

9. Juli 2021

## Sitzung am 9.-10. Juni 2021

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 9.-10. Juni 2021, in Frankfurt am Main

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

#### Finanzmarktentwicklungen

Frau Schnabel gab folgenden Überblick über die Entwicklungen an den Finanzmärkten in der Zeit nach der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 21.-22. April 2021:

Die nominale BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet sei um rund 5 Basispunkte gestiegen, während sich die kurz- bis mittelfristigen Renditen kaum verändert hätten. Auch unter Berücksichtigung der allgemeineren Entwicklung seit der EZB-Ratssitzung vom 10.-11. März sei ein etwas steilerer Verlauf der Zinsstrukturkurve zu verzeichnen – dies sei ein typisches Phänomen in einer Volkswirtschaft, die kurz vor einer Erholung stehe. Unterdessen seien die Renditen langfristiger US-Staatsanleihen im selben Zeitraum größtenteils stabil geblieben.

Marktanalysen wiesen auf zwei wesentliche Faktoren hin, die hinter der divergierenden Renditeentwicklung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten stünden. Der erste Faktor beziehe sich auf das Impftempo, das sich in allen großen Euro-Ländern erhöht habe. Diesbezüglich werde davon ausgegangen, dass das Eurogebiet einen Großteil des Impfrückstands gegenüber den USA bis zum Sommeranfang aufholen werde. Die hohe Impfquote habe zudem das Vertrauen der Anleger in die Widerstandsfähigkeit der Erholung im Euroraum gestärkt.

Ein zweiter, damit zusammenhängender Faktor betreffe die Dynamik, mit der die Wirtschaft wieder hochgefahren werde. Sie sei wesentlich ausgeprägter und konjunkturell stärker unterlegt als von den

meisten Analysten erwartet. So hätten die in den letzten Wochen veröffentlichten Daten für das Eurogebiet die Marktanalysten durchweg positiv überrascht. Modellbasierte Erkenntnisse bestätigten, dass positive makroökonomische Schocks ein ausschlaggebender Faktor gewesen seien, der die risikofreien Renditen im Euroraum seit der Sitzung vom 10.-11. März bestimmt habe. Dies stehe in scharfem Kontrast zur Entwicklung im Vorfeld der März-Sitzung, als Übertragungseffekte von außerhalb des Eurogebiets den größten Einfluss ausgeübt hätten.

Die sich festigenden Erwartungen hinsichtlich einer starken Konjunkturerholung im Euroraum hätten dazu geführt, dass die Anleger den von ihnen geforderten Inflationsausgleich über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg spürbar angehoben hätten. Die Märkte gingen nun davon aus, dass die jährliche Teuerungsrate in zwei Jahren – sobald sie um die derzeit noch negative Inflationsrisikoprämie bereinigt sei – bei knapp 1,7 % und damit deutlich über dem Stand vor Ausbruch der Pandemie liegen werde. Die Optionspreise deuteten darauf hin, dass die Märkte bereits eine Wahrscheinlichkeit von fast 1:4 einpreisten, dass die Inflationsrate im Eurogebiet in den kommenden fünf Jahren im Schnitt mehr als 2 % betragen werde. Somit seien Veränderungen beim Inflationsausgleich in den vergangenen Wochen weiterhin der alleinige Bestimmungsfaktor für die Entwicklung der nominalen risikofreien Zinssätze gewesen. Die realen Langfristzinsen für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Sätze) wären dagegen unter dem Niveau geblieben, das im Dezember 2020 zum Zeitpunkt der Zusicherung des EZB-Rats bestanden habe, die günstigen Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten.

Zugleich habe sich der Spread der BIP-gewichteten Rendite zehnjähriger Staatsanleihen gegenüber dem risikofreien OIS-Satz merklich und dauerhaft ausgeweitet. Was den jüngsten Spreadanstieg von vielen vorhergegangenen Ausweitungen unterscheide, sei die Tatsache, dass er bei den Staatsanleihen aller Euro-Länder – selbst den sichersten – aufgetreten sei. Im Gegensatz dazu hätten sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen weiterhin robust entwickelt. Es sei wahrscheinlich, dass umfangreiche Liquiditätspuffer, sich verbessernde Wachstums- und Kreditaussichten sowie die Erwartungen hinsichtlich einer Fortsetzung der finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen dazu beigetragen hätten, die Spreads stabil beim oder nahe am Vorkrisenniveau zu halten.

Einhergegangen sei die jüngste Entwicklung mit einer leichten Aufwärtsverlagerung der OIS-Terminzinskurve für den EONIA (Euro Overnight Index Average), die nun auf einen etwas früheren Zeitpunkt für eine erste Anhebung der Leitzinsen hindeute. Allerdings ließen sowohl die geringe Höhe des Anstiegs als auch umfragebasierte Daten darauf schließen, dass sich die echten Erwartungen im Hinblick auf eine Leitzinsanhebung in den letzten Monaten kaum verändert hätten. Der nominale effektive Wechselkurs des Euro sei in den vergangenen Monaten ebenfalls nahezu konstant geblieben. Dies sei divergierenden Entwicklungen bei den bilateralen Wechselkursen zuzuschreiben

gewesen, die weitgehend das unterschiedliche Erholungstempo der einzelnen Volkswirtschaften nach der Krise widerspiegeln.

Die jüngste Entwicklung an den Aktienmärkten lege nahe, dass der neuerliche Anstieg der Langfristzinsen von Anlegern weiterhin als Vorbote eines robusten und widerstandsfähigen Wachstums gesehen werde. Seit der Sitzung des EZB-Rats vom 10.-11. März sei der Euro STOXX 50 um 8 % gestiegen. Aufwärtskorrekturen der langfristigen Gewinnerwartungen hätten die Aktienbewertungen im Euro-Währungsgebiet nach oben getrieben. Länder, die den Erwartungen zufolge stärker vom Wiederanlaufen der Wirtschaft und einem höheren Impftempo profitieren dürften, hätten andere zuletzt übertroffen. Was die einzelnen Wirtschaftssektoren betreffe, so habe sich der Bankensektor im Euroraum im bisherigen Jahresverlauf am besten entwickelt. Zugute gekommen seien ihm die sich aufhellende Binnenwirtschaft, die steigenden Anleiherenditen und die niedrigen Finanzierungskosten über die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs). Allerdings hätten sich die Bewertungen der Banken im Eurogebiet trotz der verbesserten Marktstimmung im historischen und internationalen Vergleich nach wie vor verhalten gezeigt.

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

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

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld spiegele sich der Fortschritt bei der Bewältigung der Pandemie – insbesondere in den Industrieländern – in der Entwicklung der Einkaufsmanagerindizes (EMIs) als Vorlaufindikatoren der Wirtschaftsentwicklung wider. Die EMIs für das verarbeitende Gewerbe hätten sich rasch erholt, in jüngerer Zeit aber auch stabilisiert, was unter anderem auf Produktionsengpässe zurückzuführen gewesen sei. Zugleich habe der globale EMI für die Produktion im Dienstleistungssektor einen signifikanten und abrupten Anstieg verzeichnet. Die Erholung des Welthandels habe sich bislang sehr dynamisch vollzogen, was durch die enge Verbindung zwischen Handel und verarbeitendem Gewerbe bedingt sei.

Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im April seien die Ölpreise um 7,7 % gestiegen. Ähnliches gelte auch in Relation zu den entsprechenden Annahmen, die den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni zugrunde lägen und zum Stichtag ebenfalls eine Steigerung beinhalteten (+3,9 %). In US-Dollar gerechnet wiesen die Ölnotierungen nun weitgehend wieder ihr vor der Pandemie verzeichnetes Niveau auf. Zudem habe der Euro seit der letzten Sitzung im April gegenüber dem US-Dollar leicht

aufgewertet, sei aber in nominaler effektiver Rechnung nahezu unverändert geblieben, wengleich er – verglichen mit dem Wechselkurs im Frühjahr 2020 – einen recht hohen Stand aufweise.

Was die Wirtschaft im Euroraum betreffe, so sei es dort im ersten Quartal 2021 zu einem konsumbedingten Rückgang des BIP-Wachstums gekommen. Durch eine Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen sollte eine konjunkturelle Belebung im zweiten Quartal möglich sein. Auf sektoraler Ebene sei das verarbeitende Gewerbe durch angebotsseitige Engpässe im Zusammenhang mit Halbleitern und dem Seetransport gebremst worden, was wiederum die Produktion im ersten Jahresviertel beeinträchtigt habe. Überdies sei der Dienstleistungssektor weiterhin von Abstandsregeln und der mangelnden Nachfrage in Mitleidenschaft gezogen worden. Die am stärksten betroffenen kontaktintensiven Dienstleistungen wie etwa Reiseverkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie schnitten noch immer schlechter ab, wengleich sich die Entwicklung deutlich verbessere. Die sich aufhellende Pandemielage spiegele sich in einem stark steigenden Vertrauen wider, das beispielsweise am Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung und den EMI-Daten bis Mai erkennbar sei.

Mit Blick auf die Komponenten des BIP seien die Konsumausgaben im ersten Vierteljahr 2021 gegenüber dem Vorquartal in realer Rechnung um 2,3 % zurückgegangen. Da sich die privaten Haushalte nach und nach optimistischer geäußert hätten, werde der Konsum den Erwartungen nach im zweiten und dritten Quartal des laufenden Jahres kräftig anziehen und sich danach stabilisieren. Die Sparquote dürfte zwar sinken, doch gelte es dabei zu bedenken, dass das Wachstum des verfügbaren Einkommens der Privathaushalte in den vergangenen Quartalen durch umfangreiche staatliche Einkommensbeihilfen gestützt worden sei. Im Zuge der Konjunkturerholung sollte das Arbeitseinkommen wieder verstärkt zum Zuwachs der Einkommen der privaten Haushalte beitragen.

Die Investitionen hätten die wirtschaftliche Erholung erneut mit getragen. Die Wohnungsbauinvestitionen hätten im ersten Quartal dieses Jahres mit einem Plus von 0,5 % zum Vorquartal weiter zugelegt. Zugleich hätten die Unternehmen von erheblichen Arbeitskräfte- und Materialengpässen berichtet sowie von einer nahezu historischen Verlängerung der Lieferzeiten der Anbieter. Auch bei den Unternehmensinvestitionen ließen die jüngsten Daten auf einen Anstieg im zweiten Jahresviertel 2021 schließen, nachdem diese im Vorquartal in vierteljährlicher Betrachtung noch um 0,4 % geschrumpft seien.

Was den Handel des Euroraums anbelange, so signalisierten die auf Aufträgen beruhenden Indikatoren eine dynamische Entwicklung, wobei sich die Erholung bei den Warenexporten in Länder außerhalb des Eurogebiets in den ersten Monaten des Jahres abgeschwächt habe. Das verarbeitende Gewerbe im Euroraum habe aufgrund von Engpässen bei Vorleistungen Schwierigkeiten gehabt, Halbleiter zu beziehen, und sei von Störungen beim Seetransport betroffen gewesen.

In Bezug auf die Arbeitsmarktentwicklung hätten harte Indikatoren weiterhin eine Schwäche signalisiert, während die weichen Indikatoren auf einen positiveren Verlauf hindeuteten. Die Beschäftigung liege noch immer rund 2,2 % unter dem Stand vor Ausbruch der Pandemie, und die jüngsten Beschäftigungszahlen für das erste Quartal 2021 zeigten gegenüber dem Vorquartal ein Minus von 0,3 % an. Grund hierfür sei der Rückgang des realen BIP im Schlussquartal 2020 und im ersten Vierteljahr 2021. Während die Arbeitslosenquote eine leichte Verbesserung signalisiere, seien weiter gefasste Messgrößen der Unterauslastung am Arbeitsmarkt auf einem hohen Stand geblieben. Zukunftsorientierte Beschäftigungsindikatoren hätten sich im Einklang mit der Konjunkturerholung ins Positive gekehrt.

In den Eurosystem-Projektionen von Juni sei eine Aufwärtskorrektur der Wirtschaftsleistung vorgenommen worden. Das reale BIP werde sich den Projektionen zufolge 2021 um 4,6 % ausweiten, 2022 um 4,7 % (eine Aufwärtsrevision von 0,6 Prozentpunkten für beide Jahre) und 2023 um 2,1 % (unverändert). Insgesamt sei die kräftigere Erholung über alle Nachfragekomponenten hinweg zu beobachten. Um der anhaltenden Unsicherheit in Bezug auf die Pandemie und deren Auswirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung Rechnung zu tragen, seien für die Juni-Projektionen erneut zwei alternative Szenarien für einen milden und einen schwerwiegenden Verlauf erarbeitet worden.

Was die nominalen Entwicklungen anbelange, so habe sich die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Teuerung der Schnellschätzung von Eurostat zufolge von 1,3 % im März auf 1,6 % im April und schließlich auf 2,0 % im Mai 2021 erhöht. Positive energiepreisbedingte Basiseffekte im Zusammenhang mit dem im Vorjahr verbuchten starken Rückgang des Preisauftriebs bei Energie seien maßgeblich für die Entwicklung der Gesamtinflation seit Februar 2021 gewesen. Unterdessen hätten einige temporäre Faktoren wie saisonale Schlussverkäufe oder Änderungen der HVPI-Gewichte in den vergangenen Monaten an Bedeutung verloren.

Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel habe sich von März bis Mai 2021 im Wesentlichen seitwärts bewegt und liege bei 0,9 %. Dies sei noch immer etwas niedriger als das vor der Pandemie beobachtete Niveau. Das Wachstum der Tarifverdienste habe sich im ersten Quartal dieses Jahres spürbar auf 1,4 % verlangsamt; damit liege es deutlich unterhalb des im Durchschnitt des Jahres 2020 verbuchten Wertes von 1,8 %. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer sowie das Arbeitnehmerentgelt je Stunde seien nach wie vor erheblich von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung beeinflusst worden. Zugleich habe sich der BIP-Deflator von 1,3 % im Schlussquartal 2020 auf 1,5 % im ersten Quartal 2021 erhöht.

Ein merklicher Anstieg der Vorleistungskosten – infolge der stark beschleunigten Preissteigerung bei Rohstoffen, der erheblichen Zunahme der Frachtkosten und der Lieferengpässe bei einigen Rohstoffen – habe zu einem Aufwärtsdruck auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette

geführt. Allerdings habe der höhere Preisdruck bei Vorleistungsgütern bislang nur zu einem sehr geringen Maße auf die nachgelagerten Stufen der Preissetzungskette durchgewirkt. Die Änderungsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel – eine wichtige Messgröße für den Preisdruck bei Industrieerzeugnissen ohne Energie – habe im Euro-Währungsgebiet im April bei 1,0 % gelegen (nach 0,9 % im März und 0,6 % im Februar).

Die Gesamtinflation werde den Juni-Projektionen zufolge 2021 im Schnitt 1,9 % betragen und sich 2022 sowie 2023 abschwächen (auf 1,5 % bzw. 1,4 %). Die Aussichten für die HVPI-Inflation seien gegenüber den Projektionen vom März für die Jahre 2021 und 2022 nach oben korrigiert worden, für 2023 jedoch unverändert geblieben. Für die HVPI-Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel werde ein Anstieg von 1,1 % im Jahr 2021 auf 1,3 % im Jahr 2022 und 1,4 % im Jahr 2023 projiziert. Diese Aufwärtsrevision über den gesamten Projektionszeitraum sei aufwärtsgerichteten Effekten in Bezug auf den zunehmenden globalen Inflationsdruck und positiveren Entwicklungen bei der wirtschaftlichen Unterauslastung geschuldet.

Was die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs betreffe, so hätten sich die inflationsindexierten Swapsätze vor allem bei den kürzeren Laufzeiten weiter erholt. Der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr habe sich seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im April um 23 Basispunkte auf 1,27 % erhöht, während der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren um 7 Basispunkte gestiegen sei und nun 1,60 % betrage.

Mit Blick auf die Finanzierungsbedingungen im Euroraum hätten sich die Vermögenspreise an den Finanzmärkten im Einklang mit den besseren Konjunkturaussichten entwickelt. Die Aktienmärkte und die Märkte für Unternehmensanleihen stünden im Zeichen eines sich aufhellenden Ausblicks für das Wachstum und die kurzfristigen Kreditrisiken. Die langfristigen risikofreien Zinssätze und die BIP-gewichteten Staatsanleiherenditen hätten sich seit der Sitzung des EZB-Rats im März noch etwas erhöht und lägen nun über ihrem vor der Pandemie verzeichneten Niveau.

Was die monetären Entwicklungen anbelange, so habe sich die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 von 10 % im März auf 9,2 % im April 2021 verringert. Das M3-Wachstum habe sich in den ersten vier Monaten des Jahres 2021 zwar abgeschwächt, es werde jedoch von Sonderfaktoren bestimmt. Die Zunahme von M3 sei weiterhin den Ankäufen des Eurosystems zuzuschreiben. Bis März habe hierzu auch die robuste Kreditvergabe an den privaten Sektor, die die Liquiditätspuffer der Unternehmen und die Einlagen der privaten Haushalte gestützt habe, beigetragen. Bei den Bankkrediten an Unternehmen sei es im April zu Nettotilgungen gekommen, nachdem im März hohe positive Kreditströme zu verzeichnen gewesen seien. Dies spiegele die Entscheidung einiger Banken wider, Kreditvergaben zeitlich vorzuziehen, um die Referenzgröße für die GLRG-Geschäfte zu erreichen. Der im April beobachtete Abfluss von Krediten könne auch Ausdruck eines geringeren Liquiditätsbedarfs sein, da sich in den am stärksten von der Pandemie

betroffenen Sektoren nun eine Erholung abzeichne. Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen seien im April gestiegen, wobei diese Zunahme den Rückgang im März mehr als ausgeglichen habe.

Die finanzpolitischen Hilfsmaßnahmen seien vor allem für das Jahr 2021 weiter erhöht worden. Seit der Erstellung der März-Projektionen seien beträchtliche zusätzliche Stimulierungsmaßnahmen auf den Weg gebracht worden. Mit dem Programm „Next Generation EU“ (NGEU) sollten weitere Impulse gesetzt werden, um das Wachstum über den Prognosehorizont umfassend zu unterstützen.

Nachdem 2020 als Reaktion auf die pandemiebedingte Krise umfangreiche finanzpolitische Maßnahmen ergriffen worden seien, werde das Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet der Projektion zu den öffentlichen Finanzen vom Juni zufolge im Jahr 2021 erneut etwa 7 % betragen und ab 2022 auf rund 3 % zurückgehen.

## Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend stellte Herr Lane fest, dass die Wirtschaftsleistung im ersten Quartal 2021 zwar zurückgegangen sei, zukunftsgerichtete Umfragen aber auf das Einsetzen einer deutlichen Erholung im zweiten Quartal hindeuteten. Insbesondere im Dienstleistungssektor werde der Betrieb allmählich wieder aufgenommen. Das verarbeitende Gewerbe zeige sich weiterhin robust, wenngleich Angebotsengpässe und die unsicheren Aussichten für einige große Schwellenländer für Gegenwind sorgen dürften. Die konjunkturelle Belebung sollte sich im dritten Quartal aufgrund weiterer Fortschritte bei der Eindämmung der Pandemie und der damit verbundenen Lockerung der Kontaktbeschränkungen beschleunigen. Laut den Juni-Projektionen dürfte das reale BIP sein Vorpandemieniveau im ersten Quartal 2022 übertreffen und damit ein Vierteljahr früher als in den Projektionen vom März erwartet.

Die Risiken für den Wachstumsausblick seien ausgewogen. Eine noch kräftigere Erholung sei zu erwarten, wenn sich die epidemiologische Lage weiter verbessere, der Konsum stärker anziehe und die Auslandsnachfrage deutlicher als erwartet steige. Demgegenüber resultierten Abwärtsrisiken weiterhin vor allem aus einer möglichen erneuten Verschlechterung der Pandemielage, beispielsweise aufgrund der Ausbreitung ansteckenderer Varianten des Coronavirus, sowie aus Störungen im Finanzsystem, die sich aus einer Zunahme der Unternehmensinsolvenzen ergeben könnten.

Der Anstieg der Gesamtinflation von 1,3 % im März auf 1,6 % im April und 2,0 % im Mai sei im Wesentlichen auf beträchtliche energiepreisbezogene Basiseffekte zurückzuführen. In geringerem Maße habe auch der Preisauftrieb bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie eine Rolle gespielt. Der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette nehme zu, wenngleich es bislang keine eindeutigen Hinweise darauf gebe, dass sich dies auf die Inflationsentwicklung auswirke. Der zugrunde liegende Inflationsdruck sei nach wie vor verhalten, was insbesondere auf das immer noch

schwache Lohnwachstum zurückzuführen sei. Aufgrund des Auslaufens der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland werde die Gesamtinflation den Projektionen zufolge nach dem Sommer zunehmen und gegen Ende des Jahres ihren Höchststand erreichen. Demnach werde sie 2021 im Schnitt 1,9 % betragen und in den Jahren 2022 und 2023 wieder auf moderatere Werte sinken (1,5 % bzw. 1,4 %). Der projizierte Anstieg der Kerninflation von 1,1 % im Jahr 2021 auf 1,3 % im Jahr 2022 und 1,4 % im Jahr 2023 stelle eine Aufwärtskorrektur der Projektionen vom März dar.

Die langfristigen Referenzzinssätze seien weiter gestiegen und hätten einen gewissen Aufwärtsdruck auf die Staatsanleiherenditen im Euroraum ausgeübt. Die im Transmissionsprozess nachgelagerten Indikatoren der Finanzierungsbedingungen, durch die die Kreditbedingungen für private Haushalte und Unternehmen erfasst würden, seien nach wie vor akkommodierend. Die Kreditbedingungen könnten sich in den kommenden Monaten jedoch verschärfen, wenn sich die Aufwärtsbewegung der langfristigen risikofreien Zinssätze und der Staatsanleiherenditen als dauerhaft erweise.

Das Risiko ungünstigerer Finanzierungsbedingungen müsse vor dem Hintergrund des Inflationsausblicks gesehen werden, der über die kurze Frist hinaus noch immer verhalten sei. Angesichts eines damals vergleichbaren Anstiegs der Marktzinssätze bei nur geringen Fortschritten in Bezug auf den Inflationsausblick habe der EZB-Rat auf der Sitzung am 10.-11. März beschlossen, die Ankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) deutlich auszuweiten. Zum Zeitpunkt der aktuellen Sitzung sei die gesamtwirtschaftliche Lage günstiger, da sich die Konjunkturaussichten aufhellten, die Risiken abnähmen und sich der projizierte Anstieg der Kerninflation positiv auf die Robustheit des mittelfristigen Inflationsausblicks auswirke. Zugleich sei der negative pandemiebedingte Schock auf den projizierten Inflationspfad noch nicht vollständig ausgeglichen worden. Wenn sich der Anstieg der Marktzinssätze als dauerhaft erweise, könne dies die anhaltende Erholung beeinträchtigen und weitere Fortschritte bei der Ankurbelung der Inflationsdynamik verzögern.

Vor diesem Hintergrund schlug Herr Lane dem EZB-Rat vor, dass die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des PEPP im kommenden Quartal erneut deutlich umfangreicher ausfallen sollten als während der ersten Monate des Jahres. Ein deutlich höherer Umfang dieser Käufe sei nach wie vor erforderlich, um dazu beizutragen, die günstigen Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten. Diese wiederum seien zum Ausgleich der negativen Auswirkungen der Pandemie auf die Inflation notwendig. Die Ankäufe im Rahmen des PEPP seien also weiterhin als eine verhältnismäßige geldpolitische Reaktion auf die Risiken im Hinblick auf die Erreichung des Inflationsziels der EZB anzusehen.



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

### Wirtschaftliche und monetäre Analyse

Was die wirtschaftliche Analyse betreffe, so teilten die Ratsmitglieder allgemein die von Herrn Lane in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der aktuellen Lage im Euro-Währungsgebiet und der Risiken für die Konjunktur. Nach dem Abschwung im ersten Quartal 2021 deuteten die jüngsten Daten auf eine Erholung im Dienstleistungssektor und eine anhaltend dynamische Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe hin. Es sei damit zu rechnen, dass die Wirtschaftstätigkeit in der zweiten Jahreshälfte im Zuge der Lockerung weiterer Eindämmungsmaßnahmen anziehen werde. Zugleich bestünden noch immer Unsicherheiten, da die kurzfristigen Konjunkturaussichten nach wie vor vom weiteren Verlauf der Pandemie abhingen sowie davon, wie die Wirtschaft nach dem Wiederhochfahren reagiere. Die Inflation habe in den letzten Monaten angezogen. Dies sei in erster Linie auf energiepreisbezogene Basiseffekte und sonstige vorübergehende Faktoren zurückzuführen. Für die zweite Jahreshälfte werde ein weiterer Inflationsanstieg erwartet, bevor mit dem Auslaufen vorübergehender Faktoren ein Rückgang einsetzen dürfte.

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld fand die eingangs von Herrn Lane dargelegte Einschätzung, wonach die weltwirtschaftlichen Aussichten weitgehend unverändert seien, breite Zustimmung unter den Sitzungsteilnehmern. Dahinter verberge sich eine Verbesserung des Ausblicks für die Industrieländer gegenüber jenem für die Schwellenländer. Dies sei zum einen rascheren Impffortschritten in den Industrieländern und zum anderen erneuten Bedenken bezüglich der Pandemieentwicklung in den Schwellenländern zuzuschreiben. Die verstärkten Handelsbeziehungen zwischen den Ländern des Euroraums und anderen Industrieländern deuteten darauf hin, dass die unveränderten Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft mit einer kräftigeren Auslandsnachfrage des Euro-Währungsgebiets im Einklang stünden. Es wurde angemerkt, dass die wirtschaftliche Erholung des Euroraums verglichen mit den Fortschritten anderer wichtiger Volkswirtschaften der Welt bislang noch nicht so robust sei. Zugleich wurde darauf hingewiesen, dass der Inflationsdruck, den einige dieser aus konjunktureller Sicht weiter fortgeschrittenen Volkswirtschaften, insbesondere die Vereinigten Staaten, derzeit verzeichneten, ein Vorbote für die weitere Entwicklung im Eurogebiet sein könne.

Was die Entwicklung im Euroraum anbelange, so sei das reale BIP des Eurogebiets im ersten Quartal des Jahres weiter gesunken, und zwar um 0,3 %. Es liege nun 5,1 % unter dem Stand im vierten Quartal 2019, also vor Beginn der Pandemie. Branchen- und Verbraucherumfragen sowie hochfrequente Indikatoren ließen auf eine erhebliche Zunahme der Wirtschaftstätigkeit im zweiten Quartal des Jahres schließen. Auf mittlere Sicht dürfte die konjunkturelle Erholung im Euroraum durch

die stärkere weltweite und binnenwirtschaftliche Nachfrage sowie die anhaltende finanz- und geldpolitische Unterstützung Auftrieb erhalten.

Generell pflichteten die Ratsmitglieder sowohl dem in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems vom Juni 2021 enthaltenen Basisszenario für das Wirtschaftswachstum als auch der Aufwärtskorrektur gegenüber den Projektionen vom März bei. Weitgehende Einigkeit herrschte dahingehend, dass die neu verfügbaren Informationen und Daten günstig ausgefallen seien und das Vertrauen in die erwartete Wirtschaftserholung gestärkt hätten. Es wurde betont, dass es im Euroraum seit der geldpolitischen Sitzung im März eine Reihe positiver Überraschungen gegeben habe. So seien bei den Impfkampagnen und der Eindämmung der Pandemie deutliche Fortschritte erzielt und in den Euro-Ländern viele Einschränkungen aufgehoben worden. Es wurde festgestellt, dass die Aufwärtskorrektur des Wachstums in den Projektionen vom Juni angesichts der jüngsten Verbesserungen einiger Indikatoren moderat erscheine. Außerdem sei die Wirtschaftsaktivität im ersten Quartal dieses Jahres weniger negativ ausgefallen als in den Juni-Projektionen erwartet. Es wurde argumentiert, dass diese Entwicklung, die eine zügigere Schließung der Produktionslücke impliziere, noch im Ausblick berücksichtigt werden müsse. Allerdings wurde auch angemerkt, dass die Projektionsfehler für das erste Quartal in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich seien und nur Teile des Euroraums besser als erwartet abgeschnitten hätten.

Indessen sei aus mehreren Gründen Vorsicht geboten. So sei die Erholung noch fragil und hänge nach wie vor stark vom weiteren Verlauf der Pandemie und von der Annahme ab, dass die Gesundheitskrise nach dem Sommer überstanden sei. Es wurde auf die Unsicherheit in Bezug auf das Auftreten neuer Varianten des Coronavirus und die in einem solchen Fall möglicherweise erforderlichen Eindämmungsmaßnahmen hingewiesen. Darüber hinaus wurde vorgebracht, dass die positiven Überraschungen bei den neu verfügbaren Informationen eher weiche als harte Daten betroffen hätten. Zudem lägen die Wachstumsprojektionen der Experten des Eurosystems vom Juni für das zweite und dritte Quartal des Jahres über jenen, die mithilfe mechanischer kurzfristiger Prognoseinstrumente erstellt worden seien. Überdies wurde betont, dass die Erholung noch immer stark von den finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen und der sehr akkommodierenden Ausrichtung der Geldpolitik abhängen.

Bei der Einschätzung der Wachstumsrisiken wurde unterstrichen, dass die Wachstumsaussichten in den jüngsten Projektionsrunden mehrmals in Folge nach oben korrigiert worden seien, obwohl zuvor von abwärtsgerichteten Risiken ausgegangen worden sei. Das Basisszenario der Juni-Projektionen sei zwischen dem Basisszenario und dem milden Szenario der März-Projektionen angesiedelt. Es wurde zudem angeführt, dass sich die BIP-Projektionen sukzessive dem vor der Pandemie verzeichneten Wachstumspfad angenähert hätten. So gesehen stelle sich anscheinend heraus, dass die Langzeitfolgen weniger ausgeprägt seien als anfänglich befürchtet. Derweil wurde zu bedenken

gegeben, dass der Ausblick im Fall eines längeren Andauerns der Pandemie und entsprechender Restriktionen genauso nach unten wie zuvor nach oben revidiert werden könnte. Ferner seien im Basisszenario der Juni-Projektionen einige der bisherigen Aufwärtsrisiken bereits vollumfänglich berücksichtigt worden. Dabei handele es sich vor allem um die Auswirkungen des Konjunkturpakets in den Vereinigten Staaten.

Das Verhalten der Verbraucher als Reaktion auf die Lockerung der Lockdown-Maßnahmen sei weiterhin mit Unsicherheit behaftet. Einerseits wurde argumentiert, dass die in den Juni-Projektionen enthaltene Annahme bezüglich des Abbaus der durch Zwangssparen angehäuften Ersparnisse zu konservativ sein könnte. Selbst kleine zusätzliche Ersparnisauflösungen könnten sich angesichts der damit verbundenen Beträge erheblich auf die Konsumausgaben auswirken. Im Zusammenhang mit möglichen weiteren Aufwärtsrisiken für den Konsum wurde die Frage aufgeworfen, welche Rolle angesichts des jüngsten Preisanstiegs bei Wohnimmobilien und Aktien Vermögenseffekte spielten. Andererseits wurde festgestellt, dass in den Projektionen davon ausgegangen werde, dass nur ein geringer Anteil der überschüssigen Ersparnisse bis zum Ende des Projektionszeitraums abgebaut werde, obgleich die Projektionen immer noch auf der Annahme einer auf kurze Sicht sehr raschen Normalisierung der Sparquote beruhten. Es wurde daran erinnert, dass überschüssige Ersparnisse in erster Linie in vermögendere Haushalten mit einer geringeren Konsumneigung aufgebaut worden seien und es hier große Unterschiede zwischen den Ländern im Euroraum gebe. Offen blieb allgemein, wie groß der Nachfragestau sei und inwieweit überschüssige Ersparnisse auch für den Konsum anstatt für Wohnimmobilien oder andere Zwecke (wie etwa die Schuldentilgung) verwendet werden könnten.

Gegenüber den Projektionen vom März seien die aktuellen Projektionen für das Wachstum des realen BIP für das Jahr 2023 unverändert geblieben, während sie für das Jahr 2022 nach oben korrigiert worden seien. Letzteres sei vor allem auf Überhangeffekte aus 2021 zurückzuführen. Beide Entwicklungen deuteten auf weitere Aufwärtsrisiken über die kurze Sicht hinaus hin. Es wurde zudem darauf hingewiesen, dass sich die Abwärtsrisiken aus finanziellen Verstärkungsmechanismen infolge von Unternehmensinsolvenzen und dem damit verbundenen Druck auf die Banken verringert hätten. Die Konjunkturerholung verlaufe indes in den einzelnen Sektoren weiterhin uneinheitlich, und die Zahl der Insolvenzen könnte vor allem bei den kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs) und in den Dienstleistungsbereichen noch steigen. Unsicherheiten und Risiken blieben in der letzten Phase der Erholung angesichts der üblicherweise bei sehr tiefen Rezessionen notwendigen Reallokation von Ressourcen bestehen.

Insgesamt würden die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets als weitgehend ausgewogen erachtet. Einerseits könnte nach Aufhebung der Kontakt- und Reisebeschränkungen eine noch kräftigere Erholung folgen, wenn die weltweite Nachfrage rascher zunähme und die

Ersparnisse privater Haushalte zügiger abgebaut würden. Andererseits gingen von der anhaltenden Pandemie, einschließlich der Ausbreitung von Virusmutationen, und ihren Folgen für die Wirtschafts- und Finanzlage weiterhin Abwärtsrisiken aus.

Was die Finanzpolitik betreffe, so sei nach wie vor ein ambitionierter und koordinierter Kurs erforderlich. Denn eine verfrühte Rücknahme der fiskalischen Unterstützung berge die Gefahr, dass die Erholung geschwächt und die Langzeitfolgen verstärkt würden. Die dringend benötigte Unterstützung durch die nationale Finanzpolitik für jene Unternehmen und privaten Haushalte, die am härtesten von der anhaltenden Pandemie und den damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen betroffen seien, sollte beibehalten und zeitnah bereitgestellt werden. Gleichzeitig sollten die Regierungen sicherstellen, dass die finanzpolitischen Maßnahmen weiterhin befristet sowie antizyklisch und in ihrer Art hinreichend zielgerichtet seien, um Schwachstellen wirksam anzugehen und eine rasche Erholung der Wirtschaft des Euroraums zu unterstützen. Die zentrale Rolle des NGEU-Pakets wurde bekräftigt. Dabei wurden die Mitgliedstaaten aufgefordert, die Mittel produktiv einzusetzen und durch produktivitätssteigernde strukturpolitische Maßnahmen zu ergänzen. So könnte das NGEU-Programm zu einer schnelleren, stärkeren und einheitlicheren Erholung beitragen sowie die wirtschaftliche Widerstandskraft und das Wachstumspotenzial in den Volkswirtschaften der Mitgliedstaaten erhöhen. Diese strukturpolitischen Maßnahmen seien vor allem wichtig, um wirtschaftliche Strukturen und den institutionellen Rahmen zu verbessern sowie den ökologischen und den digitalen Wandel zu beschleunigen.

Die Ratsmitglieder merkten an, dass in den Juni-Projektionen gegenüber jenen vom März eine deutliche weitere finanzpolitische Lockerung enthalten sei. Demzufolge werde derzeit für 2021 von einem ähnlichen finanzpolitischen Kurs ausgegangen wie 2020. Das Risiko von Klippeneffekten verringere sich allmählich. Es wurde erneut bekräftigt, dass finanzpolitische Maßnahmen für die Unterstützung der Konjunkturerholung und die Überwindung der wirtschaftlichen Fragmentierung weiterhin wichtig seien. Indessen wurden Bedenken geäußert, dass die Haushaltskonsolidierung zu spät statt zu früh kommen könnte und die Gefahr einer deutlichen strukturellen Verschlechterung der Haushaltsdefizite bestehe. Bei der Interpretation der Finanzierungssalden sei in der kommenden Zeit Vorsicht geboten, da die Krisenmaßnahmen in der Statistik als strukturelle Ausgaben erfasst worden seien. Einstweilen waren die Sitzungsteilnehmer generell der Auffassung, dass die mit Blick auf Zeitpunkt und Tempo der Konjunkturerholung bestehende Heterogenität zwischen den Ländern einen unterschiedlichen Bedarf an gezielten und befristeten fiskalischen Unterstützungsmaßnahmen impliziere. Dies deute darauf hin, dass haushaltspolitische Konsolidierungsmaßnahmen länderspezifisch sein müssten.

Was die Preisentwicklung anbelange, so traf die eingangs von Herrn Lane vorgetragene Einschätzung auf breite Zustimmung. Die jährliche Teuerungsrate im Euroraum habe sich der Schnellschätzung von

Eurostat zufolge von 1,3 % im März auf 1,6 % im April und 2,0 % im Mai 2021 erhöht. Die Gesamtinflation dürfte bis zum Herbst weiter anziehen, was vor allem auf die Basiseffekte im Zusammenhang mit der Aufhebung der befristeten Mehrwertsteuersenkung in Deutschland zurückzuführen sei. Zu Beginn des nächsten Jahres werde die Inflation den Erwartungen zufolge mit dem Auslaufen temporärer Faktoren wieder sinken. Der zugrunde liegende Preisdruck dürfte in diesem Jahr wegen vorübergehender Angebotsengpässe und der Erholung der Binnennachfrage etwas zunehmen. Insgesamt dürfte der Preisdruck jedoch verhalten bleiben. Ursächlich hierfür seien unter anderem der niedrige Lohndruck, der mit der immer noch erheblichen wirtschaftlichen Unterauslastung einhergehe, und die Aufwertung des Euro. Sobald der Einfluss der Pandemie nachzulassen beginne, werde die zunehmende Kapazitätsauslastung, unterstützt durch akkommodierende geld- und finanzpolitische Maßnahmen, mittelfristig zu einem allmählichen Anstieg der zugrunde liegenden Inflation beitragen.

Die Ratsmitglieder waren sich weitgehend darin einig, dass es wichtig sei, die vorübergehende Zunahme der Inflation, die 2021 zu beobachten sei, außer Acht zu lassen. Es wurde betont, dass die Teuerung im Mai bei 2,0 % gelegen habe und somit stärker gestiegen sei als erwartet. Zuvor sei der Preisauftrieb jedoch lange Zeit gedämpft gewesen. Die Entwicklung müsse daher aus einer mittelfristigen Perspektive betrachtet werden. Es wurde die Frage aufgeworfen, inwieweit damit gerechnet werden könne, dass sich der jüngste Anstieg der Vorleistungskosten und die vorübergehenden Angebotsengpässe, z. B. bei Halbleitern, mit der Zeit in den Verbraucherpreisen niederschlägen. Preisdruck, der auf Ebene der Vorleistungsgüter entstehe, wirke in der Regel nur begrenzt und verzögert auf die Erzeugerpreise von Konsumgütern, die das Ende der Produktionskette darstellten, und von dort auf die Einzelhandelspreise durch. Gleichzeitig wurde vorgebracht, dass sich das aktuelle Geschehen von vergangenen Situationen unterscheiden könnte, denn nach einer langen Phase niedriger Gewinne böten die Margen der Unternehmen nun weniger Spielraum, den Druck auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette zu absorbieren. Die deutliche Nachfragebelebung könnte indes als Chance genutzt werden, um die Preise anzupassen. Ein über das gewöhnliche Maß hinausgehendes Durchwirken auf die Verbraucherpreise wäre ebenfalls denkbar, wenn sich die privaten Haushalte bereit zeigten, höhere Preise zu zahlen, nachdem sie während der Pandemie zwangsweise reichlich Ersparnisse gebildet hätten. Vor diesem Hintergrund, so wurde argumentiert, seien nicht nur in der kürzeren, sondern auch in der mittleren Frist Aufwärtsrisiken möglich.

Sollte in der Öffentlichkeit die Wahrnehmung eines beständigeren Preisauftriebs entstehen, so könne sich dies auf das künftige Verhalten von Haushalten und Unternehmen auswirken. Es müsse bedacht werden, dass die Kaufkraft der privaten Haushalte in diesem Jahr stärker als erwartet leiden werde; die sich ergebenden Wechselwirkungen mit Lohnverhandlungen seien schwer abschätzbar. Sollte ein Anstieg der Ölpreise und der Gesamtinflation Zweitrundeneffekte in Form höherer Löhne mit sich bringen, würde dies die Annäherung an das Inflationsziel des EZB-Rats begünstigen. Allerdings gebe

es momentan nur wenige Hinweise auf einen zunehmenden Lohndruck. In einigen Sektoren lasse sich eine gewisse Knappheit des Produktionsfaktors Arbeit feststellen, wobei sich die Lage von Land zu Land unterscheide. Insgesamt sei die Unterauslastung am Arbeitsmarkt jedoch noch immer beträchtlich, es gebe viele Beschäftigte, die sich in Programmen zur Arbeitsplatzsicherung befänden und nun dem Arbeitsmarkt wieder zugeführt werden müssten. Ferner wurde daran erinnert, dass die Lohnindexierung aufgrund von Arbeitsmarktreformen mittlerweile weniger Bedeutung habe als in den vergangenen Jahren.

Bei der Erörterung der Projektionen vom Juni 2021 merkten die Ratsmitglieder an, dass die für 2023 projizierte Gesamtinflation von 1,4 % eine mittelfristige Teuerung impliziere, die nach wie vor deutlich unterhalb des Ziels des EZB-Rats liege. Dies gelte sogar für das milde Szenario der Projektionen und für die Prognosen anderer Institutionen. Es wurde festgestellt, dass sich letztere weitgehend mit den Projektionen vom Juni deckten, jedoch ein niedrigeres Wirtschaftswachstum veranschlagten. Die Inflationsaussichten, so wurde angemerkt, wären ohne die umfangreichen fiskalischen und geldpolitischen Maßnahmen sogar noch schwächer gewesen. Zudem sei in den Juni-Projektionen die zugrunde liegende Inflation zwar nach oben, auf eine Rate oberhalb des längerfristigen Durchschnitts, korrigiert worden, doch dem stehe entgegen, dass nun ein geringerer Anstieg der Energiepreise erwartet werde. Die Projektionen gründeten wie eine Reihe anderer Prognosen und Projektionen auf der Annahme, dass die Ölpreise der Entwicklung der Preise von Öl-Terminkontrakten folgen würden. Hieraus erwachse ein mechanischer Abwärtseffekt auf die Energiepreisdynamik im Verlauf des Projektionszeitraums, der im Zusammenhang mit den aktuellen Projektionen einen keineswegs gewissen Rückgang der Gesamtinflation in den Jahren 2022 und 2023 impliziere. Darüber hinaus wurde das Argument vorgebracht, dass neue Maßnahmen, die angesichts der politischen Bestrebungen zum Erreichen von Klimazielen erforderlich sein würden, in der mittleren bis längeren Frist zusätzliche Aufwärtsrisiken für die Preisentwicklung mit sich bringen dürften. Aus diesen Gründen wurde die allgemeine Auffassung vertreten, dass die Inflationsprojektion von lediglich 1,4 % für das Jahr 2023 mit Aufwärtsrisiken behaftet sei.

Mit Blick auf die aktuelle Entwicklung der Inflationserwartungen konstatierten die Ratsmitglieder, dass die umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Erwartungen weiterhin niedrig seien, während die entsprechenden marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs abermals gestiegen seien und mittlerweile das Vorpandemieniveau überschritten hätten. Der Anstieg der Inflationserwartungen wurde als eine zu begrüßende Entwicklung betrachtet. Es wurde angeführt, dass die Inflationserwartungen von Unternehmen und privaten Haushalten tendenziell stark mit den aktuellen Inflationsraten korrelierten. Der Anstieg der Erwartungen dürfte somit begünstigt werden, denn die tatsächliche Teuerung werde voraussichtlich mehrere Monate lang über dem Niveau von 2 % liegen. Allerdings wurde auch betont, dass die marktbasieren Indikatoren des Inflationsausgleichs in erster Linie aufgrund eines Anstiegs der Risikoprämien höher seien, und nicht weil sich der antizipierte

Inflationspfad nach oben verschoben habe. Dennoch sei eine Verringerung der bislang negativen Risikoprämien der erste Schritt hin zu einer Normalisierung. Die Wirtschaftsakteure seien nun dazu übergegangen, sich gegen Inflationsrisiken und nicht gegen Deflationsrisiken abzusichern.

In Bezug auf die monetäre Analyse stimmten die Ratsmitglieder der eingangs von Herrn Lane dargelegten Einschätzung zu. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 habe sich im März und April verringert. Teilweise sei dies starken negativen Basiseffekten und einer schwächeren Entwicklung der Einlagen geschuldet, worin sich wiederum der Rückgang des Liquiditätsbedarfs infolge der Verbesserung der Pandemielage zeige. Die laufenden Ankäufe von Vermögenswerten seitens des Eurosystems stellten indes weiterhin die größte Quelle der Geldschöpfung dar. Die jährliche Zuwachsrate der Bankkredite an den privaten Sektor sei im April gesunken. Dabei habe sich die Wachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften als volatil erwiesen, was eine gewisse Vorverlagerung der Kreditvergabe von April auf März widerspiegele. Bei den Buchkrediten an private Haushalte seien solide monatliche Zuflüsse zu verzeichnen gewesen.

In der Gesamtbeurteilung hätten die Kreditbedingungen weiterhin eine stützende Wirkung entfaltet. Das Risiko einer zu frühen Verschärfung der Kreditvergabekonditionen der Banken werde nach Auffassung der Ratsmitglieder dadurch begrenzt, dass der Umfang der politischen Stützungsmaßnahmen nach wie vor erheblich sei. Die Banken könnten sich dank zunehmender Ertragskraft auf Kreditausfälle vorbereiten und ihre Bilanzkapazität in Form von Kapital- und Liquiditätspuffern zur Vergabe neuer Kredite nutzen. Es wurde angemerkt, dass es zu einer gewissen Erhöhung der Zinsen von Bankkrediten, wie sie im Basisszenario der Projektionen angenommen werde, kommen dürfte, wenn die Unterstützungsmaßnahmen nach und nach eingestellt würden. Dann dürfte auch das Kreditrisiko steigen. Im späteren Jahresverlauf könne mit einer Zunahme der Unternehmensinsolvenzen gerechnet werden, und Klippeneffekte, von denen insbesondere KMUs betroffen wären, seien nicht auszuschließen. Allerdings, so wurde betont, werde ein Anstieg der Insolvenzen daher rühren, dass ihre Zahl bislang künstlich niedrig gehalten worden sei. Es wurde die Einschätzung geäußert, dass sich die für Unternehmen und Banken ergebenden Risiken von Verstärkungseffekten im Finanzsystem oder einer Einschränkung des Kreditangebots insgesamt verringerten. Zugleich könnte sich die Kreditnachfrage abschwächen, wenn Unternehmen und private Haushalte ihre während der Pandemie vorsorglich gebildeten Liquiditätspuffer abbauten. Hierdurch würde der Anstieg der Bankkreditzinsen möglicherweise gebremst werden.

## Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Im Hinblick auf die Einschätzung der Finanzierungsbedingungen und der Finanzlage im Euroraum waren sich die Ratsmitglieder generell darin einig, dass die Finanzierungsbedingungen trotz der

gestiegenen nominalen risikofreien Zinssätze weiterhin akkommodierend seien und die Erholung nach wie vor stützten. Der jüngste Anstieg der Nominalrenditen sei teilweise den sich aufhellenden Wirtschaftsaussichten geschuldet, die mit einem höheren Inflationsausgleich einhergingen. Hingegen seien die für die Finanzierungsbedingungen als am wichtigsten erachteten Realrenditen auf ein neues Rekordtief gefallen oder sehr günstig geblieben. Die im Transmissionsprozess nachgelagerten Indikatoren der Finanzierungsbedingungen wurden ebenfalls als günstig beurteilt: Die Kreditzinsen der Banken lägen trotz des jüngsten Wiederanstiegs in der Nähe ihrer historischen Tiefstände. Ebenso seien globale Faktoren und deren renditesteigernde Wirkung zu bedenken; in den Vereinigten Staaten hätten sich die Renditen seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im April stabilisiert. Es wurde die Sorge geäußert, dass ein dauerhafter Anstieg der Marktzinsen zu einer Verschärfung der allgemeinen Finanzierungsbedingungen, die für die Wirtschaft insgesamt relevant seien, führen könnte. Hierdurch würde sich die Anfälligkeit der von der Krise am stärksten betroffenen Sektoren erhöhen. Indes wurde auch festgestellt, dass sich die Aktienkurse und die Preise für Wohnimmobilien noch dynamischer entwickelt hätten als nach der letzten beträchtlichen Ausweitung des PEPP im Dezember 2020. Es wurde erneut betont, dass die Aufrechterhaltung günstiger Finanzierungsbedingungen während der Pandemie nach wie vor unerlässlich sei, um die Unsicherheit zu verringern und das Vertrauen zu stärken und so die Wirtschaft zu unterstützen sowie mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten.

Die Ratsmitglieder befürworteten weitgehend den von Herrn Lane unterbreiteten Vorschlag, den sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs abermals zu bestätigen und die geldpolitische Ausrichtung der EZB unverändert zu belassen. Hierzu zähle auch, die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des PEPP während des kommenden Quartals in einem deutlich höheren Umfang fortzusetzen als in den ersten Monaten des Jahres. Wenngleich sich der mittelfristige Ausblick verbessert habe, bleibe die Inflation gemäß den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni im geldpolitisch relevanten Zeitraum weiterhin hinter der Entwicklung zurück, die vor der Pandemie projiziert wurde. Sie lasse auch keine deutliche Annäherung an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % erkennen. Vor diesem Hintergrund müsse die Geldpolitik kurzfristige Inflationsentwicklungen außer Acht lassen und sich auf die mittelfristigen Aussichten konzentrieren.

Es erscheine zwar angemessen, dass die verbesserten Aussichten im geldpolitischen Kurs des EZB-Rats zum Ausdruck kämen. Jedoch seien die Finanzierungsbedingungen noch zu fragil, als dass sie eine nennenswerte Drosselung der Käufe ohne die Gefahr eines ungeordneten Renditeanstiegs erlaubten. Die Erholung befinde sich in einer frühen Phase und sei noch nicht kräftig genug, da sie noch in hohem Maße von den Stützungsmaßnahmen der Politik abhängen. Überdies unterliege die projizierte Wirtschaftsentwicklung beträchtlichen Unsicherheiten und Risiken. Eine übermäßige Verschärfung der Finanzierungsbedingungen zum jetzigen Zeitpunkt könnte die anhaltende wirtschaftliche Erholung und die Inflationsaussichten gefährden. Daher sei eine deutliche



Verlangsamung der Käufe im nächsten Quartal nach gegenwärtiger Einschätzung unangemessen. Es wurden Bedenken geäußert, dass eine etwaige Änderung der Nettoankäufe, die nicht auf einer deutlichen Verbesserung des mittelfristigen Inflationsausblicks beruhe, zu einer unerwünschten Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen und der Finanzlage führen und die Entschlossenheit des EZB-Rats infrage stellen würde, die Inflation wieder dem angestrebten Ziel anzunähern. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass die Teuerung gemäß den Juni-Projektionen kontinuierlich hinter dem Ziel zurückbleibe und sich daher sogar ein verstärkter Ankauf von Vermögenswerten als Hauptinstrument der Geldpolitik derzeit rechtfertigen ließe. Es müsse auch berücksichtigt werden, dass die Zinsuntergrenze den geldpolitischen Handlungsspielraum immer noch beschränke. Dementsprechend sei beim Anziehen der geldpolitischen Zügel Vorsicht geboten. Es bedürfte somit eines stabilen Kurses, um die erforderliche monetäre Akkommodierung zu gewährleisten, durch die die Konjunkturerholung gestützt und eine nachhaltige Annäherung der Inflation an das mittelfristige Ziel des EZB-Rats gefördert werde.

Vor dem Hintergrund des günstigeren Wachstums- und Inflationsausblicks und der damit verbundenen Aufwärtsrisiken wurde jedoch auch angemerkt, dass der Erwerb von Vermögenswerten etwas verringert werden sollte, um den gleichen Akkommodierungsgrad beizubehalten. Die verbesserten Aussichten sollten sich aus Gründen der Symmetrie und der Stimmigkeit der Entscheidungsfindung im Umfang der Ankäufe widerspiegeln. Die Finanzierungsbedingungen seien im Juni günstiger gewesen als im März dieses Jahres oder im Dezember 2020. Die bedeute, dass der Akkommodierungsgrad zunehme, falls der derzeitige Umfang der Ankäufe beibehalten werde. Außerdem werde sich der günstigere Ausblick auch in einem höheren natürlichen Zins niederschlagen und somit effektiv für eine weitere Akkommodierung sorgen. Es wurde auf die etablierte Kommunikation des EZB-Rats verwiesen, der zufolge der Gesamtumfang des PEPP nicht vollständig genutzt werden müsse, wenn mit Ankäufen, die den Gesamtumfang über den Zeithorizont der Nettoankäufe hinweg nicht voll ausschöpften, günstige Finanzierungsbedingungen aufrechterhalten werden könnten und die Konjunkturlage besser als erwartet sei. Dabei wurde in Erinnerung gerufen, dass es sich beim PEPP um ein Notfallprogramm von begrenzter Dauer handle. Auch wurden Bedenken über mögliche Nebenwirkungen geäußert, denn falls der äußerst akkommodierende geldpolitische Kurs noch sehr viel länger aufrechterhalten werde, könnte er Strukturveränderungen im Unternehmenssektor und die Reallokation von Ressourcen am Arbeitsmarkt behindern. Überdies verstärke sich derzeit die Preisdynamik bei Wohnimmobilien.

Insgesamt erhielt der von Herrn Lane unterbreitete Vorschlag breite Zustimmung durch die Mehrheit der Ratsmitglieder. Dementsprechend bestätigte der EZB-Rat, dass er davon ausgehe, dass die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des PEPP während des kommenden Quartals weiterhin deutlich umfangreicher ausfallen würden als in den ersten Monaten des Jahres. Der EZB-Rat bekräftigte sein Bekenntnis zur Aufrechterhaltung günstiger Finanzierungsbedingungen während

der Pandemie und zur Vermeidung einer Verschärfung dieser Bedingungen, die nicht damit vereinbar sei, dem von der Pandemie ausgehenden Abwärtsdruck auf die projizierte Inflationsentwicklung entgegenzuwirken. Es wurde zudem als unbedingt erforderlich angesehen, dass der EZB-Rat seine Entschlossenheit in Bezug auf das Erreichen des angegebenen Inflationsziels erneut bestätige.

Die „Reaktionsfunktion“ des EZB-Rats in Bezug auf die PEPP-Ankäufe beruhe weiterhin auf einer gemeinsamen Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und der mittelfristigen Inflationsaussichten. Es wurde noch einmal darauf hingewiesen, dass eine flexible Umsetzung der Ankäufe ein wichtiger Eckpfeiler der Ankaufstrategie des PEPP sei. Die allgemeinen Parameter für die PEPP-Ankäufe beschließe der EZB-Rat nach wie vor auf der Grundlage einer vierteljährlichen gemeinsamen Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und des Inflationsausblicks. Sie würden anschließend vom EZB-Direktorium flexibel in Abhängigkeit von den Marktbedingungen (und unter Berücksichtigung saisonaler Effekte) mit dem Ziel umgesetzt, eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen zu vermeiden, die nicht damit vereinbar sei, dem Abwärtsdruck der Pandemie auf die projizierte Inflationsentwicklung entgegenzuwirken.

## Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen beschloss der EZB-Rat auf Vorschlag der Präsidentin, seinen sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs zu bestätigen.

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 Leitzinsen der EZB so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau blieben, bis er feststelle, dass sich die Inflationsaussichten in seinem Projektionszeitraum deutlich einem Niveau annäherten, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liege, und dass sich diese Annäherung in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durchgängig widerspiegele.

Der EZB-Rat werde die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP, das einen Gesamtumfang von 1 850 Mrd € habe, mindestens bis Ende März 2022 und in jedem Fall so lange fortsetzen, bis die Phase der Coronakrise seiner Einschätzung nach überstanden sei. Auf Grundlage einer gemeinsamen Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und der Inflationsaussichten gehe der EZB-Rat davon aus, dass die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP während des nächsten Quartals weiterhin deutlich umfangreicher ausfallen würden als in den ersten Monaten des Jahres.

Der EZB-Rat werde die Ankäufe flexibel in Abhängigkeit von den Marktbedingungen und mit dem Ziel durchführen, eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen zu vermeiden, die nicht damit

vereinbar sei, dem Abwärtsdruck der Pandemie auf die projizierte Inflationsentwicklung entgegenzuwirken. Darüber hinaus werde die Flexibilität der Ankäufe über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg weiterhin die reibungslose Transmission der Geldpolitik unterstützen. Wenn mit Ankäufen, die den Gesamtumfang des PEPP über den Zeithorizont der Nettoankäufe hinweg nicht voll ausschöpften, günstige Finanzierungsbedingungen aufrechterhalten werden könnten, müsse dieser Gesamtumfang nicht vollständig genutzt werden. Ebenso könne der Gesamtumfang erforderlichenfalls auch rekali­briert werden, um günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten und so dem negativen Schock der Pandemie auf die Inflationsentwicklung entgegenzuwirken.

Der EZB-Rat werde die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere bis mindestens Ende 2023 weiterhin bei Fälligkeit wieder anlegen. Das zukünftige Auslaufen des PEPP-Portfolios werde in jedem Fall so gesteuert, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden werde.

Die Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) würden in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € fortgesetzt. Der EZB-Rat gehe weiterhin davon aus, dass die monatlichen Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP so lange fortgesetzt würden, wie dies zur Verstärkung der akkommodierenden Wirkung seiner Leitzinsen erforderlich sei, und dass sie beendet würden, kurz bevor er mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen beginne.

Zudem beabsichtige der EZB-Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginne, bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anzulegen und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

Überdies werde der EZB-Rat nach wie vor reichlich Liquidität über seine Refinanzierungsgeschäfte zur Verfügung stellen. Die Finanzierung über die dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) spiele eine wesentliche Rolle bei der Unterstützung der Bankkreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte.

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

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

## Einleitende Bemerkungen

[10. Juni 2021 – Einleitende Bemerkungen](#)

## Pressemitteilung

[10. Juni 2021 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

## Sitzung des EZB-Rats, 9.-10. Juni 2021

### Mitglieder

Frau Lagarde, Präsidentin

Herr de Guindos, Vizepräsident

Herr Centeno\*

Herr Elderson

Herr Hernández de Cos

Herr Herodotou

Herr Holzmann\*

Herr Kazāks

Herr Kažimír

Herr Knot

Herr Lane

Herr Makhlouf

Herr Müller

Herr Panetta

Herr Rehn

Herr Reinesch

Frau Schnabel

Herr Scicluna\*

Herr Stournaras

Herr Šimkus

Herr Vasle

Herr Villeroy de Galhau

Herr Visco\*

Herr Weidmann

Herr Wunsch

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

### **Sonstige Anwesende**

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 Aucremanne

Herr Bradeško

Herr Demarco

Frau Donnery

Herr Gaiotti

Frau Goulard

Herr Haber

Herr Kaasik

Herr Kuodis

Herr Kyriacou

Herr Lünemann

Frau Mauderer

Herr Novo

Herr Ódor

Herr Rutkaste

Herr Sleijpen

Herr Tavlas

Herr Välimäki

### **Sonstige Beschäftigte der EZB**

Herr Proissl, Generaldirektor Kommunikation

Herr Straub, Berater der Präsidentin

Frau Rahmouni-Rousseau, Generaldirektorin Finanzmarktoperationen

Herr Rostagno, Generaldirektor Geldpolitik

Herr Sousa, Stellvertretender Generaldirektor Volkswirtschaft

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 26. August 2021 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.*

Übersetzung: Deutsche Bundesbank

**In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.**