

8. Oktober 2020

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

am Mittwoch und Donnerstag, 9.-10. September 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 geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 15.-16. Juli 2020:

Die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte im Euro-Währungsgebiet sei im Großen und Ganzen wiederhergestellt. Stresssymptome seien weitgehend abgeklungen, und die Märkte seien wieder mit Liquidität versorgt. Der zusammengesetzte Indikator für systemischen Stress (Composite Indicator of Systemic Stress – CISS) liege nur geringfügig über seinem vor der Corona-Pandemie (Covid-19) verzeichneten Wert. Bedingt sei die Differenz vor allem durch die weiterhin erhöhte Volatilität, insbesondere an den Aktienmärkten.

Die Finanzierungsbedingungen im Euroraum hätten sich ebenfalls auf breiter Front verbessert. Die BIP-gewichtete Zinsstrukturkurve von Staatsanleihen habe sich weiter nach unten verlagert und sei auf ihr Vorkrisenniveau zurückgekehrt. Große Teile der Kurve lägen wieder im negativen Bereich und sehr nah an den historischen Tiefständen. Auch die Renditeabstände von Staatsanleihen hätten wieder ihr Vorkrisenniveau erreicht oder hätten sich ihm angenähert. Die Spreads von Investment-Grade-Unternehmensanleihen seien seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats um fast 20 Basispunkte gesunken. Die Renditeabstände hochverzinslicher Anleihen hätten sich sogar um fast 50 Basispunkte verkleinert.

Ein Faktor, der die allgemeine Widerstandsfähigkeit der Finanzmärkte erklären könne, sei die zunehmende Divergenz zwischen der Zahl der Covid-19-Todesfälle, die auf niedrigem Niveau stabil geblieben sei, und der Zahl der Neuansteckungen, die sich seit Anfang August mehr als verdreifacht habe. Viele Marktteilnehmer seien der Ansicht, dass das Risiko breit angelegter Lockdowns und somit auch das Abwärtsrisiko für die Konjunktur geringer sei, wenn diese Divergenz fortbestünde.

Es werde deutlich, dass das Ausmaß, in dem die Finanzierungsbedingungen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gelockert würden, zunehmend divergiere. Das Eurogebiet zeige diesbezüglich eine verzögerte Entwicklung. Die Unterschiede ließen sich im Wesentlichen durch zwei Faktoren erklären: die Entwicklung an den globalen Aktienmärkten und Kursverschiebungen an den Devisenmärkten.

Trotz der Entwicklung in den vergangenen Tagen liege der Standard & Poor's 500 noch immer rund 50 % über seinem Tiefstand von Mitte März und über dem Vorkrisenniveau. Auch in China notierten die Aktien deutlich besser als vor der Pandemie. Im Euroraum hingegen seien die Aktienkurse seit Mitte März nur um rund 32 % gestiegen und lägen weiterhin deutlich unter dem Vorkrisenniveau.

Diese unterschiedliche Entwicklung lasse sich zum Teil durch idiosynkratische Faktoren erklären. Ein Faktor sei die sektorale Zusammensetzung der Aktienmärkte, da der Technologiesektor trotz der jüngsten Korrektur weiterhin am stärksten von der Pandemie profitiere. Technologieaktien hätten in den Vereinigten Staaten ein größeres Gewicht als im Euro-Währungsgebiet. Ein zweiter Faktor sei der Rückgang der Aktienrisikoprämien,

der maßgeblich zum Kursanstieg in den Vereinigten Staaten beigetragen habe. Im Euroraum seien die Risikoprämien langsamer gesunken.

Die divergierende Entwicklung der Risikoprämien sei vermutlich unter anderem auf Unterschiede bei der Portfolioumschichtung zurückzuführen. Während der Sommermonate seien die realen Zinssätze in den USA deutlich rascher gesunken als im Eurogebiet. So lägen die realen Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen derzeit in der Nähe ihrer historischen Tiefstände und seien erstmals seit 2013 niedriger als die entsprechenden Renditen im Euroraum. Empirische Belege deuteten darauf hin, dass eine marginale Zunahme der Inflationserwartungen tendenziell zu steigenden Aktienkursen führe. Dieser Effekt sei bei negativen Realzinsen erheblich stärker ausgeprägt. Durch die negativen Realrenditen sanken zudem die Opportunitätskosten für die Haltung unverzinsster Vermögenswerte wie Gold. Dies sei einer der Gründe dafür, dass der Goldpreis im Verlauf des Jahres so stark angezogen habe.

Darüber hinaus sei davon auszugehen, dass der Rückgang der Realzinsen die Abwertung des US-Dollar beschleunigt habe. Der nominale effektive Wechselkurs des Euro folge seit dem Ausbruch der Krise einem Aufwärtstrend, der zu großen Teilen durch die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar bedingt sei. Im Vergleich zum Niveau vor der Krise habe der Euro gegenüber dem US-Dollar bislang um rund 7 % zugelegt. Tendenzuell bauten die Anleger ihre Bestände an auf US-Dollar lautenden Schuldverschreibungen ab, wenn die Breakeven-Inflationsraten zunähmen. Dieser Effekt sei bei negativen Realzinsen ebenfalls stärker ausgeprägt.

Im Einzelnen seien in einer modellbasierten Analyse zwei Hauptfaktoren für die jüngsten Wechselkursverschiebungen identifiziert worden. Der erste und wichtigste Faktor sei die deutlich bessere globale Risikostimmung, d. h. die Umkehr der bisherigen Safe-Haven-Ströme in die Vereinigten Staaten. Die entschlossenen politischen Maßnahmen, die die Regierungen der Euro-Länder zur Bekämpfung der Krise ergriffen hätten, hätten aller Wahrscheinlichkeit nach zur Verbesserung der Risikoeinschätzung beigetragen. Ein zweiter Faktor seien vermutlich die in den USA und im Euroraum ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen gewesen. Diese spiegelten die Unterschiede wider, die bereits vor der Pandemie beim Handlungsspielraum der konventionellen Geldpolitik existiert hätten. Mit Blick auf die Zukunft deute die Positionierung der Marktteilnehmer auf eine weitere Aufwertung des Euro hin. Allerdings bestünden nach wie vor beträchtliche spekulative Nettopositionen in US-Dollar gegen die Währungen fortgeschrittener Volkswirtschaften, einschließlich des Euro.

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:

In Bezug auf das außenwirtschaftliche Umfeld sei es nach dem im zweiten Quartal auf breiter Front verzeichneten Konjunkturreinbruch zu einer deutlichen Erholung der Wirtschaft gekommen. Diese sei jedoch noch unvollständig, da nach wie vor Lücken bestünden. Ein solches Verlaufsmuster sei weltweit zu beobachten. Der Welthandel habe im zweiten Quartal einen zweistelligen Rückgang verzeichnet. Im Einklang mit der globalen Konjunktur habe sich der Handel zuletzt ebenfalls erholt. Während im Großen und Ganzen weiterhin

Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft und den internationalen Handel bestünden, gebe es auch gewisse Aufwärtsrisiken.

Seit der geldpolitischen Sitzung im Juli hätten sich die Finanzierungsbedingungen in den Industrie- und den Schwellenländern weiter gelockert. Ein wichtiger Faktor für die dynamische Entwicklung bei den globalen Risikoaktiva seien unerwartet positive gesamtwirtschaftliche Daten. Dies gehe aus dem Citigroup Economic Surprise Index für die Industrieländer hervor, der sich auf einem Allzeithoch befinde. Darüber hinaus habe sich die Risikostimmung verbessert. So zeigten sich Anleger und Prognostiker optimistischer, dass bald ein Impfstoff zur Verfügung stehe.

Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Juli scheine die Erholung der Ölpreise zum Erliegen gekommen zu sein. Die Preise seien – bedingt durch ein Zusammenspiel aus nachlassendem Nachfragewachstum und höherem Angebot – um 9,0 % gesunken. Der Euro habe weiter an Wert gewonnen und in Relation zum US-Dollar um 3,8 % und in nominaler effektiver Rechnung gegenüber einem handelsgewichteten Korb von 42 Währungen um 1,7 % zugelegt. Zurückzuführen sei dies unter anderem auf die allgemeine Schwäche des US-Dollar.

Im Hinblick auf die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet merkte Herr Lane an, dass das reale BIP im zweiten Jahresviertel 2020 einen Rückgang um 11,8 % gegenüber dem Vorquartal verzeichnet habe. Neu verfügbare Daten und Umfrageergebnisse deuteten auf eine kräftige Erholung des BIP-Wachstums im dritten Quartal hin. Dies stehe im Einklang mit kurzfristigen Prognosen, die Hochfrequenzdaten enthielten. Verglichen mit dem verarbeitenden Gewerbe habe sich die Dynamik im Dienstleistungssektor zuletzt abgeschwächt, was auch an den Umfrageergebnissen für August abzulesen sei. Eine genauere Betrachtung der einzelnen BIP-Komponenten zeige, dass sich die Konsumausgaben seit April zwar deutlich erhöht, aber noch lange nicht vollständig erholt hätten. Umfragedaten zufolge stelle der wahrgenommene Nachfragemangel im zweiten und dritten Quartal 2020 zunehmend ein Hemmnis für die Investitionen dar – vor allem für die Unternehmensinvestitionen.

Am Arbeitsmarkt sei die Anpassung bei Beschäftigung und Arbeitslosigkeit relativ schleppend verlaufen. Darin spiegele sich zum Teil eine höhere Nichterwerbsbeteiligung wider, die wahrscheinlich mit den plötzlichen Beschäftigungsverlusten im März und April zusammenhänge. Ausschlaggebend für das Gros der Anpassung am Arbeitsmarkt sei ein Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden gewesen, der in erster Linie dem Effekt von Maßnahmen zur Erhaltung von Arbeitsplätzen zuzuschreiben sei. Mit Blick auf die Zukunft wiesen die Umfragen und Hochfrequenzindikatoren trotz der Auswirkungen der arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen für das dritte Quartal nach wie vor auf einen Beschäftigungsabbau hin, wenngleich sie sich in jüngster Zeit verbessert hätten.

Was die Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet anbelange, so habe sich die am HVPI gemessene jährliche Teuerungsrate im Euroraum der Schnellschätzung von Eurostat zufolge von 0,4 % im Juli auf -0,2 % im August verringert. Alles in allem deuteten die jüngsten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation auf eine moderate Abschwächung hin. Betrachte man die Inflationsentwicklung der letzten Monate genauer, so habe die Entwicklung der Energiepreise die Teuerung im Euroraum nach wie vor gebremst, da die Ölpreise immer noch auf niedrigem Niveau lägen und so zu stark negativen Vorjahresraten der Energiepreis-inflation führten.

Bemerkenswert sei allerdings, dass auch die Teuerungsrate bei den Dienstleistungen, die deutlich stärker an die binnenwirtschaftliche Entwicklung gekoppelt sei und einen hohen Lohnanteil aufweise, weiter nachgegeben habe. Sie habe im August 0,7 % betragen nach 0,9 % im Juli und 1,2 % im Juni.

Ausgehend von den aktuellen Preisen und den Terminpreisen für Öl sowie unter Berücksichtigung der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland dürfte die Gesamtinflation im Eurogebiet in den kommenden Monaten negativ bleiben und dann Anfang 2021 wieder in den positiven Bereich zurückkehren. Außerdem sei zu erwarten, dass der Preisdruck aufgrund der schwachen Nachfrage, des geringeren Lohndrucks und des Anstiegs des Euro-Wechselkurses auf kurze Sicht verhalten bleibe – trotz eines gewissen Aufwärtsdrucks auf die Preise durch Angebotsengpässe.

Mit Blick auf die Lohnentwicklung habe der umfangreiche Einsatz von Kurzarbeitsregelungen und befristeten Freistellungen im ersten und zweiten Quartal 2020 zu einer starken Abweichung zwischen dem Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und jenem je Stunde geführt. Der Zuwachs der Tarifverdienste, der Einmaleffekte zulasse, habe sich bislang nur moderat abgeschwächt, liege aber deutlich unter dem Niveau der Jahre 2018 und 2019.

Die marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen seien zwar wieder auf ihren vor der Pandemie verzeichneten Stand zurückgekehrt, doch sei der Anstieg deutlich geringer ausgefallen als in den Vereinigten Staaten, und die Indikatoren lägen noch immer auf einem sehr moderaten Niveau. Bei den umfragebasierten Messgrößen sei allgemein nach wie vor ein niedriges Niveau zu verzeichnen.

Was die Finanzierungsbedingungen im Euroraum betreffe, so weise die EONIA-Terminzinskurve weiterhin einen leicht inversen Verlauf auf, doch gebe es keine gefestigten Erwartungen hinsichtlich einer Senkung des Einlagesatzes. Die längerfristigen risikofreien Zinssätze seien angesichts eines weiteren Rückgangs der Realzinsen nach wie vor niedrig. An den Staatsanleihemärkten habe sich die Fragmentierung verringert, wodurch sich die Renditeabstände von Staatsanleihen weiter verkleinert hätten. Die Märkte für risikoreiche Vermögenswerte seien insgesamt weitgehend stabil geblieben, während die tendenzielle Lockerung der Finanzierungsbedingungen durch die Aufwertung des Euro gestoppt worden sei.

Was die Geldmengen- und Kreditentwicklung anbelange, so habe das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 erneut zugenommen, und zwar von 9,2 % im Juni 2020 auf 10,2 % im Juli. Das starke Geldmengenwachstum spiegele die inländische Kreditvergabe und die laufenden Ankäufe von Vermögenswerten seitens des Eurosystems wider und sei auch Ausdruck einer verstärkten Liquiditätspräferenz des geldhaltenden Sektors. In diesem Umfeld leiste das eng gefasste Geldmengenaggregat M1, das die liquidesten Komponenten der Geldmenge umfasse, weiterhin den größten Beitrag zum Anstieg der weit gefassten Geldmenge. Nachdem die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in den ersten Monaten der Pandemie stark gestiegen sei, habe sie im Juli weitgehend unverändert bei 7,0 % gelegen. Die entsprechende Rate der Buchkredite an private Haushalte habe im Juli 3,0 % betragen und sei damit seit April 2020 stabil geblieben.

Mit Blick auf die Finanzpolitik werde im Euroraum für das Jahr 2020 ein stark expansiver fiskalischer Kurs erwartet, wobei die meisten Zusatzausgaben Transferzahlungen an Unternehmen und private Haushalte

umfassten. In den kommenden Monaten sei sowohl seitens der Mitgliedstaaten als auch im Rahmen des Programms „Next Generation EU“ (NGEU) mit weiteren expansiven finanzpolitischen Maßnahmen zu rechnen.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend wies Herr Lane darauf hin, dass die aktuellen Daten auf einen kräftigen Wiederanstieg der Wirtschaftsaktivität hinwiesen, nachdem im zweiten Quartal 2020 ein Rekordrückgang bei der Produktion in Höhe von 11,8 % gegenüber dem Vorquartal und eine kumulative Abnahme von 15,1 % in der ersten Hälfte des laufenden Jahres festgestellt worden seien. Das Tempo der wirtschaftlichen Belebung stehe weitgehend im Einklang mit den hierzu in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni 2020 geäußerten Erwartungen. Die Erholung verlaufe allerdings asymmetrisch und sei im verarbeitenden Gewerbe weiter fortgeschritten als im Dienstleistungsbereich. Zudem habe sich die Dynamik bei den Dienstleistungen in letzter Zeit leicht abgeschwächt. Die privaten Konsumausgaben hätten sich zwar erhöht, aber die Ersparnisse seien nach wie vor hoch, und die privaten Haushalte übten vor allem angesichts der erwarteten Eintrübung am Arbeitsmarkt weiterhin Konsumzurückhaltung. Die Daten deuteten auf eine partielle Erholung bei den Unternehmensinvestitionen im Euroraum hin, obschon einige Unternehmen in einem von erhöhter Unsicherheit, beträchtlichen Kapazitätsreserven und schwächeren Bilanzen geprägten Umfeld ihre Investitionspläne wohl aufschieben oder ganz aufgeben dürften.

In den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September werde bei der Produktion im dritten und vierten Quartal von einem Wiederanstieg um 8,4 % bzw. 3,1 % ausgegangen. Die Wachstumsprognosen lägen für 2020 bei -8,0 %, für 2021 bei 5,0 % und für 2022 bei 3,2 %. Erst gegen Ende des Projektionszeitraums werde die Produktion den Projektionen zufolge wieder auf ihr vor der Pandemie verzeichnetes Niveau zurückkehren.

Die Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet sei der Schnellschätzung von Eurostat zufolge von 0,4 % im Juli auf -0,2 % im August gesunken. Dieser drastischen Abnahme liege ein Rückgang bei der Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel zugrunde, die von 1,2 % auf ein Allzeittief von 0,4 % gefallen sei. Zwar sei das Augustergebnis durch temporäre Faktoren verzerrt worden, doch der zugrunde liegende Preisdruck dürfe sich aufgrund der gedämpften Nachfrage und der signifikanten Unterauslastung am Arbeitsmarkt abgeschwächt haben. Auf kurze Sicht werde ein weiterhin gemäßigter Preisdruck erwartet, wofür zum Teil die jüngst beobachtete Aufwertung des Euro verantwortlich sei.

Seit der geldpolitischen Sitzung vom Juli hätten sich die marktbasierenden Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen gegenüber ihren historischen Tiefständen von Mitte März weiter erholt, lägen aber nach wie vor auf extrem niedrigem Niveau. Die umfragebasierten Messgrößen blieben zwar deutlich über den marktbasierenden Indikatoren, befänden sich allerdings noch immer auf einem historischen Tiefstand. Die Inflationserwartungen müssten weiterhin genau beobachtet werden, da eindeutig die Gefahr bestehe, dass der von der Pandemie ausgelöste Negativschock auf den Inflationsspfad einen erneuten Abwärtstrend bei den Inflationserwartungen herbeiführe.

Auf kurze Sicht würden der vorangegangene Einbruch der Ölpreise und die vorübergehende Mehrwertsteuersenkung in Deutschland für den Euroraum bis zum Jahresende negative Gesamtteuerungsrate implizieren. Allerdings werde es 2021 durch Basiseffekte bei der Energiekomponente sowie – in geringerem Maße – durch die Rücknahme der Mehrwertsteuersenkung in Deutschland zu einem automatischen Wiederanstieg der Rate kommen. Mittelfristig sei trotz einer graduellen Aufwärtsentwicklung innerhalb des Projektionszeitraums von einer dauerhaft niedrigen Inflationsrate auszugehen.

Die Experten der EZB erwarteten in ihren Projektionen vom September, dass die Gesamtinflation von 0,3 % im Jahr 2020 auf 1,0 % im Jahr 2021 und weiter auf 1,3 % im Jahr 2022 ansteigen werde. Hinter den für 2022 unveränderten Inflationsprojektionen verberge sich eine Aufwärtskorrektur der Kerninflation, die den positiven Einfluss der geld- und finanzpolitischen Maßnahmen widerspiegele. Allerdings werde diese Aufwärtskorrektur in ihrem Umfang durch die Euro-Aufwertung abgeschwächt. Die Gesamtinflationsrate für 2022 sei nicht gestiegen, da die Aufwärtskorrektur der Kerninflation durch das veränderte Entwicklungsprofil des Preisauftriebs bei Energie aufgezehrt worden sei.

Die Bewertungen risikoreicher Vermögenswerte hätten ihre Erholung weltweit fortgesetzt. Maßgeblich hierfür sei ein Zusammenspiel aus überraschend positiven Daten und entschlossenen politischen Maßnahmen gewesen. Im Eurogebiet habe sich der Aktienmarkt als widerstandsfähig erwiesen, und die Renditeabstände von Anleihen seien zurückgegangen. Der gewichtete Indikator der Finanzierungskosten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (einschließlich der Kosten für Bankkredite) sei erneut gesunken. Der Wechselkurs des Euro sei seit Juli deutlich gestiegen. Zwar spiegele diese Aufwertung bis zu einem gewissen Grad eine Verbesserung der globalen Risikostimmung und euroraumspezifische Faktoren wie den NGEU-Aufbauplan wider, sie sei aber auch eine Folge der Entwicklung der monetären Rahmenbedingungen im Eurogebiet verglichen mit der übrigen Welt.

Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB trügen wesentlich zum Konjunkturaufschwung im Euroraum bei. Ohne die von der EZB im Juni vorgenommene Neukalibrierung des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) wäre der Entwicklungspfad sowohl der Produktion als auch der Teuerung niedriger als in den Projektionen vom September erwartet. Darüber hinaus habe die dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) eine wesentliche Rolle für die rückläufige Entwicklung der Kreditzinsen gespielt.

Die Aussichten seien nach wie vor mit hoher Unsicherheit behaftet, und es überwiegen weiterhin die Abwärtsrisiken. Wenngleich der NGEU-Aufbauplan eine positive Entwicklung darstelle, sei angesichts der Unsicherheit hinsichtlich des weiteren Verlaufs der Covid-19-Pandemie und potenzieller negativer Rückkopplungsschleifen zwischen Realwirtschaft und Finanzsektor Wachsamkeit geboten. In den kommenden Monaten würden zusätzliche Informationen dazu beitragen, den geldpolitischen Kurs zu bestimmen. Hierzu zählten die genaue Beobachtung der Grunddynamik der Pandemie, der Entwicklung der Verhandlungen über die nach der Brexit-Übergangsphase geltenden Regelungen und der Beschlüsse zu den Haushaltsplänen.

Vor diesem Hintergrund schlug Herr Lane auf der Sitzung vor, den geldpolitischen Kurs insgesamt unverändert zu belassen und die Anwendung aller bestehenden geldpolitischen Maßnahmen erneut zu bekräftigen.

Indessen gebe es keinen Anlass, sich mit dem Erreichten zufrieden zu geben. Die Teuerungsrate liege durchweg unter einem mit dem Inflationsziel vereinbarten Niveau, und die Inflationserwartungen befänden sich

weiterhin in der Nähe ihrer historischen Tiefstände, was die Verankerung der mittelfristigen Inflationserwartungen gefährde.

Folglich solle der EZB-Rat die neu verfügbaren Daten sehr sorgfältig im Hinblick auf ihre Auswirkungen auf die Wirtschaft und die mittelfristigen Inflationaussichten beobachten. Er müsse bereit sein, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate – im Einklang mit seiner Verpflichtung auf Symmetrie – auf nachhaltige Weise seinem Inflationsziel annähere.

In seiner Kommunikation mit der Öffentlichkeit müsse der EZB-Rat

- betonen, dass die neu verfügbaren Daten weiterhin eine kräftige Konjunkturerholung im Euroraum signalisierten, die weitgehend mit den Erwartungen im Einklang stehe, auch wenn die Erholung nach wie vor unvollständig, uneinheitlich und mit erheblicher Unsicherheit behaftet sei,
- unterstreichen, dass der Inflationsdruck aufgrund der schwachen Nachfrage, des geringeren Lohndrucks und der Aufwertung des Euro verhalten bleiben dürfte,
- zur Kenntnis nehmen, dass sich hinter der unveränderten Projektion für die Gesamtteuerungsrate 2022 eine Aufwärtskorrektur der Kerninflation (aufgrund des positiven, wenn auch durch die Euro-Aufwertung abgeschwächten Einflusses der geld- und finanzpolitischen Maßnahmen) verberge, die durch die revidierte Teuerungsentwicklung bei Energie aufgezehrt worden sei,
- bekräftigen, dass nach wie vor umfangreiche geldpolitische Impulse erforderlich seien, um die konjunkturelle Erholung zu unterstützen und die negativen Auswirkungen des Pandemieschocks auf die projizierte Inflationsentwicklung zu kompensieren, und
- hervorheben, dass er im derzeitigen Umfeld, das von erhöhter Unsicherheit, deutlicher wirtschaftlicher Unterauslastung und zunehmender Wechselkursvolatilität geprägt sei, neu eingehende Informationen sehr sorgfältig prüfe 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

Im Hinblick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Ratsmitglieder allgemein die von Herrn Lane in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der aktuellen Aussichten für das Euro-Währungsgebiet und der Risiken für die Konjunktur. Neu verfügbare Daten und Umfrageergebnisse signalisierten eine anhaltende Erholung der Wirtschaft des Euroraums und eine kräftige Zunahme des BIP-Wachstums im dritten Quartal. Unterdessen liege die Wirtschaftstätigkeit weiterhin deutlich unter dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau. Die Unsicherheit bezüglich des weiteren Verlaufs der Pandemie dürfte das Ausmaß der Erholung am Arbeitsmarkt sowie bei den

Konsumausgaben und Investitionen beeinträchtigen, doch sollten die günstigen Finanzierungsbedingungen, ein expansiver finanzpolitischer Kurs und eine Belebung der Weltwirtschaft und der weltweiten Nachfrage die Wirtschaft im Eurogebiet stützen. Diese Einschätzung decke sich auch weitgehend mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2020. Den Projektionen zufolge werde das Wachstum des realen BIP im laufenden Jahr um 8 % sinken und in den Jahren 2021 und 2022 um 5 % bzw. 3,2 % steigen.

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld stimmten die Ratsmitglieder weitgehend mit der eingangs von Herrn Lane dargelegten Einschätzung überein. Dabei wurde angemerkt, dass die Projektionen vom September zwar eine Aufwärtskorrektur der weltwirtschaftlichen Entwicklung und der Auslandsnachfrage für 2020 beinhalteten, der Handel des Euroraums jedoch nicht nach oben revidiert worden sei. Dies könne auf ein geringfügiges Aufwärtsrisiko hindeuten. Allerdings gebe es auch eine Reihe von Abwärtsrisiken – darunter die anscheinend zunehmende Wahrscheinlichkeit eines ungeordneten Brexit.

In Bezug auf die jüngsten Wechselkursschwankungen des Euro wurde angemerkt, dass die Entwicklung des nominalen effektiven Wechselkurses bis zu einem gewissen Grad auf eine breit angelegte Aufhellung der Risikostimmung und einen Rückgang der Umschichtungen in sichere Anlagen zurückzuführen sei. Darin kämen zum Teil eine günstigere Entwicklung im Eurogebiet sowie die Schwäche des US-Dollar zum Ausdruck. Auch relative Veränderungen der Geldpolitik zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euroraum wurden als wichtiger Faktor angesehen. Es wurde festgestellt, dass der nominale effektive Wechselkurs des Euro über dem Niveau des Jahres 2018 liege. Zugleich wurde allerdings darauf hingewiesen, dass eher das Tempo der Euro-Aufwertung problematisch werden könne als das Wechselkursniveau. Angesichts der hohen Volatilität und des Potentials für eine Entwicklung in beide Richtungen sei in der aktuellen Phase jedoch nicht klar, wie dauerhaft die jüngsten Wechselkursbewegungen sein werden.

Die Ratsmitglieder waren sich darin einig, dass die seit der Finalisierung der von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni eingegangenen Daten für das Euro-Währungsgebiet weitgehend mit den bisherigen Erwartungen im Einklang stünden. Der Konjunkturerbruch im zweiten Quartal sei tatsächlich etwas weniger ausgeprägt gewesen als befürchtet, und das Wachstum des realen BIP falle im dritten Quartal wahrscheinlich höher aus als erwartet. Es gebe Hinweise darauf, dass die Konjunktur – und insbesondere der inländische Konsum – ohne weitere Lockdown-Maßnahmen im dritten Quartal merklich anziehen dürfte. Weniger klar sei jedoch, inwieweit sich das Tempo der Erholung im weiteren Jahresverlauf fortsetzen werde. Im Vergleich zum verarbeitenden Gewerbe habe sich die Dynamik im Dienstleistungssektor zuletzt abgeschwächt, was auch an den Umfrageergebnissen für August abzulesen sei. Hochfrequenzindikatoren wie etwa Daten zur Entwicklung der Arbeitskräftemobilität sowie der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor signalisierten eine verhaltenere Wirtschaftstätigkeit. Zudem habe die Dynamik bei den Einzelhandelsumsätzen etwas nachgelassen. Die schwächere Nachfrage nach Dienstleistungen zeige sich auch in einer niedrigeren Teuerungsrate in diesem Bereich.

Auch wenn die Pandemie ein gemeinsamer Schock in allen Ländern des Euroraums sei, wurde doch auf den heterogenen Konjunkturverlauf in den einzelnen Ländern verwiesen, der auf die unterschiedliche Ausbreitung des Virus, auf die nationalen Eindämmungsmaßnahmen und finanzpolitischen Reaktionen sowie auf die

strukturellen Eigenheiten der jeweiligen Länder zurückzuführen sei. Es sei davon auszugehen, dass diese Faktoren wahrscheinlich auch weiterhin zu Divergenzen führen werden. In diesem Zusammenhang wurden die Mittel aus dem NGEU-Programm als ein wichtiger Beitrag angesehen, um einheitlichere Bedingungen zu schaffen, da in den einzelnen Ländern unterschiedlich viel Spielraum für nationale finanzpolitische Maßnahmen vorhanden sei.

Bei der Erörterung der Wachstumsaussichten, die aus den Projektionen von Experten der EZB vom September hervorgingen, wurde es als wichtig erachtet, sowohl einen übermäßigen Optimismus als auch einen übertriebenen Pessimismus zu vermeiden. Die Juni-Projektionen seien etwa zum Tiefpunkt der Krise erstellt worden. Seitdem sei eine spürbare Verbesserung zu verzeichnen gewesen, sodass das Wachstum für das zweite Quartal und für das Gesamtjahr 2020 nach oben korrigiert worden sei. Das Risiko, dass das im Juni skizzierte schwere Szenario eintrete, sei zurückgegangen. Gleichzeitig wurde betont, dass sich die September-Projektionen nur aufgrund der ergriffenen politischen Maßnahmen weitgehend mit den Projektionen vom Juni deckten und die Wachstums- und Inflationsaussichten ohne diese Maßnahmen deutlich schlechter ausgefallen wären. Zudem wurde angemerkt, dass das reale BIP und das Produktionspotenzial am Ende des Projektionszeitraums geringer ausfallen dürften, als noch vor Jahresfrist erwartet worden war, was auf potenziell dauerhafte Einbußen infolge der Pandemie hindeute.

Die Sitzungsteilnehmer betonten, dass die Unsicherheit weiterhin außergewöhnlich hoch sei. Die große wirtschaftliche Ungewissheit belaste den Konsum, wobei die Höhe der vorsorglichen Ersparnisse insbesondere von der Entwicklung des Vertrauens der privaten Haushalte abhängen. Die anhaltende Unsicherheit hinsichtlich der Folgen der Pandemie könne dazu führen, dass die Ersparnisse der privaten Haushalte noch für einige Zeit erhöht blieben. Da der Ausblick mit großer Unsicherheit behaftet sei, sähen die aktuellen Projektionen erneut zwei alternative Szenarios vor. Es wurde vorgebracht, dass der Grad der Ungewissheit, der sich in der Lücke zwischen dem BIP-Niveau im milden Szenario und dem BIP-Niveau im schweren Szenario am Ende des Projektionszeitraums zeige, höher sei als in den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni. Allerdings wurde auch die Ansicht vertreten, dass das Vertrauen in das Basisszenario im Vergleich zu den Juni-Projektionen deutlich gestiegen sei und auch die Zuversicht zugenommen habe, dass die Regierungen im Falle künftiger negativer Schocks alles Notwendige tun würden, um die Wirtschaft zu stabilisieren.

Es wurde darauf verwiesen, dass im Basisszenario zwar unterstellt werde, dass das Virus weitgehend unter Kontrolle sei, es aber doch eine erhebliche Unsicherheit hinsichtlich des weiteren Verlaufs der Pandemie und der Entwicklung eines Impfstoffs gebe. Dabei wurde angeführt, dass das schwere Szenario nicht gänzlich ausgeschlossen werden könne, da es eine neue Welle von Infektionen gebe, auch wenn diese bislang nicht so tödlich verlaufen sei wie die erste Welle. In vielen Ländern komme es derzeit zu neuen Virusausbrüchen. In einigen Teilen des Euroraums sei damit zu rechnen, dass der Wiederanstieg der Neuinfektionen die Erholung beeinträchtige. Zudem bestehe eine sehr hohe Wahrscheinlichkeit, dass es auch in anderen Ländern zu weiteren Ausbrüchen kommen werde. Zusätzlich zum Wiederaufflammen der Infektionen sei auch davon auszugehen, dass die Wintermonate aus medizinischer Sicht mit größeren Herausforderungen verbunden sein werden. Des Weiteren wurde betont, dass es einige Zeit dauern werde, bis ein Impfstoff allgemein verfügbar sei, und dass die Bedenken hinsichtlich der wirtschaftlichen Entwicklung bis zu diesem Zeitpunkt fortbeständen.

Eine positivere Einschätzung der künftigen Entwicklung der privaten Konsumausgaben gründe auf der Ansicht, dass die Menschen lernen würden, mit dem Virus zu leben. Auch sei man inzwischen zuversichtlicher, dass es den Staaten gelingen werde, eine Überlastung ihrer Gesundheitssysteme zu vermeiden, und dass sie die Virusausbreitung ohne einen vollständigen Lockdown und die damit einhergehenden schwerwiegenden Schäden für die Wirtschaft eindämmen könnten. Es wurde auch auf die umfangreichen Ersparnisse der privaten Haushalte verwiesen. Auf diese Ersparnisse könnte rascher zugegriffen werden als in den Projektionen erwartet, was eine Belebung der Konsumausgaben in den kommenden Jahren stützen könnte.

Ein Aufwärtsrisiko für das Wachstum und die Entwicklung am Arbeitsmarkt gehe von der Fiskalpolitik aus, da die Regierungen mehrerer Länder bereits zusätzliche Maßnahmen beschlossen hätten oder derzeit darüber berieten; diese Maßnahmen seien in den aktuellen Projektionen noch nicht berücksichtigt worden. Es wurde angemerkt, dass der Arbeitsmarkt mithilfe von Stützungsmaßnahmen vor dem Konjunkturéinbruch abgeschirmt worden sei. Die Regierungen hätten zudem ihre Bereitschaft gezeigt, diese Maßnahmen falls erforderlich zu verlängern. Auch auf europäischer Ebene sei nun ein entschlosseneres Vorgehen zur Krisenbewältigung zu erkennen. Das Basisszenario in den September-Projektionen berücksichtige indes noch keine zusätzlichen Ausgaben, die im Rahmen des NGEU-Programms zu erwarten seien. Generell wurde die Ansicht vertreten, dass mehr Zeit erforderlich sei, um die möglichen Auswirkungen der fiskalpolitischen Stimulierungsmaßnahmen auf nationaler und europäischer Ebene besser zu verstehen, auch im Hinblick auf die zeitliche Gestaltung. Es wurde allgemein betont, dass finanzpolitische Stützungsmaßnahmen von entscheidender Bedeutung seien und zudem so früh wie möglich ergriffen und nicht zu rasch wieder zurückgefahren werden sollten. Zugleich sei es in Bezug auf die Schuldentragfähigkeit wichtig, dass die expansive Finanzpolitik zeitlich begrenzt und zielgerichtet sei. Daher solle sie insbesondere auf eine Steigerung der Produktivität und ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum ausgerichtet sein.

Angesichts der steigenden Verschuldung im öffentlichen und im privaten Sektor wurde auch auf die Gefahr einer Schuldendeflation in der kommenden Zeit hingewiesen. Überdies wurde Besorgnis hinsichtlich möglicher Klippeneffekte geäußert, die zum Tragen kommen könnten, sobald fiskalische und aufsichtliche Maßnahmen ausliefen. Dabei ergebe sich das Risiko finanzieller Verstärkungseffekte in Verbindung mit einer Zunahme von Insolvenzen und notleidenden Krediten vor allem im Sektor der nichtfinanziellen Unternehmen. Zwar fänden die negativen finanziellen Verstärkungseffekte in den September-Projektionen mit Blick auf die Kreditzinsen der Banken in gewissem Umfang Berücksichtigung, doch könnte sich die im Basisszenario angenommene kräftige Belebung der Unternehmensinvestitionen – unter anderem in Anbetracht der starken Liquiditätspräferenz der Unternehmen – als zu optimistisch erweisen. Allerdings wurde auch angemerkt, dass dem sich abzeichnenden Risiko von Insolvenzen vonseiten der Regierungen begegnet werden könne; dabei sollten Liquiditätsengpässe und Kapitallücken über bestehende staatliche Programme abgedeckt werden.

Insgesamt überwiegen in Bezug auf die Wachstumsaussichten des Euroraums weiterhin die Abwärtsrisiken. In dieser Einschätzung kämen vor allem die immer noch ungewissen wirtschaftlichen und finanziellen Auswirkungen der Pandemie zum Ausdruck.

Mit Blick auf die Finanzpolitik bestand weitgehende Einigkeit, dass angesichts des starken Konjunkturabschwungs im Eurogebiet nach wie vor ein ambitionierter und koordinierter finanzpolitischer Kurs

unabdingbar sei. Die aufgrund der Pandemie ergriffenen finanzpolitischen Maßnahmen sollten möglichst zielgerichtet und zeitlich befristet sein. Das aus drei Sicherheitsnetzen bestehende Programm für Arbeitnehmer, Unternehmen und Staaten mit einem Gesamtvolumen von 540 Mrd €, das der Europäische Rat gebilligt habe, biete in diesem Zusammenhang eine wichtige Finanzierungsunterstützung. Außerdem begrüßten die Ratsmitglieder nachdrücklich das NGEU-Hilfspaket in Höhe von 750 Mrd €. Es besitze das Potenzial, die von der Pandemie am stärksten betroffenen Regionen und Sektoren umfangreich zu unterstützen, den Binnenmarkt zu stärken und eine dauerhafte und erfolgreiche Erholung zu herbeizuführen.

Die Sitzungsteilnehmer betonten, dass das NGEU-Paket fest in solide strukturpolitische Maßnahmen eingebettet werde müsse, die auf nationaler Ebene zu konzipieren und umzusetzen seien, damit es sein Potenzial voll entfalten könne. Gut konzipierte strukturpolitische Maßnahmen könnten zu einer rascheren, stärkeren und einheitlicheren Erholung von der Krise beitragen und so die Wirksamkeit der Geldpolitik im Euroraum unterstützen. Zielgerichtete strukturpolitische Maßnahmen seien vor allem wichtig, um die Volkswirtschaften im Eurogebiet neu zu beleben. Der Schwerpunkt liege dabei auf einer stärkeren Förderung von Investitionen in Prioritätsbereichen wie dem ökologischen und dem digitalen Wandel.

Was die Preisentwicklung anbelangte, so traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung. Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Eurogebiet habe sich der Schnellschätzung von Eurostat zufolge im August 2020 auf -0,2 % verringert, verglichen mit 0,4 % im Juli, was niedrigeren Inflationsbeiträgen der Komponenten Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse ohne Energie sowie Dienstleistungen zuzuschreiben sei. Ausgehend von den aktuellen Preisen und den Terminpreisen für Öl sowie unter Berücksichtigung der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland dürfte die Gesamtinflation in den kommenden Monaten negativ bleiben und dann Anfang 2021 wieder in den positiven Bereich zurückkehren. Außerdem werde der Preisdruck aufgrund der schwachen Nachfrage, des geringeren Lohndrucks und des Anstiegs des Euro-Wechselkurses auf kurze Sicht verhalten bleiben – trotz eines gewissen Aufwärtsdrucks auf die Preise durch Angebotsengpässe. Mittelfristig werde eine durch die akkommodierende Geld- und Fiskalpolitik getragene Belebung der Nachfrage Aufwärtsdruck auf die Inflation ausüben.

Diese Einschätzung decke sich weitgehend mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2020. Den Projektionen zufolge werde die jährliche HVPI-Inflationsrate 2020 bei 0,3 %, 2021 bei 1,0 % und 2022 bei 1,3 % liegen. Hinter der unveränderten Projektion für die Inflation im Jahr 2022 verberge sich eine Aufwärtskorrektur der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel – die teilweise dem positiven Einfluss der geld- und finanzpolitischen Maßnahmen zuzuschreiben sei –, die jedoch weitgehend durch die revidierte Entwicklung der Energiepreise aufgezehrt werde.

Die Ratsmitglieder stellten fest, dass sich die Inflationsaussichten verglichen mit dem Basisszenario der Juni-Projektionen kaum verändert hätten. Dies sei jedoch größtenteils den politischen Maßnahmen geschuldet, die zu einer Aufwärtskorrektur der zugrunde liegenden Inflation geführt hätten. Ohne diese Maßnahmen wären die Inflationsaussichten schwächer ausgefallen. Zudem wurde betont, dass die Teuerung trotz umfangreicher politischer Stützungsmaßnahmen über den Projektionszeitraum hinweg nach wie vor unter dem Ziel des EZB-Rats liege.

Es wurde argumentiert, dass die Inflationsaussichten in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September zu optimistisch erschienen. Die Lage am Arbeitsmarkt könne im Zeitverlauf zu einem schwächeren Lohndruck führen. Darüber hinaus wiesen Schätzungen der Phillips-Kurve – vor allem jene, die die Produktionslücke berücksichtigten oder die geleisteten Gesamtarbeitsstunden statt der Arbeitslosigkeitslücke verwendeten – tendenziell eine geringere Teuerungsrate aus als das Basisszenario in den September-Projektionen. In einigen Dienstleistungsbranchen sei der Inflationsdruck sehr gering. Manche Bereiche, wie etwa das Gastgewerbe, erholten sich möglicherweise langsamer als bislang angenommen. Angesichts des Konjunkturerinbruchs und der hohen Unsicherheit könne der Anstieg der Inflation auf 1,3 % im Jahr 2022 ebenfalls als optimistisch erachtet werden. Das Inflationsprofil in den Projektionen spiegele auch einen Anstieg der Ölpreise, der an den Terminmärkten zum Ausdruck komme, wider. Abhängig sei dies von der Einhaltung des jüngsten Abkommens der OPEC-Staaten zur Drosselung der Produktion.

Zugleich wurde angemerkt, dass der Aufwärtsdruck, der von den zusätzlichen finanzpolitischen Maßnahmen auf das Wachstum ausgehe und noch nicht in den Projektionen berücksichtigt sei, eine geringere Produktionslücke impliziere. Normalerweise schlage sich dies in einem besseren Inflationsausblick nieder. Es wurde hervorgehoben, dass die Unsicherheit in Bezug auf die Inflation derzeit außergewöhnlich hoch sei. Der Zusammenhang zwischen wirtschaftlicher Unterauslastung und Inflation werde durch die Lockdowns und pandemiespezifische Faktoren stark verzerrt. Letztere beinhalteten auch die Unsicherheit im Zusammenhang mit den Auswirkungen der Pandemie auf die Angebotsseite und das Potenzialwachstum. Die relative Wirkung negativer Schocks auf Nachfrage und Angebot könne mithilfe einer Analyse der sektoralen Entwicklungen eingehender untersucht werden, lautete ein Vorschlag. Während sich Wirtschaftszweige wie das Gastgewerbe oder der Tourismus nicht so rasch erholen dürften, hätten andere Bereiche wie die IT-Branche oder der Onlinehandel sogar einen positiven Nachfrageschock verzeichnet.

Angesichts des Offenheitsgrads der Wirtschaft des Euroraums stelle eine weitere Aufwertung des Euro ein Risiko sowohl für das Wachstum als auch die Inflation dar. Es wurde daran erinnert, dass ein deutlicher Einfluss des Wechselkursanstiegs auf die Inflation im Euro-Währungsgebiet in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September berücksichtigt sei. Das Argument wurde vorgebracht, dass sich die Wirkung einer einmaligen Anpassung des Wechselkurses schlussendlich im Preisniveau und nicht in der Inflationsrate niederschlagen würde. Zudem hingen die wirtschaftlichen Auswirkungen auch von den zugrunde liegenden Ursachen der Wechselkursentwicklung ab. Diese zuverlässig voneinander zu trennen, sei schwierig.

Im Hinblick auf die jüngste Entwicklung der Inflationserwartungen stellten die Ratsmitglieder in ihren Erörterungen fest, dass die längerfristigen Inflationserwartungen laut dem Survey of Professional Forecasters der EZB auf 1,6 % gesunken seien und damit den niedrigsten Stand seit Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion erreicht hätten. Zugleich hätten sich die marktbasieren Indikatoren der Inflationserwartungen weiter erholt. So belaufe sich der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren aktuell auf 1,19 %. Es wurde angemerkt, dass sich die Inflationserwartungen insgesamt zu stabilisieren schienen. Die Märkte hätten begonnen, das Deflationsrisiko auszupreisen, obwohl die Unsicherheit bezüglich der Inflationsaussichten nach wie vor hoch sei. Gleichzeitig wurde betont, dass die Inflationserwartungen immer noch zu niedrig seien. Zudem sei das Deflationsrisiko weiterhin nicht zu vernachlässigen, auch wenn es

rückläufig sei. Die moderate Verbesserung der Inflationserwartungen sei größtenteils auf die im Juni gefassten geldpolitischen Beschlüsse zurückzuführen, und der Ausblick einer weiteren Euro-Aufwertung gehe mit Abwärtsrisiken für die Inflation einher.

Was die monetäre Analyse anbelangte, so stimmten die Sitzungsteilnehmer weitgehend mit der eingangs von Herrn Lane dargelegten Einschätzung überein. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 habe weiter zugenommen und spiegele die inländische Kreditvergabe und die laufenden Ankäufe von Vermögenswerten seitens des Eurosystems wider. Es sei auch Ausdruck von Vorsichtsmotiven, die einer verstärkten Liquiditätspräferenz des geldhaltenden Sektors Vorschub leisteten. Die Kreditvergabe der Banken an den privaten Sektor werde weiterhin von den Maßnahmen der Aufsichtsbehörden sowie der Finanz- und Geldpolitik einschließlich des jüngsten GLRG-III-Geschäfts getragen. Da die Kreditzinsen nach wie vor auf historischen Tiefständen lägen, blieben die Kreditvergabebedingungen der Banken sehr günstig. In der kräftigen Zunahme der Unternehmenskredite zeige sich weiterhin der erhöhte Liquiditätsbedarf von Unternehmen zur Finanzierung ihrer laufenden Ausgaben, wie etwa Lohnzahlungen und Betriebskapital, sowie zum weiteren Aufbau von Liquiditätspuffern. Zwar habe die wirtschaftliche Belebung zu einer gewissen Erholung bei den Unternehmenseinnahmen und zu einer Verlagerung der Kreditnachfrage zugunsten von längerfristigen Krediten geführt, doch dürfte die Unsicherheit hinsichtlich der Konjunkturaussichten die künftige Kreditnachfrage beeinträchtigen. Es wurde darauf hingewiesen, dass die Banken sogar eine gewisse Verlangsamung der Kreditnachfrage der Unternehmen erwarteten. Dies gehe aus der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet hervor.

Die Unsicherheit bezüglich der Konjunkturaussichten könne eine Herausforderung für die Transmission der Geldpolitik über den Bankensektor darstellen, die sorgfältig beobachtet werden müsse. In diesem Zusammenhang hoben die Sitzungsteilnehmer die zentrale Rolle der staatlichen Garantieprogramme zur Stützung der Kreditvergabe an die Realwirtschaft hervor. Darüber hinaus sei es wichtig, Klippeneffekte zu vermeiden. Es wurde darauf hingewiesen, dass sich die vollständigen Auswirkungen der Pandemie noch nicht in den Unternehmensbilanzen widerspiegeln. Mögliche finanzielle Schwachstellen im Unternehmenssektor könnten wiederum die Bankbilanzen belasten und damit die geldpolitische Transmission beeinträchtigen sowie Risiken für die Finanzstabilität hervorrufen. Ohne weitere regulatorische Erleichterungen bei der Einstufung von Krediten als notleidend könne ein Anstieg der Unternehmensinsolvenzen infolge der Pandemie dazu führen, dass die Zahl solcher Kredite in den Bankbilanzen zunehme. Dies gelte insbesondere angesichts dessen, dass die Regierungen wohl bald einige der unterstützenden Maßnahmen, wie etwa Schuldenmoratorien oder Kreditgarantien, zurücknehmen dürften. Eine Verschlechterung der Bankbilanzen in Verbindung mit steigenden Schulden und Zahlungsausfällen von Unternehmen könne indes die Banken dazu veranlassen, höhere Kreditzinsen von ihren Kunden zu verlangen und weniger neue Kredite zu vergeben, auch wenn die Kreditzinsen derzeit noch auf einem historisch niedrigen Niveau lägen.

Vor diesem Hintergrund wurde angemerkt, dass die Kurse von Bankaktien kontinuierlich gesunken seien. Die niedrigen Bewertungen von Banken ließen sich an den sehr geringen Kurs-Buchwert-Verhältnissen ablesen. Zwar hätten die Banken ihre Rückstellungen aufgrund höherer erwarteter Verluste aufgestockt, doch könnten sich schwache Ertragsaussichten in den niedrigen Bewertungen der Banken widerspiegeln. Auch Zweifel der Anleger, was die Qualität der Bankbilanzen und die Angemessenheit der Rückstellungen angesichts der

erwarteten Zunahme von Zahlungsausfällen und Insolvenzen von Unternehmen betreffe, könnten die niedrigen Bewertungen erklären. Zudem wurde gewarnt, dass die Forderungen von Banken an Staaten seit Beginn der Krise wieder gestiegen seien, was erneut Bedenken hinsichtlich der engen Verflechtung zwischen Banken und Staaten aufkommen lasse. Insgesamt sei es wichtig, die Transmission der Geldpolitik sorgfältig zu beobachten, um sicherzustellen, dass die zugeführte Liquidität zur Finanzierung der Realwirtschaft verwendet werde. Ferner müsse vermieden werden, dass die Preise für finanzielle Vermögenswerte übermäßig in die Höhe getrieben würden und der Nexus zwischen Banken und Staaten verstärkt werde.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Mit Blick auf die Finanzierungsbedingungen und den geldpolitischen Kurs stimmten die Ratsmitglieder weitgehend der eingangs von Frau Schnabel und Herrn Lane vorgetragenen Einschätzung zu. Während sich die Lage an den Finanzmärkten seit der geldpolitischen Sitzung vom Juli weiter normalisiert habe und die Bewertungen risikobehafteter Vermögenswerte ihre Erholung weltweit fortsetzten, sei die tendenzielle Lockerung der Finanzierungsbedingungen teilweise durch die Aufwertung des Euro aufgezehrt worden. Die Renditeabstände von Staats- und Unternehmensanleihen im Euroraum seien erneut zurückgegangen. Indes zeigten sich die Aktienkurse, trotz einer gewissen Abschwächung bei den Bankaktien, aufgrund der positiven globalen Risikostimmung und der stützenden geld- und finanzpolitischen Maßnahmen weiterhin insgesamt robust. Es wurde allerdings gewarnt, dass die niedrigen Aktienbewertungen in einigen Sektoren zwar die Anlegererwartungen eines länger anhaltenden Einflusses der Pandemie widerspiegeln, die Bewertungen insgesamt aber offenbar weiterhin hoch seien, worauf beispielsweise Messgrößen wie das konjunkturbereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis hindeuteten. Dies lasse darauf schließen, dass es in nächster Zeit zu Volatilität oder Korrekturen an den Aktienmärkten kommen könne, wie dies an den US-Aktienmärkten in den Tagen vor der EZB-Ratssitzung im September zu beobachten gewesen sei. Zugleich habe der Euro seit der Juli-Sitzung des EZB-Rats gegenüber fast allen Währungen der Industrie- und Schwellenländer deutlich an Wert gewonnen. Verantwortlich hierfür sei zum Teil eine positive Risikostimmung mit Blick auf den Euroraum, die auch durch die Einigung über das NGEU-Programm sowie die jeweilige Ausgestaltung der Geldpolitik in wichtigen Ländern unterstützt worden sei. Dabei hänge das Risiko einer weiteren Euro-Aufwertung auch von der Einschätzung der Marktteilnehmer ab, in welchem Umfang weitere geldpolitische Anpassungen in verschiedenen Ländern zu erwarten seien. Dementsprechend gelte es, sich nicht mit dem Erreichten zufrieden zu geben und der Wahrnehmung der Anleger, dass sich der Wechselkurs nur in eine Richtung entwickle, entgegenzuwirken.

Die Mitglieder stimmten weitgehend der von Herrn Lane dargelegten Einschätzung zu, dass es nach wie vor umfangreicher Impulse zur Stützung der wirtschaftlichen Erholung und zur Gewährleistung der Preisstabilität auf mittlere Sicht bedürfe. Zwar seien die seit der letzten Sitzung des EZB-Rats neu verfügbaren Daten insgesamt positiv ausgefallen und signalisierten eine kräftige Konjunkturerholung im Euroraum, die weitgehend mit den Erwartungen im Einklang stehe, doch blieben die Risiken abwärtsgerichtet, und das Ausmaß der Erholung sei weiterhin mit erheblicher Unsicherheit behaftet. In diesem Umfeld dürfte der Inflationsdruck aufgrund der schwachen Nachfrage, des geringeren Lohndrucks und des jüngsten Anstiegs des Euro-Wechselkurses weiterhin verhalten bleiben.

Vor diesem Hintergrund stimmten die Sitzungsteilnehmer dem Vorschlag von Herrn Lane zu, den allgemeinen geldpolitischen Kurs unverändert zu belassen und die derzeitige Ausgestaltung der vorhandenen geldpolitischen Instrumente nochmals zu bestätigen. In Anbetracht der derzeit hohen Unsicherheit sei eine Geldpolitik der ruhigen Hand der geeignetste Weg. Gleichzeitig wurde angemerkt, dass angesichts der erhöhten Unsicherheit Freiraum gelassen werden müsse. Es wurde erneut auf die Notwendigkeit hingewiesen, alle eingehenden Informationen, etwa zum Euro-Wechselkurs, genau zu analysieren, und bei der Ergreifung angemessener geldpolitischer Maßnahmen flexibel agieren zu können, wenn und wann immer dies angezeigt sei. Im Laufe der kommenden Wochen würden weitere Daten verfügbar, die genaueren Aufschluss darüber gäben, wie die verschiedenen derzeit wirkenden Kräfte die mittelfristigen Inflationsaussichten beeinflussten. In dieser Hinsicht müssten die Grunddynamik der Pandemie, der weitere Verlauf der Verhandlungen über die nach der Brexit-Übergangsphase geltenden Regelungen, der Ausgang der Präsidentschaftswahl in den Vereinigten Staaten sowie die Beschlüsse über die Haushaltspläne der einzelnen Länder und auf Ebene des Euroraums genau verfolgt werden.

Die Anwesenden waren sich weitgehend einig, dass die geldpolitischen Maßnahmen der EZB wesentlich zur Erholung der Wirtschaft im Eurogebiet und zur Stärkung des Drucks auf die zugrunde liegende Inflation beitragen. Es wurde betont, dass die Inflations- und Wachstumsaussichten deutlich schlechter ausgefallen wären, hätte der EZB-Rat nicht seit dem Ausbruch der Coronakrise entschlossen gehandelt. Die Ausgestaltung der Geldpolitik fördere die Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen und trage zu akkommodierenden Finanzierungsbedingungen in allen Teilen der Wirtschaft bei. Diesbezüglich unterstützten die GLRGs weiterhin die rückläufige Entwicklung der Kreditzinsen sowie die Kreditvergabe der Banken an Privathaushalte und Unternehmen.

Mit Blick auf die beiden Zielsetzungen des PEPP wurde der Erfolg des Programms in Bezug auf die Stabilisierung der Finanzmarktbedingungen im Euroraum bekräftigt. In Anbetracht der sich normalisierenden Bedingungen und der sinkenden Risiken einer Fragmentierung der Märkte wurde herausgestellt, dass dem PEPP inzwischen eine zentrale Rolle bei der Lockerung des geldpolitischen Kurses zukomme. Zusammen mit den laufenden Käufen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) lieferten die PEPP-Käufe erhebliche geldpolitische Impulse und trügen dazu bei, die Inflationsraten wieder auf dem vor Ausbruch der Pandemie erwarteten Pfad zu verankern. In diesem Zusammenhang wurde gleichwohl betont, dass die Teuerung – ungeachtet der positiven Wirkung der Geldpolitik auf die zugrunde liegende Inflation – laut Basisszenario der September-Projektionen im Projektionszeitraum weiterhin deutlich unter dem Vorkrisenniveau liegen werde. Auf Basis der derzeit verfügbaren Informationen müsse der Rahmen des PEPP voraussichtlich vollständig ausgeschöpft werden, um für das Maß an Akkommodation zu sorgen, das zum Ausgleich des Abwärtseffekts der Pandemie auf den Inflationspfad erforderlich sei. Dies entspreche auch den vorherrschenden Markterwartungen. Es wurde zudem als wichtig erachtet, an früheren Ankündigungen zum Gesamtrahmen des PEPP festzuhalten, da dies die Entschlossenheit des EZB-Rats bekräftige, die Inflation wieder auf ein mit dem Ziel vereinbares Niveau zurückzuführen. Gleichzeitig wurde angemerkt, dass der Umfang der monatlichen Ankäufe angesichts der nachlassenden Spannungen an den Finanzmärkten verringert werden könne. Auf diese Weise könnten für den Fall eines erneuten Auftretens von Marktturbulenzen und Marktfragmentierung Puffer gebildet werden.

Die Ratsmitglieder stimmten weitgehend der von Herrn Lane in seiner Einleitung vorgetragene Einschätzung zu, dass es keinen Anlass gebe, sich mit dem Erreichten zufrieden zu geben. So bestünden erhebliche Abwärtsrisiken für die mittelfristigen Preisstabilitätsaussichten, die sich vornehmlich aus den immer noch ungewissen wirtschaftlichen und finanziellen Folgen der Pandemie ergäben. Außerdem habe die Inflation durchweg unter einem mit dem Inflationsziel vereinbaren Niveau gelegen, und die Inflationserwartungen verharrten auf einem niedrigen Stand. Dies könne in der öffentlichen Wahrnehmung Zweifel aufwerfen, ob der EZB-Rat in der Lage und entschlossen sei, sein Mandat zu erfüllen. Die ohne Energie und Nahrungsmittel gemessene Teuerungsrate sei zwar in den jüngsten Projektionen nach oben revidiert worden. Doch werde für die Gesamtinflation im letzten Jahr des Projektionszeitraums ein Anstieg von 1,3 % unterstellt, womit der vor der Krise projizierte Verlauf weiterhin unterschritten und ein dem Inflationsziel des EZB-Rats entsprechendes Niveau sichtlich verfehlt werde. In diesem Umfeld sei entscheidend, dass der EZB-Rat seine Bereitschaft bekräftige, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate auf nachhaltige Weise seinem Inflationsziel annähere. Wenngleich das PEPP zum gegenwärtigen Zeitpunkt das wichtigste Instrument sei, um eine zusätzliche geldpolitische Akkommodierung zu erreichen, gehörten weitere Zinssenkungen und Änderungen an den Bedingungen der GLRGs ebenfalls zum geldpolitischen Instrumentarium und könnten bei Bedarf zu einer weiteren Anpassung der Geldpolitik beitragen.

Mit Blick auf die Kommunikation waren die Ratsmitglieder weitgehend mit den von Herrn Lane zu Beginn präsentierten Ausführungen einverstanden. Es müsse hervorgehoben werden, dass das aktuelle Umfeld von erhöhter Unsicherheit geprägt sei und der EZB-Rat deshalb alle eingehenden Informationen, etwa zur Wechselkursentwicklung, hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf die mittelfristigen Inflationsaussichten genau analysieren müsse. In diesem Zusammenhang müsse besonders darauf hingewiesen werden, dass der Wechselkurs des Euro zwar keine geldpolitische Zielgröße der EZB sei, der Außenwert der Gemeinschaftswährung aber einen wichtigen Bestimmungsfaktor der Inflationsentwicklung im Euroraum darstelle. Diesbezüglich habe die jüngste Aufwertung des Euro in den September-Projektionen der EZB großen Einfluss auf die Inflationsaussichten gehabt.

Die Ratsmitglieder waren sich weitgehend darin einig, dass der derzeit volatile Euro-Wechselkurs im Umfeld erhöhter Unsicherheit eine sorgfältige Beobachtung der möglichen Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität erfordere. Diesbezüglich wurde auf die Verlautbarungen des EZB-Rats in Bezug auf die Wechselkursvolatilität 2017/2018 verwiesen. Die Sitzungsteilnehmer waren grundsätzlich der Ansicht, dass die geplante Kommunikation zum gegenwärtigen Zeitpunkt vergleichbar und angemessen sei.

Des Weiteren wurde hervorgehoben, dass der EZB-Rat nach wie vor bereit sein müsse, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate auf nachhaltige Weise seinem Inflationsziel annähere. Hierzu gehöre auch, die anhaltende Entschlossenheit des EZB-Rats zu bekräftigen, das PEPP flexibel einzusetzen. Damit solle einer möglicherweise drohenden Marktfragmentierung entgegengewirkt und die reibungslose geldpolitische Transmission aufrechterhalten werden. Zudem müsse betont werden, dass der geldpolitische Kurs akkommodierend bleiben werde und der EZB-Rat keine ungerechtfertigte Verschärfung der finanziellen Bedingungen toleriere, die das Preisstabilitätsmandat der EZB gefährden könne.

Im Zusammenhang mit der Ankündigung der US-Notenbank, eine überarbeitete Erklärung zu den längerfristigen Zielen und zur geldpolitischen Strategie (Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy) herauszugeben, sei darauf hinzuweisen, dass sich die Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB aufgrund der Covid-19-Pandemie verzögert habe. Sie werde in Kürze fortgeführt und im kommenden Jahr einen wichtigen Schwerpunkt der Arbeit des EZB-Rats darstellen. Ohne den laufenden Beratungen zur Strategieüberprüfung vorgreifen zu wollen, sei es überdies wichtig, darauf hinzuweisen, dass der EZB-Rat keinen Beschränkungen unterliege, wenn es darum gehe, die erforderlichen geldpolitischen Maßnahmen zur Erfüllung des Preisstabilitätsmandats der EZB zu ergreifen. In diesem Zusammenhang wurde auch hervorgehoben, dass das Inflationsziel der EZB symmetrisch sei. Entsprechend reagiere der EZB-Rat mit derselben Entschlossenheit, wenn die Teuerung das Inflationsziel dauerhaft unterschreite oder aber überschreite.

Schließlich müsse betont werden, dass die Finanzpolitik nach wie vor maßgeblich dazu beitrage, die Erholung im Euroraum zu unterstützen und den von der Pandemie am stärksten Betroffenen wichtige Finanzierungshilfen zur Verfügung zu stellen. Es wurde angemahnt, finanzpolitische Stützungsmaßnahmen nicht zu früh einzustellen. Vielmehr sollten sie dafür eingesetzt werden, das Produktivitätswachstum zu steigern, ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum und Innovationen zu fördern sowie das langfristige Wachstumspotenzial der Wirtschaft im Eurogebiet zu stärken.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

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

1. 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 blieben, bis er feststelle, dass sich die Inflationsaussichten in seinem Projektionszeitraum deutlich einem Niveau annäherten, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liege, und dass sich diese Annäherung in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durchgängig widerspiegele.
2. Der EZB-Rat werde seine Ankäufe im Zuge des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) im Rahmen von insgesamt 1 350 Mrd € fortsetzen. Die Ankäufe trügen zur Lockerung des allgemeinen geldpolitischen Kurses bei und hälften so, den dämpfenden Einfluss der Pandemie auf die projizierte Inflationsentwicklung auszugleichen. 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. Der EZB-Rat werde die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP mindestens bis Ende Juni 2021 und in jedem Fall so lange durchführen, bis die Phase der Coronakrise seiner Einschätzung nach überstanden sei. 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.

3. Die Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) im Umfang von monatlich 20 Mrd € würden 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. Der EZB-Rat beabsichtige, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere weiterhin bei Fälligkeit für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginne, vollumfänglich wieder anzulegen und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.
4. Der EZB-Rat werde zudem weiterhin reichlich Liquidität über seine Refinanzierungsgeschäfte zur Verfügung stellen. Insbesondere beim letzten Geschäft der dritten Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) sei eine sehr hohe Inanspruchnahme der Mittel zu verzeichnen gewesen, wodurch die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte unterstützt worden sei.

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

[10. September 2020 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

[10. September 2020 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

Sitzung des EZB-Rats, 9.-10. September 2020

Mitglieder

Frau Lagarde, Präsidentin

Herr de Guindos, Vizepräsident

Herr Centeno

Herr Hernández de Cos

Herr Herodotou

Herr Holzmann

Herr Kazāks

Herr Kažimír

Herr Knot*

Herr Lane

Herr Makhoulf

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 September 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
Herr Garnier
Herr Haber
Herr Kaasik
Herr Kuodis
Herr Kyriacou
Herr Lünnemann
Herr Odór
Herr Rutkaste
Herr Sleijpen
Herr Tavlás
Herr Välimäki

Sonstige Beschäftigte der EZB

Herr Straub, Berater der Präsidentin
Frau Rahmouni-Rousseau, Generaldirektorin Finanzmarktoperationen
Herr Rostagno, Generaldirektor Geldpolitik
Herr Bracke, Stellvertretender Generaldirektor Kommunikation
Herr Sousa, Stellvertretender Generaldirektor Volkswirtschaft

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 26. November 2020 vorgesehen.

Europäische Zentralbank

Generaldirektion Kommunikation
Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland
Tel.: +49 69 1344 7455, E-Mail: media@ecb.europa.eu
Internet: www.ecb.europa.eu

Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.