



EU-Dok 279/2020

25. Juni 2020

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

am Mittwoch und Donnerstag, 3.-4. Juni 2020  
in Frankfurt am Main

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

Übersetzung: Deutsche Bundesbank

**In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.**

## **1. Überblick über die finanziellen, wirtschaftlichen und monetären Entwicklungen sowie die geldpolitischen Optionen**

### *Finanzmarktentwicklungen*

Frau Schnabel gab folgenden Überblick über die Entwicklungen an den Finanzmärkten seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 29.-30. April 2020. Auf der Grundlage der jüngsten Marktentwicklungen könnten drei wesentliche Schlussfolgerungen gezogen werden.

Erstens hätten die geldpolitischen Maßnahmen der EZB zusammen mit dem deutsch-französischen Vorschlag eines europäischen Aufbaufonds, der anschließend in dem von der Europäischen Kommission vorgelegten Konjunkturpaket in weiten Teilen aufgegriffen worden sei, die abwärtsgerichteten Risiken eines seltenen, aber äußerst verlustreichen Randereignisses (Tail-Risiken) für das Euro-Währungsgebiet verringert. Ein Rückgang der Infektionszahlen im Zusammenhang mit dem Coronavirus (Covid-19) und weitere umfangreiche fiskalpolitische Stimulierungsmaßnahmen in anderen Industrieländern hätten ebenfalls zur Stimmungsaufhellung beigetragen.

Zweitens habe der aufgrund dieser Entwicklungen breit angelegte Rückgang der Risikoprämien die verschärfende Wirkung einer Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten kompensiert. Auch wenn die Entwicklung an den Finanzmärkten des Euroraums bis vor kurzem weitgehend mit der Aussicht auf eine rasche Konjunkturerholung im Einklang gestanden habe, würden die Erwartungen allmählich nach unten korrigiert.

Drittens hänge infolgedessen die jüngste Lockerung der Finanzierungsbedingungen im Eurogebiet teilweise vom Beitrag ab, den die Fiskal- und Geldpolitik zur Verringerung von markt- und länderübergreifenden Fragmentierungsrisiken leiste.

Der zusammengesetzte Indikator der EZB für systemischen Stress stehe im Einklang mit diesen allgemeinen Schlussfolgerungen. Er zeige, dass der systemische Stress an einer Reihe von Finanzmärkten stetig weiter zurückgegangen sei, wenngleich sich dieser im Vergleich zum Zeitraum vor der Corona-Pandemie sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in den Vereinigten Staaten nach wie vor auf einem erhöhten Niveau befinde. Auch die globale Volatilität habe über verschiedene Marktsegmente hinweg nachgelassen, was zum Teil auf die wirksame Absicherung gegen Liquiditätsengpässe durch die Zentralbanken weltweit zurückzuführen sei.

In diesem Umfeld hätten sich die Finanzierungsbedingungen an den Staatsanleihemärkten des Euroraums insgesamt weiter gelockert. Dies habe sich in einer Abwärtsverschiebung der BIP-gewichteten Zinsstrukturkurve von Staatsanleihen im Euroraum niedergeschlagen, die jedoch nach wie vor über ihrem Vorkrisenniveau liege.

Empirische Belege deuteten darauf hin, dass die Geldpolitik seit der Ankündigung des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) maßgeblich zum Rückgang der Anleiherenditen beigetragen habe. Das PEPP habe den Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen ausgeglichen, der sich aus dem krisenbedingten Anstieg der Streubesitzquote, d. h. des Anteils der von preissensiblen Anlegern gehaltenen Anleihen am gesamten

Anleihebestand, ergebe. Die vorherrschende Marktsegmentierung bedeute, dass die Geldpolitik zielgerichteter und flexibler handeln müsse, um die geldpolitische Transmission im gesamten Euroraum aufrechtzuerhalten. Die finanzpolitische Entwicklung und insbesondere die Nachrichten über eine ambitioniertere europäische fiskalpolitische Reaktion auf die Krise hätten die Wirksamkeit der Maßnahmen der EZB gestärkt. Infolgedessen begännen die Fiskal- und Geldpolitik im Euro-Raum, sich gegenseitig zu ergänzen, und trügen somit dazu bei, Tail-Risiken wirksam zu begrenzen.

Der Abwärtsdruck auf die Renditen von Staatsanleihen leiste zudem einen Beitrag zur Lockerung der Finanzierungsbedingungen an den Märkten für Unternehmensanleihen im Euroraum, obwohl auch sie im Vergleich zur Zeit vor der Pandemie relativ angespannt blieben. Das außergewöhnlich hohe Bruttoemissionstempo am Markt für Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating habe sich nicht verlangsamt. Dies unterstreiche den weiterhin hohen Finanzierungsbedarf der Unternehmen, auch wenn die Lockdown-Maßnahmen allmählich gelockert würden. Die Geldpolitik der EZB unterstütze die Märkte für Unternehmenskredite erheblich, einschließlich des Commercial-Paper-Marktes, und helfe damit den Unternehmen, ihren Cashflow-Bedarf zu steuern. Die Zinssätze für Commercial Paper mit Investment-Grade-Rating im Finanzbereich seien in den letzten Wochen deutlich von ihren Höchstständen zurückgegangen, während sich die Zinssätze nichtfinanzieller Commercial Paper stabilisiert hätten. Die Präsenz der EZB am Commercial-Paper-Markt habe Unternehmen dabei geholfen, die Anschlussfinanzierungsrisiken zu verringern, was wiederum auch zu einer Zunahme bei der Ausgabe von länger laufenden Papieren beigetragen habe.

Verbesserungen bei der Fremdfinanzierung der Unternehmen seien mit einer positiven Entwicklung an den Aktienmärkten einhergegangen. Alle wichtigen globalen Indizes hätten seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats deutliche Kursgewinne erzielt und einen Großteil der zu Beginn der Corona-Pandemie verzeichneten Verluste weiter ausgeglichen. Der seit Anfang 2020 beobachtete Rückgang sei im Euroraum noch immer am stärksten ausgeprägt, wobei der Euro-Stoxx-Index infolge des deutsch-französischen Vorschlags eines europäischen Aufbaufonds zuletzt aber besser abgeschnitten habe als andere Märkte. Seit der Ankündigung des Vorschlags am 18. Mai 2020 sei der Euro Stoxx um 13 % gestiegen, verglichen mit einer Steigerung von 8 % des S&P 500, was vor allem auf einen weiteren Rückgang der Aktienrisikoprämie zurückzuführen sei. Diese Entspannung werde jedoch teilweise durch eine Verschlechterung der mittel- bis langfristigen Ertragswachstumserwartungen kompensiert, was mit einer Verschiebung der Erwartungen hin zu länger anhaltenden Auswirkungen der Krise im Einklang stehe.

#### *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:

Das außenwirtschaftliche Umfeld sei von einem starken Abschwung der Weltkonjunktur und des Welthandels geprägt, der einen Rückgang der Auslandsnachfrage im Euroraum nach sich ziehe. Die neu verfügbaren Daten bestätigten, dass die Weltwirtschaft im ersten Halbjahr in eine beispiellose Rezession gefallen sei. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie (ohne Euroraum) habe die im ersten Quartal verzeichneten Rückgänge ausgeweitet und sei im April auf einen historischen Tiefstand gesunken,

bevor er sich im Mai wieder etwas erholt habe. Es sei davon auszugehen, dass die Abkühlung des Welthandels aufgrund geschlossener Grenzen und Störungen der Logistikketten noch gravierender ausfalle als die Produktionsrückgänge. Darüber hinaus entwickle sich der Handel tendenziell und insbesondere in Abschwungphasen prozyklisch. Die Daten zum Auftragseingang im Exportgeschäft deuteten auf einen starken Rückgang des Welthandels im zweiten Quartal des Jahres hin.

Die Finanzierungsbedingungen hätten sich in den Industrie- und Schwellenländern seit der geldpolitischen Sitzung im April weiter gelockert, blieben aber deutlich restriktiver als vor dem Pandemieschock. Die Preise für Rohöl der Sorte Brent seien seit der April-Sitzung um 62 % gestiegen, lägen aber weiterhin auf niedrigem Niveau. Der Euro habe zwar gegenüber dem US-Dollar etwas aufgewertet, zeige sich aber in nominaler effektiver Rechnung weitgehend unverändert.

Im Euroraum belasteten die Pandemie und die damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen die Produktionskapazitäten und die Binnennachfrage. Im ersten Quartal 2020 sei das reale BIP des Euroraums um 3,8 % gegenüber dem Vorquartal gesunken, wenngleich in den meisten Ländern erst ab Mitte März strenge Eindämmungsmaßnahmen ergriffen wurden. Auf sektoraler Ebene habe die Pandemie sowohl das verarbeitende Gewerbe als auch den Dienstleistungssektor hart getroffen. Dies spiegele sich in den Geschäftserwartungen laut dem EMI für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor wider, die im März und April Rekordtiefstände erreichten, bevor sie im Mai wieder etwas zulegten.

Der Pandemieschock habe auch zu einem starken Anstieg der Ersparnisse der privaten Haushalte geführt, da der Konsum stärker zurückgegangen sei als die Einkommen. Die außergewöhnliche Unsicherheit habe dazu geführt, dass Konsumausgaben und Investitionen verschoben würden, was sich stark negativ auf das Wachstum auswirke. Die Arbeitsmarktbedingungen verschlechterten sich rapide, und für das zweite Quartal 2020 sei mit einem beträchtlichen Rückgang des Handels im Euroraum zu rechnen.

Insgesamt ließen die neu verfügbaren Daten auf einen weiteren spürbaren Rückgang des realen BIP im zweiten Quartal schließen. Zwar werde erwartet, dass die Wirtschaftstätigkeit des Euroraums im dritten Quartal im Zuge einer zunehmenden Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen wieder zunehme, doch blieben das Tempo und Ausmaß der Erholung insgesamt höchst ungewiss.

Diese Einschätzung decke sich weitgehend mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2020. Aus den Juni-Projektionen gehe hervor, dass die Produktion im zweiten Quartal 2020 kräftig (um 13,0 %) zurückgehen werde, nachdem sie im ersten Quartal bereits um 3,8 % gesunken sei. Dies dürfte sich im zweiten Halbjahr nur teilweise umkehren. So würden für das dritte und vierte Quartal Zuwachsraten von 8,3 % bzw. 3,2 % im Vergleich zum Vorquartal prognostiziert. Gemäß diesem Basisszenario dürfte die jährliche Produktion den Projektionen zufolge im Jahr 2020 um 8,7 % schrumpfen, bevor sie 2021 mit 5,2 % und 2022 mit 3,3 % wieder positive Wachstumsraten aufweisen werde. Gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten der EZB vom März 2020 sei der Ausblick für das Wachstum des realen BIP für 2020 deutlich um 9,5 Prozentpunkte nach unten korrigiert worden. Für 2021 wurde er um 3,9 Prozentpunkte und für 2022 um 1,9 Prozentpunkte nach oben revidiert.

Ganz allgemein werde das Ausmaß des Abschwungs und der Erholung der Einschätzung nach entscheidend von der Dauer und Wirksamkeit der Eindämmungsmaßnahmen abhängen. Von zentraler Bedeutung werde auch sein, wie erfolgreich die Maßnahmen zur Minderung der nachteiligen Auswirkungen auf Einkommen und Beschäftigung seien und inwieweit Angebotskapazitäten und Binnennachfrage dauerhaft beeinträchtigt würden. Der fiskalische Kurs im Eurogebiet leiste einen erheblichen Beitrag zur Stabilisierung des BIP-Wachstums; dies basiere auf dem Zusammenspiel zwischen diskretionären Maßnahmen und dem Wirken der automatischen Stabilisatoren. Allerdings führe dies dazu, dass Defizit und Verschuldung stark anstiegen. Für 2020 werde damit gerechnet, dass die erwartete kräftige Zunahme der Schuldenquote im Euroraum durch ein ungünstiges Zins-Wachstums-Differenzial noch verstärkt werde.

In Bezug auf die Preisentwicklung zeige sich, dass die Gesamtinflation laut der Schnellschätzung von Eurostat weiter von 0,3 % im April auf 0,1 % im Mai gesunken sei. Die Preisänderungsrate für Energie wirke sich erneut dämpfend auf die Gesamtinflation aus, während die Preissteigerungsraten bei Nahrungsmitteln (insbesondere bei unbearbeiteten Nahrungsmitteln) nach wie vor erhöht seien und die Inflationswahrnehmung der Verbraucher beeinflussen könnten. Der HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel belaufe sich im Mai wie schon im Vormonat auf 0,9 %. Insgesamt seien die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation seit Februar leicht gefallen, womit sich ihr zuvor verzeichneter allmählicher Anstieg zum Teil umgekehrt habe. Der Preisdruck habe sich abgeschwächt, und Lohnverhandlungen lägen weiterhin auf Eis.

Ausgehend von den aktuellen Preisen und den Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation in den kommenden Monaten etwas weiter zurückgehen und bis Jahresende auf niedrigem Niveau bleiben. Mittelfristig werde die schwächere Nachfrage den Erwartungen nach einen Abwärtsdruck auf die Inflation ausüben. Dieser dürfte nur teilweise durch den mit Angebotsengpässen verbundenen Aufwärtsdruck ausgeglichen werden. Auf lange Sicht lägen die umfragebasierten Messgrößen der Inflationserwartungen nach wie vor zumeist auf historischen Tiefständen, fielen jedoch deutlich höher aus als die marktbasieren Messgrößen.

Diese Einschätzung spiegele sich auch in den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2020 wider, die im Basisszenario eine erhebliche Abwärtskorrektur des Inflationsausblicks enthielten. So werde eine durchschnittliche Gesamtinflation von 0,3 % im Jahr 2020, von 0,8 % im Jahr 2021 und von 1,3 % im Jahr 2022 erwartet. Die revidierten Aussichten für die Kerninflation deuteten auf eine noch stärkere Verschlechterung hin. Demnach werde die Kerninflation im Jahr 2022 lediglich einen Wert von 0,9 % erreichen. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2020 sei der Ausblick für die HVPI-Inflation für 2020 um 0,8 Prozentpunkte, für 2021 um 0,6 Prozentpunkte und für 2022 um 0,3 Prozentpunkte nach unten korrigiert worden. Auch wenn die Revisionen bis zu einem gewissen Grad auf die verhaltenere Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen seien, käme darin auch der geringere Preisdruck aufgrund des starken Rückgangs des realen BIP und der damit zusammenhängenden deutlichen Zunahme der wirtschaftlichen Unterauslastung zum Ausdruck.

Was die Finanzierungsbedingungen im Euroraum betreffe, so hätten sich die risikofreien Zinssätze seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im April kaum verändert. Die aktuelle EONIA-Terminzinskurve sei ebenfalls weitgehend stabil geblieben und zeige keinerlei Erwartungen einer Leitzinssenkung im Jahr 2020 an. Die Fragmentierung an den Staatsanleihemärkten habe sich zwar verringert, die Renditeabstände seien jedoch

weiterhin erhöht. Die teilweise Erholung der Preise für risikoreiche Anlagen sei einer günstigeren Risikoeinschätzung zuzuschreiben. Unterdessen trübten sich die Fundamentaldaten der Unternehmen weiter ein. Insgesamt seien die Finanzierungsbedingungen seit der EZB-Ratssitzung im April im Großen und Ganzen konstant geblieben, zeigten sich jedoch noch immer wesentlich restriktiver als vor Beginn der Pandemie.

Was die Geldmengen- und Kreditentwicklung anbelange, so habe sich das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 von 7,5 % im März auf 8,3 % im April 2020 erhöht. Das starke Wachstum spiegele die Bankkreditschöpfung wider, die weitgehend auf den akuten Liquiditätsbedarf der Wirtschaft zurückzuführen sei. Zudem führe die hohe wirtschaftliche Unsicherheit aus Vorsichtsgründen zu einer Umschichtung in monetäre Anlagen. Das eng gefasste Geldmengenaggregat M1, das die liquidesten Komponenten der Geldmenge umfasse, habe in diesem Umfeld abermals den größten Beitrag zum Anstieg der weit gefassten Geldmenge geleistet. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften habe weiter von 5,5 % im März 2020 auf 6,6 % im April zugelegt. Darin zeige sich der Mittelbedarf der Unternehmen zur Finanzierung ihrer laufenden Ausgaben und ihres Betriebskapitals vor dem Hintergrund rapide sinkender Einnahmen. Gleichzeitig sei die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte von 3,4 % im März auf 3,0 % im April zurückgegangen. Gründe hierfür seien die Eindämmungsmaßnahmen, das rückläufige Vertrauen und die Verschlechterung der Lage am Arbeitsmarkt.

#### *Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen*

Zusammenfassend stellte Herr Lane fest, dass die jüngsten Daten bestätigten, dass die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets so stark schrumpfe wie nie zuvor. Umfragedaten und Echtzeitindikatoren zur Konjunktur hätten einige positive Signale erkennen lassen, da die Eindämmungsmaßnahmen allmählich gelockert würden. Dennoch deuteten diese Werte lediglich auf eine geringfügige Verbesserung im Vergleich zur Geschwindigkeit hin, mit der die Indikatoren in den beiden Monaten zuvor abgestürzt seien. Der Produktionseinbruch im zweiten Quartal, dem bereits ein Rückgang im ersten Quartal vorausgegangen sei, werde sich den Projektionen zufolge in der zweiten Jahreshälfte nur teilweise umkehren. Gemäß dem Basisszenario, das gegenüber den März-Projektionen deutlich nach unten korrigiert worden sei, dürfte die jährliche Produktion im Jahr 2020 um 8,7 % schrumpfen, bevor sie 2021 mit 5,2 % und 2022 mit 3,3 % wieder positive Wachstumsraten aufweisen werde. Dieses Basisszenario sei mit einem außergewöhnlich hohen Maß an Unsicherheit behaftet. Die Eurosystem-Projektionen vom Juni 2020 enthielten im Basisszenario auch eine erhebliche Abwärtskorrektur des Inflationsausblicks. So werde eine durchschnittliche Gesamtinflation von 0,3 % im Jahr 2020, von 0,8 % im Jahr 2021 und von 1,3 % im Jahr 2022 erwartet. Dabei sei es wichtig festzuhalten, dass die projizierte Entwicklung von Produktion und Inflation ohne die energische Reaktion der Politik – wobei die Fiskalpolitik geschätzt 2,5 Prozentpunkte zur Wirtschaftsleistung im Jahr 2020 beitragen werde – noch geringer ausfiele.

Die Ankündigung des PEPP am 18. März habe eine große Verkaufswelle an den Anleihe- und Aktienmärkten gestoppt, bei der die Gefahr bestanden habe, dass sie die Geldpolitik der EZB sowie deren effektive Transmission beeinträchtige. Sowohl die sehr akkommodierende Preisgestaltung der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) als auch die Maßnahmen zur Lockerung der Kriterien für Sicherheiten böten den Banken starke Anreize, die Kreditversorgung der Realwirtschaft aufrechtzuerhalten. Darüber hinaus

gewährleisteten die unkonditionierten Refinanzierungsgeschäfte im Zusammenwirken mit der Einrichtung von Swap-Linien auf internationaler Ebene, dass die Liquidität im Bankensystem gesichert werde. Diese Maßnahmen hätten in der aktuellen Ausnahmesituation stabilisierend gewirkt.

Allerdings hätten sich die Finanzierungsbedingungen seit der Zuspitzung der Pandemie deutlich verschärft. Die Abwärtsverschiebung der risikofreien Zinssätze habe nicht vollständig auf das breitere Spektrum von Vermögenspreisen und Renditen durchgewirkt, das die Finanzierungsbedingungen für die Realwirtschaft bestimme. So habe der Aufwärtsdruck auf die durchschnittlichen Staatsanleiherenditen zu höheren Renditen bei Unternehmens- und Bankanleihen und niedrigeren Aktienbewertungen, vor allem bei den Bankaktien, beigetragen.

Vor diesem Hintergrund hob Herr Lane hervor, dass zwei wesentliche Faktoren weitere geldpolitische Maßnahmen auf der aktuellen Sitzung erforderlich machten. Erstens würden die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität durch die Auswirkungen der Corona-Krise gefährdet: So gehe die Basisprojektion in der aktuellen Projektionsrunde für das Jahr 2022 von einer Abwärtskorrektur um 0,3 Prozentpunkte bei der Gesamtinflation und um 0,6 Prozentpunkte bei der Kerninflation aus. Im schweren Szenario seien diese Revisionen sogar noch erheblich höher. Zweitens hätten sich die Finanzierungsbedingungen für das gesamte Euro-Währungsgebiet gegenüber dem Zeitraum vor der Pandemie erheblich verschärft. Die Wachstums- und Inflationsaussichten machten jedoch eine Lockerung der Finanzierungsbedingungen erforderlich.

Um diesen pandemiebedingten Abwärtskorrekturen der Inflationsaussichten zu begegnen, bestehe die angemessene geldpolitische Reaktion daher in einer Aufstockung des PEPP. Im März habe der EZB-Rat beschlossen, das PEPP aufzulegen, um den ernstesten Risiken entgegenzuwirken, die der Ausbruch und die rasant zunehmende Ausbreitung des Coronavirus für den Transmissionsmechanismus und die Aussichten des Euroraums darstellten. Um die Präambel des PEPP-Rechtsakts zu zitieren: „Zudem ist klar, dass die gegenwärtige Situation die Transmission geldpolitischer Impulse beeinträchtigt und für die relevanten Inflationsaussichten erhebliche Abwärtsrisiken birgt. Vor diesem Hintergrund stellt das PEPP eine verhältnismäßige Maßnahme dar, die den ernstesten, durch den Ausbruch und die rasant zunehmende Ausbreitung von COVID-19 entstandenen Risiken für die Preisstabilität, für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus und für die wirtschaftlichen Entwicklungen im Euroraum entgegenwirkt.“

Dementsprechend sei es aufgrund der Abwärtskorrektur der Inflationsaussichten und der weiteren Abwärtsrisiken, die sich aus dem schweren Szenario ergäben, erforderlich, vorübergehend zusätzliche Vermögenswerte anzukaufen. Damit würden die monetären Bedingungen geschaffen, die dazu beitragen könnten, dass die Inflation im Projektionszeitraum wieder auf ihren vor Krisenbeginn verzeichneten Pfad zurückkehre.

Aufgrund der zeitlichen Verzögerung, mit der sich die Geldpolitik in der Inflationsdynamik niederschlägt, sei es in Bezug auf den Zeitpunkt wichtig, einen großen Schritt zur Bewältigung der zunehmend das Ziel unterschreitenden Inflation zu unternehmen. Darüber hinaus werde der Nutzen einer zeitnahen Reaktion dadurch verstärkt, dass es angesichts der bestehenden Abwärtsrisiken und der kurzfristigen Aussichten einer anhaltenden Phase sehr niedriger Inflationsraten von Bedeutung sei, eine dauerhafte Entankerung der Inflationserwartungen zu vermeiden.

Was den geldpolitischen Kurs insgesamt betreffe, so stelle das PEPP eine vorübergehende zusätzliche Akkommodierungsmöglichkeit dar, die neben dem üblicheren geldpolitischen Instrumentarium (Leitzinsniveau, APP, Forward Guidance und GLRG-III-Programm) wirke. Vor dem durch die Pandemie bedingten Schock seien diese Maßnahmen so ausgerichtet gewesen, dass sich die Inflation an das mittelfristige geldpolitische Ziel des EZB-Rats annähern sollte. Mit Blick auf das Ausmaß und die Besonderheit des Schocks sei es besser, der spürbaren Abwärtskorrektur der Inflationsaussichten durch ein gezieltes und zeitlich befristetes Programm – das PEPP – zu begegnen, statt eine Neukalibrierung des bestehenden Maßnahmenpakets vorzunehmen. Den Umfang des PEPP aufzustocken, biete auch zusätzlichen Schutz vor dem Risiko einer Fragmentierung innerhalb der Marktsegmente, welche die reibungslose Transmission der Geldpolitik beeinträchtigen könnte. Dabei sei der Umfang des PEPP als Obergrenze zu verstehen. Sollten sich also die Aussichten überraschend gut entwickeln, sei es nicht notwendig, das PEPP in vollem Umfang auszuschöpfen.

Mit Blick auf die Zukunft würden neue Wirtschafts- und Finanzdaten sowie die künftigen Projektionsrunden eine wesentliche Orientierungshilfe zur Beantwortung der Frage geben, ob der pandemiebedingte Abwärtsschock auf die Inflationsdynamik ausreichend eingedämmt worden sei. Eine weiterhin akkommodierende Geldpolitik dürfte sich aller Wahrscheinlichkeit nach als erforderlich erweisen, um ein makrofinanzielles Umfeld zu unterstützen, durch das weitere Fortschritte in Richtung des Inflationsziels des EZB-Rats erreicht werden könnten. Sobald die Auswirkungen des Pandemieschocks auf die Inflationsentwicklung nachließen, könne der geldpolitische Kurs wieder durch eine Kalibrierung des vor der Krise schon bestehenden Instrumentariums des EZB-Rats bestimmt werden.

Mit Blick auf die geldpolitische Gesamtstrategie seien die Ankäufe von Staatsanleihen im Rahmen des PEPP und des APP ein wirksames Instrument, um im gegenwärtigen Umfeld das im Vertrag festgelegte Preisstabilitätsziel zu erfüllen. Dies gelte insbesondere angesichts des ohnehin niedrigen Niveaus der EZB-Leitzinsen und der maßgeblichen Rolle, die Staatsanleiherenditen bei der Bestimmung der Finanzierungsbedingungen von Unternehmen und privaten Haushalten spielten. Vor allem in Kombination mit anderen politischen Maßnahmen erweise sich dieses Vorgehen als effizient, weil andere Instrumente in erheblichem Umfang angepasst werden müssten, um die gleiche Wirkung auf die Inflationsdynamik zu erzielen. Die Lockerung der Kreditbedingungen werde dazu beitragen, dass überlebensfähige Unternehmen ihren Betrieb fortführen und so viele Arbeitskräfte wie möglich halten könnten. Der Erhalt von Arbeitsplätzen sei wiederum der wichtigste Faktor, der die Einkommen und die finanzielle Sicherheit von Einzelpersonen und Familien im Euroraum bestimme. Die Maßnahmen des EZB-Rats spielten eine zentrale Rolle bei der Förderung der Kreditintermediation über Banken, nicht zuletzt deshalb, weil die Geschäftsaussichten des Bankensystems in erster Linie von den gesamtwirtschaftlichen Aussichten abhingen. Dementsprechend seien das PEPP und das APP unter den aktuellen Bedingungen zur Verfolgung des Preisstabilitätsziels verhältnismäßig. Bei der Ausgestaltung dieser Programme seien genügend Sicherheitsmechanismen eingebaut worden, um mögliche negative Nebenwirkungen, einschließlich des Risikos einer fiskalischen Dominanz, zu begrenzen und dem Verbot der monetären Finanzierung Rechnung zu tragen.

Auf der Grundlage dieser Einschätzung schlug Herr Lane dem EZB-Rat vor, folgende Beschlüsse zu fassen:



Erstens die Erweiterung des Umfangs des PEPP um 600 Mrd €. Die Höhe des vorgeschlagenen Rahmens sei so berechnet, dass ein wesentlicher Beitrag geleistet werde, um der pandemiebedingten Abwärtsverschiebung der projizierten Inflationsentwicklung entgegenzuwirken.

Zweitens die Verlängerung des Zeithorizonts für die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP bis mindestens Ende Juni 2021. Dies würde den für die Ankäufe geltenden Mindesthorizont des EZB-Rats mit der Phase in Einklang bringen, in der die gravierendsten pandemiebedingten Beschränkungen für die Wirtschaftsaktivität und der schwächste Inflationsdruck bestünden. Außerdem würde er damit weitgehend an die Zeithorizonte der anderen geldpolitischen Maßnahmen angepasst, die der EZB-Rat als Reaktion auf die Pandemie ergriffen habe. In jedem Fall würden die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des PEPP so lange fortgesetzt, bis die Phase der Coronavirus-Krise nach Einschätzung des EZB-Rats überstanden sei.

Drittens die Ankündigung, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere bis mindestens Ende 2022 bei Fälligkeit wieder anzulegen und das zukünftige Auslaufen des PEPP-Portfolios in jedem Fall so zu steuern, dass eine Beeinträchtigung des angestrebten geldpolitischen Kurses vermieden werde. Mit dieser Reinvestitionsstrategie für das PEPP würde die Gefahr einer unerwünschten Verschärfung der Finanzierungsbedingungen in einer Zeit vermieden, in der die Erholung nach dem Pandemieschock noch nicht vollständig erfolgt sein dürfte. Angesichts der zeitlichen Befristung und notfallbedingten Ausgestaltung des PEPP sei zugleich eine gesonderte (vom APP abweichende) Reinvestitionsstrategie angemessen.

Viertens die Fortsetzung der Nettoankäufe im Rahmen des APP im Umfang von monatlich 20 Mrd € zusammen mit den Ankäufen im Zuge des zusätzlichen vorübergehenden Rahmens in Höhe von 120 Mrd € bis zum Jahresende. 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.

Fünftens die Fortführung der vollumfänglichen Wiederanlage der Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere bei Fälligkeit. Dies solle für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus gelten, zu dem der EZB-Rat mit der Erhöhung der Leitzinsen beginne, und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodation aufrechtzuerhalten.

Sechstens die Leitzinsen unverändert zu belassen und zu erwarten, dass sie so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau blieben, bis der EZB-Rat feststelle, dass sich die Inflationsaussichten während des Projektionszeitraums deutlich einem Niveau annäherten, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liege, und dass sich diese Annäherung in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durchgängig widerspiegeln.

Angesichts der derzeit angespannten Marktlage stellten die Ankäufe von Vermögenswerten (zusammen mit den GLRG III) die effektivsten und effizientesten Instrumente dar, um die geldpolitische Akkommodation voranzutreiben. Die hohe Unsicherheit und eine erhöhte Risikoaversion würden die Transmission von Leitzinssenkungen auf die Referenzzinssätze des Marktes, die für die Bepreisung von Krediten an private Haushalte und Unternehmen von Bedeutung seien, insbesondere im Zusammenhang mit einem vorübergehenden Schock schwächen. Vor diesem Hintergrund seien die Ankäufe von Vermögenswerten

wirkungsvoller, um die Finanzierungsbedingungen zu lockern und damit die für die Realwirtschaft wichtigen Kreditzinsen zu senken.

In seiner Kommunikation müsse der EZB-Rat bekräftigen, dass die neu verfügbaren Daten auf ein beispielloses Schrumpfen der Wirtschaft im Euroraum hindeuteten. Er müsse hervorheben, dass in den Projektionen mit einer erheblichen Abwärtskorrektur der Wirtschaftstätigkeit wie auch der Inflationsaussichten über den gesamten Projektionszeitraum gerechnet werde, während das Basisszenario mit einem außergewöhnlich hohen Maß an Unsicherheit behaftet sei. Es sei zu betonen, dass zusätzliche geldpolitische Maßnahmen notwendig geworden seien, um das erforderliche Maß an geldpolitischer Akkommodierung und eine reibungslose Transmission der Geldpolitik über Sektoren und Länder hinweg zu gewährleisten, sodass die mittelfristige Preisstabilität sichergestellt werden könne. Der EZB-Rat müsse erklären, dass die Entscheidung zur Neukalibrierung des PEPP eine Reaktion auf die pandemiebedingte Abwärtskorrektur des projizierten Inflationspfads gewesen sei und für eine weitere Lockerung des allgemeinen geldpolitischen Kurses sorgen werde, was sich begünstigend auf die Finanzierungskosten der Realwirtschaft auswirken werde. Es müsse hervorgehoben werden, dass es dem EZB-Rat durch das PEPP möglich sei, den Risiken für die reibungslose Transmission der Geldpolitik durch die flexible Umsetzung der Käufe im Zeitverlauf über Anlageklassen und Länder hinweg zu begegnen. Darüber hinaus müsse bekräftigt werden, dass der EZB-Rat im Rahmen seines Mandats alles Erforderliche tun werde und weiterhin bereit sei, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate auf nachhaltige Weise seinem Inflationsziel annähere.

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

### *Wirtschaftliche und monetäre Analyse*

Mit Blick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Mitglieder des EZB-Rats allgemein die von Herrn Lane in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der aktuellen Lage im Euro-Währungsgebiet und der Aussichten. Die jüngsten Daten bestätigten, dass die Wirtschaft des Euroraums so stark schrumpfte wie nie zuvor. Im ersten Jahresviertel 2020 sei das reale BIP im Eurogebiet infolge der Corona-Pandemie und der zu ihrer Eindämmung ergriffenen Maßnahmen um 3,8 % gegenüber dem Vorquartal gesunken. Sowohl das verarbeitende Gewerbe als auch der Dienstleistungssektor seien stark betroffen, und die Pandemie habe die Produktionskapazität der Wirtschaft im Euroraum sowie die Binnennachfrage in Mitleidenschaft gezogen. Umfragedaten, Kurzfristindikatoren und eingehende harte Daten deuteten allesamt auf einen weiteren deutlichen Rückgang des realen BIP im zweiten Quartal hin. Die jüngsten Indikatoren wiesen darauf hin, dass die Konjunktur im Mai das Ende der Talsohle mehr oder weniger erreicht haben dürfte, da einige Wirtschaftsbereiche allmählich wieder öffneten. Dementsprechend werde erwartet, dass die Wirtschaftstätigkeit des Euroraums im dritten Quartal angesichts der weiteren Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen wieder zunehme. Dazu trügen günstige Finanzierungsbedingungen, ein expansiver finanzpolitischer Kurs und eine Erholung der Weltwirtschaft bei. Insgesamt gesehen seien Tempo und Umfang der konjunkturellen Belebung allerdings weiterhin mit großer Unsicherheit behaftet. Diese Einschätzung decke sich auch weitgehend mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2020.

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld seien die Aussichten für die globale Konjunktur gegenüber den entsprechenden EZB-Projektionen vom März dieses Jahres deutlich nach unten korrigiert worden. Die pandemiebedingte Krise belaste nicht nur die Wirtschaftstätigkeit in einzelnen Ländern, sondern auch den internationalen Handel. Die Abwärtskorrekturen der Auslandsnachfrage des Euroraums seien größer als bei der Konjunktur weltweit. Aus einem anderen Blickwinkel betrachtet bedeute dies, dass sich das Eurogebiet zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht auf Exporte stützen könne, um die schwache Binnennachfrage auszugleichen.

In Bezug auf die Konjunktur im Euroraum hoben die Sitzungsteilnehmer die außergewöhnlich große Unsicherheit hervor, mit der die Aussichten für das Euro-Währungsgebiet unter den gegebenen Umständen behaftet seien. Es wurde betont, dass ein Großteil der Unsicherheit nicht mit der Wirtschaft, sondern mit dem künftigen Verlauf der Pandemie und einer medizinischen Lösung zusammenhänge. Das Ausmaß des Abschwungs und der Erholung werde entscheidend von der Dauer und Wirksamkeit der Eindämmungsmaßnahmen abhängen. Von zentraler Bedeutung werde auch sein, wie erfolgreich die Maßnahmen zur Minderung der nachteiligen Auswirkungen auf Einkommen und Beschäftigung seien und inwieweit Angebotskapazitäten und die Binnennachfrage dauerhaft beeinträchtigt seien. Außerdem wurde darauf hingewiesen, dass die wirtschaftlichen Ergebnisse in hohem Maße vom Erfolg politischer Interventionen abhingen, etwa um zu verhindern, dass akute Liquiditätsengpässe bei Unternehmen zu großflächigen Insolvenzen führten. Ganz allgemein bestehe ein Zusammenhang zwischen der Qualität der politischen Reaktionen und dem Grad, in dem die Angebotsseite der Volkswirtschaft auf Dauer beschädigt werden könne. Vor diesem Hintergrund herrschte unter den Ratsmitgliedern weithin Einigkeit darüber, dass es angesichts der hohen Unsicherheit, mit der die wirtschaftliche Entwicklung derzeit behaftet sei und die die Aussichten trübe, schwierig sei, Projektionen zu erstellen. Insgesamt gab es breite Zustimmung dahingehend, dass die Veröffentlichung eines „milden“ und eines „schweren“ Szenarios neben der Basisprojektion, die als am wahrscheinlichsten gelte, eine angemessene Möglichkeit sei, das gestiegene Risiko und die erhöhte Unsicherheit widerzuspiegeln. Es wurden gewisse Bedenken geäußert, dass das milde Szenario bereits überholt sein könnte. Zugleich wurde argumentiert, dass ein mildes Szenario geboten sei, da die Öffnung der Wirtschaft auf kurze Sicht zu positiveren Ergebnissen führen könne als im Basisszenario erwartet. Es wurde auch auf einige positive Anzeichen aus Ländern außerhalb des Euroraums verwiesen, die bei der Öffnung weiter vorangeschritten seien.

Während des Meinungsaustauschs über die Szenarien in den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2020 wurde darauf hingewiesen, dass diese weitgehend die Bandbreite der Ergebnisse bestätigten, die sich in den im April von Experten der EZB erstellten und am 1. Mai veröffentlichten Szenarien finden. Zugleich wurde daran erinnert, dass alle Szenarien auf der Annahme basierten, dass bis Mitte 2021 eine wirksame medizinische Lösung zur Verfügung stehe. Daraus lasse sich schließen, dass sich alle Szenarien im späteren Projektionszeitraum als zu optimistisch erweisen könnten, sollte sich diese Erwartung nicht erfüllen. Auch fuße die Basisprojektion auf der Annahme, dass es nicht zu negativen Rückkopplungsschleifen zwischen der Realwirtschaft und dem Finanzsektor komme. Die historischen Erfahrungen legten den Schluss nahe, dass durch solche Rückkopplungsschleifen die Erholung verzögert und die Aussichten stärker eingetrübt würden als im Basisszenario unterstellt. In diesem Zusammenhang wurde festgestellt, dass die Finanzmärkte bislang recht widerstandsfähig geblieben seien und sich relativ zügig erholt hätten, was auch auf die bisherige rasche und

entschlossene geldpolitische Reaktion zurückzuführen sei. Zugleich wurde betont, dass in den Projektionen aufgrund des Redaktionsschlusses weder die positiven Auswirkungen des von der Europäischen Kommission vorgeschlagenen Aufbaufonds noch die positiven Effekte der zusätzlichen Fiskalimpulse, die die größte Volkswirtschaft des Euroraums angekündigt habe, berücksichtigt worden seien. Insgesamt überwögen nach Ansicht der Sitzungsteilnehmer die Abwärtsrisiken in Bezug auf die Basisprojektion für das Wachstum.

Die Ratsmitglieder betonten, der Verlauf der Erholung werde entscheidend davon abhängen, wie sich die Konsumausgaben und Investitionen in Anbetracht der derzeitigen Unsicherheit entwickelten und ob sich das Verhalten der Wirtschaftsakteure durch die Pandemie längerfristig ändere. Ihrer Ansicht nach sei vor allem die erwartete Entwicklung der Sparquote ein zentrales Thema. Ebenso wichtig sei die Frage, inwieweit sich ein sprunghafter lockdownbedingter Anstieg dieser Quote zurückbilden werde, sobald sich die Wirtschaft wieder schrittweise öffne. Es wurden gewisse Bedenken geäußert, die Annahme einer vollständigen Rückführung der höheren Ersparnisbildung könne sich als zu optimistisch erweisen, da die Sparquote aufgrund der anhaltenden Unsicherheit möglicherweise für längere Zeit auf einem höheren Niveau bleiben werde. Vor allem im Dienstleistungssektor überprüften möglicherweise sowohl Beschäftigte als auch Verbraucher nicht nur ihre aktuellen, sondern auch ihre langfristigen Einkommensperspektiven, sodass sich der Konsum über längere Zeit verhalten entwickeln könne. Darüber hinaus wären auch ein Anstieg der Realzinsen und Bemühungen zur Wiederherstellung des Nettovermögens Faktoren, die eine Ersparnisbildung begünstigen könnten. Zugleich wurde angeführt, dass die Sparquote im Zuge der Rückbildung unter das Vorkrisenniveau sinken könnte, falls die während des Lockdowns und der Eindämmungsmaßnahmen unfreiwillig gebildeten Ersparnisse zur Nachholung des ausgebliebenen Konsums verwendet würden.

Mit Blick auf die Finanzpolitik bliebe angesichts des starken Konjunkturabschwungs im Eurogebiet ein ambitionierter und koordinierter finanzpolitischer Kurs erforderlich. Daher begrüßten die Ratsmitglieder nachdrücklich den Vorschlag der Europäischen Kommission zur Einrichtung eines Aufbauplans, um die von der Pandemie am stärksten betroffenen Regionen und Sektoren zu unterstützen, den einheitlichen Binnenmarkt zu stärken und eine dauerhafte und erfolgreiche Erholung herbeizuführen.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung. Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Euroraum habe sich der Schnellschätzung von Eurostat zufolge von 0,3 % im April auf 0,1 % im Mai verringert, was in erster Linie der geringeren Preisänderungsrate bei Energie zuzuschreiben sei. Ausgehend von den aktuellen Preisen und den Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation in den kommenden Monaten noch etwas weiter zurückgehen und bis Jahresende auf niedrigem Niveau bleiben. Mittelfristig werde die schwächere Nachfrage zu einem Abwärtsdruck auf die Inflation führen. Dieser werde nur teilweise durch den Aufwärtsdruck ausgeglichen, der mit Angebotsengpässen einhergehe.

Diese Einschätzung decke sich auch mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2020. Den dort enthaltenen Berechnungen zufolge werde sich die jährliche HVPI-Inflation im Basisszenario 2020 auf 0,3 %, 2021 auf 0,8 % und 2022 auf 1,3 % belaufen. Es wurde zu bedenken gegeben, dass die modellbasierten Schätzungen zum Deflationsrisiko, mit dem das den Juni-Projektionen zugrunde liegende Basisszenario behaftet sei, ihren höchsten Stand seit den Projektionen vom Dezember 2008 erreicht hätten. Zwar sei eine Deflation zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht wahrscheinlich,

weise aber auch nicht länger eine geringe Eintrittswahrscheinlichkeit auf und erfordere daher eine sorgfältige Überwachung.

Im Rahmen der Diskussion über die Inflationsaussichten erinnerten die Ratsmitglieder an die erhebliche Unsicherheit mit Blick auf den Nettoeffekt einer steigenden wirtschaftlichen Unterauslastung und einer schwächeren Nachfrage einerseits und die möglichen längerfristigen negativen Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Angebotskapazität andererseits. So könne die Pandemie das Produktionspotenzial in beide Richtungen beeinflussen. Ungeachtet der gestiegenen Produktions- und Vertriebskosten im Zusammenhang mit Maßnahmen der öffentlichen Gesundheit und Sicherheit könne so die totale Faktorproduktivität beispielsweise aufgrund der krisenbedingten Digitalisierungsfortschritte zunehmen. Es wurde eingeräumt, dass Echtzeitschätzungen der Produktionslücken noch unsicherer seien als zu normalen Zeiten, da unklar sei, wie sich die Pandemiekrise auf das Produktionspotenzial auswirke. In diesem Zusammenhang wurde hervorgehoben, dass die Produktionslücke die wirtschaftliche Unterauslastung zwar überzeichnen könne, die Arbeitslosigkeitslücke diese aber unterzeichnen dürfte, da die statistisch erfasste Arbeitslosigkeit durch Kurzarbeitsregelungen künstlich niedrig gehalten werde. Es wurden Bedenken geäußert, dass die verzögerte Arbeitsmarktreaktion letztlich zu einer Phase höherer Arbeitslosigkeit führen werde. Dadurch werde das Lohnwachstum unter Abwärtsdruck geraten. Dies käme zur Verlangsamung des Zuwachses, die bereits vor der Pandemiekrise eingesetzt habe, noch hinzu. Die angeführten Argumente ließen insgesamt auf eine anhaltende Schwäche der Inflationsaussichten schließen.

In diesem Zusammenhang wurde allerdings auch angemerkt, dass sich aus der Nachfrage- und Angebotssituation auf kürzere Sicht zwar insgesamt disinflationäre Effekte ergäben, mittelfristig hingegen auch ein steigender Inflationsdruck einsetzen könne. Resultieren könne dieser aus Faktoren wie Störungen in den Lieferketten, Deglobalisierungstendenzen und regulatorischen Beschränkungen im Zusammenhang mit der Eindämmung der Pandemie. Zwar bestehe nach wie vor erhebliche Unsicherheit darüber, wie sich die negativen Angebotseffekte auf die Preisgestaltung auswirkten, aber einige Waren und Dienstleistungen müssten sich verteuern, und sei es nur, um die Existenz von Unternehmen zu sichern.

Es wurde auch daran erinnert, dass Probleme bei der Preismessung im gegenwärtigen Umfeld eine zusätzliche Unsicherheitsquelle darstellen könnten. Dies hänge mit Schwierigkeiten bei der Erhebung von Preisdaten und der verstärkten Inanspruchnahme von Imputationen zusammen. Darüber hinaus werde sich der während des Lockdowns und der Eindämmungsmaßnahmen tatsächlich getätigte Erwerb von Waren und Dienstleistungen wohl von den unterstellten Ausgabengewichten in den Konsumkörben unterscheiden, die zur Ermittlung des HVPI herangezogen werden. Es wurde das Argument vorgebracht, dass die Wahrnehmung der Verbraucher demzufolge erheblich von der offiziellen Statistik abweichen könne. Dabei wurde auf den starken Anstieg der Nahrungsmittelpreise verwiesen, der den Schluss zulasse, dass derzeit die wahrgenommene Inflation höher als die gemessene Inflation ausfallen könne und dies womöglich auf die Inflationserwartungen durchwirke.

Im Hinblick auf die jüngste Entwicklung der Inflationserwartungen teilten die Ratsmitglieder weitgehend die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung, dass die marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen nach wie vor auf einem sehr niedrigen Niveau lägen. Während die umfragebasierten Indikatoren der kurz- und mittelfristigen Inflationserwartungen etwas nachgegeben hätten, seien die längerfristigen Inflationserwartungen weniger stark beeinträchtigt worden (wenngleich sie in der Nähe ihrer

historischen Tiefstände verharrten). Die an den marktbasierten Indikatoren ablesbare erhöhte Wahrscheinlichkeit, dass die Teuerung unter 1 % bleibe, lasse darauf schließen, dass die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer möglicherweise nicht mehr so fest verankert seien.

Was die monetäre Analyse angeht, so fand die von Herrn Lane in seiner Einführung dargelegte Einschätzung breite Zustimmung; demnach führe die erhöhte Unsicherheit dazu, dass aus Vorsichtsgründen Umschichtungen in monetäre Anlagen vorgenommen würden, was sich im kräftigen Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 widerspiegele. Ein weiterer Grund für das starke M3-Wachstum sei die Bankkreditschöpfung, die weitgehend auf den akuten Liquiditätsbedarf der Wirtschaft zurückzuführen sei. Gleichzeitig wurde eine Frage dazu aufgeworfen, wie sich die anhaltende umfangreiche Akkumulation monetärer Liquidität auf die Risiken für die mittelfristige Preisstabilität auswirke.

Es wurde angemerkt, dass der Bankkreditkanal weiterhin gut funktioniere, was für die geldpolitische Transmission wichtig sei, da der Großteil der Finanzintermediation im Euroraum über die Banken erfolge. Das jährliche Wachstum der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften habe sich im April weiter erhöht. Darin zeige sich der Mittelbedarf der Unternehmen zur Finanzierung ihrer laufenden Ausgaben und ihres Betriebskapitals vor dem Hintergrund rapide sinkender Einnahmen. Die anstehenden GLRG-Zuteilungen zu sehr günstigen Konditionen sollten ein weiterer Anreiz für die Banken sein, Kredite an alle Akteure des privaten Sektors auszureichen. Zudem wurde auf die zusätzliche Unterstützung von aufsichtlicher Seite hingewiesen, die auf eine Lockerung der Bedingungen im Bankensystem abziele. Es sei jedoch immer noch ungewiss, ob die durch die Kreditgeschäfte der EZB bereitgestellten Mittel in jenen Wirtschaftssektoren des Eurogebiets ankommen, in denen Liquidität am dringendsten benötigt werde, etwa bei kleinen und mittleren Unternehmen.

#### *Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen*

Mit Blick auf die Finanzierungsbedingungen und den geldpolitischen Kurs stimmten die Ratsmitglieder der eingangs von Frau Schnabel und Herrn Lane vorgetragenen Einschätzung zu. Während sich die Stimmung an den Finanzmärkten seit der letzten geldpolitischen Sitzung von Ende April verbessert habe, hätten sich die Finanzierungsbedingungen seit der Zuspitzung der Pandemie insgesamt verschärft. Zuletzt hätten sich die Renditeabstände von Anleihen aus dem Euroraum verringert, und die Aktienkurse als eine der Triebfedern der allgemeinen Finanzierungsbedingungen seien wieder gestiegen. Die seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung beobachtete Lockerung der Finanzierungsbedingungen und Stimmungsaufhellung seien auf eine Reihe von Faktoren zurückzuführen: auf die allmähliche Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen, die Unterstützung durch die geldpolitischen Beschlüsse der EZB, finanzpolitische Maßnahmen auf nationaler Ebene sowie den deutsch-französischen Vorschlag eines europäischen Aufbaufonds, der in dem von der Europäischen Kommission anschließend unterbreiteten umfassenden Konjunkturpaket zum Großteil aufgegriffen worden sei. Zugleich wurde betont, dass die bessere Stimmung an den Finanzmärkten nicht zu Selbstzufriedenheit führen dürfe. Während die geldpolitischen Maßnahmen der EZB, insbesondere das PEPP, zur Beruhigung der Finanzmärkte beigetragen hätten, seien die Realzinsen im Eurogebiet gestiegen, was vor dem Hintergrund der gedämpften Inflationsaussichten zur Straffung des geldpolitischen Kurses beigetragen habe. Im Hinblick auf den geldpolitischen Transmissionsmechanismus wurde festgestellt, dass der Rückgang der risikofreien

Zinssätze nicht vollständig auf das breitere Spektrum von Vermögenspreisen und Renditen durchgewirkt habe, das die Finanzierungsbedingungen in der Realwirtschaft bestimme. So habe insbesondere der Aufwärtsdruck auf die durchschnittlichen Renditen von Staatsanleihen, der teilweise mit der verstärkten Emission dieser Papiere zusammenhänge, zu höheren Renditen bei Unternehmens- und Bankanleihen und niedrigeren Aktienbewertungen, vor allem von Banken, beigetragen. Mit Blick auf die Zukunft könne dies zu einem Anstieg der Kreditkosten für private Haushalte und Unternehmen führen.

Hervorgehoben wurden in diesem Zusammenhang die verschärften Finanzierungsbedingungen im Vergleich zur Situation vor der Corona-Pandemie, das beispiellose Ausmaß des Konjunkturerinbruchs und die deutlichen Abwärtskorrekturen der Wachstums- und Inflationsaussichten in den Juni-Projektionen. Darüber hinaus bestünden Abwärtsrisiken für den Ausblick sowie zunehmende Risiken einer Disinflation oder gar Deflation. Vor diesem Hintergrund waren sich alle Sitzungsteilnehmer darin einig, dass entsprechend dem Preisstabilitätsziel des EZB-Rats weitere geldpolitische Maßnahmen erforderlich seien.

Indessen äußerten einige Teilnehmer Vorbehalte hinsichtlich des genauen Zeitrahmens und geplanten Umfangs der Ausweitung des PEPP zur weiteren Verstärkung der geldpolitischen Akkommodierung auf der aktuellen Sitzung. Die vorherrschenden Unsicherheiten und gewisse Anzeichen dafür, dass bezüglich der wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen die Talsohle erreicht sein dürfte, wurden als Argumente für einen vorsichtigeren Kurs angesehen.

Generell wurde jedoch die Auffassung vertreten, dass ein Nichthandeln auf der aktuellen Sitzung zu einer weiteren Verschärfung der Finanzierungsbedingungen zulasten der wirtschaftlichen Erholung führen könne. Die weiterhin außergewöhnlich hohe Unsicherheit sei kein triftiger Grund, eine nach dem Preisstabilitätsziel der EZB erforderliche Reaktion aufzuschieben, sondern umso mehr ein Aufruf zu entschlossenem Handeln. Im aktuellen Umfeld wurde es als besonders wichtig angesehen, dass geld- und finanzpolitische Maßnahmen bei der Bewältigung der wirtschaftlichen Folgen der Pandemiekrise einander ergänzen.

Die Ratsmitglieder stimmten weitgehend den eingangs von Herrn Lane vorgebrachten Argumenten zu, wonach das PEPP das effektivste und effizienteste Instrument sei, um eine zusätzliche monetäre Akkommodierung im aktuellen Umfeld zu erreichen. Das Programm übe eine doppelte Funktion aus, indem es sowohl den geldpolitischen Kurs als auch dessen Transmission auf alle Wirtschaftsbereiche des Euroraums in der derzeit angespannten Marktsituation unterstütze. Was die allgemeine geldpolitische Ausrichtung betreffe, so sei es angesichts des Ausmaßes und der Besonderheit des Pandemieschocks besser, der spürbaren Abwärtskorrektur der Inflationsaussichten durch ein zielgerichtetes und zeitlich befristetes Programm zu begegnen, anstatt eine Neukalibrierung der konventionellen geldpolitischen Instrumente vorzunehmen. Demnach biete das PEPP das beste verfügbare Instrument zur Senkung der mittel- und langfristigen Zinsen, die für die Realwirtschaft ausschlaggebend seien. Eine Ausweitung des PEPP werde dazu beitragen, die Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen stärker an die risikofreie Kurve anzupassen. Dies wiederum werde die Transmission der Geldpolitik auf die Zinssätze für private Haushalte und Unternehmen unterstützen, soweit die Staatsanleiherenditen als Richtwert für die Bepreisung von Krediten und marktbasieren Kreditinstrumenten dienen. Ferner wurde darauf hingewiesen, dass eine Ausweitung des Umfangs und der Dauer der Wertpapierkäufe dazu beitragen werde, die allgemeine Unsicherheit einzudämmen und damit die Erholung der Wirtschaft im Euroraum zu fördern. In diesem Sinne könne das PEPP einen zusätzlichen Schutz vor den Risiken

einer Fragmentierung der Marktsegmente bieten, welche die reibungslose Transmission der Geldpolitik beeinträchtigen könnte. Es wurde an die recht gute Erfolgsbilanz des PEPP erinnert, sei es doch gelungen, die Volatilität der Spreads an den europäischen Staatsanleihemärkten zu begrenzen und die Risiken einer sich selbst erfüllenden negativen Marktdynamik abzuwenden. In diesem Zusammenhang wurde hervorgehoben, wie wichtig die flexible Umsetzung des PEPP sei, um die Transmission der Geldpolitik im Zeitablauf sowie über Vermögensklassen und Länder hinweg sicherzustellen. Diese Flexibilität sei in Zeiten von Marktstress äußerst effektiv und effizient. Gleichzeitig wurde nochmals betont, dass der Kapitalschlüssel im Einklang mit den Gestaltungsmerkmalen des PEPP der maßgebliche Richtwert für die länderübergreifende Verteilung der Ankäufe bleibe.

Auf dieser Grundlage stimmten die Sitzungsteilnehmer weitgehend mit dem Vorschlag von Herrn Lane überein, das PEPP um 600 Mrd € aufzustocken, den Zeithorizont für die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP bis mindestens Ende Juni 2021 zu verlängern und anzukündigen, dass die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere bei Fälligkeit bis mindestens Ende 2022 wieder angelegt würden und das künftige Auslaufen des PEPP-Portfolios in jedem Fall so gesteuert werde, dass eine Beeinträchtigung des angestrebten geldpolitischen Kurses vermieden werde.

Im Hinblick auf die Kalibrierung der PEPP-Ausweitung sprachen sich einige Mitglieder für eine größere, andere wiederum für eine geringere Aufstockung aus. Als Argument für eine stärkere Erhöhung wurden die erheblichen Abwärtsrisiken im Zusammenhang mit den Juni-Projektionen angeführt. Diese seien auf eine außergewöhnlich hohe Unsicherheit bezüglich der Konjunkturperspektiven und auf verhaltene Inflationsaussichten mit erhöhten Risiken einer länger anhaltenden Disinflation oder gar Deflation zurückzuführen. Zudem wurde darauf hingewiesen, dass die Juni-Projektionen nicht in Betracht zögen, dass die Krise auf den Finanzsektor übergreifen könnte. Wenn dies geschehe, würde das die Finanzierungsbedingungen weiter verschlechtern und eine noch stärkere geldpolitische Reaktion erforderlich machen. Gleichzeitig wurde eine Reihe von Argumenten für eine geringere Ausweitung des PEPP vorgebracht, die mehr Zeit für die Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung und der mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität biete. Es wurde auch darauf verwiesen, dass in den Juni-Projektionen weder der Kommissionsvorschlag für einen Aufbauplan noch die kürzlich angekündigten nationalen finanzpolitischen Maßnahmen berücksichtigt seien. Daraus könnte sich jedoch ein Aufwärtsrisiko für die in den Projektionen enthaltenen wirtschaftlichen Aussichten ergeben.

Letztlich fand sich ein breiter Konsens für den Vorschlag von Herrn Lane, den Rahmen des PEPP um 600 Mrd € zu erweitern, um die monetären Bedingungen zu schaffen, die dazu beitragen könnten, dass die Inflation im Projektionszeitraum wieder auf ihren vor Krisenbeginn verzeichneten Pfad zurückkehre. Eine Aufstockung in dieser Höhe sei ein deutliches Signal, dass der EZB-Rat mit den mittelfristigen Inflationsaussichten von 1,3 % nicht zufrieden sei. Ferner wurde angemerkt, dass eine Erhöhung des PEPP-Volumens um 600 Mrd € dazu beitrage, die reibungslose Transmission in allen Ländern des Euro-Währungsgebiets zu unterstützen.

Was den vorgesehenen Zeithorizont der Nettoankäufe im Rahmen des PEPP betraf, so stieß der Vorschlag von Herrn Lane, den Zeitraum bis mindestens Ende Juni 2021 zu verlängern, auf breite Zustimmung. Auf diese Weise würde der Zeithorizont mit der Phase der gravierendsten Folgen der pandemiebedingten Beschränkungen für die Wirtschaftsaktivität und des schwächsten Inflationsdrucks in der kommenden Zeit im Einklang gebracht. Außerdem würde er damit weitgehend an die Zeithorizonte der anderen geldpolitischen



Maßnahmen angepasst, die der EZB-Rat als Reaktion auf die Pandemie ergriffen habe. Es wurde betont, dass die vorgeschlagene Ausweitung des PEPP der Kommunikation des EZB-Rats entspreche, dass die Nettoankäufe von Vermögenswerten so lange fortgesetzt würden, bis die Phase der Coronavirus-Krise überstanden sei. Da die Konjunkturabschwächung länger andauere als zuvor erwartet, sei eine solche Ausweitung geboten.

Der Vorschlag von Herrn Lane, anzukündigen, dass die Tilgungsbeträge des PEPP mindestens bis Ende 2022 wieder angelegt würden, fand breite Zustimmung. So werde die Gefahr einer unerwünschten Verschärfung der Finanzierungsbedingungen in einer Zeit vermieden, in der die Erholung nach dem Pandemieschock noch nicht vollständig erfolgt sein dürfte. Es wurde die Ansicht vertreten, dass die Reinvestitionen die Wirksamkeit des PEPP erhöhten, indem sie das von den Anlegern zu tragende Laufzeitrisiko verringerten und so dazu beitrügen, den Aufwärtsdruck auf die längerfristigen Zinssätze zu begrenzen. Die Ankündigung, dass der Zeithorizont für die Wiederanlage mindestens bis Ende 2022 laufe, wurde angesichts der zeitlichen Befristung und notfallbedingten Ausgestaltung des PEPP für angemessen erachtet. Dies gebe dem EZB-Rat auch die Zeit, mögliche Abweichungen vom Kapitalschlüssel, die sich während der Ankaufphase ergeben könnten, ohne Beeinträchtigung des allgemeinen geldpolitischen Kurses zu verringern.

Die Mitglieder brachten auch eine Reihe von allgemeineren Überlegungen zur Wirksamkeit und Effizienz von Wertpapierankäufen als geldpolitisches Instrument zur Verfolgung des Preisstabilitätsziels der EZB vor. Dies geschah unter anderem vor dem Hintergrund der anstehenden Überprüfung der geldpolitischen Strategie sowie mit Blick auf das Vorhaben, der Öffentlichkeit die geldpolitischen Beratungen des EZB-Rats umfassender zu erläutern. Es wurde argumentiert, dass bei der Prüfung der Verhältnismäßigkeit einer geldpolitischen Maßnahme unter anderem berücksichtigt werden müsse, inwieweit die Maßnahme einerseits zum Erreichen des geldpolitischen Ziels beitrage, andererseits aber möglicherweise unerwünschte Nebenwirkungen mit sich bringe. Es müsse beurteilt werden, ob es andere geldpolitische Maßnahmen gebe, die ebenso wirksam und effizient seien und zugleich ein ausgewogeneres Verhältnis zwischen beabsichtigten und unbeabsichtigten Effekten gewährleisteten.

Dabei wurde hervorgehoben, dass der Ankauf von Vermögenswerten ein bedeutendes Instrument sei, mit dem die Geldpolitik über eine Reihe von Transmissionskanälen die gesamtwirtschaftliche Entwicklung und letztlich auch die Inflationsergebnisse beeinflussen könne. Der im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) getätigte Erwerb von Wertpapieren mit Laufzeiten von zwei bis 30 Jahren sei von Anfang an darauf ausgerichtet gewesen, die für die Realwirtschaft und die Inflationsentwicklung relevanten Marktzinsen zu senken. Inzwischen habe die umfangreiche Fachliteratur zahlreiche Belege dafür geliefert, dass Wertpapierankaufprogramme im Allgemeinen und das PSPP im Besonderen die beabsichtigte Wirkung auf die Wirtschaft des Euroraums erzielt und damit effektiv zur Gewährleistung der Preisstabilität beigetragen hätten. Dank der Ankäufe von Vermögenswerten seien die relevanten Marktzinsen im gesamten Eurogebiet zurückgegangen. Dies schlage sich in niedrigeren Bankkreditzinsen und höheren Kreditvolumina sowie schließlich auch in höheren Wachstums- und Teuerungsraten nieder. Obwohl die quantitativen Schätzungen bis zu einem gewissen Grad variierten und der üblichen Modellunsicherheit unterlägen, stütze die Gesamtevidenz die Ansicht, dass sich das PSPP positiv auf

die gesamtwirtschaftliche Entwicklung ausgewirkt habe. Dies bestätige die Einschätzung, dass das PSPP wie beabsichtigt einen Aufwärtsdruck auf die Inflation und die Inflationserwartungen ausübe.

Es wurde daran erinnert, dass der **Beschluss** zur Umsetzung eines umfangreichen Programms zum Ankauf von Vermögenswerten im Januar 2015 als Reaktion auf zwei große Herausforderungen gefasst worden sei: Erstens seien im Gefolge der Finanz- und Staatsschuldenkrise im Euroraum starke disinflationäre Effekte zum Tragen gekommen, und zweitens seien die Gleichgewichtszinsen (auch natürliche Zinsen genannt), die letztlich für den Grad der durch ein bestimmtes Leitzinsniveau erzielten Akkommodierung maßgeblich seien, weltweit gesunken. Es gebe umfangreiche empirische Belege für einen Rückgang der Gleichgewichtszinsen in den letzten drei Jahrzehnten. Dieser sei im Wesentlichen auf ein geringeres Potenzialwachstum in vielen Industrieländern zurückzuführen, das wiederum Faktoren wie etwa die demografische Entwicklung und ein niedriges Produktivitätswachstum widerspiegele. In Anbetracht der Tatsache, dass die Leitzinsen bereits in der Nähe ihrer effektiven Untergrenze lägen, bedürfe es daher unkonventioneller Instrumente, um den Grad an geldpolitischer Akkommodierung zu gewährleisten, der mit dem Inflationsziel der EZB im Einklang stehe.

Gleichzeitig wurde angemerkt, dass das Niedrigzinsumfeld, in dem die Zentralbanken agierten, mit einer Reihe von Herausforderungen verbunden sei. Erstens könnten Marktteilnehmer durch die niedrigen Zinsen dazu verleitet werden, übermäßige Risiken einzugehen, was letztlich zu Finanzstabilitätsrisiken führen könne. Zweitens könnten Zinssätze, die über einen längeren Zeitraum niedrig blieben, die Ertragslage der Banken und damit ihre Kapitalausstattung schwächen. Drittens könnte das Niedrigzinsumfeld Szenarien begünstigen, in denen Banken unwirtschaftliche Unternehmen finanzierten, was eine Fehlallokation von Ressourcen impliziere und schließlich einen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktivität bewirken könnte. Zudem stellten die niedrigen Zinsen auch für die Einkünfte auf Ersparnisse der privaten Haushalte und der Versicherungsgesellschaften, die bestimmte Nominalrenditen anstrebten, ein Problem dar. Es müsse angemerkt werden, dass die Ankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des PSPP zu diesen möglichen Problemen beigetragen hätten, allerdings nur insoweit, als sie die Zinssätze unter den natürlichen Zins gesenkt hätten. Somit ergäben sich die mit einem niedrigen Zinsumfeld verbundenen Herausforderungen vor allem aus den strukturellen Faktoren, die den Rückgang der Zinssätze bedingten. Die Geldpolitik hingegen habe zu diesen Effekten lediglich mit beigetragen und sei eindeutig nicht der Hauptfaktor dafür.

Bei der Einschätzung von Kosten und Nutzen von Wertpapierankäufen sei nicht der Status quo der relevante Richtwert, sondern eine kontrafaktische Situation, in der keine geldpolitische Akkommodierung über den Erwerb von Wertpapieren erfolge. Es gebe zahlreiche Belege dafür, dass es der Wirtschaft des Euroraums ohne die geldpolitischen Impulse der Wertpapierkäufe wesentlich schlechter ergangen wäre. Die Ankäufe des Eurosystems hätten finanzielle Bedingungen geschaffen, die disinflationären Kräften entgegenwirkten und dazu beitragen, Deflationsrisiken im Eurogebiet abzuwenden. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht habe der Erwerb von Vermögenswerten insgesamt einen sehr großen positiven Beitrag sowohl zum Wirtschaftswachstum als auch zur Inflation im Euroraum geleistet. Was die Ertragslage der Banken anbelange, so habe das Niedrigzinsumfeld zwar deren Zinsmargen verringert, doch andererseits habe der positive Effekt der Wertpapierkäufe auf die Wirtschaft im Allgemeinen die Bilanzen der Banken gestärkt. In diesem Zusammenhang wurde auch betont, dass es bislang keine überzeugenden Beweise dafür gebe, dass die niedrigen Zinsen das sogenannte Zombie Lending begünstigt hätten. Die empirischen Erkenntnisse zu den Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds auf die

Altersvorsorge seien ebenfalls noch unklar. In dieser Hinsicht sei nicht nur die Nominalrendite einzelner Vermögenswerte für die Altersvorsorge insgesamt relevant, sondern auch die gesamte Realrendite aller Vermögenswerte, die die Menschen über die gesamte Lebensdauer in ihren Portfolios hielten. ???

Die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen der EZB auf die privaten Haushalte seien indes in zahlreichen Studien zu den Folgen der Niedrigzinsen und der Wertpapierankäufe für das Einkommen der Privathaushalte eingehend untersucht worden. Angaben aus der europäischen Haushaltsbefragung zu Finanzen und Konsum (Household Finance and Consumption Survey) zeigten, dass Nettoschuldner von den niedrigeren Zinsen profitiert hätten, während Nettosparer Einbußen beim Zinseinkommen verzeichnet hätten. Es wurde auch darauf hingewiesen, dass die aus Wertpapierkäufen resultierenden Folgen der niedrigeren Zinsen mit den Auswirkungen konventioneller geldpolitischer Instrumente vergleichbar seien. Um die Gesamtwirkung der Niedrigzinsen auf das Einkommen der privaten Haushalte zu beurteilen, müssten zudem alle Transmissionskanäle betrachtet werden und nicht nur das Zinseinkommen. Der signifikante gesamtwirtschaftliche Effekt der Wertpapierankäufe trage zu einem Anstieg der Löhne und der Beschäftigung bei und komme somit dem verfügbaren Einkommen und dem Konsum der Privathaushalte zugute.

Der ganze Text ist trivial.

In Bezug auf die potenziellen Wechselwirkungen zwischen der Geld- und der Finanzpolitik wurde ein deutlicher Fokus auf das vorrangige Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität – zusammen mit Sicherheitsvorkehrungen, mit denen die Einhaltung des Verbots der monetären Finanzierung sichergestellt werde – als wesentlich für den nachhaltigen Erfolg und die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik und letztlich für das Vertrauen in den Euro und dessen Akzeptanz als gemeinsame Währung angesehen. Um die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sicherzustellen, hätten die an der Währungsunion teilnehmenden Länder gemeinsame Haushaltsregeln und ein Haushaltsüberwachungsverfahren beschlossen. Zudem fuße der institutionelle Aufbau auch auf Marktdisziplin für eine solide Finanzpolitik, während die Geldpolitik dem Verbot der monetären Finanzierung unterworfen sei. Es wurde auch in Erinnerung gerufen, dass der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union der EZB nicht nur Unabhängigkeit gewähre und ihr das vorrangige Ziel der Preisstabilität und das Verbot der monetären Finanzierung auferlege; er verpflichte die EZB auch, den Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb zu befolgen. Sic!

Vor diesem Hintergrund wurde eine der Sicherheitsvorkehrungen hervorgehoben, die zur Schaffung von Anreizen für eine solide Finanzpolitik beitragen, nämlich die Tatsache, dass der Erwerb von Wertpapieren des öffentlichen Sektors durch das Eurosystem nach Maßgabe des Kapitalschlüssels der EZB auf die Länder verteilt werde. Die Sitzungsteilnehmer sahen es außerdem als wichtig an, dass Emissions- und Emittentenobergrenzen festgelegt worden seien, die sicherstellten, dass sich die Mitgliedstaaten weiterhin hauptsächlich über den Anleihemarkt finanzierten. In diesem Umfeld komme den Märkten eine wichtige Disziplinierungsfunktion zu, da am Primärmarkt erworbene Anleihen nicht einfach an das Eurosystem weitergegeben werden könnten. Es wurde allerdings auch die Ansicht geäußert, dass diese Funktion der Märkte sowie ihre Motivation, die Solidität der öffentlichen Finanzen der Euro-Länder zu bewerten, geschwächt werden könnten, wenn das Eurosystem zum wichtigsten Halter von Staatsanleihen aus dem Euroraum würde. Neben diesen zuvor genannten Sicherheitsvorkehrungen gebe es weitere operative Beschränkungen bei der Durchführung der Ankäufe, Zulassungskriterien für staatliche Emittenten und einen Mechanismus der Risikoverteilung, dem zufolge die

!!!

Risiken aus den PSPP-Beständen an nationalen Schuldverschreibungen von den entsprechenden nationalen Zentralbanken zu tragen seien.

Ferner wurde vorgebracht, dass die Kombination aus einer sehr expansiven Geldpolitik und einer potenziell unsoliden oder nicht tragfähigen Finanzpolitik das Fundament einer glaubwürdigen Währungsunion erschüttern könnte. So könnte die Gefahr einer fiskalischen Dominanz aufkommen, bei der die Geldpolitik unter Druck gerate, von Zinserhöhungen abzusehen, auch wenn dies zur Erfüllung des geldpolitischen Mandats geboten wäre. Ebenso könnten mit einem wachsenden Portfolio an Wertpapieren des öffentlichen Sektors in der Bilanz des Eurosystems auch steigende finanzielle Risiken einhergehen, die in adversen Szenarien künftig die Wirksamkeit der Geldpolitik mindern könnten. Aus diesen Gründen wurde es als unerlässlich erachtet, Sicherheitsmechanismen in die Ausgestaltung der Wertpapierkäufe des Eurosystems einzubinden, insbesondere einen Limitrahmen und den Kapitalschlüssel als Bezugsgröße, um dem Risiko zu begegnen, dass die Geldpolitik ins Fahrwasser der Finanzpolitik der Länder gerate. Dementsprechend sollte es sich dabei um Leitprinzipien handeln. Des Weiteren wurde angemerkt, dass der EZB-Rat in einigen Situationen, in denen fehlgeleitete finanz- und strukturpolitische Maßnahmen die geldpolitische Transmission und das Erreichen des Preisstabilitätsziels der EZB gefährdeten, auch über andere Instrumente verfüge, die im Zusammenspiel mit einem Anpassungsprogramm des Europäischen Stabilitätsmechanismus aktiviert werden könnten.

Insgesamt bestand dahingehend **weitreichende** Einigkeit unter den Sitzungsteilnehmern, dass die Vor- und Nachteile der Wertpapierankäufe zwar unterschiedlich gewichtet werden könnten, dass die positiven Auswirkungen auf die Wirtschaft im Streben nach Preisstabilität die negativen Effekte bislang aber klar übertrafen hätten. Allerdings, so wurde hinzugefügt, sei nicht auszuschließen, dass unerwünschte Effekte im Zeitverlauf zunehmen und letztlich die insgesamt positiven Effekte übersteigen könnten. Daher wurde es als wichtig erachtet, die Wirksamkeit und Effizienz der geldpolitischen Maßnahmen, ihre Transmissionskanäle sowie Kosten und Nutzen laufend zu bewerten. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass alle expansiven geldpolitischen Instrumente zu einem Niedrigzinsumfeld beitragen. Deshalb seien die mit niedrigen Zinsen einhergehenden Nebenwirkungen kein spezifisches Merkmal von Wertpapierkäufen wie beispielsweise im Rahmen des PSPP oder des PEPP, sondern ein Faktor, der alle zu einem Niedrigzinsumfeld beitragenden geldpolitischen Instrumente betreffe.

Also keine Einigkeit

#### *Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation*

Mit Blick auf die Kommunikation zu den Ergebnissen der Sitzung des EZB-Rats waren die Ratsmitglieder **weitgehend** mit den von Herrn Lane eingangs unterbreiteten Vorschlägen einverstanden.

Die Ratsmitglieder stimmten zudem darin überein, in der Kommunikation zu unterstreichen, dass zwei wesentliche Faktoren weitere geldpolitische Maßnahmen erforderlich machten. Erstens die pandemiebedingte Abwärtskorrektur der Inflationsaussichten, die auf niedrigere Energiepreise und die deutliche Zunahme der wirtschaftlichen Unterauslastung zurückzuführen sei und eine Gefährdung des mittelfristigen Preisstabilitätsziels des EZB-Rats darstelle. Und zweitens **die unerwünschte Verschärfung der Finanzierungsbedingungen in einem wirtschaftlichen Umfeld, das vielmehr eine Lockerung der Finanzierungsbedingungen** erfordere. Dementsprechend sei zu betonen, dass zusätzliche geldpolitische Maßnahmen erforderlich seien, um das

???

notwendige Maß an geldpolitischer Akkommodierung und eine reibungslose Transmission der Geldpolitik über Sektoren und Länder hinweg zu gewährleisten, sodass eine rasche Erholung der Konjunktur auf das Niveau vor der Corona-Krise unterstützt und die mittelfristige Preisstabilität sichergestellt werden könnten.

Vor diesem Hintergrund sei die Neukalibrierung des PEPP die am besten geeignete Maßnahme, da die Erweiterung des Umfangs des PEPP und die Ausdehnung seines Zeithorizonts am wirkungsvollsten seien, um den allgemeinen geldpolitischen Kurs weiter zu lockern, günstige Finanzierungsbedingungen für die Realwirtschaft zu wahren und als Reaktion auf den pandemiebedingten Schock auf die Wirtschaft im Euroraum und die Inflationsentwicklung vorübergehende Unterstützung zu bieten. Ferner müsse hervorgehoben werden, dass die flexible Durchführung der Käufe im Zeitverlauf über Anlageklassen und Länder hinweg es dem EZB-Rat ermögliche, Risiken für die reibungslose Transmission der Geldpolitik wirksam abzuwehren.

Die Ratsmitglieder stimmten mehrheitlich darin überein, abermals darauf hinzuweisen, dass der EZB-Rat im Rahmen seines Mandats alles Erforderliche tun werde und weiterhin bereit sei, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate auf nachhaltige Weise seinem Inflationsziel annähere. Dies schließe zwar die Möglichkeit einer weiteren Anpassung von Volumen und Zusammensetzung des PEPP ein, doch müsse hervorgehoben werden, dass der EZB-Rat bereit sei, sein gesamtes Instrumentarium, einschließlich der GLRGs, der Leitzinsen und der Forward Guidance, anzupassen. Schließlich müsse betont werden, dass sich Geld- und Fiskalpolitik in der aktuellen Situation zunehmend ergänzten. Die zusätzlichen geldpolitischen Impulse gingen Hand in Hand mit den Maßnahmen der Regierungen des Euroraums und der europäischen Institutionen, um ausreichende Ressourcen im Gesundheitswesen sicherzustellen und betroffene Unternehmen, Arbeitskräfte und private Haushalte zu unterstützen. Zugleich wurden weitere kräftige und zeitnahe Anstrengungen gefordert, um die Erholung vorzubereiten und zu unterstützen. Daher begrüßte der EZB-Rat nachdrücklich den Vorschlag der Europäischen Kommission zur Einrichtung eines Aufbauplans, um die von der Pandemie am stärksten betroffenen Regionen und Sektoren zu unterstützen, den einheitlichen Binnenmarkt zu stärken und eine dauerhafte und erfolgreiche Erholung herbeizuführen.

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

- (1) Der Umfang des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) werde um 600 Mrd € auf insgesamt 1 350 Mrd € erweitert. Als Reaktion auf die pandemiebedingte Abwärtskorrektur der Inflation über den Projektionszeitraum hinweg werde die Ausweitung des PEPP für eine weitere Lockerung des allgemeinen geldpolitischen Kurses sorgen und so die Finanzierungsbedingungen in der Realwirtschaft, insbesondere für Unternehmen und private Haushalte, unterstützen. Die Ankäufe würden auch weiterhin flexibel über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg durchgeführt. Dies ermögliche es dem EZB-Rat, Risiken für die reibungslose Transmission der Geldpolitik wirksam abzuwehren.
- (2) Der Zeithorizont für die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP werde bis mindestens Ende Juni 2021 verlängert. Der EZB-Rat werde die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP in jedem Fall durchführen, bis die Phase der Coronavirus-Krise seiner Einschätzung nach überstanden sei.

- (3) Die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere würden mindestens bis Ende 2022 bei Fälligkeit wieder angelegt. Das zukünftige Auslaufen des PEPP-Portfolios werde in jedem Fall so gesteuert, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden werde.
- (4) Darüber hinaus würden die Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) im Umfang von monatlich 20 Mrd € zusammen mit den Ankäufen im Zuge des zusätzlichen vorübergehenden Rahmens in Höhe von 120 Mrd € bis zum Ende des Jahres fortgesetzt. Der EZB-Rat gehe weiterhin davon aus, dass die monatlichen Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP so lange fortgesetzt würden, wie dies für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung seiner Leitzinsen erforderlich sei, und dass sie beendet würden, kurz bevor er mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen beginne.
- (5) Die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere würden weiterhin bei Fälligkeit für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem der EZB-Rat mit der Erhöhung der Leitzinsen beginne, vollumfänglich wieder angelegt und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.
- (6) Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität würden unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. –0,50 % belassen. Der EZB-Rat gehe davon aus, dass die EZB-Leitzinsen so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben würden, 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.

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

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

Einleitende Bemerkungen

[Einleitende Bemerkungen zur Pressekonferenz vom 4. Juni 2020](#)

Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse](#)

## **Sitzung des EZB-Rats, 3.-4. Juni 2020**

### **Mitglieder**

Frau Lagarde, Präsidentin

Herr de Guindos, Vizepräsident

Herr Costa\*

Herr Hernández de Cos\*

Herr Herodotou

Herr Holzmann

Herr Kazāks

Herr Kažimír\*

Herr Knot

Herr Lane

Herr Makhlouf

Herr Mersch

Herr Müller

Herr Panetta

Herr Rehn

Herr Reinesch

Frau Schnabel

Herr Stourmaras

Herr Vasiliauskas

Herr Vasle\*

Herr Vella

Herr Villeroy de Galhau

Herr Visco

Herr Weidmann

Herr Wunsch

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

### **Sonstige Teilnehmende**

Herr Dombrovskis, Vizepräsident der EU-Kommission\*\*

Frau Senkovic, Sekretärin, Generaldirektorin Sekretariat

Herr Smets, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Volkswirtschaft

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

\*\* Nach Artikel 284 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union.

**Begleitpersonen**

Herr Alves

Herr Arce

Herr Aucremanne

Herr Bradeško

Frau Buch

Herr Demarco

Frau Donnery

Herr Gaiotti

Frau Goulard

Herr Haber

Herr Kaasik

Herr Kuodis

Herr Kyriacou

Herr Lünnemann

Herr Odór

Herr Rutkaste

Herr Sleijpen

Herr Tavlás

Herr Välimäki

**Sonstige Beschäftigte der EZB**

Frau Graeff, Generaldirektorin Kommunikation

Herr Straub, Berater der Präsidentin

Frau Rahmouni-Rousseau, Generaldirektorin Finanzmarktoperationen

Herr Sousa, Stellvertretender Generaldirektor Volkswirtschaft

Herr Rostagno, Generaldirektor Geldpolitik

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 20. August 2020, vorgesehen.

**Europäische Zentralbank**

Generaldirektion Kommunikation

Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland

Tel.: +49 69 1344 7455, E-Mail: [media@ecb.europa.eu](mailto:media@ecb.europa.eu)

Internet: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

*Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.*