

Sitzung am 21.-22. Juli 2021

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 21.-22. Juli 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 9.-10. Juni 2021:

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen seien in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, einschließlich des Euro-Währungsgebiets, trotz der anhaltend kräftigen Erholung nach dem Schock der Corona-Pandemie (Covid-19) merklich gesunken. Die modellbasierte Evidenz zu den Bestimmungsfaktoren der Renditeentwicklung im Eurogebiet lasse darauf schließen, dass der jüngste Rückgang der risikofreien Zinssätze im Euroraum zu einem sehr großen Teil durch Ansteckungseffekte aus dem Ausland – vor allem in Form eines Anstiegs der globalen Risikoaversion – bedingt sei. Die rasche Ausbreitung der Delta-Variante des Coronavirus und steigende Infektionszahlen in vielen Ländern seien wahrscheinlich der Hauptgrund für die zunehmende Risikoscheu weltweit. Dies zeige sich auch am deutlichen Rückgang von Wertaktien in Relation zu Wachstumsaktien, der in den vergangenen Wochen beobachtet worden sei. Wenngleich die Verknüpfung zwischen Infektionszahlen und Krankenhauseinweisungen, wie die Erfahrungen im Vereinigten Königreich zeigten, zumindest bislang durch Fortschritte bei den Impfkampagnen habe abgeschwächt werden können, habe die Delta-Variante neue Unsicherheiten hinsichtlich des wirtschaftlichen Normalisierungspfads geschürt und dadurch die Renditen in den zurückliegenden Wochen belastet.

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten seien stärker gesunken. Dort hätten die Anleger den im früheren Jahresverlauf verzeichneten Anstieg der langfristigen Realzinsen zum Großteil weiter rückgängig gemacht. Ursache hierfür seien möglicherweise veränderte Markterwartungen in Bezug auf die Geldpolitik. Eine modellbasierte Zerlegung der Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen zeige, dass die Laufzeitprämien in den letzten Wochen deutlich zurückgegangen seien. Die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze seien indes weniger stark revidiert worden. Dies deute darauf hin, dass der drastische Anstieg der US-Realzinsen im früheren Jahresverlauf im Wesentlichen die erhöhte Unsicherheit im Zusammenhang mit den geldpolitischen Aussichten widerspiegelt haben dürfte und dass sich diese Unsicherheit in den vergangenen Wochen wohl verringert habe.

Im Vergleich dazu hätten sich die realen risikofreien Zinssätze im Euro-Währungsgebiet deutlich stabiler entwickelt als in den Vereinigten Staaten, wenngleich auch sie in den letzten Wochen etwas nachgegeben hätten. Die realen zehnjährigen risikofreien Zinssätze im Euroraum lägen aktuell nahezu 20 Basispunkte unter dem Niveau zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung vom 9.-10. Dezember 2020. Darüber hinaus hätten die marktbasierenden Messgrößen des Inflationsausgleichs dem breit angelegten Abwärtsdruck im Eurogebiet standgehalten. Dies lasse darauf schließen, dass die Anleger grundsätzlich noch immer mit einer nachhaltigen Erholung nach der pandemiebedingten Krise rechneten.

Da sich die Renditeabstände von Staatsanleihen weiterhin als widerstandsfähig erwiesen hätten, sei die nominale BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet in der Zeit nach der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 9.-10. Juni 2021 weiter zurückgegangen und liege derzeit wieder im negativen Bereich. Seit Mitte Mai, als veränderte Markterwartungen hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Wertpapierankäufe einen Aufwärtsdruck auf die Renditen ausgeübt hätten, seien diese um mehr als 30 Basispunkte gesunken.

Die EONIA-Terminzinskurve habe sich in den zurückliegenden Wochen ebenfalls deutlich abgeflacht. Darin spiegele sich jedoch vermutlich der Rückgang der Laufzeitprämien infolge der gestiegenen Risiken durch die Ausbreitung der Delta-Variante und nicht unbedingt eine echte Veränderung der Zinserwartungen wider. Dies stehe im Einklang mit den unveränderten Erwartungen einer Zinsanhebung, die aus der jüngsten Umfrage geldpolitischer Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) abzulesen seien. Unterdessen könnte die Abflachung der Terminzinskurve zum Teil auch mit einer Anpassung der Leitzinserwartungen als Reaktion auf das Ergebnis der EZB-Strategieüberprüfung zusammenhängen, wenngleich die unmittelbaren Reaktionen am Markt verhalten ausgefallen seien.

Da die Märkte nun von einer frühzeitigeren Anhebung der Zinsen in den Vereinigten Staaten ausgingen, habe der Euro gegenüber dem US-Dollar deutlich abgewertet, was durch eine Flucht in

sichere Anlagen noch verstärkt worden sei. Tatsächlich sei seit Jahresbeginn eine enge Korrelation zwischen dem EUR/USD-Wechselkurs und der Differenz der kurzfristigen Zinssätze zu beobachten. Dies lasse darauf schließen, dass die Devisenmärkte der Entwicklung am langen Ende der Zinskurve offenbar nur geringe Bedeutung beimessen und sich stattdessen auf den Zeitpunkt einer erstmaligen Zinserhöhung konzentriert hätten.

Trotz der spürbaren Zunahme der globalen Risikoaversion seien die Kreditrisikoprämien an den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere im Eurogebiet bislang nur wenig angepasst worden. Die Spreads von Unternehmensanleihen seien von der jüngsten Flucht in sichere Anlagen kaum beeinflusst worden. Die Renditeabstände von Anleihen mit Investment-Grade-Rating hätten sich weiter verringert. Dagegen seien die Spreads hochverzinslicher Anleihen etwas gestiegen, lägen aber trotz der seit Jahresbeginn kräftigen Emission dieser Papiere weiterhin unter ihrem Vorpandemieniveau. EZB-Daten zeigten, dass die rege Emissionstätigkeit im Hochzinssegment weitgehend von Investmentfonds absorbiert worden sei, wodurch sich das Risikoprofil von Nichtbanken weiter erhöht habe.

Die zunehmende Risikoscheu weltweit habe indes die Aktienkurse belastet. Der Euro STOXX habe Verluste verzeichnet. Die größten Einbußen hätten dabei jene Länder hinnehmen müssen, die stärker von potenziellen und tatsächlichen Reisebeschränkungen im Zuge der raschen Ausbreitung der Delta-Variante betroffen gewesen seien. Die Ereignisse der letzten Tage hätten zudem veranschaulicht, dass die aktuell erhöhten Aktienbewertungen für abrupte Korrekturen anfällig sein könnten, da das konjunkturbereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis auf bzw. annähernd auf Rekordniveau liege. Plötzliche und umfangreiche Kurskorrekturen könnten spürbare Auswirkungen auf die Bilanzen von Anlegern haben, da die Mittelzuflüsse in Aktienfonds seit der letzten EZB-Ratssitzung am 9.-10. Juni 2021 weiter zugenommen hätten und um ein Mehrfaches höher seien als in den Vorjahren.

Die Finanzierungsbedingungen im Euroraum seien insgesamt weitgehend stabil auf einem äußerst akkommodierenden Niveau geblieben. Ein Blick auf den aktuellen Stand der Indikatoren zeige, dass jene, die dem Wechselkurs ein hohes Gewicht beimessen, eine Lockerung der Finanzierungsbedingungen signalisierten, während jene mit Schwerpunkt Aktienmärkte eine Verschärfung anzeigten.

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 hätten die eingehenden Daten bestätigt, dass sich die allgemeine Konjunkturerholung fortsetze, wobei sich aber zunehmend Angebotsengpässe abzeichneten. Zugleich gebe die Ausbreitung neuer Covid-19-Varianten nach wie vor Anlass zu großer Sorge über die Konjunkturerholung weltweit und im Eurogebiet. Die Daten des Einkaufsmanagerindex (EMI) für Juni zeigten historisch hohe Werte für das zweite Quartal 2021 insgesamt. Diese bezögen sich allerdings auf die Zeit vor dem starken Anstieg der Infektionszahlen durch die Delta-Variante. Der Warenhandel setze den kräftigen Aufwärtstrend fort, der seit Mitte des vergangenen Jahres zu beobachten sei, wenngleich sich die Dynamik den aktuellsten Daten zufolge leicht abgeschwächt habe.

Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Juni habe der Euro deutlich zum US-Dollar abgewertet (-3,6 %), während er in nominaler effektiver Rechnung lediglich 0,9 % nachgegeben habe. Die Ölnotierungen seien im gleichen Zeitraum angesichts einer erhöhten Marktvolatilität um 3,9 % zurückgegangen und hätten sich damit weitgehend im Einklang mit den technischen Annahmen für die Projektionen vom Juni entwickelt. Die Aufwärtsbewegung der sonstigen Rohstoffpreise sei zum Erliegen gekommen, wobei die Metall- und Nahrungsmittelnotierungen seit der EZB-Ratssitzung vom Juni im Großen und Ganzen stabil geblieben seien.

Was den Euroraum betreffe, so sei das BIP im ersten Vierteljahr 2021 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal gesunken. Dies sei in erster Linie den Auswirkungen der Lockdown-Maßnahmen auf den privaten Konsum in vielen Ländern des Eurogebiets zuzuschreiben. Angebotsseitige Engpässe wirkten nach wie vor dämpfend auf die Geschäftstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe. Dabei lägen die Lieferzeiten weltweit und im Euroraum immer noch in der Nähe des historischen Höchststands vom Juni. Unterdessen hätten die Auftragseingänge in Relation zu den Lagerbeständen an Fertigerzeugnissen ein Rekordhoch erreicht. Die Verschärfung der Angebotsengpässe belaste das verarbeitende Gewerbe und die Investitionen und habe im Mai zu einem Rückgang der Industrieproduktion geführt. In der jüngsten Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey) hätten die Befragten angegeben, dass es voraussichtlich bis ins nächste Jahr hinein dauern werde, bis sich die Engpässe aufgelöst hätten.

Aktuelle Umfrageindikatoren wie die EMIs für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor hätten für das zweite Quartal eine kräftige Konjunkturbelebung insbesondere bei den Dienstleistungen und ein anhaltendes Wachstum im verarbeitenden Gewerbe signalisiert. Das Volumen der bis Mai erzielten Einzelhandelsumsätze sowie die erhöhte Verfügbarkeit bestimmter Dienstleistungen stünden mit einem robusten Konsumwachstum im zweiten Quartal im Einklang. Aus den Indikatoren für das Unternehmervertrauen lasse sich eine kräftige Erholung ableiten. So habe das Vertrauen in der Industrie im Juni einen sehr hohen Wert

verzeichnet und deutlich über dem Vorpandemiestand gelegen. Auch andere Indikatoren hätten bereits annähernd ihr Vorpandemieniveau erreicht.

Das zunehmende Verbrauchervertrauen sei vor allem einer deutlich günstigeren Einschätzung der allgemeinen Wirtschaftslage in den kommenden zwölf Monaten zu verdanken. Indessen habe sich die Stimmung der Verbraucher hinsichtlich ihrer persönlichen finanziellen Situation – in der Regel der wichtigste Faktor für Kaufentscheidungen – deutlich weniger aufgehellt.

Bei den Unternehmensinvestitionen ließen die bis Juni vorliegenden Umfrageindikatoren einen Anstieg im zweiten Quartal 2021 erkennen. Allerdings spiegelten sich in dem Rückgang der Investitionsgüterproduktion im Mai die Einschränkungen aufgrund von Angebotsengpässen wider. Die Unternehmen im Baugewerbe hätten zudem auf einen Material- und Arbeitskräftemangel hingewiesen, der im Juni fast wieder historische Höchstwerte erreicht habe, während die Nachfrage und die Vertrauensindikatoren zugleich kräftig anzögen.

Was den Handel betreffe, so spiegelten die Daten für April eine anhaltende Dynamik wider. Dies gelte insbesondere für die Warenausfuhren in die Vereinigten Staaten und nach Asien. Dagegen habe sich der Beitrag des Binnenhandels abgeschwächt. So seien die Exporte von Kraftfahrzeugen und Elektronik durch Angebotsengpässe beeinträchtigt worden, und die Lieferverzögerungen hätten auch die Ausrüstungen erfasst. Die Vorlaufindikatoren für den Tourismus deuteten zwar auf eine Erholung hin, doch seien sie noch sehr weit von einer vollständigen Normalisierung entfernt.

Die Arbeitslosenquote sei im Mai auf 7,9 % gesunken und damit 0,2 Prozentpunkte niedriger als im April 2021, doch 0,6 Prozentpunkte höher als im Februar 2020 ausgefallen. Die Zahl der in Arbeitsplatzsicherungsprogramme eingebundenen Arbeitnehmer habe sich verringert, belaufe sich aber immer noch auf rund 5 % der Erwerbspersonen. Insgesamt werde der Arbeitsmarkt nach wie vor stark von der Pandemie in Mitleidenschaft gezogen. Gleichwohl deuteten hochfrequente Indikatoren und Umfragedaten für die nächste Zeit auf einen robusten Beschäftigungszuwachs hin.

Mit Blick auf die nominale Preisentwicklung sei die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Teuerungsrate leicht von 2,0 % im Mai auf 1,9 % im Juni gesunken. Die HVPI-Inflationsrate für Energie habe nach wie vor ein hohes Niveau aufgewiesen (12,6 %) und im Juni mit 1,1 Prozentpunkten den größten Beitrag zur Gesamtinflation geleistet. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet habe sich die Teuerung nach dem HVPI leicht von 1,0 % im Mai auf 0,9 % im Juni abgeschwächt, was auf einen geringeren Preisanstieg bei den Dienstleistungen zurückzuführen gewesen sei. Während sich die Teuerungsrate der Industrieerzeugnisse ohne Energie nach 0,6 % im Mai weiter auf 1,2 % im Juni erhöht habe, liege der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen – traditionell ein wichtiger Treiber der Gesamtinflation – nach wie vor unter 1 %. So hätten sich insbesondere die Preise im Tourismus und Gastgewerbe noch nicht wieder vollständig

erholt. Die Anpassung der HVPI-Gewichte für das Jahr 2021 hätte sich im Juni erneut verlangsamend auf die HVPI-Inflation ausgewirkt, und dieser Faktor werde sich den Erwartungen zufolge über den Sommer noch verstärken.

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich insgesamt nach wie vor verhalten. In vielen Fällen spielten hier Sonderfaktoren eine große Rolle. Die persistente und gemeinsame Komponente des Inflationsindex (PCCI) habe sich erhöht, da die gemeinsame Komponente dieser Messgröße auch den persistenten Anteil der Energiepreisentwicklung erfasse. Bei den Messgrößen der Kerninflation hänge die Entwicklung davon ab, ob volatile Komponenten, wie Dienstleistungen im Reiseverkehr oder Bekleidung und Schuhe, darin enthalten seien und ob die Auswirkungen von Mehrwertsteueranpassungen herausgerechnet würden. Allgemein sei es weiterhin wichtig, die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation auf Basis einer Vielzahl von Indikatoren zu bewerten.

Der Preisdruck bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie habe sich in den vergangenen Monaten weiter verstärkt, und zwar hauptsächlich auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette. Zusätzlicher Aufwärtsdruck sei hier in den kommenden Monaten von der jüngsten Entwicklung der Vorleistungskosten zu erwarten.

Die Löhne hätten sich insgesamt verhalten entwickelt. Viele Lohnabschlüsse seien niedrig ausgefallen. Dies verdeutliche, dass es angesichts der aktuellen wirtschaftlichen Unterauslastung und der hohen Unsicherheit schwierig sei, höhere Löhne durchzusetzen. Die jüngsten Daten gäben keinen Hinweis darauf, dass die steigenden Inflationsraten zu höheren Lohnabschlüssen führten.

Die gestiegenen Vorleistungskosten setzten die Gewinnmargen weiterhin unter Druck. Mit Blick auf die Zukunft sei es wichtig zu beurteilen, ob die höheren Vorleistungskosten verstärkt weitergegeben würden.

Im aktuellen Survey of Professional Forecasters der EZB seien die längerfristigen Erwartungen für die Gesamtinflation gegenüber der vorangegangenen Runde von 1,7 % (für 2025) auf 1,8 % (für 2026) nach oben revidiert worden. Die Verteilung der längerfristigen Inflationserwartungen habe sich nach rechts verlagert, da viel mehr Umfrageteilnehmer ihre Erwartungen nach oben korrigiert hätten als nach unten. Zugleich seien die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs und die aus Optionen abgeleitete risikoneutrale Inflationswahrscheinlichkeit seit der geldpolitischen Sitzung vom Juni weitgehend unverändert geblieben.

Was die finanzielle und die monetäre Entwicklung betreffe, so seien die nominalen risikofreien Zinssätze und die Staatsanleiherenditen seit der Juni-Sitzung zurückgegangen. Eine Betrachtung der nachgelagerten Indikatoren im Transmissionsprozess zeige, dass die Zinsen für private Haushalte und Unternehmen nach wie vor niedrig und die Finanzlage sowie die Finanzierungsbedingungen

insgesamt kaum verändert seien. Seit der EZB-Ratssitzung vom Juni seien die langfristigen BIP-gewichteten Staatsanleiherenditen im Gleichlauf mit den risikofreien Zinssätzen zwar gesunken, lägen jedoch immer noch deutlich über dem im vergangenen Dezember verzeichneten Niveau.

Die jährliche Wachstumsrate von M3 sei im Mai weiter zurückgegangen. Dies deute im Vergleich zum Höhepunkt der Krise auf eine Normalisierung der monetären Ströme hin, da die privaten Haushalte und Unternehmen ihre Einlagen wieder in einem ähnlichen Umfang aufstockten wie vor der Pandemie. Die Jahreswachstumsrate der Unternehmenskredite sei im Mai aufgrund der Verbesserung der Konjunkturlage und der Vertrauensindikatoren gesunken. Die realen Kosten der Finanzierung über Banken seien wieder auf den vor der Pandemie verzeichneten Stand zurückgekehrt, wozu auch die zuletzt gestiegenen Inflationserwartungen beigetragen hätten.

Im Rahmen der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Juli hätten die Banken berichtet, dass die Kreditnachfrage der Unternehmen im zweiten Quartal 2021 per saldo moderat gestiegen sei, nachdem sie in den beiden Jahresvierteln zuvor stark nachgelassen habe. Vom Finanzierungsbedarf der Firmen für Anlageinvestitionen gehe erstmals seit dem dritten Quartal 2019 ein positiver Beitrag zur Kreditnachfrage aus. Die von den Banken gemeldete veränderte Zusammensetzung der Ausleihungen stelle deshalb eine Normalisierung dar. Positiv zu bewerten sei auch, dass die Bedingungen für die Kreditvergabe an Unternehmen nach Angaben der Banken im zweiten Jahresviertel 2021 weitgehend unverändert geblieben seien, nachdem sie im zweiten Halbjahr 2020 per saldo spürbar und im ersten Quartal 2021 moderat gestrafft worden seien. Einige Firmen schienen Bankkredite durch eine marktbasiertere Finanzierung ersetzt zu haben, um von den attraktiven Anleiherenditen zu profitieren. Das jährliche Wachstum der Kredite an private Haushalte sei im Mai leicht gestiegen und werde nach wie vor von den Wohnungsbaukrediten getragen. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite seien im zweiten Quartal 2021 weitgehend stabil geblieben.

Mit Blick auf die Finanzpolitik werde für das laufende Jahr eine umfangreiche fiskalische Unterstützung (z. B. aus dem Hilfsprogramm „Next Generation EU“ – NGEU) erwartet. Seit Erstellung der Juni-Projektionen seien für das Jahr 2021 zusätzliche finanzpolitische Maßnahmen von rund 0,25 % des BIP angekündigt worden.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend stellte Herr Lane fest, dass es im Zuge der Umsetzung der neuen geldpolitischen Strategie wichtig sei, die Forward Guidance des EZB-Rats in Bezug auf die Leitzinsen der EZB anzupassen. Angesichts der effektiven Zinsuntergrenze und der Tatsache, dass die mittelfristigen Inflationsaussichten hinter dem Zwei-Prozent-Ziel zurückblieben, sei eine Selbstverpflichtung zur dauerhaften Beibehaltung der geldpolitischen Akkommodierung unerlässlich.

Die neue Strategie beinhalte zwei wesentliche Neuerungen, die in die Forward Guidance der EZB zu den Leitzinsen einfließen müssten: erstens die Festlegung des Preisstabilitätsziels der EZB auf ein Inflationsziel von 2 % auf mittlere Sicht und zweitens die bedingte Verpflichtung, die Implikationen der effektiven Zinsuntergrenze bei der Durchführung der Geldpolitik in einem Umfeld strukturell niedriger Nominalzinsen zu berücksichtigen.

Unter den gegenwärtigen Bedingungen würde die Forward Guidance die Verpflichtung zum Erreichen des Inflationsziels stärken, da sie klarstelle, dass die Leitzinsen erst angehoben würden, wenn ausreichend belastbare Hinweise vorlägen, die den EZB-Rat mit hoher Sicherheit erwarten lassen könnten, dass das Zwei-Prozent-Ziel dauerhaft erreicht werde. In der Praxis würde die vorgeschlagene neue Forward Guidance einem doppelten Zweck dienen: Zum einen würde sie eine konkrete Operationalisierung des Konzepts der deutlichen Annäherung der Teuerungsrate an den neuen Zielwert darstellen. Zum anderen würde sie die klare Notwendigkeit widerspiegeln, dass die geldpolitische Reaktion der EZB in Situationen wie der gegenwärtigen, in der die nominalen Zinssätze schon seit einiger Zeit in der Nähe ihrer Untergrenze lägen und die Inflationsaussichten noch weit hinter dem Ziel zurückblieben, besonders langfristig angelegt sein müsse.

Eine angepasste Forward Guidance sollte drei wesentliche Bedingungen aufweisen, die vor einer Anhebung der Leitzinsen erfüllt sein müssten: Erstens sollte die Inflation den Zielwert deutlich vor Ende des Projektionszeitraums erreichen, um zu gewährleisten, dass die Entscheidung für eine erste Leitzinsanhebung auf einem festen Fundament basiere und nicht der Volatilität von Prognosefehlern über längere Zeithorizonte unterliege. Zweitens sollte der EZB-Rat sicher sein, dass das Inflationsziel dauerhaft erreicht würde. Und drittens sollte der EZB-Rat erst dann eine Leitzinsanhebung in Betracht ziehen, wenn er zu der Einschätzung gelangt sei, dass sich auch die zugrunde liegende Inflation in zufriedenstellender Weise auf das Zwei-Prozent-Ziel zubewegt habe. Dies sei angesichts kostentreibender Schocks, die die Gesamtinflation zwar zeitweise vorantreiben, aber auch rasch wieder abklingen könnten, eine zusätzliche Sicherheitsmaßnahme gegen eine verfrühte Straffung der Geldpolitik. Eine Einleitung solle zudem verdeutlichen, dass die neue Forward Guidance dazu diene, mittelfristig eine deutliche Annäherung an das Inflationsziel zu gewährleisten.

Im Einklang mit diesen Grundsätzen schlug Herr Lane folgende Neuformulierung vor: „Um eine deutliche Annäherung an das Inflationsziel von mittelfristig 2 % zu gewährleisten, geht der EZB-Rat davon aus, dass die EZB-Leitzinsen so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, bis wir feststellen, dass die Inflationsrate deutlich vor dem Ende unseres Projektionszeitraums 2 % erreicht und diesen Wert dauerhaft hält, und wir der Auffassung sind, dass die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation in Richtung 2 % hinreichend fortgeschritten ist.“ Erstens würde die neue Forward Guidance durch die Festlegung, dass von der Erreichung des Inflationsziels „deutlich vor dem Ende unseres Projektionszeitraums“ ausgegangen werden sollte,

Sicherheit schaffen, dass ein Anstieg der Teuerungsrate auf 2 % zum Zeitpunkt einer erstmaligen Zinserhöhung nicht erst für das Ende des Projektionszeitraums erwartet werden sollte. Diese frühzeitigere Annäherung an das Inflationsziel trage auch dazu bei, die Geldpolitik gegen das Risiko einer Reaktion auf Prognosefehler abzusichern, das bei längeren Zeithorizonten tendenziell höher sei. Zweitens würde der EZB-Rat durch die Aussage, dass das Inflationsziel dauerhaft gehalten werden sollte, signalisieren, dass dieses Ziel auf Dauer erreicht würde und keine Folge kurzfristiger Einflüsse wäre, die zwar zu einmaligen Preisanstiegen, aber kaum zu einer anhaltend höheren jährlichen Inflation führten. Daher müsse der EZB-Rat über den anfänglichen Zeithorizont von „deutlich vor dem Ende des Projektionszeitraums“ hinausschauen, um herauszufinden, ob das Erreichen des Inflationsziels auf Dauer zu erwarten sei. In beiden Fällen sei die Forward Guidance als Erwartung des EZB-Rats formuliert und nicht mechanisch an Projektionen gekoppelt.

Darüber hinaus würde bei dieser Formulierung der Fokus auf aktuelle Entwicklungen zum Teil beibehalten, da weiterhin auf die zugrunde liegende Inflation Bezug genommen würde. So würde die dritte Bedingung beinhalten, dass „die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation in Richtung 2 %“ zum Zeitpunkt einer Zinserhöhung „hinreichend fortgeschritten“ sei. Diese zusätzliche Bedingung würde eine weitere Absicherung gegen eine verfrühte Reaktion der Geldpolitik auf vorübergehende und möglicherweise kontraktive Preisschocks bieten. Dabei gelte es zu bedenken, dass der Begriff „zugrunde liegende Inflation“ weit gefasst sei. Die persistente Inflationskomponente liefere die besten Hinweise auf die künftige Inflationsentwicklung und werde – in Anbetracht der zustandsabhängigen Bestimmungsfaktoren der trendmäßigen Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation – nicht durch einen einzelnen Indikator näherungsweise bestimmt.

Wichtig seien auch einige andere Elemente der neuen Forward Guidance. Erstens sei die Forward Guidance weiterhin zustandsabhängig und würde auch künftig einen kraftvollen automatischen Stabilisierungsmechanismus darstellen, der in zwei Richtungen wirke. Verbessere sich der Inflationsausblick im Zuge der weiteren Erholung deutlicher als erwartet, würde sich der Zeithorizont bis zur ersten Zinserhöhung automatisch verkürzen, und die Finanzierungsbedingungen würden sich verschärfen. Bei einer Verschlechterung des Inflationsausblicks hingegen würde sich der Zeitraum bis zu einer erstmaligen Anhebung der Leitzinsen automatisch verlängern, was zu einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen führen und dazu beitragen würde, die Wirtschaft und den Inflationsausblick zu stützen. Zweitens bedeute die Festlegung der Bedingung einer vergleichsweise früheren Konvergenz innerhalb des Projektionszeitraums nicht, dass das Verständnis des EZB-Rats in Bezug auf den Begriff „mittelfristig“ geändert werde. Diese Bedingung solle vielmehr als Wegweiser für die Geldpolitik dienen in einer Zeit, in der eine zu frühe Reaktion das Risiko bergen würde, dass die Geldpolitik „falschen Signalen“ ausgesetzt sei, und in der die längerfristigen Inflationserwartungen noch immer deutlich unter dem Inflationsziel des EZB-Rats lägen. Wie in der Einleitung der neuen Forward Guidance festgehalten, ziele die Orientierung weiterhin entschieden darauf ab, „eine

deutliche Annäherung an das Inflationsziel von mittelfristig 2 % zu gewährleisten“. Drittens biete die Formulierung Orientierungshilfen im Vorhinein und enthalte keine Anforderungen, die im Nachhinein erfüllt werden müssten. Vor allem aber begrenze die Einleitung Gültigkeit und Anwendungsbereich der neuen Forward Guidance auf eine Situation, in der eine deutliche Annäherung noch nicht gewährleistet sei. Sobald eine deutliche Annäherung an das Inflationsziel von 2 % erreicht sei, müsse die Forward Guidance geändert werden.

Da die Neuformulierung der Forward Guidance eine Korrektur des geldpolitischen Kurses darstelle und sich dadurch der Zeitraum verlängern könne, für den davon ausgegangen werde, dass die Leitzinsen auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau blieben, sei eine Verhältnismäßigkeitsprüfung geboten. Die vorgeschlagene Anpassung der Forward Guidance werde als eine verhältnismäßige Reaktion auf die Risiken im Hinblick auf das Preisstabilitätsmandat der EZB erachtet. Seitdem der EZB-Rat die Forward Guidance zu den Zinssätzen im Jahr 2013 eingeführt habe, habe er umfangreiche Erfahrungen mit diesem Instrument gesammelt. Es bestünden kaum Zweifel, dass es sich um ein effektives Instrument zur Steuerung der Zinserwartungen handle. Es gebe zahlreiche Hinweise darauf, dass es dazu beigetragen habe, die Inflation näher an das Ziel des EZB-Rats heranzuführen, und man gehe davon aus, dass die vorgeschlagene neue Forward Guidance ähnlich effektiv sein werde. Darüber hinaus sei die vorgeschlagene Neuformulierung verglichen mit anderen Handlungsoptionen auch effizient. Andere Instrumente seien zwar auch effektiv, aber im mittelfristigen Segment der Laufzeitstruktur weniger effizient. Um einen entsprechenden zusätzlichen Inflationsimpuls mit anderen Instrumenten zu erreichen, müsste der EZB-Rat entweder die Zinssätze noch deutlich weiter in den negativen Bereich senken oder seine Programme zum Ankauf von Vermögenswerten spürbar aufstocken. Zudem sei es unwahrscheinlich, dass unbeabsichtigte Folgen des aktuell niedrigen Zinsniveaus für die Finanzintermediation und die Wirtschaft insgesamt durch einen etwas späteren Beginn der Leitzinsanhebungen, zu dem diese Neuformulierung führen könnte, erheblich verstärkt würden. In jedem Fall würden sie durch die Vorteile, die sich durch niedrige Zinssätze für Beschäftigung und Konjunktur ergäben, mehr als ausgeglichen. Selbstverständlich werde der EZB-Rat die potenziellen positiven oder negativen Nebenwirkungen weiter beobachten, wenn er den Zeitraum verlängere, in dem negative oder niedrige Zinssätze angewandt würden. Hier gelte es auch zu beachten, dass die von der neuen Strategie und der vorgeschlagenen Forward Guidance ausgehende Unterstützung für die Wiederverankerung der Inflationserwartungen das Risiko möglicher Nebenwirkungen verringere, da sie dazu beitragen sollte, die Phase sehr niedriger Zinssätze zu verkürzen und den erforderlichen Umfang des Ankaufs von Vermögenswerten unter sonst gleichen Bedingungen zu verringern.

Was die Beurteilung der wirtschaftlichen Aussichten betreffe, so gewinne die konjunkturelle Erholung im Euroraum an Dynamik. Zwar gebe die Delta-Variante Anlass zur Besorgnis, doch die Fortschritte bei den Impfkampagnen in den vergangenen Wochen hätten es den meisten Euro-Ländern

ermöglicht, die Eindämmungsmaßnahmen zurückzufahren. Die Verbesserung der Wirtschaftsaussichten spiegele sich sektorübergreifend in den Frühindikatoren zur Konjunkturerwicklung und den Stimmungsindikatoren wider und zeige sich sukzessive auch in den Messgrößen der realisierten Wirtschaftstätigkeit. Der EMI-Gesamtindex für das verarbeitende Gewerbe habe im Juni einen neuen Höchststand erreicht. Die Einzelhandelsumsätze hätten sich im Mai deutlich erhöht, und der Handel entwickle sich robust. Allerdings könnte die zunehmende Ausbreitung der Delta-Variante die Erholung dämpfen. Dies gelte vor allem für den Dienstleistungssektor wie etwa die Tourismusbranche und das Gastgewerbe. Zudem werde die Produktion in einigen Sektoren weiterhin durch Angebotsengpässe beeinträchtigt. Die Zunahme der globalen Lieferkettenstörungen, die sich beispielsweise in längeren Lieferzeiten oder einem Mangel an Computerchips zeige, habe im Mai in den drei größten Euro-Ländern zu einem Rückgang der Industrieproduktion geführt.

Die Risiken für die Konjunkturaussichten seien nach wie vor weitgehend ausgewogen. Abwärtsrisiken ergäben sich in erster Linie aus einer möglichen erneuten Verschärfung der Pandemielage aufgrund der Ausbreitung aggressiverer Virusvarianten oder aus länger anhaltenden Lieferengpässen. Aufwärtsrisiken resultierten etwa aus den aktuell guten zukunftsgerichteten Daten und einem möglicherweise rascheren Rückgriff auf die Ersparnisse als erwartet.

Die Teuerung nach dem HVPI habe sich leicht von 2,0 % im Mai auf 1,9 % im Juni verringert. Wenngleich die jüngsten Daten eine leichte Aufwärtskorrektur des kurzfristigen Profils der Gesamt- und der Kerninflation implizierten, was einer über den Erwartungen liegenden Teuerungsrate für Industrieerzeugnisse ohne Energie sowie für Energie zuzuschreiben sei, werde das in den Projektionen vom Juni unterstellte Profil weitgehend bestätigt. Umfragebasierte Messgrößen der Inflation wiesen inzwischen auch auf einen geringen Anstieg der längerfristigen Inflationserwartungen hin, die damit aber immer noch hinter dem Inflationsziel zurückblieben.

Die langfristigen Referenzzinssätze lägen zwar weiterhin über dem in den ersten Monaten des Jahres verzeichneten Niveau, seien aber seit der geldpolitischen Sitzung vom Juni gesunken. Ursächlich hierfür seien Veränderungen der US-Staatsanleiherenditen und eine erneute Unsicherheit im Zusammenhang mit dem weiteren Verlauf der Pandemie. Die Marktreaktion auf die Juni-Sitzung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve habe die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten maßgeblich beeinflusst, sich im Großen und Ganzen jedoch nicht auf die Zinserwartungen im Euroraum ausgewirkt.

Da die neuen Daten mit der bei der geldpolitischen Sitzung im Juni vorgenommenen gemeinsamen Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und der Inflationssichten weitgehend im Einklang stünden, schlug Herr Lane vor, die Nettoankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms

im dritten Quartal weiterhin in deutlich stärkerem Umfang durchzuführen als während der ersten Monate dieses Jahres.

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 Konjunkturaussichten. Die wirtschaftliche Erholung im Euroraum verlaufe nach allgemeiner Auffassung erwartungsgemäß. Die Zahl der Geimpften steige, und die Lockdown-Maßnahmen seien in den meisten Euro-Ländern wieder gelockert worden. Doch die Pandemie trübe die Lage weiterhin, vor allem da die Delta-Variante zunehmend für Unsicherheit Sorge. Die Inflation habe sich erhöht, wobei der Anstieg im Wesentlichen temporär sein dürfte. Die mittelfristigen Inflationsaussichten seien nach wie vor gedämpft.

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld fand die eingangs von Herrn Lane dargelegte Einschätzung, dass sich die globale Wirtschaftstätigkeit und der Welthandel trotz einer weltweiten vierten Corona-Welle weiter verbessert hätten, breite Zustimmung unter den Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmern. Es wurde allgemein davon ausgegangen, dass die Behörden weniger strikte Maßnahmen verabschieden würden und der Zusammenhang zwischen den gängigen Lockdown-Indizes und der Wirtschaftstätigkeit verglichen mit früheren Corona-Wellen spürbar schwächer ausfallen dürfte. Zugleich wurden Bedenken bezüglich der Pandemieentwicklung in den Schwellenländern geäußert, da die Impfkampagnen dort deutlich weniger fortgeschritten seien. Der Handel leide zudem weiterhin erheblich unter Angebotsengpässen und steigenden Frachtkosten. Seine Entwicklung sei nach wie vor vom weiteren Pandemieverlauf abhängig. Im gegenwärtigen Umfeld seien die Aussichten für den Welthandel mit hoher Unsicherheit behaftet.

Die Aussichten für die Konjunktur und die Inflation in den Vereinigten Staaten seien vor dem Hintergrund der jüngsten Finanzmarktentwicklungen schwierig zu deuten. Während die US-Anleiherenditen stark gesunken seien, habe sich die Inflation deutlich erhöht. Zwar könnten die Marktteilnehmer die Wachstumsaussichten in Anbetracht der jüngsten Ausbreitung der Delta-Variante pessimistischer beurteilen, doch seien sie nun auch offener für das Argument der Federal Reserve, wonach die Phase steigender Inflationsraten temporär sein werde. Angeführt wurde aber auch, dass eine Reihe von Indikatoren – nicht zuletzt angesichts der umfangreichen fiskalischen

Stützungsmaßnahmen – auf die Gefahr eines länger anhaltenden Inflationsanstiegs in den Vereinigten Staaten hindeute.

In Bezug auf die Konjunkturaussichten für das Euro-Währungsgebiet waren sich die Ratsmitglieder grundsätzlich einig, dass das Basisszenario der Juni-Projektionen nach wie vor weitgehend Bestand habe, auch wenn es gewisse Anpassungen mit Blick auf die mutmaßliche vierteljährliche Entwicklung gegeben habe. Es wurde hervorgehoben, dass sich die Wirtschaft im Euroraum kräftig erhole und sich die Stimmungslage in der Wirtschaft deutlich verbessert habe. Die jüngsten Indikatoren schienen sogar günstiger als erwartet auszufallen und bestätigten, dass die Erholung an Dynamik gewinne. Allgemein wiesen die Indikatoren nun für das zweite Quartal auf etwas bessere Konjunkturdaten hin. Im dritten Quartal könnte das Wachstum jedoch hinter dem ambitionierten Wert der Juni-Projektionen zurückbleiben. Bei Betrachtung der beiden Quartale zusammengenommen dürfte das Wachstum insgesamt den Erwartungen entsprechen.

Das verarbeitende Gewerbe dürfte sich dynamisch entwickeln, auch wenn Angebotsengpässe die Produktion auf kurze Sicht bremsen. Das Wiederhochfahren großer Teile der Wirtschaft begünstige eine kräftige Erholung im Dienstleistungssektor, aber diese Entwicklung könnte durch die Delta-Variante des Coronavirus wieder gedämpft werden. Dies gelte vor allem für die Tourismusbranche und das Gastgewerbe.

Da die Menschen nun wieder in Ladengeschäften einkauften, Restaurants besuchten und Reisen unternähmen, erhöhten sich die Konsumausgaben. Dieser Anstieg werde durch bessere Beschäftigungsaussichten, eine wachsende Zuversicht und anhaltende staatliche Hilfsmaßnahmen gefördert. Die fortgesetzte Belebung der binnenwirtschaftlichen und der globalen Nachfrage Sorge bei den Unternehmen für wachsenden Optimismus. Wenngleich die Ausbreitung der Delta-Variante des Coronavirus zu neuerlicher Unsicherheit geführt habe, die auch an den Finanzmärkten sichtbar sei, bleibe die konjunkturelle Entwicklung stabil. Die privaten Haushalte und die Unternehmen passten sich weiterhin rasch an den Umstand an, dass es mit dem Coronavirus zu leben gelte. Die dargelegte Einschätzung, dass sich eine vierte Corona-Welle aufgrund der steigenden Impfquoten etwa mit Blick auf die Krankenhauseinweisungen und den Druck auf die Intensivstationen nicht so stark auf die Gesundheitssysteme auswirken werde, fand breite Zustimmung. Daher werde eine vierte Welle vermutlich auch weniger strikte Eindämmungsmaßnahmen zur Folge haben und sich insgesamt in begrenzterem Maße auf die Wirtschaft auswirken. Diesbezüglich wurde angemerkt, dass sich der Zusammenhang zwischen Eindämmungsmaßnahmen und ökonomischen Kosten der Pandemie im Zeitverlauf ändere.

Alles in allem könnte die Wirtschaftstätigkeit den Erwartungen zufolge im ersten Quartal 2022 wieder ihr Vorkrisenniveau erreichen. Es dürfte allerdings noch recht lange dauern, bis die wirtschaftlichen

Schäden der Pandemie behoben seien. So sei die Zahl der Beschäftigten, die in Programme zur Arbeitsplatzsicherung eingebunden seien, zwar rückläufig, aber nach wie vor hoch.

Die Risiken für die Konjunkturaussichten bewerteten die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer als weitgehend ausgewogen. Was die Aufwärtsrisiken anbelange, so könnte die Wirtschaftstätigkeit die Erwartungen übertreffen, sofern die Verbraucher mehr ausgaben als gegenwärtig angenommen und schneller auf die Ersparnisse zurückgriffen, die sie während der Pandemie aufgebaut hätten. Dabei wurde darauf verwiesen, dass die Erholung angesichts eines kräftig anziehenden Konsums Fahrt aufnehme und die qualitativen Messgrößen auf einen Rückgang der Sparquote der Privathaushalte hindeuteten. Auch eine raschere Verbesserung der Pandemielage könnte dazu führen, dass der Aufschwung stärker ausfalle als aktuell erwartet. Darüber hinaus weise die Verabschiedung der NGEU-Programme für die einzelnen Länder in die richtige Richtung, auch wenn Risiken bezüglich der Umsetzung bestehen blieben. Die in der Vergangenheit identifizierten Risiken einer Insolvenzwelle im Unternehmenssektor schienen sich abzuschwächen.

Mit Blick auf die möglichen Abwärtsrisiken könnte das Wachstum hinter den Erwartungen zurückbleiben, falls sich die Pandemie verschärfe oder sich Lieferengpässe als länger anhaltend erwiesen und dadurch die Produktion stärker als angenommen bremsen. Es wurden Bedenken dahingehend geäußert, dass es immer noch große Wissenslücken in Bezug auf das Virus gebe und eine Reihe weiterer Mutationen nicht unwahrscheinlich sei. Die Konsequenzen seien trotz der Fortschritte bei den Impfkampagnen nur schwer vorherzusagen. Angeführt wurde zudem, dass im Zuge einer Erholung, die aus sektoraler Sicht sehr asymmetrisch und uneinheitlich ausfalle, Extremrisiken im Sektor der nichtfinanziellen Unternehmen vor allem für kleine und mittlere Unternehmen weiter zunähmen. Überdies wurde hervorgehoben, dass die positive Evidenz für eine bislang nur begrenzte Zahl von Insolvenzen den massiven und raschen fiskal- und geldpolitischen Reaktionen zuzuschreiben sei. Und schließlich könnte der Anstieg der Öl- und der Rohstoffpreise den Konsum belasten, während vor dem Hintergrund einer fragilen Erholung die wirtschaftliche Unterauslastung zugleich weiterhin erheblich sei.

Eine Gegenüberstellung mit den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni zeige, dass das Risiko einer Ausbreitung der Delta-Variante eindeutig schlagend geworden sei, die unmittelbaren ökonomischen Auswirkungen sich jedoch als schwächer erwiesen als zu befürchten gewesen sei. Insgesamt werde die in den Juni-Projektionen enthaltene Risikobilanz für die Konjunktorentwicklung als noch immer aktuell eingeschätzt.

Vor diesem Hintergrund stimmten die Ratsmitglieder der Aussage zu, dass bei der Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung die Geldpolitik weiterhin durch eine ambitionierte, zielgerichtete und koordinierte Finanzpolitik ergänzt werden sollte. In diesem Zusammenhang spiele das NGEU-Programm eine wichtige Rolle. Es werde zu einer kräftigeren und einheitlicheren Erholung im

gesamten Euro-Währungsgebiet beitragen. Darüber hinaus werde das Programm den ökologischen und digitalen Wandel beschleunigen und notwendige Strukturreformen unterstützen, die das langfristige Wachstum förderten.

Was die Preisentwicklung anbelange, so habe die am HVPI gemessene Gesamtinflation im Juni 1,9 % betragen. Sie dürfte sich in den kommenden Monaten erhöhen und 2022 wieder zurückgehen. Der aktuelle Anstieg sei in erster Linie höheren Energiepreisen und Basiseffekten zuzuschreiben. Letztere stünden im Zusammenhang mit dem drastischen Ölpreisrückgang zu Beginn der Pandemie und der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland im letzten Jahr. Bis Anfang 2022 würden sich die Auswirkungen dieser Faktoren allmählich abschwächen, da sie dann aus der Berechnung der jährlichen Teuerungsrate herausfielen.

Die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer hoben hervor, dass die aktuellen Inflationszahlen deutlich höher als zuvor erwartet ausgefallen seien. Dies gelte sowohl für die Gesamtteuerungsrate als auch für die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete Kerninflation. Damit setzten sich die wiederholten Meldungen überraschend hoher Inflationsdaten fort, die insbesondere durch die unerwartet starke Dynamik der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie beeinflusst würden. Allerdings wurde der Eindruck eines größtenteils vorübergehenden Anstiegs der Teuerung überwiegend als nach wie vor zutreffend angesehen. Der Inflationsanstieg werde sich den Erwartungen zufolge auf kurze Sicht fortsetzen – was zum Teil auf einen temporären Kostendruck in den Lieferketten zurückzuführen sei –, doch seien die meisten Messgrößen des zugrunde liegenden Preisdrucks gedämpft geblieben. Angesichts der ausgeprägten Unterauslastung der Wirtschaft, des geringen Lohnwachstums und der jüngsten Aufwertung des Euro dürfte sich der zugrunde liegende Preisdruck für eine gewisse Zeit weiter in Grenzen halten.

Es wurde darauf verwiesen, dass es Anzeichen für ein rapides Schrumpfen der Gewinnmargen gebe. Dies lasse darauf schließen, dass Kostensteigerungen durch die Unternehmen aufgefangen würden und nicht etwa auf die Preise durchwirkten. Zudem signalisierten die verfügbaren Daten zu den Lohnabschlüssen in den ersten Monaten des laufenden Jahres einen Anstieg der Tarifverdienste, der in Anbetracht einer relativ hohen Inflation weiterhin vergleichsweise gering sei. Rechne man plausible Schätzungen des trendmäßigen Produktivitätswachstums beim Lohnwachstum heraus, so zeige sich eine gedämpfte Entwicklung der Lohnstückkosten. Daher wurde argumentiert, dass diese Evidenz in der Gesamtschau auf verhaltene mittelfristige Inflationsaussichten hinweise. Zudem wurde angeführt, dass bislang kaum Belege für Zweitrundeneffekte oder indirekte Effekte einer höheren Teuerung vorlägen und die Vorleistungskosten ohne Energie nur in begrenztem Maße auf die Verbraucherpreise durchschlügen.

Es wurde allerdings auch hervorgehoben, dass die Gewinnmargen während der Pandemie bereits für geraume Zeit unter Druck geraten seien. Die Erfahrungen aus der Vergangenheit hätten gezeigt, dass

eine derartige kontinuierliche Verringerung der Margen nicht von Dauer sei und sich wahrscheinlich wieder umkehren werde. Dies lasse darauf schließen, dass Kostensteigerungen künftig in zunehmendem Maße an die Verbraucher durchgereicht würden. Im gegenwärtigen Umfeld sei diese Entwicklung umso wahrscheinlicher, als die privaten Haushalte allem Anschein nach bereit seien, einen Teil ihrer angehäuften Ersparnisse auszugeben. Es wurde in diesem Zusammenhang auch auf die Aufwärtsrevisionen bei den Gewinnerwartungen für börsennotierte Unternehmen hingewiesen. Überdies hätten sich die Angebotsengpässe zwischenzeitlich wohl verschärft und dauerten länger an als zuvor angenommen. Der allgemeinen Erwartung zufolge seien sie aber weiterhin vorübergehender Natur. Darüber hinaus habe sich die Entwicklung am Arbeitsmarkt in den letzten Monaten gebessert. So seien staatliche Unterstützungsmaßnahmen weniger stark in Anspruch genommen worden.

Vom kürzlich von der Europäischen Kommission vorgeschlagenen neuen Klimapakete werde in nächster Zeit wohl ein anhaltender Aufwärtsdruck auf die Energiepreise und einige andere Preiskomponenten ausgehen. Diesbezüglich wurde jedoch auch angeführt, dass der mit der Klimawende verbundene Kosten- und Preisdruck ausgeglichen werden könne, und zwar durch Effizienzsteigerungen mithilfe des technologischen Wandels, durch das Ersetzen fossiler Brennstoffe im Energiemix durch erneuerbare Energieträger und durch die damit angestrebte Verringerung des Energieverbrauchs. Gleichwohl wurde darauf verwiesen, dass zunächst in erster Linie die direkten Auswirkungen der Klimapolitik auf die Energiepreise spürbar würden und mögliche Substitutionseffekte erst später zu Buche schlagen dürften. Mit Blick auf die öffentlichen Investitionen und die Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit auf die wirtschaftliche Unterauslastung werde das Klimapakete die Konjunktur im kommenden Jahrzehnt per saldo eindeutig beleben.

Im Einklang mit den im Rahmen der EZB-Strategieüberprüfung getroffenen Schlussfolgerungen wurde eine Diskussion über die Kosten selbst genutzten Wohneigentums begrüßt. Die Wohnimmobilienpreise im Euroraum stiegen so rasch wie seit 2007 nicht mehr, und die Erfahrungen auf Länderebene hätten gezeigt, dass der zugrunde liegende Trend relativ hartnäckig sei. Die verfügbaren experimentellen Kostenangaben zu selbst genutztem Wohneigentum bezögen sich auf das erste Quartal 2021. Schätzungen zufolge hätte sich ihr Beitrag zur Gesamtinflation im Eurogebiet insgesamt auf rund 0,2 bis 0,3 Prozentpunkte belaufen.

In diesen Zusammenhang wurde betont, dass der HVPI in seiner jetzigen Form für die EZB die relevante Messgröße für die Preisentwicklung bleibe. Daten zum selbst genutzten Wohneigentum würden zusätzlich berücksichtigt, und der verfügbare experimentelle Indikator liege zum HVPI zeitverzögert vor. Es habe in der Vergangenheit auch Phasen gegeben – zum Beispiel von 2011 bis 2014, also während der Staatsschuldenkrise –, in denen der Beitrag des selbst genutzten Wohneigentums zur Inflation mit rund -30 Basispunkten deutlich negativ gewesen wäre. Die

Verknüpfung des Preisindex für Wohnimmobilien mit den im Verbraucherpreisindex enthaltenen Ausgaben für selbst genutztes Wohneigentum bleibe experimentell und erfordere weitere Untersuchungen. Bislang werde noch nicht zwischen dem Anteil der Konsumausgaben und jenem der Investitionen unterschieden.

Die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer betrachteten auch die jüngste Entwicklung der Inflationserwartungen und stellten fest, dass sich die längerfristigen Inflationserwartungen laut dem Survey of Professional Forecasters der EZB von 1,7 % auf 1,8 % erhöht hätten. Im Gegensatz dazu seien die marktbasieren Indikatoren der Inflationserwartungen weitgehend stabil geblieben. Die Umfrage sei durchgeführt worden, bevor die EZB ihre überarbeitete Strategie angekündigt habe, spiegele aber wahrscheinlich eine gewisse Vorwegnahme des neuen geldpolitischen Rahmens des EZB-Rats wider. Zwar sei um das Datum der Ankündigung der neuen Strategie herum keine signifikante Marktwirkung verzeichnet worden, aber es brauche möglicherweise etwas Zeit, bis die Märkte und die Öffentlichkeit die Änderungen vollständig aufgenommen hätten. Es wurde Zuversicht geäußert, dass sich die Inflationserwartungen allmählich in die richtige Richtung entwickelten. Allerdings wurde auch warnend vorgebracht, dass die aus den Marktpreisen für Optionen abgeleiteten Inflationserwartungen für die nächsten fünf Jahre weiterhin mit einer wesentlich höheren Wahrscheinlichkeit auf eine unter – statt über – 2 % liegende Inflation im Euroraum hindeuteten.

Die Ratsmitglieder stimmten weitgehend darin überein, dass trotz der verbesserten Inflationssaussichten die Teuerung vom Zielniveau der EZB noch ein gutes Stück entfernt sei. Der EZB-Rat werde die Aussichten auf seiner September-Sitzung erneut einer eingehenden Betrachtung unterziehen, sobald die neuen Stabsprojektionen vorlägen. Zugleich herrschte allgemein die Ansicht, dass die Risiken, mit denen die von den Experten des Eurosystems im Juni projizierten Inflationssaussichten behaftet seien, zunehmend aufwärtsgerichtet seien. Dies gelte auf jeden Fall für die kurze Frist, in geringerem Maße aber auch für die mittelfristigen Inflationssaussichten, wobei diese Einschätzung mit größerer Unsicherheit behaftet sei.

Was die monetäre und finanzielle Analyse angeht, so stimmten die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer weitgehend darin überein, dass die aktuellen Daten vor dem Hintergrund der sich verbessernden Pandemielage auf eine Normalisierung der monetären Ströme hindeuteten. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 sei im Mai weiter gesunken, wofür ein kräftiger negativer Basiseffekt verantwortlich sei. Mit abnehmendem Liquiditätsbedarf seien die Einlagenströme der privaten Haushalte und Unternehmen wieder auf das Vorpandemieniveau zurückgekehrt. Die Jahresänderungsrate der Bankkredite an den privaten Sektor habe sich im Mai verringert, was auf einen negativen Basiseffekt und Nettotilgungen zurückzuführen sei. Zugleich wurde festgestellt, dass die Banken im Euroraum bei der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Juli per

saldo einen moderaten Anstieg des Kreditbedarfs der Unternehmen im zweiten Quartal 2021 gemeldet hätten.

Vor dem Hintergrund einer sich allgemein aufhellenden Konjunkturlage sowie der anhaltenden Unterstützung durch die Geld- und Fiskalpolitik und die Aufsichtsbehörden hätten die Kreditbedingungen weiterhin eine stützende Wirkung entfaltet. Von dem seit Ende 2020 verzeichneten Aufwärtstrend bei den risikofreien Zinssätzen seien die Zinssätze für Bankkredite bislang unberührt geblieben und lägen weiterhin in der Nähe historischer Tiefstände.

Die Ratsmitglieder waren sich einig, dass sich die Finanzlage wie auch die Finanzierungsbedingungen insgesamt kaum verändert hätten und weiterhin sehr günstig seien. Seit der geldpolitischen Sitzung im Juni hätten sich die risikofreien Zinssätze und die Staatsanleiherenditen im Eurogebiet in nominaler wie auch realer Rechnung verringert. Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Anleihen im Euroraum liege nun wieder im negativen Bereich. Es wurde angemerkt, dass sich die realen Zinsen auf einem historisch niedrigen Niveau befänden. Der Rückgang der Marktzinsen im Euro-Währungsgebiet spiegele vor allem die erneut auftretende Risikoaversion wider. Diese ergebe sich aus der raschen Ausbreitung der Delta-Variante des Coronavirus und aus Ansteckungseffekten im Zusammenhang mit dem Rückgang der US-Renditen. Die im Transmissionsprozess nachgelagerten Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte seien im historischen Vergleich nach wie vor niedrig.

Es wurde erneut darauf hingewiesen, dass die Aufrechterhaltung günstiger Finanzierungsbedingungen für alle Wirtschaftszweige während der gesamten Pandemiekrise unerlässlich bleibe, damit aus der aktuellen Wirtschaftserholung eine anhaltende Expansion werden könne und um die negativen Einflüsse der Pandemie auf die Inflation auszugleichen.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Im Hinblick auf die vorgeschlagenen geldpolitischen Maßnahmen waren sich die Ratsmitglieder einig, dass es notwendig sei, die Forward Guidance zu den Leitzinsen mit der überarbeiteten Formulierung des Preisstabilitätsziels im Rahmen der neuen geldpolitischen Strategie der EZB in Einklang zu bringen. Da der Abschluss der Strategieüberprüfung nur zwei Wochen vor der aktuellen geldpolitischen Sitzung bekannt gegeben worden sei, würden Änderungen an der Forward Guidance das Verständnis der Marktteilnehmer für die überarbeitete Strategie prägen und könnten als erste Bewährungsprobe für die revidierte Strategie selbst angesehen werden. Es wurde hervorgehoben, dass die neue Strategie einstimmig beschlossen worden sei und dem EZB-Rat einen gemeinsamen Handlungsrahmen biete.

Die Strategie beinhalte zwei wesentliche Neuerungen, die in der Forward Guidance zum Ausdruck kommen müssten. Erstens liefere sie eine numerische Klarstellung des Preisstabilitätsziels, indem sie ein explizites symmetrisches Inflationsziel von 2 % vorsehe. Zweitens enthalte sie eine „bedingte Verpflichtung“, in einem Umfeld strukturell niedriger Nominalzinsen bei der geldpolitischen Beschlussfassung die Implikationen der effektiven Zinsuntergrenze zu berücksichtigen. Dies könne auch durch die Ergreifung kraftvollerer oder länger anhaltender geldpolitischer Maßnahmen erfolgen.

Es wurde betont, dass die Forward Guidance zu den Leitzinsen angepasst werden müsse, um die Entschlossenheit des EZB-Rats, zum Anstieg der Inflation auf das neue Zielniveau beizutragen, glaubwürdig zum Ausdruck zu bringen. Zugleich wurde es als unerlässlich angesehen, Sicherungsvorkehrungen gegen eine verfrühte Verschärfung des geldpolitischen Kurses im aktuellen Umfeld zu treffen.

Zudem wurde angemerkt, dass die Forward Guidance keine feste Verpflichtung zur Einhaltung eines vorab festgelegten geldpolitischen Kurses darstelle. Vielmehr sei sie ein zustandsabhängiges Instrument zur Signalisierung der geldpolitischen Absichten und basiere stets auf der aktuellen Einschätzung der Aussichten für die Preisstabilität. Somit habe der EZB-Rat weiterhin Ermessens- und Beurteilungsspielraum, und die Forward Guidance könne sich je nach Entwicklung der Umstände verändern. Da die Forward Guidance nicht mechanisch an die Projektionen der Expertinnen und Experten des Eurosystems und der EZB gekoppelt sei, verfüge der EZB-Rat weiterhin über die Flexibilität, die Inflationsaussichten nach eigenem Ermessen zu bewerten. Die neu formulierte Forward Guidance könne am besten als eine Reihe von Bedingungen betrachtet werden, die der EZB bei der Erfüllung des in der neuen Strategie definierten Inflationsziels als Orientierungshilfe dienen würden. Sie impliziere nicht zwangsläufig für längere Zeit niedrigere Leitzinsen, wenn es letztendlich gelänge, die Inflationserwartungen wie beabsichtigt auf dem Zielniveau zu verankern. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass die Forward Guidance zu den Leitzinsen – sofern sie glaubwürdig sei – dazu beitragen dürfte, das Ausmaß des notwendigen Einsatzes anderer Instrumente zu verringern.

Vor diesem Hintergrund wurde die von Herrn Lane vorgeschlagene neue Formulierung der Forward Guidance weitgehend als sehr ausgewogen erachtet. Sie spiegele das neue symmetrische Inflationsziel von 2 % sowie die bedingte Verpflichtung wider, die Implikationen der effektiven Zinsuntergrenze bei der Durchführung der Geldpolitik in einem Umfeld strukturell niedriger Nominalzinsen zu berücksichtigen. Vor allem enthalte die neue Formulierung konkretere Bedingungen für die Inflationsaussichten sowie die Inflationsergebnisse, die vor einer Zinsanhebung erfüllt sein müssten, und unterstreiche somit die Notwendigkeit einer längerfristigen Beibehaltung des akkommodierenden geldpolitischen Kurses. Dies würde dazu beitragen, eine verfrühte geldpolitische Straffung zu vermeiden und eine robuste Annäherung der Inflation an den mittelfristigen Zielwert

sicherzustellen. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass die Formulierung der Forward Guidance unbedingt den Eindruck zerstreuen müsse, dass die Zwei-Prozent-Marke eine Obergrenze für die Inflation darstelle, da die neue Strategie ausdrücklich eine moderate und vorübergehende Überschreitung erlaube.

Im Laufe der Diskussion brachten die Ratsmitglieder eine Reihe von Überlegungen vor. So wurde einerseits angeregt, die Forward Guidance zu den Leitzinsen sogar noch weiter zu verstärken. Erstens sei der Spielraum für die Leitzinsen nach wie vor durch die Zinsuntergrenze beschränkt. Zweitens lägen die mittelfristigen Inflationserwartungen weiterhin unter dem Inflationsziel. Drittens würden die Märkte aktuell eine Anhebung der EZB-Leitzinsen zu einem Zeitpunkt einpreisen, zu dem die mittelfristigen Inflationserwartungen noch immer deutlich unter 2 % lägen. Dies könne als Anzeichen dafür interpretiert werden, dass die Forward Guidance in ihrer bisherigen Form nicht ausreiche, um die Erwartungen der Marktteilnehmer zu leiten. Unter diesem Gesichtspunkt wurde die Ansicht vertreten, die Forward Guidance könne verstärkt werden, indem die Bedingungen für eine Anhebung der Leitzinsen an die tatsächliche statt an die erwartete Inflation geknüpft würden. Es wurde argumentiert, dass es mit Blick auf die Glaubwürdigkeit besser wäre, die Forward Guidance zum jetzigen Zeitpunkt zu verstärken und später gegebenenfalls wieder abzuschwächen, als sie zu einem späteren Zeitpunkt intensivieren zu müssen.

Andererseits wurde gewarnt, dass man mit der Forderung, die Inflation müsse schon früher dauerhaft die Zwei-Prozent-Marke erreichen, riskieren würde, die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik zu untergraben. Angesichts der erheblichen Verzögerung, mit der die Transmission der Geldpolitik auf die Realwirtschaft erfolge, würde dies außerdem einer beabsichtigten Überschreitung des Inflationsziels gleichkommen. In diesem Zusammenhang wurde auch daran erinnert, dass durch andere Instrumente nach wie vor erhebliche geldpolitische Unterstützung an der Zinsuntergrenze geleistet werde. Es wurde angeführt, dass es auch ohne wesentliche Änderungen an der Forward Guidance automatisch zu einer gewissen geldpolitischen Lockerung kommen werde, weil davon auszugehen sei, dass das in der neuen Strategie formulierte etwas höhere Inflationsziel ohnehin einen späteren Beginn der Leitzinsanhebungen impliziere.

Der Erfolg der Forward Guidance des EZB-Rats hänge entscheidend von ihrer Glaubwürdigkeit ab. Es wurde angemerkt, dass diese mit zunehmendem Zeithorizont der Forward Guidance tendenziell abnehmen dürfte. Auf Grundlage der zum Zeitpunkt der Sitzung geltenden Forward Guidance rechneten die Märkte erst für 2024 mit einer Leitzinsanhebung und preisten bis 2028 negative Leitzinsen ein. Außerdem wurde vorgebracht, dass sich die vorgeschlagene Formulierung als zu ehrgeizig herausstellen könnte. Dadurch riskiere man, die festgelegten Bedingungen im späteren Verlauf nicht einhalten zu können, und setze so die Glaubwürdigkeit aufs Spiel. Es wurde der Vorschlag unterbreitet, „Knock-Out-Klauseln“ in die Forward Guidance aufzunehmen, um dadurch die

Glaubwürdigkeit zu erhöhen, Finanzstabilitätsrisiken zu mindern und zu bekräftigen, dass sich der EZB-Rat um eine zu hohe Inflation ebenso Sorge wie um eine zu niedrige Teuerung. Zugleich wurde darauf hingewiesen, dass die neue Strategie selbst einen Sicherheitsmechanismus liefere, indem sie vorsehe, dass nur ein vorübergehendes und moderates Überschießen der Inflation mit dem Ziel vereinbar sei, auf mittlere Sicht Preisstabilität zu gewährleisten.

Vor diesem Hintergrund tauschten sich die Ratsmitglieder darüber aus, wie die drei Bedingungen in der von Herrn Lane vorgeschlagenen angepassten Forward Guidance zu formulieren seien. Was die erste Bedingung betreffe, so sei die Formulierung „deutlich vor“ von wesentlicher Bedeutung, um eine alleinige Fokussierung auf das Ende des Projektionszeitraums zu vermeiden, da dies mit größerer Unsicherheit behaftet sei als kürzerfristige Prognosen. Wegen möglicher Projektionsfehler wurde die Präferenz geäußert, die erste Bedingung an die tatsächliche statt an die projizierte Inflation zu knüpfen. Dies könne hilfreich sein, um eine verfrühte Straffung des geldpolitischen Kurses zu vermeiden, die Glaubwürdigkeit der Guidance zu stärken und den Märkten größere Klarheit zu verschaffen. Gleichzeitig wurden Bedenken geäußert, dass die Formulierung „deutlich vor“ als Abkehr von der mittelfristigen Ausrichtung der geldpolitischen Strategie aufgefasst werden könnte. Es wurde jedoch klargestellt, dass die Festlegung einer Bedingung, die auf eine vergleichsweise frühere Annäherung innerhalb des Projektionszeitraums abstellt, keine Abkehr vom mittelfristigen Konzept bedeute.

Im Hinblick auf die zweite von Herrn Lane dargelegte Bedingung biete die Formulierung „dauerhaft“ Flexibilität, da sie geringe Schwankungen um das Zielniveau zulasse. Es wurde jedoch zu bedenken gegeben, dass die Formulierung zu vage sein könnte, um die Erwartungen ausreichend zu verankern. Hier wurde auf die Erfahrung mit der aktuellen Formulierung der Forward Guidance verwiesen. Das Konzept der Dauerhaftigkeit könne verstärkt werden, indem ausdrücklich auf die bis zum Ende des Projektionszeitraums herrschende Inflationsrate abgestellt werde. So wurde – auch angesichts der Symmetrie des Inflationsziels – vorgeschlagen, dass beispielsweise darauf verwiesen werden könne, dass die Inflation über den Prognosezeitraum hinweg nicht unter 2 % sinken bzw. nicht über 2 % bleiben werde. Es wurde eingeräumt, dass eine derartige Neuformulierung der Forward Guidance zu den Zinssätzen mit ziemlicher Sicherheit ein Überschreiten des Inflationsziels von 2 % zur Folge hätte. Ein vorübergehendes und moderates Überschießen könne jedoch als völlig im Einklang mit der neuen Strategie erachtet werden.

Allerdings wurde auch darauf hingewiesen, dass eine Vorgabe, wonach die Inflation nicht unter den Zielwert fallen soll, einer absichtlichen Überschreitung des Inflationsziels gleichkäme, was wiederum nicht mit der Strategie vereinbar sei. Zudem wurde angemerkt, dass es keine explizite Sicherheitsvorkehrung gebe, um zu gewährleisten, dass potenzielle Überschreitungen moderat ausfielen. Um Preisstabilität zu gewährleisten, könne deshalb eine rasche Anhebung der Leitzinsen

erforderlich werden, sobald die Bedingungen der Forward Guidance zu den Leitzinsen erfüllt seien. Eine solch zügige geldpolitische Straffung zu einem späteren Zeitpunkt könnte sich dann aber als nicht leicht durchführbar erweisen oder die Finanzstabilität gefährden, wodurch sich die anfängliche Überschreitung noch verstärken würde. Dies müsse bei der Prüfung der Verhältnismäßigkeit berücksichtigt werden. Vor diesem Hintergrund herrschte breite Zustimmung, dass in der Kommunikation zur Forward Guidance in puncto Überschreitung des Inflationsziels auch ausdrücklich auf die vereinbarte Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB hingewiesen werden sollte, um möglichen Missverständnissen vorzubeugen.

Was die dritte Bedingung betrifft, so wurde die Bezugnahme auf die zugrunde liegende Inflation als effizientes Mittel angesehen, um eine verfrühte Straffung des geldpolitischen Kurses als Reaktion auf Prognosefehler oder angebotsseitige Schocks zu vermeiden, die sich nur vorübergehend auf die Gesamtinflation auswirken könnten. Es wurde jedoch die Sorge geäußert, dass die Formulierung „die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation in Richtung 2 % ist hinreichend fortgeschritten“ dahingehend missverstanden werden könnte, dass der EZB-Rat womöglich ein separates Zwei-Prozent-Ziel für die zugrunde liegende Inflation verfolge. Zudem wurde argumentiert, dass sich die Forward Guidance durch eine solche wahrgenommene Zielvorgabe für die zugrunde liegende Inflation recht ambitioniert gestalten würde, weil die Standardmessgrößen der zugrunde liegenden Inflation – insbesondere die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) – im Euro-Währungsgebiet historisch gesehen in der Regel deutlich unter der Gesamtinflation gelegen hätten. Außerdem gebe es mehrere Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation, weshalb eine Bezugnahme darauf als mehrdeutig und interpretationsoffen angesehen werden könnte.

Alles in allem traf der von Herrn Lane unterbreitete Vorschlag einer Neuformulierung der Forward Guidance auf sehr große Zustimmung. Der Begriff der „deutlichen“ Annäherung wurde durch die Aufnahme der Formulierung „im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums dauerhaft“ mit Bezug auf eine Inflationsrate von 2 % konkretisiert. Durch die Aufnahme von Formulierungen aus der Erklärung zur neuen geldpolitischen Strategie – konkret einen Verweis auf den symmetrischen Charakter des Inflationsziels und die Möglichkeit, dass die Inflation vorübergehend moderat über den Zielwert steigen könnte – würde sich die Forward Guidance damit sicher im Rahmen der geldpolitischen Strategie bewegen. Auch einer anhaltenden oder deutlichen Überschreitung würde damit entgegengewirkt. Aus der Formulierung, dass die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation „hinreichend fortgeschritten ist, um mit einer sich mittelfristig bei 2 % stabilisierenden Inflation vereinbar zu sein“, gehe eindeutig hervor, dass sich das Ziel auf die Gesamtinflation und nicht auf die zugrunde liegende Inflation beziehe.

Was die Einschätzung der Verhältnismäßigkeit betrifft, wurden die vorgeschlagenen Anpassungen der Forward Guidance zu den Zinssätzen allgemein als eine angemessene Reaktion auf die Risiken für

das Preisstabilitätsmandat des EZB-Rats erachtet. Die Erfahrungen mit der Forward Guidance zeigten, dass es sich hierbei um ein effizientes Mittel handle, um die Markterwartungen bezüglich der Zinsentwicklung zu steuern und dadurch die Inflation näher an das vom EZB-Rat festgelegte Ziel heranzuführen. Darüber hinaus wurde die vorgeschlagene Neuformulierung verglichen mit anderen Handlungsoptionen als effizient erachtet. Es wurde angemerkt, dass die Forward Guidance zwar zum Teil andere Instrumente mit möglicherweise stärkeren Nebenwirkungen ersetzen könne, eine Anpassung der Forward Guidance zu den Zinssätzen aber aufgrund ihrer Verknüpfung mit der Forward Guidance zum Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) von den Marktteilnehmern fälschlicherweise so aufgefasst werden könnte, dass sich damit auch der Zeitraum der Nettoankäufe zwangsläufig verlängere. Es herrschte allgemein Einvernehmen darüber, die Diskussion über die Forward Guidance zum APP auf eine spätere Sitzung zu vertagen. Nach Einschätzung des EZB-Rats überwiegen die Vorteile negativer Zinssätze nach wie vor deren Kosten. Je länger die Negativzinsen fortbeständen, desto größer sei jedoch die Wahrscheinlichkeit, dass die Abwärtsrisiken an Gewicht gewännen.

Vor diesem Hintergrund signalisierte eine große Mehrheit der Ratsmitglieder, dass sie die vorgeschlagenen Änderungen an der Forward Guidance befürworten könnten. Es herrschte weitgehend die Auffassung, dass der Vorschlag eine gute Balance zwischen einer stärkeren Betonung ergebnisbasierter Komponenten in der Forward Guidance und einer flexibleren und stärker zukunftsgerichteten Perspektive schaffe. Nach der einstimmigen Einigung auf die neue Strategie wurde ein breiter Konsens über die Forward Guidance generell als sehr wichtig erachtet. Allerdings blieben einige Mitglieder bei ihren Vorbehalten, da die geänderte Formulierung ihren Bedenken nicht ausreichend Rechnung trage. Diese beträfen vor allem die Implikation einer wahrscheinlichen und persistenten Überschreitung des Inflationsziels sowie das vermeintliche Versprechen, die Zinssätze sehr lange ohne ausdrückliche Ausnahmeklausel auf ihrem derzeitigen oder einem niedrigeren Niveau zu halten.

Bezüglich der anderen Elemente der Beurteilung des geldpolitischen Kurses stimmten die Ratsmitglieder mit Herrn Lane darin überein, dass die neuen Daten die bei der geldpolitischen Sitzung im Juni vorgenommene gemeinsame Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und der Inflationsaussichten bestätigten. Vor diesem Hintergrund verständigten sie sich darauf, dass die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms im dritten Quartal erneut deutlich umfangreicher ausfallen sollten als während der ersten Monate des Jahres.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Mit Blick auf die Kommunikation wurde es als wichtig erachtet, zu erklären, dass die Forward Guidance zu den Zinssätzen sowohl die neue Strategie als auch die Tatsache widerspiegele, dass

angesichts der Nähe zur Zinsuntergrenze lang anhaltende geldpolitische Maßnahmen notwendig seien. Die Forward Guidance unterstreiche die Entschlossenheit des EZB-Rats, sein neues Inflationsziel zu erreichen, und zeige, dass der EZB-Rat die Leitzinsen erst anheben werde, wenn er sich hinsichtlich des Inflationspfads sicher sei. Die Forward Guidance sei keine feste Regel, sondern liefere vielmehr Anhaltspunkte für die Finanzmärkte und die breite Öffentlichkeit, damit diese ihre Inflationserwartungen besser am Inflationsziel des EZB-Rats ausrichten könnten.

Es sei wesentlich, zu betonen, dass die Forward Guidance weiterhin mit der mittelfristigen Ausrichtung der Geldpolitik im Einklang stehe. Letztere decke sich nicht mit dem Projektionszeitraum. Diesbezüglich wurde es dennoch als hilfreich angesehen, die Formulierung „deutlich vor“ näher zu erläutern. Aus praktischen Gründen könne hier auf die Mitte des Projektionszeitraums verwiesen werden.

Es wurde angemerkt, dass lediglich die Forward Guidance zu den Zinssätzen angepasst worden sei und die Forward Guidance zu den Wertpapierkäufen vorerst unverändert bleibe. Der EZB-Rat reagiere bereits seit einiger Zeit mit verschiedenen Instrumenten kraftvoll auf die Herausforderungen der effektiven Zinsuntergrenze. Der Hinweis darauf könne den Eindruck zerstreuen, dass die Neuformulierung der Forward Guidance eine neue oder verspätete Reaktion auf das Problem der Zinsuntergrenze darstelle, die den unmittelbaren Einsatz weiterer geldpolitischer Maßnahmen erfordere.

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen beschloss der EZB-Rat auf Vorschlag der Präsidentin die in der zugehörigen Pressemitteilung dargelegten geldpolitischen Maßnahmen. Die Pressemitteilung wurde nach Abschluss der Sitzung veröffentlicht.

Im Anschluss finalisierten die Ratsmitglieder die Erklärung zur Geldpolitik, die die Präsidentin und der Vizepräsident nach der EZB-Ratssitzung in einer Pressekonferenz vortrugen.

Erklärung zur Geldpolitik

[Erklärung zur Geldpolitik](#)

Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse](#)

Sitzung des EZB-Rats, 21.-22. Juli 2021

Mitglieder

Frau Lagarde, Präsidentin

Herr de Guindos, Vizepräsident

Herr Centeno*

Herr Elderson

Herr Hernández de Cos

Herr Herodotou

Herr Holzmann*

Herr Kazāks

Herr Kažimír

Herr Knot*

Herr Lane

Herr Makhlouf

Herr Müller

Herr Panetta

Herr Rehn

Herr Reinesch

Frau Schnabel

Herr Scicluna

Herr Stournaras

Herr Šimkus

Herr Vasle*

Herr Villeroy de Galhau

Herr Visco

Herr Weidmann

Herr Wunsch

* Mitglieder, die im Juli 2021 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

Sonstige Anwesende

Frau Senkovic, Sekretärin, Generaldirektorin Sekretariat

Herr Smets, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Volkswirtschaft

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

Begleitpersonen

Herr Arce

Herr Bradeško

Frau Buch

Herr Demarco

Frau Donnery

Herr Gaiotti

Frau Goulard

Herr Haber

Herr Kaasik

Herr Kuodis

Herr Kyriacou

Frau Lacerda

Herr Lünemann

Herr Ódor

Herr Rutkaste

Herr Sleijpen

Herr Tavlas

Herr Vanackere

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 Donnerstag, den 7. Oktober 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.

Übersetzung: Deutsche Bundesbank

In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.