[11. März 2021 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

Sitzung des EZB-Rats, 10.-11. März 2021

Mitglieder

Frau Lagarde, Präsidentin

Herr de Guindos, Vizepräsident

Herr Centeno

Herr Elderson

Herr Hernández de Cos

Herr Herodotou

Herr Holzmann

Herr Kazāks*

Herr Kažimír

Herr Knot

Herr Lane

Herr Makhlouf

Herr Müller

Herr Panetta

Herr Rehn

Herr Reinesch*

Frau Schnabel

Herr Scicluna

Herr Stournaras

Herr Vasiliauskas*

Herr Vasle

Herr Villeroy de Galhau

Herr Visco

Herr Weidmann*

Herr Wunsch

* Mitglieder, die im März 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 Lünnemann

Herr Novo

Herr Ódor

Herr Rutkaste

Herr Sleijpen

Herr Tavlas

Herr Välimäki

Sonstige Beschäftigte der EZB

Herr Proissl, Generaldirektor Kommunikation

Herr Straub, Berater der Präsidentin

Frau Rahmouni-Rousseau, Generaldirektorin Finanzmarktoperationen

Herr Rostagno, Generaldirektor Geldpolitik

Herr Sousa, Stellvertretender Generaldirektor Volkswirtschaft

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Freitag, den 14. Mai 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.