

22. Mai 2020

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

am Mittwoch und Donnerstag, 29.-30. April 2020  
in Frankfurt am Main

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

Übersetzung: Deutsche Bundesbank

**In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.**

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

### *Finanzmarktentwicklungen*

Frau Schnabel gab folgenden Überblick über die Entwicklungen an den Finanzmärkten in der Zeit nach der letzten regulären geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 11.-12. März 2020:

Wenngleich die allgemeine Risikoaversion nachgelassen habe und die Marktliquidität allmählich zunehme, wiesen die Finanzmärkte weiterhin Anzeichen von Fragilität auf, was vor allem vier wichtige Bereiche betreffe.

Erstens hätten sich die Renditeabstände der meisten Staatsanleihen im Euroraum – unabhängig von ihrer Bonitätseinstufung – im Verhältnis zu deutschen Benchmark-Anleihen ausgeweitet. In einigen Ländern seien die Anleihespreads vorübergehend wieder auf das vor der Ankündigung des neuen Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) verzeichnete Niveau gestiegen oder hätten es sogar überschritten. Ausschlaggebend hierfür seien der erwartete höhere Emissionsbedarf und eine große Unsicherheit über die wirtschaftlichen und finanziellen Auswirkungen der Krise gewesen. Es gebe auch Hinweise darauf, dass die Liquiditätsprämien den aus dem gestiegenen Emissionsbedarf resultierenden Aufwärtsdruck auf die Laufzeitprämien verstärkt haben könnten. Die Geld-Brief-Spannen lägen in vielen Staaten nach wie vor deutlich über ihrem normalen Niveau.

Vor diesem Hintergrund gebe es Anhaltspunkte dafür, dass sich das PEPP auch über den anfänglichen Ankündigungseffekt hinaus als wichtiger Stabilitätsanker für die Anleihemärkte des Euroraums etabliert habe. Bei Staatsanleihe-Auktionen sei eine große Nachfrage der Anleger zu verzeichnen gewesen, wobei das Verhältnis zwischen abgegebenen und zugeteilten Geboten zeitweise auf historische Werte gestiegen sei. Auch wenn die Renditeaufschläge bei einigen Emissionen beträchtlich gewesen seien, würden die Käufe des Eurosystems dabei helfen, die reibungslose Transmission der Geldpolitik überall im Euroraum zu gewährleisten.

Zweitens habe das PEPP zwar zu einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen und zur Ankurbelung der Emissionstätigkeit beigetragen, doch die Besorgnis hinsichtlich der Aussichten für die Ertragslage der Unternehmen lasse darauf schließen, dass die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und Banken weiterhin angespannter seien als vor Ausbruch der Coronavirus-Pandemie (Covid-19-Pandemie). Bei Emittenten mit einem Investment-Grade-Rating seien die Spreads derzeit etwa doppelt so hoch wie vor der Krise, worin sich zum Teil die Erwartung einer beträchtlichen Zunahme von Ratingherabstufungen widerspiegele. Die Zahl der Anleihen, die von einem Investment-Grade-Rating deutlich herabgestuft worden seien (sogenannte „Fallen Angel Bonds“), steige, und auch die Herabstufungen von Emittenten im Hochzinssegment hätten bereits erheblich zugenommen. Die Ausfallraten von Unternehmen könnten sich in den nächsten zwölf Monaten spürbar erhöhen.

Drittens gebe es Anzeichen dafür, dass die nach wie vor hohe Unsicherheit über die Konjunkturaussichten weiterhin ein Risiko für die aktuellen Bewertungen darstelle, wenngleich die internationalen Aktienmärkte die

Ende Februar und Anfang März 2020 verzeichneten Kursverluste teilweise wieder wettgemacht hätten. Beispielsweise sei der Euro STOXX 50 seit der Ankündigung des PEPP um mehr als 20 % gestiegen. Während sich die Erwartungen für das kurzfristige Gewinnwachstum der kommenden zwölf Monate erheblich verringert hätten, seien die längerfristigen Gewinnerwartungen bislang unerwartet robust geblieben. Entweder seien die Anleger hinsichtlich der langfristigen Auswirkungen der Krise optimistisch und erwarteten eine V-förmige Erholung ohne dauerhafte Beeinträchtigung des Wachstums oder es falle ihnen schwer, den Einfluss der Covid-19-Pandemie auf Wachstum und Gewinne einzuschätzen. Die Höhe des an den Märkten eingepreisten Risikos eines seltenen, aber äußerst verlustreichen Randereignisses (Tail-Risiko), die sich aus Optionspreisen ableiten lasse, deute darauf hin, dass die zweite Hypothese nicht ausgeschlossen werden könne. Zugleich seien die Anleger weniger zuversichtlich, was die Gewinnaussichten der Banken betreffe. Der Euro STOXX Banks sei insgesamt um rund 50 % gesunken, wobei es hinsichtlich der Größenordnung der Kursverluste von Bankaktien aus dem Euroraum und solchen aus den Vereinigten Staaten kaum Unterschiede gebe.

Viertens sei es an den unbesicherten Geldmärkten zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen gekommen. Dies lasse sich in den letzten Wochen an der Ausweitung des Abstands zwischen dem Dreimonats-EURIBOR und dem OIS-Satz ablesen, der vor Kurzem den höchsten Stand seit 2012 erreicht habe. Diese Entwicklung dürfte zumindest teilweise auf die noch immer vorhandenen Spannungen am Commercial-Paper-Markt zurückzuführen sein. Neuemissionen von Commercial Paper habe es weiterhin nur im Bereich der kürzesten Laufzeiten gegeben, da sich einige traditionelle Anleger, vor allem Geldmarktfonds und Unternehmen, aufgrund der sich verschlechternden Liquiditätsslage zurückgezogen hätten.

Im Zusammenwirken mit dem Maßnahmenpaket zur Lockerung der Kriterien für Sicherheiten sorgten die aktuellen und die künftigen liquiditätszuführenden Geschäfte des Eurosystems angesichts der höheren marktbasierenden Finanzierungskosten jedoch für eine unmittelbare Entlastung. Damit würden die geldpolitische Transmission sichergestellt und der Bankkreditkanal offengehalten. Vor diesem Hintergrund sei die neue Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) für einen Großteil des Bankensektors im Eurogebiet äußerst attraktiv. So hätten sich die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Mittelaufnahme in den vergangenen Wochen auf insgesamt rund 1,1 Billionen € verdoppelt. Gleichzeitig hätten die Erwartungen weiterer Anpassungen der Leitzinsen der EZB abgenommen, da sich die OIS-Terminkurve deutlich nach oben verlagert habe. Die marktbasierenden Messgrößen der Zinserwartungen stünden im Einklang mit Umfrageergebnissen und deuteten darauf hin, dass es keine nennenswerten Erwartungen bezüglich weiterer Senkungen des Zinssatzes für die Einlagefazilität gebe.

#### *Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet*

Herr Lane gab folgenden Überblick über das internationale Umfeld sowie die jüngsten wirtschaftlichen und monetären Entwicklungen im Euroraum:

Was das außenwirtschaftliche Umfeld betreffe, so lasse sich aus den Umfragedaten ein starker und tief greifender Konjunkturabschwung ablesen. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) lege einen Einbruch der Weltwirtschaft in der ersten Jahreshälfte 2020 nahe, der noch ausgeprägter ausfallen dürfte als am konjunkturellen Tiefpunkt der letzten Finanzkrise. Der globale EMI für die Produktion im verarbeitenden

Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) sei merklich von 52 Punkten im Januar auf 45 Zähler im Februar und weiter auf 41 Punkte im März gefallen; dabei sei die Dienstleistungsbranche stärker betroffen gewesen als das verarbeitende Gewerbe. Aufgrund von Unterbrechungen der Lieferketten und eines massiven Nachfrageschocks habe sich der Welthandel Schätzungen zufolge erheblich verringert. Dies komme beispielsweise im spürbaren Rückgang des EMI für den Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe zum Ausdruck. Produktionsstörungen hätten sich ausgebreitet und dürften den internationalen Handel noch geraume Zeit weiter belasten.

Vor dem Hintergrund erheblicher Volatilität seien die globalen Finanzierungsbedingungen in den Industrieländern seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 11.-12. März weitgehend unverändert geblieben, hätten sich verglichen mit Mitte Februar, als sich das Coronavirus weltweit verbreitet habe, jedoch deutlich verschärft. Seit der Ratssitzung seien die Ölpreise um etwa 50 % gesunken und lägen nun auf einem Stand von unter 20 USD je Barrel. Zurückzuführen sei dies in erster Linie auf den abrupten Nachfrageeinbruch aufgrund der Corona-Pandemie. Der Euro habe sich gegenüber dem US-Dollar merklich abgeschwächt. In nominaler effektiver Rechnung habe er seit der EZB-Ratssitzung am 11.-12. März jedoch nur geringfügig an Wert verloren.

Mit Blick auf das Euro-Währungsgebiet zeigten die jüngsten Konjunkturindikatoren und Umfrageergebnisse für den Zeitraum seit der Ausbreitung des Coronavirus im Eurogebiet einen noch nie da gewesenen Rückgang, der auf einen Konjunkturreinbruch und eine sich rapide verschlechternde Lage an den Arbeitsmärkten hindeute. Die Coronavirus-Pandemie und die damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen hätten das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor massiv beeinträchtigt und die Produktionskapazität der Wirtschaft im Euroraum sowie die Binnennachfrage in Mitleidenschaft gezogen. Im ersten Vierteljahr 2020, das nur teilweise von der Ausbreitung des Coronavirus betroffen gewesen sei, habe sich das reale BIP des Eurogebiets im Vergleich zum Vorquartal um 3,8 % verringert. Der Rückgang sei den Auswirkungen der Lockdown-Maßnahmen in den letzten Wochen des Quartals geschuldet. Der starke Konjunkturabschwung im April lasse darauf schließen, dass die Auswirkungen im zweiten Jahresviertel noch gravierender sein dürften. Lasse man die unmittelbaren Verwerfungen durch die Corona-Pandemie außer Acht, so dürfte das Wachstum im Euroraum mit der allmählichen Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen – getragen von günstigen Finanzierungsbedingungen, dem finanzpolitischen Kurs im Eurogebiet und einer Erholung der Weltwirtschaft – wieder Fahrt aufnehmen.

Angesichts der hohen Unsicherheit hinsichtlich der Pandemie-Entwicklung ließen sich das wahrscheinliche Ausmaß und die Dauer der bevorstehenden Rezession sowie des sich anschließenden Aufschwungs nur sehr schwer vorhersagen. Ohne den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2020 vorzugreifen, könnte aber das BIP im Euroraum den von Experten der EZB erstellten Wachstumsszenarios zufolge in diesem Jahr um 5 % bis 12 % zurückgehen. In den Folgejahren dürfte es zu einer Belebung und Normalisierung des Wachstums kommen. Das Ausmaß des Abschwungs und der Erholung werde entscheidend von der Dauer und vom Erfolg der Eindämmungsmaßnahmen abhängen. Von zentraler Bedeutung werde auch sein, inwieweit Angebotskapazitäten und die Binnennachfrage dauerhaft beeinträchtigt seien und wie erfolgreich die Maßnahmen sein würden, die die negativen Auswirkungen auf Einkommen und Beschäftigung abfedern sollten.

In Bezug auf die Preisentwicklung im Euroraum zeige sich, dass die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI von 0,7 % im März auf 0,4 % im April gesunken sei, was vor allem einem geringeren Preisauftrieb bei Energie, aber auch einer etwas niedrigeren HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel geschuldet gewesen sei. Ausgehend vom Einbruch der aktuellen Preise und der Terminpreise für Öl dürfte die Gesamtinflation in den kommenden Monaten weiterhin erheblich zurückgehen und etwa im Juni die Talsohle durchschreiten. Es sei davon auszugehen, dass sich der starke Konjunkturabschwung dämpfend auf die zugrunde liegende Inflation auswirke. Die mittelfristigen Folgen der Corona-Pandemie für die Inflation seien indessen mit hoher Unsicherheit behaftet, da der Abwärtsdruck, der sich aus einer schwächeren Nachfrage ergebe, durch den Aufwärtsdruck, der mit einer dauerhafteren Beeinträchtigung der Angebotsseite einhergehe, teilweise ausgeglichen werden könne.

Die marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen lägen nach wie vor auf einem sehr niedrigen Niveau. Während die umfragebasierten Indikatoren der kurz- und mittelfristigen Inflationserwartungen nachgegeben hätten, seien jene der längerfristigen Inflationserwartungen weniger stark beeinträchtigt worden.

Was die Finanzierungsbedingungen im Euroraum betreffe, so habe sich die EONIA-Terminzinskurve am kurzen Ende seit dem 21. Februar, als die Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten vor dem Hintergrund der weltweiten Ausbreitung des Coronavirus begonnen hätten, weitgehend unverändert gezeigt. Insgesamt seien die langfristigen risikofreien Zinssätze im Euro-Währungsgebiet somit seitdem im Großen und Ganzen stabil geblieben. Die Aktienkurse hätten nach der globalen Ausbreitung des Coronavirus deutlich nachgegeben, auch wenn sich die Stimmung zuletzt ein wenig aufgehellt habe. Was die Finanzierungsbedingungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften angehe, hätten die Finanzierungskosten in begrenztem Umfang angezogen. Zudem hätten sich Bedenken über die Verfügbarkeit externer Finanzierungsmittel gezeigt.

Was die Geldmengen- und Kreditentwicklung anbelange, so habe sich das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 von 5,5 % im Februar auf 7,5 % im März 2020 erhöht. Das Wachstum spiegele die Bankkreditvergabe an den privaten Sektor, die weitgehend durch die Inanspruchnahme von Kreditlinien getragen werde, und die geringen Opportunitätskosten für das Halten von Komponenten der Geldmenge M3 im Vergleich zu anderen Finanzinstrumenten wider. Gleichzeitig scheine die erhöhte wirtschaftliche Unsicherheit, wahrscheinlich aus Vorsichtsgründen, zu einer Umschichtung in monetäre Anlagen geführt zu haben. 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.

Auch die Entwicklung der Kredite an den privaten Sektor sei von den Auswirkungen der Corona-Krise geprägt gewesen. So habe sich die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte im März 2020 auf 3,4 % belaufen (nach 3,7 % im Februar), während die Jahreswachstumsrate der an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften vergebenen Buchkredite im März bei 5,4 % gelegen habe (nach 3,0 % im Februar). Diese Entwicklungen zeigten sich auch deutlich in den Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für das erste Quartal 2020; demnach sei die Nachfrage nach Unternehmenskrediten und nach der Inanspruchnahme von Kreditlinien zur Deckung des Liquiditätsbedarfs für das Betriebskapital gestiegen, während sich der Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen verringert habe. Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten an private Haushalte habe weniger stark zugenommen als im Vorquartal. Die

Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite hätten sich leicht und jene für Kredite an private Haushalte stärker verschärft. In beiden Fällen habe dies im Zusammenhang mit der Eintrübung der Konjunkturaussichten und einer sinkenden Bonität von Unternehmen und privaten Haushalten gestanden. Gleichzeitig erwarteten die Banken, dass die Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite im zweiten Quartal 2020 gelockert würden.

Der finanzpolitische Kurs im Eurogebiet sei der Einschätzung nach mittlerweile stark expansiv, da die Euro-Länder erhebliche fiskalische Maßnahmen angekündigt hätten, um die wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie abzufedern. Transferleistungen an Unternehmen und Privathaushalte machten den größten Teil der Maßnahmenpakete aus.

### *Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen*

Zusammenfassend stellte Herr Lane fest, dass die Volkswirtschaften sowohl in Europa als auch weltweit derzeit einen außerordentlichen und schweren Konjunkturerbruch erlebten. Staatliche Maßnahmen in Bezug auf den Gesundheitsschutz zur Eindämmung des Coronavirus hätten auf globaler Ebene zu einem Stillstand vieler wirtschaftlicher Aktivitäten geführt. Die Einschätzung der wahrscheinlichsten wirtschaftlichen Entwicklungen sei wegen der ungewöhnlich hohen Unsicherheit schwieriger gewesen als sonst. Eine Szenarioanalyse sei der beste Ansatz, und die Analysen der Experten der EZB deuteten darauf hin, dass selbst eine tiefe Rezession von etwa 5 % im Jahr 2020 zurzeit ein günstiges Ergebnis darzustellen scheine. Ungünstigere Szenarios gingen hingegen von einer Kontraktion von bis zu 12 % des BIP aus. Zugleich könne der EZB-Rat im Zuge der allmählichen Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen von einer deutlichen konjunkturellen Belebung ausgehen, wenngleich deren Geschwindigkeit und Umfang weiterhin sehr unsicher seien.

Durch die Unsicherheit hinsichtlich der Dauer der Pandemie und der wirtschaftlichen Folgen der Eindämmungsmaßnahmen sei es zu turbulenten Entwicklungen an den Finanzmärkten gekommen. In allen Vermögenskategorien habe eine starke Neubewertung der Risiken stattgefunden. Zudem hätten sich die Finanzierungsbedingungen allgemein verschärft. Indessen zeigten die Ergebnisse der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet, dass die Banken ihre Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten unter dem Strich nur sehr geringfügig verschärft hätten. Die Verschärfung falle deutlich gemäßiger aus als während der Finanz- und Staatsschuldenkrise von 2008 bis 2012. Dies sei ein Indiz dafür, dass die Maßnahmen der EZB – zusammen mit den in vielen Ländern angekündigten staatlichen Kreditgarantien und sonstigen Maßnahmen zur Unterstützung der Unternehmen und privaten Haushalte – die bankbasierten Kreditströme bislang weitgehend abgeschirmt hätten.

Die Inflation habe sich aufgrund des starken Ölpreisrückgangs und der nachlassenden Teuerung im Dienstleistungssektor verringert. Die marktbasierenden Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen seien zunächst auf neue historische Tiefstände gefallen und anschließend auf einem sehr niedrigen Niveau geblieben. Die umfragebasierten Messgrößen der kurz- und mittelfristigen Inflationserwartungen seien ebenfalls gesunken, wohingegen die entsprechenden Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen stabil geblieben seien.

Die Geldpolitik könne zwar nicht vorhersehen, wann genau sich die Wirtschaft wieder öffnen werde, sie könne aber dafür sorgen, dass – einhergehend mit der Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen – alle für eine

Erholung erforderlichen Voraussetzungen gegeben seien. Die geldpolitischen Maßnahmen hätten insbesondere dazu beigetragen, die Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen (vor allem kleine und mittlere Unternehmen) zu stützen und günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten, die allen Sektoren und Ländern zugutekämen.

Angesichts der ernststen Risiken, die sich aus der Coronavirus-Pandemie für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus und die Aussichten des Euroraums ergäben, sei neben den Maßnahmen des EZB-Rats zur Kreditlockerung auch die erfolgreiche Umsetzung des PEPP – einschließlich seiner Flexibilität in Bezug auf die Ankäufe in den einzelnen Ländern während der Laufzeit des Programms – entscheidend für die Sicherstellung der günstigen Finanzierungsbedingungen, die zur Stützung der Wirtschaft erforderlich seien.

Die sich rasch verändernde Lage müsse in einer Anpassung des geldpolitischen Kurses des EZB-Rats zum Ausdruck kommen. Sowohl das Ausmaß als auch die Tail-Risiken der aktuellen makrofinanziellen Krise hätten nach Einschätzung der Ratsmitglieder seit den geldpolitischen Sitzungen am 11.-12. März und 18. März 2020 erheblich zugenommen.

Das GLRG-III-Programm ergänze den akkommodierenden Effekt der übrigen geldpolitischen Maßnahmen der EZB, insbesondere der Programme zum Ankauf von Vermögenswerten. Die GLRG III stützten den bankbasierten Transmissionskanal, indem die mit den Negativzinsen einhergehende geldpolitische Lockerung an jene Sektoren weitergegeben werde, die auf einen Zugang zu Bankkrediten angewiesen seien. Dementsprechend schlug Herr Lane im Zuge der Finalisierung der überarbeiteten Ausgestaltung des GLRG-III-Programms vor, die Preisgestaltung dieser Geschäfte neu zu justieren. So werde der Zinssatz für GLRG-III-Geschäfte von Juni 2020 bis Juni 2021 auf 50 Basispunkte unter den durchschnittlichen Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems im gleichen Zeitraum gesenkt. Darüber hinaus werde der Zinssatz für Geschäftspartner, deren anrechenbare Nettokreditvergabe den Schwellenwert für das Wachstum der Kreditvergabe erreiche, von Juni 2020 bis Juni 2021 auf 50 Basispunkte unter den durchschnittlichen Zinssatz für die Einlagefazilität im gleichen Zeitraum herabgesetzt.

Herr Lane schlug außerdem vor, eine neue Reihe nicht gezielter längerfristiger Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations – PELTROs) aufzulegen, um die Liquiditätsbedingungen im Finanzsystem des Euro-Währungsgebiets zu unterstützen und dazu beizutragen, das reibungslose Funktionieren der Geldmärkte aufrechtzuerhalten, indem eine wirksame Absicherung gegen Liquiditätsengpässe bereitgestellt werde. Bei den PELTROs würde es sich um sieben zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte mit Beginn im Mai 2020 und gestaffeltem Laufzeitende zwischen Juli 2021 und September 2021 (im Einklang mit der Dauer der Maßnahmen zur Lockerung der Kriterien für Sicherheiten) handeln. Die PELTROs würden als Mengentender mit Vollzuteilung durchgeführt. Der Zinssatz werde 25 Basispunkte unter dem während der Laufzeit des jeweiligen PELTRO geltenden durchschnittlichen Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems liegen.

In Verbindung mit den bereits bestehenden erheblichen geldpolitischen Impulsen würden diese Maßnahmen die Liquiditäts- und Finanzierungsbedingungen unterstützen und dazu beitragen, die reibungslose Kreditvergabe an die Realwirtschaft aufrechtzuerhalten.

Zugleich müsse der EZB-Rat jede seiner Maßnahmen – sowohl einzeln als auch im Paket betrachtet – kontinuierlich bewerten, um zu beurteilen, ob sie im Hinblick auf ihre Kalibrierung und ihren Umfang nach wie vor angemessen seien, damit sie in dieser Zeit der wirtschaftlichen Unsicherheit den erforderlichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung bieten könnten. Bis zur Sitzung im Juni würden weitere Daten vorliegen, darunter die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems. Der EZB-Rat müsse dann in der Lage und bereit sein, das PEPP und möglicherweise andere Instrumente anzupassen, sofern er feststelle, dass die stimulierende Wirkung nicht das notwendige Maß erreiche.

Mit Blick auf die Kommunikation solle der EZB-Rat anerkennen, dass die verfügbaren Indikatoren auf eine sehr erhebliche Verringerung der Wirtschaftstätigkeit im Jahr 2020 hindeuteten, die davon abhängen, für wie lange die Eindämmungsmaßnahmen aufrechterhalten würden und inwieweit sich die Beeinträchtigung der Angebotskapazitäten und der Binnennachfrage als eher dauerhaft erweise, sowie davon, wie erfolgreich die negativen Auswirkungen auf Einkommen und Beschäftigung durch das Zusammenwirken finanzpolitischer, geldpolitischer und aufsichtlicher Maßnahmen abgefedert werden könnten. Es sei zu betonen, dass die Mitte März ergriffenen entschlossenen Politikmaßnahmen effektiv gewesen seien, um die Wirtschaft im Euroraum maßgeblich zu unterstützen, und dass der EZB-Rat vor dem Hintergrund des sich derzeit rasch wandelnden wirtschaftlichen Umfelds alles Erforderliche innerhalb seines Mandats tun werde, um den Bürgerinnen und Bürgern im Euroraum in dieser äußerst schwierigen Zeit zu helfen. Er sei voll und ganz bereit, alle seine Maßnahmen gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate auf nachhaltige Weise dem Inflationsziel annähere. Insbesondere solle der EZB-Rat seine uneingeschränkte Bereitschaft signalisieren, das PEPP im notwendigen Umfang und für so lange wie erforderlich aufzustocken und seine Zusammensetzung anzupassen. Zu begrüßen seien schließlich auch die Maßnahmen, die von den Regierungen der Länder des Euroraums und von den europäischen Institutionen ergriffen worden seien, um ausreichende Ressourcen im Gesundheitswesen zu gewährleisten und betroffene Unternehmen, Beschäftigte und private Haushalte zu unterstützen. Gleichzeitig gelte es, erneut zu betonen, dass anhaltende und ehrgeizige Anstrengungen erforderlich seien, insbesondere durch gemeinsame und koordinierte Maßnahmen, um Abwärtsrisiken entgegenzuwirken und die Erholung zu stützen.

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

### *Wirtschaftliche und monetäre Analyse*

Mit Blick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Mitglieder des EZB-Rats weitgehend die von Herrn Lane in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der aktuellen wirtschaftlichen Lage im Euro-Währungsgebiet und der Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung. Die Mitglieder waren sich darin einig, dass die Daten, die seit den geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats am 11.-12. März und 18. März 2020 verfügbar geworden seien, eine bessere Beurteilung der Auswirkungen der Krise auf die Wirtschaft des Euroraums ermöglichten. In der Diskussion wurden insbesondere die BIP-Daten einer Reihe von Ländern für das erste Quartal 2020 angesprochen, die kurz zuvor zusammen mit den Zahlen für den Euroraum veröffentlicht worden waren. Darüber hinaus hätten sich die umfragebasierten Indikatoren für den Euroraum, die sowohl Unternehmen als

auch Verbraucher abdeckten, im März und April deutlich verschlechtert und lägen mittlerweile auf einem sehr niedrigen Niveau. Es sei nun offensichtlich, dass die Wirtschaft des Euroraums auf einen in der jüngeren Geschichte beispiellosen Konjunkturabschwung zusteure. Dies zeige ein Vergleich der von Experten der EZB in ihren Projektionen vom März 2020 entwickelten Szenarios zum Wirtschaftswachstum im Falle einer Verschärfung der Krise mit den unterschiedlichen Szenarios der EZB-Experten, die auf der aktuellen Sitzung vorgestellt worden seien. Es liege auf der Hand, dass die von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2020 eine deutliche Abwärtskorrektur der EZB-Stabsprojektionen vom März 2020 enthalten würden und dass sich die aktuelle Situation als disruptiver erweisen könnte als die globale Finanzkrise. Es wurde angeführt, dass die gegenwärtige Situation durch Knightsche oder „radikale“ Unsicherheit gekennzeichnet sei, die nicht quantifizierbare Risiken impliziere.

Vor diesem Hintergrund wurde es angesichts der Umstände, in denen die Aussichten für das Eurogebiet mit außergewöhnlicher Unsicherheit behaftet seien, als gerechtfertigt erachtet, sich auf eine Reihe von Szenarios zu stützen. Die Ratsmitglieder würdigten die Szenarioanalyse der EZB-Experten, äußerten jedoch auch einige Bedenken, dass die Szenarios rasch überholt sein könnten, wenn man die sich wandelnden Gegebenheiten berücksichtige. Obwohl unterschiedliche Ansichten zu den Szenarios geäußert wurden, war der allgemeine Tenor, dass das „milde“ der drei vorgestellten Szenarios vermutlich schon zu optimistisch sei.

Zwar herrschte Einigkeit darüber, dass der Wirtschaftsausblick in der laufenden Projektionsrunde gegenüber den EZB-Projektionen vom März massiv nach unten korrigiert werden müsse, es dürfe jedoch nicht verkannt werden, dass das Ausmaß und die Dauer der Corona-Pandemie nicht vorherzusehen seien. Zudem sei die aktuelle Krise, die die Wirtschaft von außen getroffen habe, ganz anders als frühere Krisen. Je länger die Lockdown-Maßnahmen in Kraft seien, desto gravierender wären die Auswirkungen auf die Wirtschaftsentwicklung und die Preise. Gleichzeitig wurde betont, dass die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie noch geraume Zeit nach Eindämmung des Virus anhalten würden. Denn der Nachfragerückgang aufgrund von Vorsichtsmotiven oder Einkommensverlusten werde die Konjunktur erwartungsgemäß belasten, wodurch sich die Wirtschaft nur langsam erholen werde. Es wurde darauf hingewiesen, dass das Vorsichtssparen bereits zunehme. Sollten die Verbraucher nach der Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen nicht rasch wieder Vertrauen fassen, bestehe das Risiko, dass die Nachfrage gedämpft bleibe. Es sei auch zu erwarten, dass die Eindämmungsmaßnahmen noch für einige Zeit fortbeständen, zumindest bis ein Impfstoff verfügbar sei. Die Unsicherheit könne auch das Investitionsverhalten negativ beeinflussen. Da sich die Nachfrage voraussichtlich nur langsam erholen werde, könne eine zügige V-förmige Erholung vermutlich bereits jetzt ausgeschlossen werden.

Zugleich wurde angemerkt, dass es für die Schlussfolgerung, das „schwere“ Szenario der EZB-Experten sei am wahrscheinlichsten, noch zu früh sei. Es wurde betont, dass die Aussichten für die Erholung und deren Stärke entscheidend vom Handeln der EU-Mitgliedstaaten und der Europäischen Union sowie der Stärke der politischen Reaktion insgesamt abhingen. Es sei zudem schwierig vorherzusagen, in welchem Ausmaß Unternehmegergeist und innovatives Denken darüber, wie Geschäfte in diesem neuen Umfeld geführt werden können, zutage treten würden. In diesem Zusammenhang wurde auch daran erinnert, dass der größte Schock für die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum vermutlich im April eingetreten sei. Im Mai dürfte sich aufgrund der Lockerung einiger Eindämmungsmaßnahmen eine leichte Verbesserung abzeichnen. Lasse man die

unmittelbaren Verwerfungen durch die Corona-Pandemie außer Acht, so dürfte das Wachstum im Euroraum mit der allmählichen Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen – getragen von günstigen Finanzierungsbedingungen, dem finanzpolitischen Kurs im Euroraum und einer Erholung der Weltwirtschaft – wieder Fahrt aufnehmen.

Es wurde die Auffassung vertreten, dass den Unterschieden zwischen den Sektoren eine noch größere Aufmerksamkeit gewidmet werden müsse, da einige Sektoren besonders unter den Folgen der Abstandsregeln litten. Wenngleich es sich beim Coronavirus um einen allgemeinen Schock handele, der alle Euro-Länder schwer getroffen habe, seien außerdem weitere Diskussionen über die Auswirkungen auf einzelne Länder erforderlich. Denn diese dürften aller Wahrscheinlichkeit nach Unterschiede aufweisen (z. B. im Fall von Euro-Ländern mit einer stärkeren Abhängigkeit vom Tourismus).

Die Sitzungsteilnehmer äußerten sich besorgt darüber, dass möglicherweise nichtlineare Effekte die Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Konjunktur verstärken könnten, wenngleich diese schwer zu quantifizieren seien. Verwiesen wurde in der Diskussion vor allem auf die Folgen des Konjunkturreinbruchs für die Liquidität und Solvenz von Unternehmen, die Aussicht auf ein höheres Niveau an notleidenden Krediten und die Konsequenzen für den Bankensektor. Die Entwicklung der Haushaltslage und Bedenken hinsichtlich einer zunehmenden öffentlichen Verschuldung wurden in diesem Zusammenhang ebenfalls erwähnt, ebenso wie die Verflechtung von Banken und Staaten. Es wurde jedoch darauf hingewiesen, dass die Wahrscheinlichkeit eines Eintritts dieser Risiken davon abhängt, wie stark sich die Wirtschaft im Jahr 2021 erhole, was wiederum von den politischen Reaktionen abhängig sei. Insbesondere wurde angeführt, dass die Wahrscheinlichkeit einer sich selbst verstärkenden Abwärtsspirale begrenzt sei. Grund hierfür sei der stabilisierende Effekt der weitreichenden finanz- und geldpolitischen Stützungsmaßnahmen, die von den Regierungen im Euroraum, von der EZB und auch weltweit ergriffen worden seien. Soweit zeitnahe, zielgerichtete und zeitlich befristete Maßnahmen akuten Liquiditätsengpässen entgegenwirkten, dürften die negativen längerfristigen Folgen für die Tragfähigkeit der öffentlichen und privaten Verschuldung begrenzt bleiben.

Die Ratsmitglieder hoben auch den möglichen Einfluss der Pandemie auf den Außenhandel hervor, einschließlich der Auswirkungen, die sich aus Änderungen der künftigen globalen Produktionsstruktur ergeben könnten, und der Risiken, die mit dem Tempo und der Stärke der Erholung in den Schwellenländern angesichts ihrer Abhängigkeit von Rohstoffen zusammenhängen. Es bestehe die Gefahr, im Hinblick auf die Erholung in diesen Ländern zu optimistisch zu sein. Sie könnten Ausgangspunkt für eine Reihe von Abwärtsrisiken für die Aussichten der Realwirtschaft sein, die aufmerksam beobachtet werden sollten.

Mit Blick auf die Finanzpolitik begrüßten die Sitzungsteilnehmer die Maßnahmen der Länder des Euroraums und der europäischen Institutionen zur Gewährleistung ausreichender Ressourcen im Gesundheitswesen und zur Unterstützung betroffener Unternehmen, Beschäftigter und privater Haushalte. Gleichzeitig seien anhaltende und ehrgeizige Anstrengungen erforderlich, insbesondere durch gemeinsame und koordinierte Maßnahmen, um Abwärtsrisiken entgegenzuwirken und die Erholung zu stützen. Angesichts der scharfen Korrektur der Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet sei ein ambitionierter und koordinierter finanzpolitischer Kurs erforderlich. Die Maßnahmen als Reaktion auf die Pandemie sollten so weit wie möglich zielgerichtet und vorübergehender Natur sein. Dass der Europäische Rat die Einigung der Euro-Gruppe auf drei Sicherheitsnetze für Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer, Unternehmen und Staaten in Form eines Pakets im Umfang von

540 Mrd € gebilligt habe, werde begrüßt. Gleichzeitig sei man der Auffassung, dass weitere starke und zeitnahe Bemühungen geboten seien, um der Erholung den Weg zu ebnen und sie zu unterstützen. In diesem Zusammenhang fanden es die Sitzungsteilnehmer erfreulich, dass sich die Mitglieder des Europäischen Rates auf die Einrichtung eines Erholungsfonds verständigt hätten, der der Bewältigung dieser beispiellosen Krise gewidmet sei.

Die Euro-Länder hätten ambitionierte Maßnahmenpakete geschnürt, die unter den gegebenen Umständen erforderlich seien, um die Gefahr zu verringern, dass aus einem ursprünglich temporären ein länger anhaltender Schock werden könne. Dies werde jedoch eine sehr deutliche Zunahme des Finanzierungsbedarfs aller Länder des Euroraums nach sich ziehen, der prinzipiell zwar lediglich einen einmaligen Anstieg der Schuldenquote mit sich bringen dürfte, aber auch über mehrere Jahre zu einem höheren Finanzierungsbedarf führen könne.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung. Die Ratsmitglieder stimmten darin überein, dass die kurzfristigen Aussichten für die Gesamtinflation nach unten korrigiert werden müssten, wofür nicht nur die niedrigeren Ölpreise, sondern auch die Erwartungen einer geringeren zugrunde liegenden Inflation verantwortlich seien. Im laufenden Jahr, so wurde angeführt, werde der von der Nachfrageschwäche ausgehende abwärtsgerichtete Einfluss auf die Preise fraglos höher sein als die angebotsseitigen Effekte. Während des Meinungsaustauschs über die wahrscheinlichen Auswirkungen der Pandemie auf die Aussichten für die Preisentwicklung auf mittlere bis lange Sicht wurde jedoch hervorgehoben, dass diese von zahlreichen Faktoren bestimmt würden und als unklarer eingestuft werden könnten; der Nettoeffekt hänge insgesamt davon ab, wie sich die steigende wirtschaftliche Unterauslastung und die schwächere gesamtwirtschaftliche Nachfrage ausglich, und inwieweit möglicherweise die aggregierten Angebotskapazitäten auf lange Sicht beeinträchtigt würden. Zugleich sei es möglich, dass die Pandemie anhaltende negative Auswirkungen auf die Nachfrage habe. In diesem Fall könnte die große Produktionslücke fortbestehen und noch für längere Zeit einen Abwärtsdruck auf die Preise ausüben. Es wurde zudem angemerkt, dass selbst der negative Einfluss, den die Pandemie auf die Angebotsseite und das Potenzialwachstum habe, möglicherweise gar nicht zu einem Aufwärtsdruck auf die Preise führe, sondern zu weiteren negativen Nachfrageeffekten, wie etwa jene, die mit einer Schuldendeflation einhergingen.

Es wurde jedoch ebenfalls festgestellt, dass die Inflation in der Vergangenheit ein hohes Maß an Persistenz aufgewiesen habe. Von den Kosten der Eindämmungsmaßnahmen und Lieferengpässe sowie von einer Reihe struktureller Effekte nach der Pandemie könne auch ein Aufwärtsdruck auf die Preise ausgehen. Zu diesen Effekten zählten nach Ansicht der Ratsmitglieder das Ausscheiden von Unternehmen aus dem Markt und die damit einhergehende Veränderung des Wettbewerbsumfelds, dauerhafte Veränderungen von Lieferketten und Produktionsstandorten sowie eine Aufstockung der Finanzpolster und Lagerbestände, um die Widerstandsfähigkeit zu stärken. Aus der sich verändernden räumlichen Verteilung der weltweiten Produktion könnten überdies größere Produktionshemmnisse erwachsen.

Im Rahmen der Diskussion wurde auch das Problem einer genauen Inflationsmessung unter den gegenwärtig herrschenden Umständen angesprochen, hinsichtlich einer veränderten Zusammensetzung der gekauften Güter, der eingeschränkten Fähigkeit zur Erhebung von Preisdaten und der Unsicherheit darüber, wie die Preise in Ermangelung tatsächlicher Preisangaben imputiert werden könnten. All diese Faktoren erschwerten eine einigermaßen präzise Beurteilung der Inflationssituation.

Im Hinblick auf die jüngste Entwicklung der Inflationserwartungen stellten die Ratsmitglieder in ihren Erörterungen fest, dass die kurzfristigen Erwartungen laut dem von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) drastisch nach unten korrigiert worden seien und für 2020 bei 0,4 % lägen. Bei den SPF-Inflationserwartungen für 2021 und 2022 gebe es indes weit weniger starke Abwärtskorrekturen. Die umfragebasierten längerfristigen Inflationserwartungen seien bislang von der Coronavirus-Krise unberührt geblieben und betrügen nach wie vor 1,7 % für die Gesamtinflation. Die marktbasieren Indikatoren der Inflationserwartungen lägen nach wie vor auf sehr niedrigem Niveau und seien im Euroraum weiter gesunken. So habe der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren mit 0,72 % ein neues Rekordtief erreicht. Angemerkt wurde auch, dass die Inflationserwartungen anscheinend stärker auf die Entwicklung der tatsächlich gemessenen Teuerung reagierten. Dies könne als Indikator dafür gelten, dass die Inflationserwartungen nicht mehr so fest verankert seien. Darüber hinaus liege die Teuerung schon seit längerem unter dem Inflationsziel der EZB. Es wurde hervorgehoben, dass sich seit Beginn der Coronapandemie die aus Optionen abgeleitete Wahrscheinlichkeit, dass die Teuerung bei unter null oder bei unter 1 % liege, merklich erhöht habe. Dies deute für die kommenden Jahre auf ein signifikantes Risiko einer Deflation oder sehr niedrigen Inflation hin.

Was die monetäre Analyse anbelangt, so stimmten die Ratsmitglieder weitgehend der eingangs von Herrn Lane geäußerten Einschätzung zu, dass die Wachstumsbeschleunigung der weit gefassten Geldmenge in erster Linie auf einen – zum Großteil durch die Inanspruchnahme von Kreditlinien bedingten – Anstieg der Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen zurückzuführen sei. Diese Entwicklung zeige sich auch deutlich in den Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für das erste Quartal 2020, wonach die Kreditnachfrage der Unternehmen und die Inanspruchnahme von Kreditlinien zur Deckung des Liquiditätsbedarfs für das Betriebskapital merklich gestiegen sei, während sich der Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen verringert habe. Aus den jüngsten Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft gehe zudem hervor, dass die Richtlinien für die Vergabe von Krediten an Unternehmen per saldo nur sehr geringfügig verschärft worden seien. Dagegen ließen die Zwischenergebnisse der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE-Umfrage) darauf schließen, dass sich der Zugang der KMUs zu Außenfinanzierungsmitteln aufgrund der ungünstigen Entwicklung ihrer eigenen finanziellen Aussichten erheblich verschlechtert habe. Es wurde betont, dass die verstärkte Kreditvergabe zwar an sich eine erfreuliche Entwicklung sei, dass sich dadurch aber auch die risikogewichteten Aktiva in den Bankbilanzen erhöhten und die Eigenkapitalquoten verringerten. Dies könne die Banken letztlich dazu veranlassen, die Kreditvergabe wieder einzuschränken. In diesem Zusammenhang wurden staatliche Kreditbürgschaften als ein wesentliches Element zur Aufrechterhaltung der Kreditströme an Unternehmen und private Haushalte angesehen.

### *Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen*

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs waren die Sitzungsteilnehmer übereinstimmend der Auffassung, dass die Finanzmarktentwicklung seit der letzten regulären geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom März volatil gewesen sei. Dabei sei es insbesondere etwa Mitte März über alle Vermögenskategorien hinweg zu einer drastischen Neubewertung der Risiken gekommen, die sich anschließend – wie eingangs von Frau Schnabel beschrieben – teilweise wieder umgekehrt habe. Die Finanzierungsbedingungen hätten sich seit Ausbruch der

Pandemie trotz der vom EZB-Rat ergriffenen Maßnahmen insgesamt verschärft, obwohl in Anbetracht der eingetrübten Aussichten eine Lockerung angemessen gewesen wäre. Die Liquiditätsprämien seien länderübergreifend nach wie vor erhöht, und die Märkte für die längerfristige Refinanzierung der Banken seien immer noch nicht wieder vollständig geöffnet. Bedenken wurden auch hinsichtlich der zunehmenden Differenz zwischen EURIBOR- und OIS-Satz geäußert, stelle der EURIBOR doch eine wichtige Bezugsgröße für die Bepreisung von Krediten dar. Zwar hätten sich die Aktienkurse zuletzt erholt, doch wurde angemerkt, dass diese Erholung nicht auf verbesserten Fundamentaldaten beruhe. Dabei wurde auch auf das Risiko höherer Realzinsen hingewiesen, sollten die Inflationserwartungen weiter zurückgehen.

Es herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass die im März ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats, die durch die im April gefassten Beschlüsse zum Sicherheitenrahmen untermauert worden seien, für eine nachdrückliche geldpolitische Akkommodierung in einem sich rasch wandelnden Umfeld gesorgt hätten. Durch die Maßnahmen sei es gelungen, den geldpolitischen Kurs der EZB zu wahren und eine wirksame Transmission der Geldpolitik im gesamten Euroraum sicherzustellen und dabei auch einem unerwünschten Anstieg der Risikoprämien entgegenzuwirken. Indessen wurde zu bedenken gegeben, dass im Zuge einer weiteren Eintrübung der Konjunkturaussichten wieder übermäßige Fragmentierungsrisiken auftreten könnten. Die Erfahrungen der Vergangenheit hätten gezeigt, dass ein Vertrauensverlust an den Finanzmärkten vermieden werden müsse und es daher besser sei, vorbeugende Maßnahmen zu ergreifen. Finanzielle Verstärkungsmechanismen, ausgelöst beispielsweise von illiquiden Unternehmen oder Banken, könnten die Realwirtschaft auf nichtlineare Weise beeinflussen und die Deflationsrisiken erhöhen. Zugleich wurde darauf hingewiesen, dass die Geldpolitik alleine diese Probleme nicht bewältigen könne und dass auch die Finanzpolitik einen wesentlichen Beitrag leisten müsse. Insgesamt wurde die Ansicht vertreten, dass das Risiko finanzieller Verstärkungseffekte mit der Fortdauer der Krise steige.

Die Ratsmitglieder stimmten darin überein, dass der sich rasch verändernden Lage mit einer weiteren Anpassung des geldpolitischen Kurses des EZB-Rats Rechnung getragen werden müsse, da sowohl das Ausmaß der makrofinanziellen Krise als auch die damit verbundenen Tail-Risiken seit den geldpolitischen Sitzungen vom März erheblich zugenommen hätten. Vor diesem Hintergrund befürworteten die Sitzungsteilnehmer weitgehend die eingangs von Herrn Lane vorgeschlagenen geldpolitischen Maßnahmen, nämlich erstens die Preisgestaltung der GLRG-III-Geschäfte durch eine Senkung des betreffenden Zinssatzes im Zeitraum von Juni 2020 bis Juni 2021 anzupassen und zweitens eine neue Reihe nicht gezielter längerfristiger Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROs) anzubieten, um die Liquiditätsbedingungen im Finanzsystem des Euroraums zu unterstützen und dazu beizutragen, das reibungslose Funktionieren der Geldmärkte durch eine wirksame Absicherung gegen Liquiditätsengpässe aufrechtzuerhalten.

Die geplanten Änderungen der Rahmenbedingungen der GLRG III wurden als gut geeignet angesehen, um den akkommodierenden geldpolitischen Kurs zu verbessern. Es bestand weithin Einigkeit darüber, dass die attraktive Preisgestaltung der GLRG-III-Geschäfte im Zusammenwirken mit staatlichen Garantien für Banken dazu beitrage, Anreize zu schaffen, um die Kreditvergabe auch in Zeiten aufrechtzuerhalten, in denen es für die Banken schwierig sei, ihre entsprechenden Benchmarks zu erreichen. Zudem wirke sie dem Druck auf die Bankkreditzinsen entgegen, der aus den jüngsten Anstiegen des EURIBOR resultiere. Gleichzeitig wurde die

Sorge geäußert, dass eine Senkung des Mindestsatzes für die GLRG III auf 50 Basispunkte unterhalb des Einlagesatzes den Banken die Möglichkeit eröffnen könnte, Mittel im Rahmen der GLRG-III-Geschäfte aufzunehmen und diese anschließend zum Einlagesatz zu hinterlegen, statt die Kreditvergabe an den privaten Sektor zu erhöhen.

Die Mitglieder begrüßten den Vorschlag, eine neue Reihe nicht gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte durchzuführen, um den Auswirkungen der Pandemie entgegenzuwirken. Diese PELTROs würden sieben zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte mit Beginn im Mai 2020 und gestaffeltem Laufzeitende zwischen Juli 2021 und September 2021 – im Einklang mit der Dauer der Maßnahmen des EZB-Rats zur Lockerung der Kriterien für Sicherheiten – umfassen. Die Bereitstellung längerfristiger Refinanzierungsmittel ohne die operationale Komplexität der GLRG III wurde als wichtig angesehen, um den Banken zu attraktiven Konditionen Finanzmittel bereitzustellen und zur Aufrechterhaltung des reibungslosen Funktionierens der Geldmärkte beizutragen.

Insgesamt wurde die bisherige geldpolitische Reaktion des EZB-Rats angesichts der Vielzahl an bereits bestehenden Maßnahmen für geeignet und wirkungsvoll befunden. Unter Einbeziehung der zusätzlichen Maßnahmen, über die noch beraten werde, stelle der EZB-Rat den Banken reichlich Liquidität zur Verfügung und setze angemessene geldpolitische Impulse für alle Wirtschaftssektoren im Euro-Währungsgebiet.

Mit Blick auf die Zukunft und in Anbetracht der hohen Unsicherheit, mit der die Konjunktur- und Inflationsaussichten den von EZB-Mitarbeitern erstellten Szenarios zufolge behaftet seien, wurde betont, dass die EZB bereit sein müsse, ihren geldpolitischen Kurs gegebenenfalls anzupassen, und das Funktionieren des Transmissionsmechanismus im gesamten Euroraum sicherstellen müsse. Es bestand weitgehend Einigkeit darüber, dass dies auch beinhalte, günstige Finanzierungsbedingungen zu gewährleisten, den Abwärtsrisiken für die Preisstabilität im gesamten Eurogebiet entgegenzuwirken (einschließlich der Risiken, die sich aus negativen Rückkopplungsschleifen zwischen Real- und Finanzwirtschaft ergäben) und einer Fragmentierung vorzubeugen. Die in Reaktion auf die Krise ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen, insbesondere das PEPP, seien von wesentlicher Bedeutung und hätten die Gefahr einer sich selbst verstärkenden Abwärtsspirale eingedämmt.

Wenngleich sich die Staatsanleiherenditen nach der Ankündigung des PEPP verringert hätten, sei anschließend eine Umkehr dieser Entwicklung zu beobachten gewesen. Einige Renditen seien derzeit sogar höher als vor Beginn der Krise. Nationale Regierungen hätten ehrgeizige Konjunkturpakete angekündigt, die über Jahre hinweg in allen Euro-Ländern zu einem deutlich höheren Finanzierungsbedarf führen würden. Die Ratsmitglieder waren sich weithin darin einig, dass die Ankäufe im Rahmen des PEPP die programmimmanente Flexibilität voll ausschöpfen sollten, um schwerwiegende Risiken für das reibungslose Funktionieren der geldpolitischen Transmission abzuwenden. Nur so könnten das PEPP mit größtmöglicher Wirksamkeit eingesetzt und Finanzierungsbedingungen unterstützt werden, die mit dem geldpolitischen Ziel des EZB-Rats im Einklang stünden.

Es wurde die Besorgnis zum Ausdruck gebracht, dass umfangreiche Interventionen an den Staatsanleihemärkten die Gefahr einer „fiskalischen Dominanz“ bergen könnten. Zudem wurde darauf hingewiesen, dass das Programm umsichtig ausgeführt werden müsse, um die Regierungen nicht zu unverantwortlichem Verhalten zu ermutigen. Dabei wurde jedoch auch betont, dass dies keinesfalls eine

Rechtfertigung für den EZB-Rat sei, sein Preisstabilitätsmandat nicht zu erfüllen und die geldpolitische Transmission nicht zu unterstützen. Dies beinhalte auch, gegen ein sich selbst erfüllendes Redenominierungsrisiko und eine Fragmentierung vorzugehen, sofern diese Gefahren aufkommen sollten. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass das PEPP, ebenso wie das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP), seine Wirkung dadurch entfalte, dass es das Laufzeitrisko an den Vermögensmärkten vermindere. Ziel sei die Wahrung von Finanzierungsbedingungen, die vereinbar seien mit einer Rückkehr der Inflation auf ein Niveau, das mit dem mittelfristigen Inflationsziel der EZB in Einklang stehe. Um die Vereinbarkeit mit dem Mandat der EZB zu gewährleisten, müsse die Preisstabilität immer an erster Stelle stehen. Gleichzeitig müssten die Emission von Staatsanleihen und die Entwicklung der strukturellen Defizite genau beobachtet werden.

Mit Blick auf die Kommunikation waren die Ratsmitglieder weitgehend mit den von Herrn Lane eingangs vorgestellten Elementen einverstanden. Es wurde betont, dass die Mitte März eingeleiteten entschlossenen Politikmaßnahmen effektiv gewesen seien, um die Wirtschaft im Euroraum maßgeblich zu unterstützen. Der EZB-Rat sei darüber hinaus bereit, all seine Maßnahmen gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate auf nachhaltige Weise dem Inflationsziel annähere. Er sei voll und ganz bereit, das PEPP aufzustocken und dessen Zusammensetzung anzupassen. Dies gelte potenziell auch für seine anderen Instrumente, sollte er angesichts der Informationen, die vor seiner Sitzung im Juni verfügbar würden, zu der Einschätzung gelangen, dass die stimulierende Wirkung nicht das notwendige Maß erreiche.

Der EZB-Rat hob seine Bereitschaft hervor, seine Instrumente anzupassen und diese je nach Bedarf konsequent einzusetzen. Er sei auch weiterhin bereit, mutige und innovative Maßnahmen zu ergreifen, um das reibungslose Funktionieren des Transmissionsmechanismus und die Integrität der Währungsunion zu wahren. Ziel sei letztlich, die wirtschaftliche Erholung zu unterstützen und das mittelfristige Preisstabilitätsziel der EZB zu erreichen. In diesem Zusammenhang wurde es als wichtig erachtet, die flexible Umsetzung des PEPP zu betonen.

#### *Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation*

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

- (1) Die Bedingungen für die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) würden weiter gelockert. So habe der EZB-Rat beschlossen, den Zinssatz für GLRG-III-Geschäfte im Zeitraum von Juni 2020 bis Juni 2021 auf 50 Basispunkte unter den durchschnittlichen Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems im gleichen Zeitraum zu senken. Darüber hinaus werde der Zinssatz bei Geschäftspartnern, deren anrechenbare Nettokreditvergabe den Schwellenwert für das Wachstum der Kreditvergabe erreiche, im Zeitraum von Juni 2020 bis Juni 2021 nun 50 Basispunkte unter dem durchschnittlichen Zinssatz für die Einlagefazilität im gleichen Zeitraum liegen.
- (2) Es werde eine neue Reihe nicht gezielter längerfristiger Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations – PELTROs) durchgeführt, um die Liquiditätsbedingungen im Finanzsystem des Euro-Währungsgebiets zu unterstützen und dazu

beizutragen, das reibungslose Funktionieren der Geldmärkte aufrechtzuerhalten, indem eine wirksame Absicherung gegen Liquiditätsengpässe bereitgestellt werde. Bei den PELTROs handele es sich um sieben zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte mit Beginn im Mai 2020 und gestaffeltem Laufzeitende zwischen Juli und September 2021 – im Einklang mit der Dauer der Maßnahmen zur Lockerung der Kriterien für Sicherheiten. Die PELTROs würden als Mengentender mit Vollzuteilung durchgeführt. Der Zinssatz liege 25 Basispunkte unter dem während der Laufzeit des jeweiligen PELTRO geltenden durchschnittlichen Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte.

- (3) Im Rahmen des neuen Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) des EZB-Rats, das einen Gesamtumfang von 750 Mrd € habe, seien seit Ende März Ankäufe getätigt worden, um den allgemeinen geldpolitischen Kurs zu lockern und den ersten Risiken der Coronavirus-Pandemie für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus und die Aussichten des Euroraums entgegenzuwirken. Die Ankäufe würden auch weiterhin flexibel im Zeitverlauf, über Anlageklassen und über Länder hinweg durchgeführt. Der EZB-Rat werde die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des PEPP so lange fortsetzen, bis die Phase der Coronavirus-Krise seiner Einschätzung nach überstanden sei, in jedem Fall jedoch bis zum Jahresende.
- (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 voll und ganz bereit, das PEPP aufzustocken und dessen Zusammensetzung anzupassen, und zwar im notwendigen Umfang und für so lange wie erforderlich. In jedem Fall sei er bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate – im Einklang mit der Verpflichtung des EZB-Rats auf Symmetrie – auf nachhaltige Weise seinem Ziel annähere. Darüber hinaus nahm der EZB-Rat zur Kenntnis, dass weitere Einzelheiten zu den Änderungen an den Bedingungen der

GLRG III sowie zu den neuen PELTROs am Ende der Pressekonferenz in separaten Pressemitteilungen bekanntgegeben würden.

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

[30. April 2020 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilungen

[30. April 2020 – EZB rekali­briert die gezielten Refinanzierungsgeschäfte zur weiteren Unterstützung der Realwirtschaft](#)

[30. April 2020 – EZB kündigt neue längerfristige Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte an](#)

## **Sitzung des EZB-Rats, 29.-30. April 2020**

### **Mitglieder**

Frau Lagarde, Präsidentin

Herr de Guindos, Vizepräsident

Herr Costa\*

Herr Hernández de Cos

Herr Herodotou

Herr Holzmann\*

Herr Kazāks

Herr Kažimír

Herr Knot\*

Herr Lane

Herr Makhlouf

Herr Mersch

Herr Müller

Herr Panetta

Herr Rehn

Herr Reinesch

Frau Schnabel

Herr Stournaras

Herr Vasiliauskas

Herr Vasle

Herr Vella\*

Herr Villeroy de Galhau

Herr Visco

Herr Weidmann

Herr Wunsch

\* Mitglieder, die im April 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 Lünemann  
Herr Odór  
Herr Rutkaste  
Herr Sleijpen  
Herr Tavlas  
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 25. Juni 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.*