

26. November 2020

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

am Mittwoch und Donnerstag, 28.-29. Oktober 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 9.-10. September 2020:

Die Finanzmärkte hätten unter dem Einfluss zweier gegenläufiger Kräfte gestanden. Einerseits sei das Risiko einer Anfechtung der Präsidentschaftswahlen in den Vereinigten Staaten zurückgegangen, und es werde bei einem möglichen Wahlsieg Bidens ein umfangreiches Konjunkturprogramm erwartet. Diese beiden Faktoren hätten die Risikostimmung aufgehellt und den Reflation Trade wiederbelebt. Andererseits schlugen sich die Lockdown-Maßnahmen, die in verschiedenen Ländern – vor allem im Euro-Währungsgebiet – aufgrund eines Anstiegs der Neuinfektionen mit dem Coronavirus (Covid-19) erneut ergriffen worden seien, zunehmend in den Vermögenspreisen nieder.

Anders als im Frühjahr sei es bislang jedoch noch nicht zu einer breit angelegten Flucht in sichere Anlagen gekommen. Stattdessen hätten sich die Renditeabstände von Staatsanleihen aus dem Euroraum weiter verringert, während die Spreads von Unternehmensanleihen stabil geblieben seien. Die Aktienmärkte, auf die sich die politische Unterstützung am wenigsten direkt ausgewirkt habe, hätten eine spürbare Korrektur verzeichnet. Die Risikoprämien an den Aktienmärkten im Eurogebiet seien gestiegen. Dies habe die Kurse Schätzungen zufolge um nahezu 10 % seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats gedrückt, wenngleich der Rückgang zum Teil durch einen Anstieg der kurzfristigen Gewinnerwartungen abgefedert worden sei.

In den Vereinigten Staaten hätten sich die Aktienkurse um 5 % erhöht, seit sich in den Umfragen zur Präsidentschaftswahl am 3. November 2020 ein Sieg der Demokratischen Partei abzeichne. Zudem habe die verbesserte Risikostimmung den US-Dollar erneut unter Abwärtsdruck gesetzt, und die Positionierungsdaten deuteten auf das Risiko einer weiteren Abwertung hin. An den Anleihemärkten habe die gestiegene Erwartung hinsichtlich fiskalischer Impulse in den Vereinigten Staaten dazu geführt, dass die Zinsstrukturkurve von US-Staatsanleihen merklich steiler geworden sei. Darin spiegelten sich auch zunehmende Inflationserwartungen wider.

Im Euroraum hingegen hätten die Inflationserwartungen seit der letzten Sitzung des EZB-Rats nach unten tendiert und somit auch Abwärtsdruck auf die Renditen ausgeübt. Die risikofreie Zinsstrukturkurve im Euro-Währungsgebiet weise im historischen Vergleich den nahezu flachsten Verlauf auf. Die Kurve BIP-gewichteter Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum habe sich indes seit der September-Sitzung weiter nach unten verlagert. Die Kurve liege mittlerweile deutlich unter ihrem vor der Pandemie verzeichneten Niveau; im Laufzeitspektrum bis zehn Jahre befinde sie sich klar im negativen Bereich. Durchweg alle Euro-Länder profitierten von negativen Renditen, die sich zumeist auf bis zu dreijährige Laufzeiten erstreckten.

Der Grad an Akkommodierung, der derzeit durch die Staatsanleihemärkte im Euroraum widergespiegelt werde, sei praktisch so hoch wie seit der globalen Finanzkrise nicht mehr. Dies gelte sowohl im Hinblick auf den Umfang als auch die geografische Breite. Die Streuung der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den einzelnen Ländern des Eurogebiets befinde sich auf dem gleichen Niveau wie vor der Pandemie, wobei sie schon damals deutlich geringer gewesen sei als in den Jahren zuvor. Letzteres sei darauf zurückzuführen, dass sich die Anleihe-spreads in den Ländern, die von der Staatsschuldenkrise am stärksten betroffen gewesen seien, erheblich angenähert hätten.

Die Marktteilnehmer hätten drei wesentliche Gründe für die weitere Spreadverringerng erkennen lassen. Der erste hänge mit der Risikoneigung zusammen. In den Wochen vor der aktuellen Ratssitzung sei zwischen den Renditeabständen der Staatsanleihen aus dem Euroraum und der Kursentwicklung an den US-Aktienmärkten eine stark negative Korrelation zu beobachten gewesen. Der zweite Grund liege darin, dass weitere geldpolitische Stützungsmaßnahmen der EZB erwartet würden. Der dritte betreffe schließlich die erste erfolgreiche Anleiheemission im Rahmen des Programms der Europäischen Kommission zur vorübergehenden Unterstützung bei der Minderung von Arbeitslosigkeitsrisiken in einer Krise (SURE), die auf eine beispiellose Nachfrage gestoßen sei. Dies sei ein eindeutiger Beleg dafür, dass die gemeinsame Reaktion Europas auf die Krise dazu beigetragen habe, den auf den Euro-Ländern lastenden Finanzierungsdruck zu mildern und die Finanzierungsbedingungen zu erleichtern. Anders als in der frühen Phase der Krise sei es daher durch die gemeinsamen finanz- und geldpolitischen Maßnahmen im Euro-Währungsgebiet gelungen, einen starken Schutz vor den Risiken einer Fragmentierung und einer unerwünschten Verschärfung der Finanzierungsbedingungen aufzubauen.

Klar erkennbar sei dies auch an den Märkten für Unternehmensanleihen. In den vergangenen Wochen hätten sich die Unternehmensanleihe-spreads trotz sich verschlechternder Wachstumsaussichten dem Aufwärtsdruck weitgehend widersetzt. Die Widerstandsfähigkeit dieser Märkte sei wahrscheinlich auch der Tatsache zu verdanken, dass Unternehmen in den letzten Monaten beträchtliche Liquiditätspuffer aufgebaut hätten. Damit müssten sie im Falle eines erneuten Konjunkturunbruchs nicht so stark auf externe Finanzierungsmittel zurückgreifen. Derzeit wiesen die Unternehmen im Euroraum eine fast viermal so hohe Liquiditätsdeckung auf als auf dem Höhepunkt der globalen Finanzkrise.

Überdies setze die steigende Überschussliquidität die Geldmarktsätze und die Zinssätze für Commercial Paper zunehmend unter Abwärtsdruck. So habe der Dreimonats-EURIBOR seit Anfang Oktober 2020 unter dem Zinssatz für die Einlagefazilität gelegen. Unternehmen sei es zudem möglich gewesen, Commercial Paper mit einer Laufzeit von drei Monaten annähernd zum Zinssatz für die Einlagefazilität zu begeben, was ihnen eine wichtige Absicherung gegen Liquiditätsengpässe geboten habe. Infolge dieser Entwicklungen seien die Zinsen am längeren Ende noch schneller gesunken.

Alles in allem seien die Finanzmarktbedingungen über alle Marktsegmente hinweg nach wie vor sehr günstig. Allerdings bestünden in Anbetracht der außergewöhnlich hohen Unsicherheit über den künftigen Verlauf der pandemiebedingten Krise weiterhin Anfälligkeiten.

*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 habe sich die Weltwirtschaft Anfang des dritten Quartals nach der Aufhebung der Lockdown-Maßnahmen rasch erholt. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euro-Währungsgebiet) verdeutliche, dass die Erholung der Konjunktur bis Juli recht kräftig verlaufen sei, im September dann aber stagniert habe. Weltweit hätten sich die Einzelhandelsumsätze deutlich erhöht. Das globale Verbrauchervertrauen habe sich zwar von seinem Tiefstand erholt, sei allerdings immer noch sehr schwach ausgeprägt. Was den Außenhandel betreffe, so wiesen die hochfrequenten Daten auf einen starken Wiederanstieg im dritten Quartal 2020 hin, und auch die Frühindikatoren für das Schlussviertel seien positiv ausgefallen. Die globalen Finanzierungsbedingungen seien sowohl in den Industrie- als auch den Schwellenländern weitgehend unverändert.

Die Ölpreise hätten seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom September geringfügig zugelegt (+1,8 %) und am 26. Oktober 2020 bei 39,8 USD je Barrel notiert, nachdem sie sich zuvor in einer engen Spanne bewegt hätten. Der Euro habe sich seit der September-Sitzung weiterhin überwiegend stabil gezeigt, sowohl gegenüber dem US-Dollar (+0,4 %), der nach wie vor eine zentrale Rolle im Welthandel einnehme, als auch in nominaler effektiver Rechnung (+0,2 %).

Im Euro-Währungsgebiet habe sich die Wirtschaftsleistung im dritten Quartal 2020 kräftig erholt. Für das vierte Quartal hätten sich unterdessen eindeutige Risiken für das BIP-Wachstum abgezeichnet. Diese hätten sich in erster Linie aus den aktuellen Informationen über geplante Verschärfungen der Lockdown-Maßnahmen ab November ergeben.

Die jüngsten Daten sprächen dafür, dass die Erholung im Euroraum an Schwung verloren habe. Die Industrieproduktion sei bis August, als sich das Wachstum gegenüber dem Vormonat auf nur noch 0,7 % abschwächte, dynamisch gewachsen. Die Einzelhandelsumsätze hätten sich in den Sommermonaten ebenfalls verringert. Außerdem hätten die EMIs für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor im September und Oktober eine Verlangsamung der konjunkturellen Belebung im gesamten Eurogebiet erkennen lassen.

Die Aussichten für den Dienstleistungssektor seien gedämpft, während sich die Industrie offenbar besser behauptete. Die Ersparnisse der privaten Haushalte dürften hoch bleiben, doch sei das Vertrauen der Verbraucher in den kommenden Monaten weiterhin stark von Einkommensbeihilfen zum Schutz der Wirtschaft abhängig. Die Aussichten für die Unternehmensinvestitionen würden durch eine schwache Nachfrage, niedrige Einnahmen und eine geringe Rentabilität getrübt.

Im Hinblick auf den Außenhandel des Euroraums hätten die Warenexporte und -importe ihren Erholungskurs fortgesetzt. Was die weitere Entwicklung betreffe, so lege der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft eine weitere Belebung der Warenausfuhren des Eurogebiets nahe, wohingegen sich der Anstieg der

Dienstleistungsexporte abzuschwächen scheine. Letzteres gelte besonders für Länder mit starkem Fokus auf der Tourismusbranche.

Mit Blick auf die Arbeitsmärkte im Euroraum sei mit einem weiteren Rückgang der Beschäftigung zu rechnen, und eine große Zahl von Arbeitsplätzen sei gefährdet. Der EMI für die Gesamtbeschäftigung habe seit dem Frühjahr wieder kräftig zugelegt, sei aber im Oktober bei unter 50 Punkten geblieben. Die Verschlechterung der Beschäftigungslage seit dem Ausbruch der Pandemie sei vor allem in den arbeitsintensiven Sektoren (z. B. Beherbergung, Nahrungsmittel, Transportleistungen und Lagerei) zu spüren gewesen. Die Arbeitslosenquote im Euroraum sei von 7,2 % im Februar auf 8,1 % im August gestiegen, unterzeichne aber wahrscheinlich die laufende Anpassung am Arbeitsmarkt im Eurogebiet.

Was die nominale Preisentwicklung anbelange, so sei die am HVPI gemessene Inflationsrate im September auf -0,3 % gesunken, während sich die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete HVPI-Rate auf einen neuen Tiefstand von 0,2 % verringert habe. Der Rückgang der Gesamtinflation von -0,2 % im August auf -0,3 % im September sei nicht nur durch einen geringeren Preisanstieg in der Energiekomponente, sondern auch bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie und den Dienstleistungen bedingt. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation gäben ebenfalls nach.

Mit Blick auf das Lohnwachstum im Eurogebiet wiesen das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitsstunde aufgrund großer Veränderungen bei den geleisteten Arbeitsstunden starke Abweichungen im Wachstum auf. Der Anstieg der Tariflöhne, der von den Veränderungen der geleisteten Arbeitsstunden nicht unmittelbar betroffen sei, habe sich nur allmählich verlangsamt. Dabei hätten die wenigen in den vergangenen Monaten vereinbarten Tarifabschlüsse auf geringere Lohnzuwächse hingedeutet.

Die umfragebasierten längerfristigen Inflationserwartungen gemäß dem jüngsten Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB zeigten, dass sich die Annahmen bezüglich der Inflation in fünf Jahren überwiegend stabil bei rund 1,6 % bis 1,7 % gehalten hätten. Seit der geldpolitischen Sitzung im September sei die Erholung der marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen auf einem weitgehend stabilen Niveau nahe ihrer Vorpandemiestände zum Stillstand gekommen. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren habe am 26. Oktober 2020 bei 1,16 % gelegen.

Was die Finanzierungsbedingungen im Euroraum betreffe, so weise die EONIA-Terminzinskurve weiterhin einen leicht inversen Verlauf auf. Es gebe jedoch keine gefestigten Erwartungen hinsichtlich einer unmittelbar bevorstehenden Zinssenkung. Die längerfristigen risikofreien Zinssätze hätten sich trotz einer Aufwärtsbewegung der Zinsen in den USA im Großen und Ganzen unverändert auf einem niedrigen Niveau bewegt. Die Renditeabstände von Staatsanleihen hätten sich in Erwartung zusätzlicher geldpolitischer und fiskalischer Unterstützungsmaßnahmen weiter verringert. Die Märkte für Risikoaktiva wiesen ungeachtet erheblicher Schwankungen innerhalb des Berichtszeitraums kaum Veränderungen auf, und die Finanzierungsbedingungen im Euroraum blieben insgesamt weitgehend stabil.

Mit Blick auf die Geldmengen- und Kreditentwicklung sei das Wachstum der weit gefassten Geldmenge (M3) weiterhin rege und habe sich im September auf 10,4 % gegenüber dem Vorjahr beschleunigt. In der seit Beginn der Krise zu beobachtenden stärkeren monetären Dynamik kämen in erster Linie Vorsichtsmotive zum Ausdruck. Die inländische Kreditvergabe sei nach wie vor die wichtigste Quelle der Geldschöpfung.

Die Pandemie habe zu einem deutlichen Anstieg der Verschuldungsquoten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Verhältnis zum Bruttobetriebsüberschuss geführt, und zwar sowohl auf Bruttobasis als auch bei Herausrechnung der liquiden Aktiva. Die gestiegene Bruttoverschuldungsquote spiegele sowohl eine Zunahme der Schuldenstände als auch den starken Konjunkturrückgang wider. Dagegen sei die Nettoverschuldung in absoluten Zahlen leicht zurückgegangen, da die Unternehmen in großem Umfang liquide Aktiva aufgebaut hätten, die den Anstieg der Bruttoverschuldung ausglich. Die Außenfinanzierung sei seit Beginn der Krise kräftig ausgeweitet worden, was sowohl auf die Vergabe von Bankkrediten als auch auf die Emission von Unternehmensanleihen zurückzuführen sei. Die Kreditzinsen der Banken seien weiterhin sehr günstig und lägen in der Nähe ihrer historischen Tiefstände. Die direkte Finanzierung am Markt sei in der Anfangsphase der Krise von den massiven Marktturbulenzen betroffen gewesen, hätte aber anschließend vom Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) profitiert.

Die günstigen Kreditbedingungen hingen weiter entscheidend von den politischen Maßnahmen ab. Ein erheblicher Teil der Bankkredite konzentrierte sich in jenen Bereichen des Kreditmarkts, die von staatlichen Garantien profitierten. Zudem habe die hohe und breit angelegte Beteiligung an den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRGs), auch am jüngsten Geschäft, den Banken eine beträchtliche Reduzierung ihrer Refinanzierungskosten ermöglicht.

Aus der Umfrage zum Kreditgeschäft vom Oktober gehe eine Verschärfung der Kreditrichtlinien hervor. Dies hänge in erster Linie damit zusammen, dass die Banken die Risiken, die sich aus dem gesamtwirtschaftlichen Umfeld und der Bonität der Kreditnehmer ergäben, schlechter einschätzten.

Der finanzpolitische Kurs sei im Jahr 2020 expansiv, und die jüngsten Haushaltspläne für 2021 sähen eine umfangreichere Unterstützung als erwartet vor. Die Haushaltspläne für 2022 seien nach wie vor mit großer Unsicherheit behaftet, aber das Programm „Next Generation EU“ (NGEU) könne der Wirtschaft zusätzliche fiskalische Impulse geben.

#### *Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen*

Zusammenfassend wies Herr Lane darauf hin, dass den eingehenden Daten zufolge die wirtschaftliche Erholung im Euroraum verglichen mit dem zuvor projizierten Erholungspfad an Schwung verliere, nachdem sich die Konjunktur über die Sommermonate hinweg kräftig (wenn auch nur partiell und uneinheitlich) belebt habe. Die Zunahme der Covid-19-Fallzahlen und die damit verbundene Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen würden die Wirtschaftstätigkeit (insbesondere in kontaktintensiven Sektoren) beeinträchtigen und so für eine deutliche Verschlechterung der kurzfristigen Aussichten sorgen. Auf Hochfrequenzdaten basierende Mobilitätsindikatoren für Verkehr, Einzelhandel und Freizeit zeigten erste Anzeichen einer Abschwächung. Am stärksten betroffen sei die Aktivität im Dienstleistungssektor, da dieser am meisten unter den erneuten Einschränkungen der Mobilität und der sozialen Kontakte zu leiden habe. Der Konsum der privaten Haushalte dürfte verhalten bleiben, wobei das Vorsichtssparen durch das Wiederaufflammen der Pandemie und deren Auswirkungen auf Beschäftigung und Einkommen Auftrieb erhalte. Darüber hinaus belasteten die schwächeren Bilanzen und die zunehmende Unsicherheit über die Konjunkturaussichten die Unternehmensinvestitionen.

Die Gesamtinflation sei von -0,2 % im August auf -0,3 % im September gesunken, wobei die Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel von 0,4 % auf ein Allzeittief von 0,2 % zurückgegangen sei. Maßgeblich für diese Entwicklung sei eine Ausweitung der Sommerschlussverkäufe auf Artikel, die normalerweise nicht Teil des Saisonverkaufs seien, ein Rückgang der Preise im Reiseverkehr und eine negativere Energieinflation. Während einige der inflationshemmenden Faktoren vorübergehend sein dürften, führe die dauerhaft schwache Nachfrage dazu, dass die Inflationsentwicklung bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie über längere Zeit verhalten bleibe. Zudem werde der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen den Erwartungen zufolge gering bleiben, da der Dienstleistungssektor am stärksten von der anhaltenden Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen betroffen sei. Dementsprechend dürften sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation vor dem Hintergrund der schwachen Nachfrage und der deutlichen Unterauslastung an den Arbeits- und Gütermärkten weiter verhalten entwickeln. Markt- und umfragebasierte Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen verharren weitgehend unverändert auf niedrigem Niveau.

Aufgrund des überraschend negativen Inflationsverlaufs und der derzeit erwarteten Energiepreisentwicklung dürfte die Gesamtinflation unter den vorherigen Erwartungen liegen und den gegenwärtigen Annahmen zufolge bis Anfang 2021, und damit länger als in den Basisprojektionen vom September prognostiziert, negativ bleiben.

Nach einer langen Phase relativ günstiger Finanzmarktbedingungen ließen die jüngsten Daten darauf schließen, dass die Märkte einen pessimistischeren Pandemieausblick einpreisten.

Die monatliche Kreditvergabe an Unternehmen habe sich zuletzt abgeschwächt, und die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken deuteten auf eine Verschlechterung der Kreditbedingungen hin. Insbesondere die Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite hätten sich im dritten Quartal 2020 nach zurückhaltenden Reaktionen in den früheren Phasen der Pandemie verschärft. Die Banken gäben an, dass ihre Refinanzierungs- und Bilanzsituation die Kreditvergabe zwar weiterhin stütze, die erhöhte Risikoeinschätzung die Kreditvergabe jedoch beeinträchtige. Die befragten Banken teilten auch mit, dass die Kreditnachfrage von Unternehmen im dritten Quartal gesunken sei, was auf einen rückläufigen Bedarf an Notfall-Liquidität und schwächere Unternehmensinvestitionen zurückzuführen sei. Dementsprechend stellten einander verstärkende negative Rückkopplungseffekte zwischen der Realwirtschaft und dem Finanzsektor nach wie vor ein wesentliches Risiko dar, das es genau zu beobachten gelte.

Die als Reaktion auf die Pandemie ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen hätten sich als wirksam und effizient erwiesen, um die Finanzmärkte zu stabilisieren und die Finanzierungsbedingungen für private Haushalte und Unternehmen zu stützen. Verglichen mit dem erwarteten Erholungspfad deuteten die neu verfügbaren Daten jedoch darauf hin, dass sich das Wachstum stärker verlangsamt habe und die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation schwächer ausgefallen sei. Darüber hinaus könnten auf kurze Sicht weitere, beispielsweise geopolitische, Risiken eintreten. Im derzeitigen Umfeld seien die Risiken für die Wachstumsaussichten des Euroraums eindeutig abwärtsgerichtet.

In den kommenden Wochen würden wichtige Informationen eingehen. Hierzu zählten die neuen gesamtwirtschaftlichen Projektionen, die eine Neubeurteilung der wirtschaftlichen Aussichten und der Risikobilanz ermöglichen würden. Solange diese Informationen noch nicht verfügbar seien, schlug Herr Lane vor, den geldpolitischen Kurs insgesamt unverändert zu belassen und die Anwendung aller bestehenden

geldpolitischen Maßnahmen erneut zu bekräftigen. Zugleich solle der EZB-Rat klar signalisieren, dass er auf der Grundlage dieser aktualisierten Einschätzung im Dezember seine Instrumente der Lage entsprechend neu kalibrieren werde, um sicherzustellen, dass die Finanzierungsbedingungen günstig blieben. Damit solle die wirtschaftliche Erholung unterstützt und den negativen Auswirkungen der Pandemie auf die projizierte Inflationsentwicklung entgegengewirkt werden, wodurch – im Einklang mit der Verpflichtung des EZB-Rats auf Symmetrie – die nachhaltige Annäherung der Teuerungsrate an sein Ziel gefördert werde.

In seiner Kommunikation müsse der EZB-Rat a) betonen, dass den neu verfügbaren Informationen zufolge die wirtschaftliche Erholung im Euroraum an Dynamik verliere und die Zunahme der Covid-19-Infektionen sowie die damit verbundene Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen die Wirtschaftstätigkeit belasteten, was für eine deutliche Verschlechterung der kurzfristigen Aussichten Sorge; b) unterstreichen, dass die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation rückläufig seien und der Inflationsdruck aufgrund der schwachen Nachfrage, des geringeren Lohndrucks und der zuletzt verzeichneten Aufwertung des Euro weiterhin verhalten bleiben dürfte; c) hervorheben, dass der EZB-Rat im derzeitigen Umfeld deutlich abwärtsgerichteter Risiken die eingehenden Informationen sorgfältig prüfen werde, darunter den Verlauf der Pandemie und die Entwicklung des Euro-Wechselkurses, und dass die neuen von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen im Dezember eine gründliche Neubeurteilung der wirtschaftlichen Aussichten und der Risikobilanz ermöglichen würden; d) betonen, dass der EZB-Rat auf der Grundlage dieser aktualisierten Einschätzung seine Instrumente der Lage entsprechend neu kalibrieren werde, um sicherzustellen, dass die Finanzierungsbedingungen günstig blieben; damit solle die wirtschaftliche Erholung unterstützt und den negativen Auswirkungen der Pandemie auf den projizierten Inflationspfad entgegengewirkt werden, wodurch – im Einklang mit der Verpflichtung des EZB-Rats auf Symmetrie – die nachhaltige Annäherung der Teuerungsrate an sein Ziel gefördert werde; und e) unterstreichen, dass ein ambitionierter und koordinierter finanzpolitischer Kurs angesichts des drastischen Konjunkturerinbruchs im Euroraum und des Rückgangs der privaten Nachfrage unbedingt erforderlich bleibe.

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

### *Wirtschaftliche und monetäre Analyse*

Im Hinblick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Ratsmitglieder allgemein die von Herrn Lane in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der aktuellen Lage im Euro-Währungsgebiet und der Risiken für die Konjunktur. Die aktuellen Daten und Umfrageergebnisse deuteten darauf hin, dass die wirtschaftliche Erholung im Euroraum rascher an Dynamik verliere als erwartet. Nach einer kräftigen – jedoch nur partiellen und uneinheitlichen – Belebung im dritten Quartal belasteten die Zunahme der Covid-19-Fallzahlen und die damit verbundene Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen die Wirtschaftstätigkeit und sorgten für eine deutliche Verschlechterung der kurzfristigen Aussichten. Die Aktivität habe sich im verarbeitenden Gewerbe weiter erholt, während sie sich im Dienstleistungssektor, der am stärksten von den neuerlichen Einschränkungen sozialer Aktivitäten und der Mobilität betroffen sei, merklich abgeschwächt habe. Obwohl die privaten Haushalte und Unternehmen durch finanzpolitische Maßnahmen unterstützt würden, seien die Verbraucher angesichts der



Pandemie und ihrer Auswirkungen auf Beschäftigung und Einkommen zurückhaltend. Darüber hinaus litten die Unternehmensinvestitionen unter den schwächeren Bilanzen und der zunehmenden Unsicherheit über die Konjunkturaussichten. Im weiteren Verlauf dürfte die Unsicherheit über den Pandemieverlauf zwar das Ausmaß der Erholung am Arbeitsmarkt sowie bei den Konsumausgaben und Investitionen beeinträchtigen, die günstigen Finanzierungsbedingungen und ein expansiver finanzpolitischer Kurs sollten aber die Wirtschaft im Euroraum weiterhin stützen.

In Bezug auf das außenwirtschaftliche Umfeld stimmten die Ratsmitglieder weitgehend mit der eingangs von Herrn Lane dargelegten Beurteilung überein. Die globale Konjunktur habe sich Anfang des dritten Quartals rasch und kräftiger als erwartet erholt. Allerdings habe sich die Dynamik zuletzt abgeschwächt. Zudem bestünden Abwärtsrisiken, die mit dem weltweiten Anstieg der Covid-19-Infektionen und geopolitischen Faktoren zusammenhingen. Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom September sei der Wechselkurs des Euro sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch in nominaler effektiver Rechnung weitgehend stabil geblieben.

Mit Blick auf die Entwicklung im Euroraum betonten die Ratsmitglieder, dass es seit der letzten geldpolitischen Sitzung sowohl positive als auch negative Datenmeldungen gegeben habe. Das reale BIP im Euro-Währungsgebiet sei im zweiten Jahresviertel 2020 gegenüber dem Vorquartal um 11,8 % geschrumpft. Nach dem Tiefstand vom April 2020 habe sich die Wirtschaft im Euroraum im dritten Quartal jedoch kräftig erholt. Die Aufwärtsbewegung dürfte stärker ausgefallen sein als dies von den Experten der EZB in ihren Projektionen vom September erwartet worden sei, und einen Großteil des in der ersten Jahreshälfte verbuchten Rückgangs wettgemacht haben. Allerdings sei die kräftige Erholung möglicherweise auch darauf zurückzuführen, dass die Länder ihre Eindämmungsmaßnahmen zu stark und zu früh gelockert hätten. Nach Auffassung der Sitzungsteilnehmer würden die steigenden Covid-19-Infektionszahlen das Vertrauen wieder untergraben und zu weiteren Eindämmungsmaßnahmen führen. Dadurch werde die Wachstumsdynamik im vierten Quartal früher und schneller als erwartet an Schwung verlieren. Es wurde auf den Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor verwiesen, der auf einen Stand von unter 50 Punkten gesunken sei, sowie auf die Tatsache, dass der EMI bezogen auf das Neugeschäft sogar noch stärker zurückgegangen sei.

In den bisherigen Datenveröffentlichungen seien die jüngsten Ankündigungen zu weiteren Eindämmungsmaßnahmen noch nicht berücksichtigt. Wie bereits im März sei die Wirtschaft raschen Veränderungen unterworfen. Es sei nicht auszuschließen, dass es im Euroraum – oder zumindest in einigen Euro-Ländern – zu einer Double-Dip-Rezession komme. Die wirtschaftlichen Aussichten des Euroraums hingen ganz wesentlich von der Wirksamkeit der administrativen Maßnahmen und von der Infektionsdynamik der Pandemie ab, sodass Ausmaß und Dauer eines weiteren Abschwungs sehr unsicher seien.

Es wurde angemerkt, dass die nun umgesetzten Beschränkungen tendenziell gezielter auf Regionen oder Sektoren ausgerichtet seien als im Frühjahr und ihr Einfluss auf die Konjunktur daher geringer sein könnte als vor einigen Monaten. Ferner wurde darauf hingewiesen, dass die Infektionsrate anscheinend von größerer Bedeutung für die Wirtschaftstätigkeit sei als die Rigidität der Eindämmungsmaßnahmen, die erheblich variere. Im Vergleich zu den umfassenderen Lockdown-Maßnahmen vor einigen Monaten würden einige Sektoren im Euroraum (wie das verarbeitende Gewerbe und das Baugewerbe) von den neuen Restriktionen zwar weniger

stark berührt, andere Wirtschaftszweige (wie Unterhaltung und Freizeit oder Tourismus) würden nun jedoch hart getroffen.

Die Ratsmitglieder vertraten die Ansicht, dass in nächster Zeit rigorosere Eindämmungsmaßnahmen zu erwarten seien, die länger als zuvor angenommen wären könnten. Bei der Eindämmung des Virus würden die Wintermonate eine Herausforderung darstellen, sodass sich eine Abfolge temporärer Lockdowns als notwendig erweisen könnte, um die Infektionswelle zu brechen. Demzufolge verlaufe der Wachstumspfad möglicherweise holpriger als erwartet. Zugleich wurde daran erinnert, dass die Wirtschaft nach Ablauf der während der ersten Pandemie-Welle verhängten Lockdowns wieder deutlich an Fahrt aufgenommen habe und künftig eine ähnlich dynamische Erholung erwartet werden könne. Es sei allerdings unklar, ob die von den Unternehmen und privaten Haushalten in den letzten Monaten aufgebauten Liquiditätspuffer ausreichen, um in der nächsten Zeit einer erneuten wirtschaftlichen Verschlechterung standzuhalten. Das Einsetzen der zweiten Pandemie-Welle könne zu weiterreichenden Geschäftsschließungen in einer Reihe von Sektoren führen, zum Beispiel im Einzelhandel. Ferner wurde vorgebracht, dass die Regierungen nach den Erfahrungen während der Sommermonate nun möglicherweise größere Vorsicht bei der Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen walten ließen. Demzufolge könnten die Wachstumszahlen für 2021 insgesamt negativ beeinflusst werden.

Vor diesem Hintergrund sollte einigen Ratsmitgliedern zufolge mit Blick auf die Zukunft die Möglichkeit in Betracht gezogen werden, dass von der Pandemie länger anhaltende Auswirkungen sowohl auf die Nachfrage als auch das Angebot ausgehen könnten, wodurch sich das Potenzialwachstum verringere. Es wurden auch Bedenken hinsichtlich möglicher, von Verstärkungseffekten über Finanzkanäle ausgehender nicht linearer Effekte geäußert sowie hinsichtlich des Einflusses der Pandemie auf die Bilanzpositionen von Unternehmen, privaten Haushalten, Banken und Staaten. Dies gelte vor allem angesichts der Persistenz der Krise. Insgesamt wurde betont, dass kein eindeutiger Zielkonflikt bestehe zwischen den zur Begrenzung des Virus notwendigen Eindämmungsmaßnahmen und den Auswirkungen auf die Wirtschaft. Es wurde anerkannt, dass die Bedenken bezüglich der wirtschaftlichen Entwicklung letztlich so lange bestehen bleiben würden, bis auf breiter Basis ein Impfstoff oder eine wirksame Behandlungsmöglichkeit zur Verfügung stehe, was einige Zeit dauern könne. In diesem Zusammenhang hoben die Ratsmitglieder die Bedeutung sowohl der nationalen als auch der europäischen Fiskalpolitik bei der Abfederung der von den notwendigen Eindämmungsmaßnahmen ausgehenden wirtschaftlichen Auswirkungen hervor. Vor allem wurde positiv bewertet, dass zusätzliche Fiskalimpulse zeitgleich mit den neuen Maßnahmen zur Begrenzung des Virus angekündigt würden. Diese neuen finanzpolitischen Maßnahmen gingen deutlich über das in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September erwartete Maß hinaus.

Die Mitglieder tauschten sich darüber aus, inwieweit die jüngsten Entwicklungen nach wie vor mit dem Basisszenario im Einklang stünden, das in den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September enthalten sei, oder ob Korrekturen im Rahmen der anstehenden Dezember-Projektionen der Experten des Eurosystems dazu führen dürften, dass das Basisszenario näher am schweren Szenario der September-Projektionen liegen werde. Während im Basisszenario vom September ein gewisses Wiederaufflammen der Pandemie und die Notwendigkeit anhaltender Eindämmungsmaßnahmen unterstellt worden sei, gelte die jüngste Entwicklung als ein klares Abwärtsrisiko für die Projektionen. Es wurde betont, dass die Unsicherheit weiterhin – wie schon im gesamten Jahresverlauf – sehr hoch sei. Allerdings dürften bis zur geldpolitischen

Sitzung im Dezember Angaben zu wichtigen geopolitischen Entwicklungen – etwa das Ergebnis der US-Präsidentschaftswahl und Informationen zum Brexit – sowie erste Belege über die Wirksamkeit der neuen Beschränkungen zur Eindämmung des Virus und über die wirtschaftlichen Auswirkungen dieser Beschränkungen vorliegen. Außerdem sollten bis dahin auch die nationalen Haushaltsentwürfe und deren Bewertung durch die Europäische Kommission sowie weitere Informationen zur voraussichtlichen Nutzung der Mittel aus dem NGEU-Programm verfügbar sein.

Insgesamt waren die Mitglieder der Auffassung, dass die Risiken für die Wachstumsaussichten eindeutig abwärtsgerichtet seien. Ausschlaggebend für diese Einschätzung seien in erster Linie der jüngste Wiederanstieg der Covid-19-Infektionszahlen, die damit verbundene Verschärfung der Eindämmungsmaßnahmen sowie die hohe Unsicherheit im Zusammenhang mit dem zeitlichen Verlauf der Pandemie und den Auswirkungen auf die Wirtschafts- und Finanzlage.

Was die Finanzpolitik betrifft, so sei angesichts des starken Konjunkturabschwungs im Eurogebiet nach wie vor ein ambitionierter und koordinierter finanzpolitischer Kurs unabdingbar. Die in Reaktion auf die Pandemie ergriffenen finanzpolitischen Maßnahmen sollten so weit wie möglich zielgerichtet und zeitlich befristet sein. Aufgrund der schwachen Nachfrage von Unternehmen und privaten Haushalten sowie des erhöhten Risikos einer verzögerten Erholung sei jedoch eine anhaltende Unterstützung durch die nationale Finanzpolitik erforderlich. Die drei Sicherheitsnetze für Arbeitnehmer, Unternehmen und Staaten, die der Europäische Rat gebilligt habe, leisteten in diesem Zusammenhang eine wichtige Finanzierungsunterstützung. Die zentrale Rolle des NGEU-Pakets wurde hervorgehoben, und es wurde betont, wie wichtig es sei, dessen Einsatzfähigkeit unverzüglich herzustellen. Unter der Voraussetzung, dass die Mittel für produktive öffentliche Ausgaben eingesetzt würden und mit Strukturreformen zur Produktivitätssteigerung einhergingen, werde das NGEU-Programm zu einer rascheren, stärkeren und einheitlicheren Erholung beitragen. Dadurch würden die Widerstandskraft und das Wachstumspotenzial der Volkswirtschaften in den Mitgliedstaaten erhöht und so die Wirksamkeit der Geldpolitik im Euroraum unterstützt. Diese strukturpolitischen Maßnahmen seien vor allem wichtig, um seit Langem bestehende strukturelle und institutionelle Schwächen anzugehen und den ökologischen und den digitalen Wandel zu beschleunigen.

Was die Preisentwicklung angeht, so traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung. Die jährliche HVPI-Inflation im Euroraum sei von -0,2 % im August 2020 auf -0,3 % im September gesunken. Zurückzuführen sei dies auf die Entwicklung der Preise für Energie, Industrieerzeugnisse ohne Energie und Dienstleistungen. Auf Grundlage der Ölpreisentwicklung und unter Berücksichtigung der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland sei damit zu rechnen, dass die Gesamtinflation bis Anfang 2021 negativ bleibe. Zudem werde der Preisdruck auf kurze Sicht verhalten bleiben. Gründe hierfür seien die schwache Nachfrage, vor allem im Tourismus- und Reisesektor, sowie der geringere Lohndruck und eine Aufwertung des Euro. Sobald der Einfluss der Pandemie nachlasse, werde eine durch die akkommodierende Geld- und Finanzpolitik getragene Belebung der Nachfrage mittelfristig Aufwärtsdruck auf die Inflation ausüben. Markt- und umfragebasierte Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lägen weitgehend unverändert auf niedrigem Niveau.

Es wurde festgestellt, dass die Gesamtinflation aus heutiger Sicht länger im negativen Bereich liegen dürfte, als gemäß den Projektionen der EZB vom September erwartet worden sei. Zudem wurde hervorgehoben, dass die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel im September aufgrund der niedrigeren Preissteigerungsraten für Industrieerzeugnisse ohne Energie und Dienstleistungen auf einen neuen Tiefstand (0,2 %) gesunken sei. Zugleich habe sich auch bei anderen Indexpositionen der Preisaufrtrieb verringert, was als bedenklich angesehen werde. Es wurde darauf hingewiesen, dass 35 % aller Positionen derzeit negative Wachstumsraten aufwiesen und auch der zugrunde liegende Preisdruck schwach sei, was Bedenken hinsichtlich eines nachhaltigen Einflusses aufwerfe. Zugleich wurde in diesem Zusammenhang jedoch betont, dass die temporäre Natur der aktuellen Inflationsdynamik hervorgehoben werden müsse, die unter anderem auf Sonderfaktoren wie außergewöhnliche Verläufe saisonaler Schlussverkäufe und zeitlich befristete Steuersenkungen zurückzuführen sei. Darüber hinaus sollten auch Veränderungen im Warenkorb berücksichtigt werden, die implizierten, dass die tatsächliche Inflationsrate sogar leicht über der ausgewiesenen Rate liegen könne. Die Auswirkungen der jüngsten Wachstums- und Inflationsentwicklung auf die mittelfristigen Inflationsaussichten müssten in den Dezember-Projektionen sorgfältig evaluiert werden. Allerdings wurde die Ansicht vertreten, dass die Wahrscheinlichkeit von Inflationsraten, die näher am in den September-Projektionen enthaltenen schweren Szenario liegen, auch dann zunehme, wenn keine weiteren negativen Überraschungen einträten.

Im Hinblick auf die jüngste Entwicklung der Inflationserwartungen stellten die Ratsmitglieder fest, dass sich die längerfristigen Inflationserwartungen laut dem Survey of Professional Forecasters der EZB auf 1,7 % beliefen und somit stabil seien, während sich die marktbasieren Indikatoren der Inflationserwartungen leicht verringert hätten. So belaufe sich der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren auf 1,16 %. Betont wurde in diesem Zusammenhang, dass die SPF-Umfrage für das vierte Quartal 2020 Anfang Oktober durchgeführt worden sei, also vor dem Wiederaufflammen der Pandemie und der verbreiteten Wiedereinführung von Eindämmungsmaßnahmen. Die Ergebnisse seien daher mit Vorsicht zu interpretieren. Es müsse sichergestellt werden, dass die anhaltende Phase niedrigerer Inflationsraten auf kurze Sicht nicht zu geringeren mittel- und langfristigen Inflationserwartungen führe.

Was die monetäre Analyse anbelangt, so stimmten die Sitzungsteilnehmer weitgehend mit der eingangs von Herrn Lane dargelegten Einschätzung überein, dass das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 weiterhin die inländische Kreditvergabe und die laufenden Ankäufe von Vermögenswerten seitens des Eurosystems widerspiegele. Während sich die monatliche Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in den vergangenen Monaten angesichts eines rückläufigen Bedarfs an Notfall-Liquidität und verhaltener Investitionen abgeschwächt habe, werde die Kreditvergabe der Banken an den privaten Sektor nach wie vor von den staatlichen Garantien und den geldpolitischen Maßnahmen, insbesondere den GLRG III, getragen, welche den Banken eine beträchtliche Reduzierung ihrer Refinanzierungskosten ermöglichten. Die Kreditzinsen der Banken befänden sich weiterhin in der Nähe ihrer historischen Tiefstände.

Nach Ansicht der Sitzungsteilnehmer hätten die GLRG-III-Geschäfte die Kreditvergabe der Banken weiterhin gestützt. Dies zeige sich daran, dass die Mittelaufnahme im Rahmen des jüngsten GLRG-III-Geschäfts höher als erwartet ausgefallen sei. Die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet signalisierten für das dritte Quartal 2020 eine Verschärfung der Kreditrichtlinien. Zurückzuführen sei dies in

erster Linie auf die negativere Einschätzung der Banken im Hinblick auf die Risiken für das gesamtwirtschaftliche Umfeld und die Bonität der Kreditnehmer. Die Refinanzierungskosten der Banken und ihre Bilanzsituation hätten der Umfrage zufolge nicht zur Verschärfung beigetragen, was die positiven Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen auf die Refinanzierungsbedingungen der Banken unterstreiche. Für das vierte Quartal 2020 rechneten die Banken per saldo mit einer abermaligen erheblichen Verschärfung der Kreditrichtlinien. Gleichwohl wurde angemerkt, dass die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft angesichts der im zweiten Quartal beobachteten sehr deutlichen, durch staatliche Kreditgarantien gestützten Kreditlockerung nicht überbewertet oder überschätzt werden sollten. Außerdem könnten sich im vierten Quartal weitere finanzpolitische und aufsichtliche Maßnahmen abzeichnen.

Es wurde darauf hingewiesen, dass die gestiegene Unsicherheit im Zusammenhang mit der zweiten Pandemie-Welle und den damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen erneute Risiken für die Transmission der Geldpolitik über den Bankensektor bergen könne. Dies müsse genau beobachtet werden. So könnten insbesondere finanzielle Schwachstellen im Unternehmenssektor die Bankbilanzen belasten und negative Rückkopplungsschleifen zwischen Realwirtschaft und Finanzsektor hervorrufen. Vor diesem Hintergrund wurden Bedenken geäußert, dass die Zahl notleidender Kredite zunehmen und sich die Pandemie in den einzelnen Ländern unterschiedlich stark auf den Bankensektor auswirken könne. Die jüngste Entwicklung an den Aktienmärkten lasse darauf schließen, dass die Märkte begonnen haben könnten, die vom Wiederanstieg der Corona-Infektionen ausgehenden negativen Auswirkungen auf das Bankensystem einzupreisen. Dies zeige sich in der unterdurchschnittlichen Aktienkursentwicklung im Finanzsektor. In diesem Zusammenhang wurde daran erinnert, dass die geringe Ertragskraft im Bankensektor und die gesunkenen Nettozinsmargen die Banken des Euroraums weiterhin vor Herausforderungen stellten. Es wurde die Ansicht vertreten, dass finanzpolitische Initiativen zum Umgang mit notleidenden Krediten und zur Gewährleistung einer angemessenen Eigenkapitalausstattung im Bankensektor bestärkt werden sollten. Die Geldpolitik leiste indes ihren Beitrag, indem sie die günstigen Finanzierungsbedingungen stütze und den Bankensektor mit hinreichend Liquidität versorge.

#### *Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen*

Mit Blick auf die Finanzierungsbedingungen stimmten die Ratsmitglieder weitgehend der eingangs von Frau Schnabel und Herrn Lane vorgetragenen Einschätzung zu. Es wurde angemerkt, dass die Lage an den Finanzmärkten des Euroraums verhältnismäßig ruhig sei. Die finanziellen Bedingungen – einschließlich der Wechselkursentwicklungen – seien weitgehend stabil und die Finanzierungsbedingungen für Banken, private Haushalte und Unternehmen nach wie vor sehr günstig. Die relativ verhaltene Reaktion der Märkte auf die zweite Pandemie-Welle wurde als Beleg dafür angesehen, dass die geldpolitischen Maßnahmen der EZB wirksam seien, um Extremrisiken wie etwa jenes einer Fragmentierung der Märkte einzudämmen. Zugleich sei die Lage an den Märkten nach wie vor fragil. Es könne zu einer Neubewertung kommen, wenn beispielsweise der Brexit ohne Abkommen mit der EU erfolge, sich die Pandemie weiter verschlimmere oder sich eine Einigung über die Auszahlung von Mitteln über das NGEU-Programm verzögere.

Die Ratsmitglieder erachteten den geldpolitischen Kurs zum aktuellen Zeitpunkt als äußerst akkommodierend und angemessen. Es wurde hervorgehoben, dass die Geldpolitik darauf abzielen müsse, die günstigen Finanzierungsbedingungen auch in Zukunft aufrechtzuerhalten, um die Wirtschaft zu unterstützen. Vor diesem Hintergrund befürworteten die Sitzungsteilnehmer den Vorschlag von Herrn Lane, den allgemeinen geldpolitischen Kurs unverändert zu belassen und die Anwendung aller bestehenden geldpolitischen Maßnahmen erneut zu bekräftigen. Darüber hinaus stimmten sie weitgehend darin überein, dass es angesichts der stärkeren Verlangsamung des Wachstumstempos und der sich abschwächenden Dynamik der zugrunde liegenden Inflation gegenüber früheren Erwartungen und auch angesichts der Verschlechterung der Risikobilanz geboten sei, das geldpolitische Instrumentarium im Dezember neu zu kalibrieren. Es wurde angemerkt, dass es den vorherrschenden Erwartungen der Marktteilnehmer entsprechen würde, wenn im Dezember neue geldpolitische Beschlüsse gefasst würden. Es wurde aber auch betont, dass der EZB-Rat bei Bedarf jederzeit handeln könne. Zugleich wurde hervorgehoben, dass der Rahmen des PEPP zu weniger als der Hälfte ausgeschöpft sei und damit bei neuerlichen Marktturbulenzen die laufenden Ankäufe flexibel durchgeführt werden könnten. Bei der Sitzung im Dezember stünden aktualisierte Projektionen zur Verfügung. Außerdem zeichneten sich bis dahin möglicherweise der Verlauf der Pandemie sowie die Aussichten für einen Impfstoff klarer ab, und es dürften mehr Informationen zu den finanzpolitischen Reaktionen im Eurogebiet vorliegen.

Unter den Ratsmitgliedern herrschte breiter Konsens, dass die geldpolitischen Maßnahmen, die seit Anfang März ergriffen worden seien, dabei helfen, günstige Finanzierungsbedingungen für alle Sektoren und Länder im Euroraum aufrechtzuerhalten. Sie trügen auf diese Weise maßgeblich dazu bei, die Wirtschaft zu unterstützen und mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten. Nach Ansicht der Sitzungsteilnehmer würden den Banken mit den GLRGs Mittel zu günstigen Zinssätzen bereitgestellt; zudem leisteten sie ihrer Auffassung nach einen Beitrag zu niedrigen Zinsen für Bankkredite und hätten bislang eine Kreditklemme verhindert. Das PEPP erweise sich bei der Stabilisierung der Finanzmarktbedingungen und der Verringerung der Fragmentierung der Finanzmärkte als erfolgreich. Das Programm trage auch zur Lockerung des geldpolitischen Kurses bei. Es wurde angemerkt, dass die flexible Ausgestaltung des PEPP für seinen weiteren Erfolg entscheidend sei.

Die bestehenden geldpolitischen Instrumente zeigten zwar ihre Wirkung, doch wurden vor dem Hintergrund einer hohen Unsicherheit und sehr günstiger Finanzierungsbedingungen Fragen im Hinblick auf mögliche Nichtlinearitäten, Nebenwirkungen und einen abnehmenden Nutzen aufgeworfen. Da sich die Märkte seit der Einführung der pandemiebedingten geldpolitischen Maßnahmen im März stabilisiert hätten, wurde darauf hingewiesen, dass zusätzliche Ankäufe von Vermögenswerten möglicherweise nicht die gleiche Wirkung auf die Finanzierungsbedingungen und die realwirtschaftliche Entwicklung hätten wie noch im früheren Jahresverlauf.

Es wurde betont, dass die Geldpolitik im gegenwärtigen Umfeld zum Teil dadurch wirke, dass sie durch günstige Finanzierungskosten eine expansive Finanzpolitik ermögliche, und dass beide Politikbereiche „Hand in Hand“ arbeiteten. Allerdings müsse auch anerkannt werden, dass aufgrund eines akkommodierenden geldpolitischen Kurses die Regierungen versucht sein könnten, Verpflichtungen einzugehen, die nur schwer wieder zurückzunehmen seien. Dadurch könnten die Ausgaben stärker ausgeweitet werden als zur Bewältigung der

Pandemie erforderlich sei, was strukturelle Defizite verschärfen und die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen beeinträchtigen würde.

Mit Blick auf die Kommunikation waren die Ratsmitglieder weitgehend mit den von Herrn Lane eingangs unterbreiteten Vorschlägen einverstanden. Der EZB-Rat müsse signalisieren, dass er bereit sei, unter Ausnutzung der gesamten Flexibilität der als Reaktion auf die Pandemie beschlossenen geldpolitischen Notfallinstrumente zu handeln; gleichzeitig müsse er seine Entschlossenheit zum Handeln betonen sowie seine Bereitschaft signalisieren, bei Bedarf alle seine Instrumente anzupassen. Es wurde hervorgehoben, dass jedwedes – auch unbeabsichtigtes – Anzeichen dafür, dass man sich mit dem Erreichten zufriedengebe, unter den gegenwärtigen Umständen schädlich sein könnte.

Zwar herrschte weitgehende Einigkeit darüber, dass auf der geldpolitischen Sitzung im Dezember die Notwendigkeit einer Neukalibrierung der geldpolitischen Instrumente der EZB signalisiert werden müsse, doch wurde zu bedenken gegeben, dass sich der EZB-Rat nicht vorab auf konkrete Maßnahmen festlegen solle.

In seiner Kommunikation müsse der EZB-Rat darauf hinweisen, dass die Abwärtsrisiken für das in den September-Projektionen dargestellte Basisszenario deutlich zugenommen hätten, sodass sich die Risikobilanz weiter nach unten verlagert habe. Zudem müsse betont werden, dass der EZB-Rat die Zuspitzung der Pandemie und die damit verbundene Intensivierung der staatlichen Eindämmungsmaßnahmen im Hinblick auf ihre Auswirkungen auf die kurzfristigen Aussichten genau verfolge. Daher bestand weitgehend Einigkeit darüber, dass der EZB-Rat kommunizieren sollte, dass er auf der Grundlage dieser aktualisierten Einschätzung seine Instrumente der Lage entsprechend neu kalibrieren werde, um sicherzustellen, dass die Finanzierungsbedingungen günstig blieben. Damit solle die wirtschaftliche Erholung unterstützt und den negativen Auswirkungen der Pandemie auf die projizierte Inflationsentwicklung entgegengewirkt werden, wodurch – im Einklang mit der Verpflichtung des EZB-Rats auf Symmetrie – die nachhaltige Annäherung der Teuerungsrate an sein Ziel gefördert werde.

Ein breiter Konsens bestand schließlich auch darüber, zu unterstreichen, dass nach wie vor ein ambitionierter und koordinierter finanzpolitischer Kurs erforderlich sei und dieser in der derzeitigen Situation die effektivste Strategie für den Umgang mit den Folgen der Pandemie und den damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen darstelle. In seiner Kommunikation sollte der EZB-Rat zum Ausdruck bringen, dass er das NGEU-Paket nachdrücklich begrüße und den EU-Institutionen nahelege, dem Paket rasch zuzustimmen, damit es zeitnah aktiviert werden könne, um den am stärksten von der Pandemie betroffenen Regionen und Sektoren zu helfen. In diesem Zusammenhang könne betont werden, dass die Geldpolitik Hindernisse für eine expansive Finanzpolitik ausräume, indem sie günstige Finanzierungsbedingungen und das reibungslose Funktionieren der Finanzmärkte unterstütze. Auf diese Weise verstärkten sich die Finanzpolitik und die Geldpolitik im aktuellen Umfeld gegenseitig, und die Geldpolitik steigere ihre eigene Wirksamkeit dadurch, dass sie die Finanzpolitik stütze und das Vertrauen fördere.

### *Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation*

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen fasste der EZB-Rat auf Vorschlag der Präsidentin, die feststellte, dass die Beschlüsse und die vorgeschlagene Kommunikation von allen Mitgliedern mitgetragen würden, 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. Diese Ankäufe trügen zur Lockerung des allgemeinen geldpolitischen Kurses bei und hälften so, dem dämpfenden Einfluss der Pandemie auf die projizierte Inflationsentwicklung entgegenzuwirken. 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 Akkommodation aufrechtzuerhalten.

4) Der EZB-Rat werde zudem weiterhin reichlich Liquidität über seine Refinanzierungsgeschäfte zur Verfügung stellen. Insbesondere stelle die dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) nach wie vor eine attraktive Finanzierungsquelle für Banken dar, wodurch deren Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte unterstützt werde.

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

[29. Oktober 2020 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

[29. Oktober 2020 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

## **Sitzung des EZB-Rats, 28.-29. Oktober 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 Makhlouf\*

Herr Mersch

Herr Müller\*

Herr Panetta

Herr Rehn

Herr Reinesch

Frau Schnabel

Herr Stourmaras

Herr Vasiliauskas

Herr Vasle

Herr Vella

Herr Villeroy de Galhau

Herr Visco

Herr Weidmann\*

Herr Wunsch\*

\* Mitglieder, die im Oktober 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 Arce  
Herr Aucremanne  
Herr Bradeško  
Frau Buch  
Herr Demarco  
Frau Donnery  
Herr Gaiotti  
Frau Goulard  
Herr Haber  
Herr Kaasik  
Herr Kuodis  
Herr Kyriacou  
Herr Lünnemann  
Herr Novo  
Herr Odór  
Herr Pattipeilohy  
Herr Rutkaste  
Herr Tavlas  
Herr Välimäki

**Sonstige Beschäftigte der EZB**

Herr Bracke, Stellvertretender 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 14. Januar 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.*