

Sitzung am 8.-9. September 2021

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank am Mittwoch und Donnerstag, 8.-9. September 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. Juli 2021:

Der ausgeprägte Rückgang der Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen und der BIP-gewichteten Renditen entsprechender Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet, der kurz vor der vorangegangenen EZB-Ratssitzung zu beobachten gewesen sei, habe sich trotz der anhaltenden Erholung von der Coronakrise (Covid-19) als beständig erwiesen. Zwar hätten die Renditen in jüngerer Zeit leicht nach oben tendiert, insgesamt seien sie jedoch unter dem Niveau der letzten Erholung in den Jahren 2017-2018 geblieben. Nicht einmal der im früheren Jahresverlauf 2021 verzeichnete Stand sei wieder erreicht worden. Zudem herrschten in der gesamten Währungsunion weiterhin sehr niedrige Zinssätze. Die Renditeabstände gegenüber deutschen Bundesanleihen lägen nach wie vor stabil in der Nähe ihrer nach 2008 beobachteten Tiefstände oder darunter.

Die Zerlegung des zehnjährigen nominalen Zinssatzes für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz) im Euroraum in die Inflations- und die Realzinskomponente zeige, dass die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs über den Sommer weiter gestiegen seien. Dadurch habe sich ein Aufwärtsdruck auf die Nominalzinsen ergeben, was in der aktuellen Phase des Konjunkturzyklus auch zu erwarten gewesen sei. Nehme man lediglich die Entwicklung der Inflationserwartungen als Grundlage, lägen die zehnjährigen nominalen Renditen von Tagesgeld-Swaps 65 Basispunkte über dem Niveau, das

zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 9.-10. Dezember 2020 verzeichnet worden sei, als der EZB-Rat zugesichert habe, günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten. Durch einen gleichzeitigen, kräftigen Rückgang der realen Zinssätze sei der Anstieg der Nominalrenditen jedoch zum Großteil aufgewogen worden. Der reale zehnjährige risikofreie Zinssatz im Eurogebiet habe im Sommer zum wiederholten Male ein Rekordtief erreicht. Mit unter -1,8 % liege er derzeit außergewöhnlich weit von seinem seit Ausbruch der weltweiten Finanzkrise gemessenen Durchschnitt entfernt.

Über die möglichen Gründe für die derzeit so niedrigen Realrenditen werde an den Märkten nach wie vor heftig spekuliert. Dabei würden zwei Faktoren von Analysten am häufigsten genannt: Der erste sei die Ausbreitung der Delta-Variante des Coronavirus, die in einigen Regionen bereits zu Mobilitätseinschränkungen geführt habe. Soweit die niedrigeren Realrenditen Wachstumsorgen widerspiegeln, sei dies allerdings ein Indiz dafür, dass sich die Anleihemärkte und die Aktienmärkte voneinander entkoppelten. Trotz steigender Infektionszahlen hätten die Aktienmärkte ihre über den Sommer verzeichnete Hausse fortgesetzt, da sich die Gewinnerwartungen weiter erhöhten. So sei der Euro STOXX seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats um weitere 5,5 % gestiegen. Die Aktienindizes im Euro-Währungsgebiet hätten auf breiter Front zugelegt. Auch die Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euroraum hätten sich in den vergangenen Monaten anhaltend widerstandsfähig gezeigt und lägen trotz eines höheren Verschuldungsgrads noch immer in der Nähe der über die letzten zehn Jahre verzeichneten Tiefstände. Zuletzt seien sie überdies durch günstige Ratings gestützt worden. Im dritten Quartal 2021 hätten die Ratingagenturen deutlich mehr Herauf- als Herabstufungen vorgenommen.

Als zweiter Erklärungsfaktor für die aktuell niedrigen Realrenditen sei zu nennen, dass der Markt möglicherweise die Art, wie Zentralbanken die Leitzinsen anpassten, in jüngster Zeit neu bewertet habe. Es gebe Hinweise darauf, dass sich der Zusammenhang zwischen Inflations- und Zinserwartungen seit dem Ausbruch der Pandemie verändert habe, insbesondere im Euroraum. Dies lasse darauf schließen, dass der Markt hinsichtlich der Bedingungen, die der EZB-Rat für eine allmähliche Anhebung der Leitzinsen voraussetze, inzwischen möglicherweise von einer langsameren Reaktionsfunktion der EZB ausgehe. Es gebe auch Belege dafür, dass nach der Bekanntgabe der neuen Forward Guidance der EZB das obere Ende der Risikoverteilung rund um die künftige Entwicklung des Dreimonats-EURIBOR gestützt worden sei. Das bedeute, dass die Anleger Eventualitäten, die einen sehr steilen Anstieg der Leitzinsen signalisierten, de facto ausgepreist hätten.

Da sich die Risikoverteilung als Reaktion auf die neue Strategie der EZB und die überarbeitete Forward Guidance verdichtet habe, habe sich die Terminzinskurve zunächst weiter abgeflacht. Die Kurve habe sich nach der Bekanntgabe der neuen Strategie sichtbar nach außen verlagert, sei aber in jüngster Zeit wieder zu ihrem früheren Verlauf zurückgekehrt. Die aktuelle Umfrage geldpolitischer

Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) lege den Schluss nahe, dass die neue Forward Guidance der EZB zu der anfänglichen Verlagerung nach außen beigetragen haben dürfte.

Modellbasierte Erkenntnisse untermauerten die Ansicht, dass von der Geldpolitik in den vergangenen Monaten ein Abwärtsdruck auf die Renditen ausgegangen sei. So deuteten die Modellergebnisse darauf hin, dass die Geldpolitik nach der Ankündigung der neuen Strategie der EZB und auch nach der Bekanntgabe der neuen Forward Guidance durchweg für einen Abwärtsdruck auf die langfristigen risikofreien Zinssätze gesorgt habe. Allerdings habe dies in den letzten Wochen nachgelassen.

Die Widerstandsfähigkeit der weltweiten Staatsanleiherenditen gegenüber einem Anstieg sei vor dem Hintergrund zu sehen, dass die Anleger das Risiko eines künftigen Inflationsanstiegs eingepreist hätten. Die Optionspreise ließen darauf schließen, dass die Marktteilnehmer in den Vereinigten Staaten derzeit mit einer Wahrscheinlichkeit von rund 80 % davon ausgingen, dass die Teuerung in den nächsten fünf Jahren im Schnitt über dem Inflationsziel des Federal Reserve System von 2 % liegen werde. Im Euro-Währungsgebiet seien die marktimpliziten Wahrscheinlichkeiten deutlich geringer, hätten aber ebenfalls spürbar auf über 30 % zugenommen. Modellgestützte Analysen zu den Anleihemärkten im Euroraum legten überdies die Vermutung nahe, dass die Inflationsrisikoprämie seit Jahresbeginn beträchtlich gestiegen sei, wenn auch von einem sehr niedrigen Ausgangsniveau aus. Dies impliziere, dass die Entschädigung, die die Anleger derzeit für dieses Risiko verlangten, im historischen Vergleich weiterhin gering sei.

Abschließend erklärte Frau Schnabel, dass die Aussichten auf höhere Zinsen in den USA zu beträchtlichen Verschiebungen an den Devisenmärkten geführt hätten: Seit etwa Juni 2021 hätten Anleger ihre Netto-Long-Positionen in US-Dollar auf ein Niveau aufgestockt, das mit jenem vergleichbar sei, welches auf dem Höhepunkt der Covid-19-Pandemie im vergangenen Jahr verzeichnet worden sei. Im August habe der Euro gegenüber dem US-Dollar zeitweise den niedrigsten Stand seit fast einem Jahr verbucht, da sich der erwartete Abstand der kurzfristigen Zinssätze zwischen den Vereinigten Staaten und dem Eurogebiet ausgeweitet habe. Seither habe der Euro wieder leicht aufgewertet.

Insgesamt hätten sich die Finanzierungsbedingungen seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juli und auch seit der letzten gemeinsamen Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und der Inflationsaussichten im Juni verbessert; darauf deuteten verschiedene Indizes der finanziellen Bedingungen hin.

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:

Im Hinblick auf das außenwirtschaftliche Umfeld gäben die anhaltenden Lieferengpässe und die Ausbreitung der Delta-Variante nach wie vor Grund zur Sorge. In Bezug auf die Weltwirtschaft seien die globalen Einkaufsmanagerindizes (EMIs) nach einer Zeit kräftiger Zuwächse rückläufig. Dies lasse eine gewisse Normalisierung erkennen. Sie lägen aber insgesamt weiterhin über dem Schwellenwert von 50 Punkten, was auf eine anhaltende Expansion hindeute. Was die Entwicklung der EMIs in den einzelnen Regionen anbelange, so öffne sich derzeit eine Lücke zwischen Industrie- und Schwellenländern. Im Welthandel seien die globalen Wareneinfuhren im Juni weitgehend stabil geblieben, nachdem sie in den beiden vorangegangenen Monaten gesunken seien. Engpässe, die auch in steigenden Lieferzeiten zum Ausdruck kämen, stünden mit Exportverlusten in Zusammenhang.

Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juli sei der nominale effektive Wechselkurs des Euro um 0,4 % gesunken, wohingegen er gegenüber dem US-Dollar um 0,6 % angestiegen sei. In einem Umfeld, das nach wie vor von einer erhöhten Unsicherheit bezüglich der Aussichten für die globale Ölnachfrage und das globale Ölangebot geprägt gewesen sei, seien die Ölpreise um 0,7 % gestiegen und somit weitgehend unverändert geblieben.

Im Euroraum habe sich die Nachfrage weiter erholt. Zugleich beschränkten Lieferengpässe die Produktion von Waren. Das Wachstum des BIP habe sich im zweiten Quartal 2021 auf 2,2 % belaufen. Es sei damit deutlich kräftiger ausgefallen als der Zuwachs von 1,4 %, der in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Juni berechnet worden sei. Dies zeige, dass sich die europäische Wirtschaft schon deutlich stärker erholt habe als zuvor angenommen. Die Erholung sei von einer steigenden Binnennachfrage getragen worden, die wiederum mit der raschen Wiedereröffnung kontaktintensiver Dienstleistungsbranchen zusammenhänge. Überdies hätten die Eindämmungsmaßnahmen einen weniger negativen Einfluss auf das Wirtschaftswachstum gehabt als zuvor erwartet, was auf stärkere Lerneffekte hindeute.

Gemäß den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2021 werde sich die rasche konjunkturelle Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2021 fortsetzen. Gründe hierfür seien das Wiederhochfahren der Wirtschaft, die weiterhin umfangreiche Unterstützung seitens der Politik und ein weltweiter Aufschwung. Das Wachstum werde den Projektionen zufolge 2022 sehr kräftig bleiben und sich 2023 abschwächen. Im Vergleich zu den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2021 sei das Wachstum des realen BIP für 2021 nach oben revidiert worden und für die Jahre 2022 und 2023 weitgehend unverändert. Der Zeitpunkt, zu dem das reale BIP wieder das Vorkrisenniveau erreicht haben dürfte, habe sich in den aktuellen Projektionen nach vorne verschoben, und zwar um ein Quartal auf Ende 2021.

Wie die zuletzt durchgeführte vierteljährliche Branchenumfrage der Europäischen Kommission bestätige, werde die Entwicklung im Industriesektor durch den Material-, Raum- und Ausrüstungsmangel stark beeinträchtigt. Im Dienstleistungsgewerbe kämen diese Faktoren weniger stark zum Tragen. Weder im verarbeitenden Gewerbe noch im Dienstleistungssektor bestehe noch das Problem einer fehlenden Nachfrage. Der Mangel an Arbeitskräften sei im früheren Verlauf der Pandemie nicht von Bedeutung gewesen, doch im verarbeitenden Gewerbe zeige er sich nun allmählich. Auch im Dienstleistungssektor habe die Arbeitskräfteknappheit zugenommen.

Das Verbrauchervertrauen habe sich zwar verbessert. Dennoch sei weiterhin unklar, wie sich dies in den Konsumausgaben niederschlagen werde, denn die von den privaten Haushalten gemeldete Verbesserung der eigenen wirtschaftlichen Lage halte mit dieser Entwicklung nicht Schritt. Die Haushalte sparten nach wie vor weniger als auf dem Höhepunkt der Pandemie. Dies lasse sich an der Veränderung ihrer Bankeinlagen ablesen, die einen aktuellen und hochfrequenten Näherungswert für die Ersparnisbildung liefere.

Was die Investitionen betreffe, so werde die kräftige Nachfrage durch eine rasche Erholung der Ausgaben für Wohnimmobilien und für Unternehmensinvestitionen gestützt. Hierdurch habe sich auch die Nachfrage nach Außenfinanzierungsmitteln für Investitionen erhöht.

Im Handel habe sich das Wachstum der Warenausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets im zweiten Quartal 2021 abgeflacht. Hierfür seien teilweise die Lieferengpässe mit ihrer dämpfenden Wirkung auf die Handelsdynamik verantwortlich. Zugleich wiesen die Indikatoren der Dienstleistungsexporte auf eine weitere Verbesserung hin. Ursächlich hierfür sei die anhaltende Erholung im Tourismussektor, der für zahlreiche Länder einen wichtigen Bestandteil des grenzüberschreitenden Handels darstelle. Insgesamt habe die Aktivität in der Tourismusbranche jedoch noch nicht wieder das Vorpandemieniveau erreicht. Zwar sei die Zahl der Flüge innerhalb der EU wieder deutlich gestiegen, doch bei Flügen in Länder außerhalb der EU sei der Vorpandemiestand nach wie vor in weiter Ferne. Hierin spiegelten sich unter anderem die fortbestehenden Beschränkungen für Reisen in Drittstaaten wider.

Am Arbeitsmarkt setze sich der Aufschwung fort, wobei sich bereits vereinzelt ein Arbeitskräftemangel zeige. Die Arbeitslosenquote habe im Juli bei 7,6 % gelegen. Sie sei damit 0,2 Prozentpunkte niedriger als im Juni und 0,2 Prozentpunkte höher als im Februar 2020 (vor Ausbruch der Pandemie) gewesen. Die Programme zur Arbeitsplatzsicherung hätten in den letzten Monaten weiter an Bedeutung verloren, doch sie stützten den Arbeitsmarkt noch immer in erheblichem Maße. Im Juli hätten sich rund 3 % der Erwerbspersonen in solchen Programmen befunden.

Die Umfragen zur Beschäftigungsentwicklung wiesen auf eine kräftige Erholung am Arbeitsmarkt hin. Der EMI für die Gesamtbeschäftigung habe sich deutlich über der Schwelle von 50 Punkten gehalten.

In der Unternehmensumfrage der Europäischen Kommission für das dritte Quartal 2021 hätten viele Firmen angegeben, dass es für sie zunehmend schwierig sei, ihre Nachfrage nach Arbeitskräften zu decken.

Was die Preisentwicklung anbelange, so habe sich die Gesamtinflation von 2,2 % im Juli auf 3,0 % im August erhöht. Hinter dieser Zunahme stehe ein stärkerer Preisauftrieb bei allen Komponenten, insbesondere bei Industrierzeugnissen ohne Energie. Im Dienstleistungssektor sei die Teuerung hingegen verhaltener geblieben. Die Inflation bei den Industrierzeugnissen ohne Energie sei teilweise auf Preisdruck zurückzuführen. Allerdings würden die ungewöhnlich hohen Inflationsraten als weitgehend temporär eingeschätzt.

Gemäß den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September 2021 werde die Gesamtinflation bis Ende 2021 weiter steigen und im ersten Halbjahr 2022 zurückgehen. Ab Mitte 2022 werde sie dann wieder allmählich zunehmen. In den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September 2021 sei die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Inflationsrate gegenüber dem im Juni von Expertinnen und Experten des Eurosystems projizierten Werten nach oben revidiert worden. Hauptgrund hierfür sei der kräftigere Preisauftrieb bei Energie in der ersten Hälfte des Projektionshorizonts gewesen. Die projizierte Rate der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel sei ebenfalls nach oben korrigiert worden, und zwar aufgrund von Druck entlang der Preissetzungskette im Zusammenhang mit Inkongruenzen zwischen Angebot und Nachfrage, einer geringeren Unterauslastung und dem schwächeren Euro.

Der Vergleich der gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September 2021 mit Prognosen anderer internationaler Institutionen und des privaten Sektors zeige, dass die Expertinnen und Experten der EZB für den ersten Abschnitt des Projektionszeitraums von höheren Wachstums- und Inflationsraten ausgingen, während die für das Jahr 2023 projizierten Raten im Großen und Ganzen den Prognosen der anderen internationalen Institutionen und des privaten Sektors entsprächen.

In den vergangenen Monaten sei die Inflationsdynamik weiterhin erheblich durch temporäre bzw. einmalige Effekte beeinflusst worden, welche die Beurteilung der Inflationszahlen erschwerten. Hierzu zählten die Verschiebung der saisonalen Schlussverkäufe, Basiseffekte und die Auswirkung der Anfang 2021 geänderten HVPI-Gewichte, die im Zeitverlauf variierten.

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation, die eine Vielzahl von Indikatoren berücksichtigten, bewegten sich insgesamt allmählich nach oben. Dies stärke das Vertrauen, dass der Effekt des im vergangenen Jahr erlebten negativen Schocks der Pandemie nun neutralisiert werde, und gebe Grund zur Hoffnung, dass der Aufwärtsdruck fortbestehen werde. Dennoch befinde sich die zugrunde liegende Inflation nach wie vor auf niedrigem Niveau und recht weit entfernt von 2 %. Die

Teuerungsrate bei den Dienstleistungen habe sich erhöht, was – den verfügbaren Daten bis Juli zufolge – insbesondere auf die Wiedereröffnung kontaktintensiver Branchen zurückzuführen sei.

Was die Lohnentwicklung betreffe, so sei das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im zweiten Quartal 2021 um 8 % gegenüber dem Vorjahr gestiegen. Grund hierfür seien in erster Linie Basiseffekte aufgrund der extremen Entwicklungen im zweiten Quartal 2020 gewesen. Daher spiegele sich in dieser Zunahme eher eine Normalisierung am Arbeitsmarkt als ein Anstieg der Tarifverdienste wider. Allgemein sei der Lohndruck niedrig und über die Länder hinweg recht heterogen geblieben.

Das Wachstum des BIP-Deflators im Euroraum habe sich im zweiten Quartal 2021 verlangsamt und – nach 1,57 % im Vorquartal – bei 0,55 % gelegen. Insgesamt sei die geringere Wachstumsrate des BIP-Deflators auf die Entwicklung der Terms of Trade, genauer gesagt auf die starke Zunahme der Einfuhrpreise, zurückzuführen. Die Umfragedaten zum EMI für Vorleistungs- und Verkaufspreise zeigten, dass die Gewinnmargen vor allem wegen steigender Vorleistungskosten weiter unter Druck stünden.

Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs im Eurogebiet seien seit der EZB-Ratssitzung vom Juli gestiegen, lägen aber noch immer unter 2 %.

Was die finanzielle und die monetäre Entwicklung betreffe, so seien die Marktzinsen etwas höher als zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung im Juli. Die Märkte für Risikoaktiva hätten sich als größtenteils robust erwiesen und die Aktienkurse neue Höchststände erreicht. Im Großen und Ganzen hätten sich die finanziellen Bedingungen verbessert; Unternehmen, private Haushalte und der öffentliche Sektor fänden nach wie vor günstige allgemeine Finanzierungsbedingungen vor.

Was die monetäre Entwicklung anbelange, so seien die Kreditkosten für Unternehmen weiterhin akkommodierend, während die Bilanzsituation fragil und heterogen bleibe. Die Kreditzinsen der Banken im Euroraum entsprächen im Schnitt nahezu ihrem Niveau von Anfang 2020. Allerdings seien sie in den härter von der Pandemie getroffenen Ländern stärker zurückgegangen. Das jährliche Wachstum der Unternehmenskredite sei im Juli moderat und in etwa auf gleichem Niveau wie im Juni geblieben. Dies hänge mit einer Erholung der Gewinne und anderen günstigen Faktoren zusammen.

Die Ertragslage der Banken habe sich gegenüber dem vergangenen Jahr teilweise erholt. Einer der Gründe dafür sei, dass sich die makroökonomischen Aussichten besser als erwartet entwickelt hätten und der Risikovorsorgebedarf der Banken deshalb etwas geringer gewesen sei. Zugleich seien die Refinanzierungskosten der Banken gesunken, worin sich die niedrigen Bankanleiherenditen, eine starke Beteiligung an der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) und der wegen der hohen Einlagenbestände weiterhin herrschende Abwärtsdruck widerspiegeln.

Bei den sektoralen Einlagenströmen und der weit gefassten Geldmenge M3 sei festzustellen, dass die monatlichen Einlagenzuflüsse von privaten Haushalten und Unternehmen in den vergangenen Monaten erstmals seit Ausbruch der Covid-19-Krise wieder ihrem langfristigen Durchschnitt entsprochen hätten, wodurch sich die monetäre Dynamik insgesamt weiter verlangsamt habe. Dies könne als weiteres Anzeichen einer Normalisierung betrachtet werden.

Mit Blick auf die Finanzpolitik sei es wichtig daran zu erinnern, dass die Expertinnen und Experten der EZB in ihren Projektionen vom September davon ausgingen, dass der Fiskalimpuls für 2021 etwa doppelt so umfangreich sein werde wie von den Expertinnen und Experten des Eurosystems im Dezember 2020 projiziert. Die Basisprojektionen vom September deuteten erneut auf eine erhebliche Verbesserung der Haushaltsaussichten im Projektionszeitraum (vor allem für 2022-2023) hin, sodass sich der Fiskalimpuls nach der beispiellosen Reaktion der Finanzpolitik auf die Covid-19-Krise umkehren dürfte.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend stellte Herr Lane fest, dass die Aufschwungphase der wirtschaftlichen Erholung des Euroraums weit fortgeschritten sei. Die Produktion habe im zweiten Quartal unerwartet stark zugenommen und werde gegen Jahresende wohl über ihrem Vorpandemiestand liegen. Da mehr als 70 % der Erwachsenen in Europa mittlerweile vollständig geimpft seien, sei die Wirtschaft zu großen Teilen wieder hochgefahren worden, und der Dienstleistungssektor erhole sich (allerdings nach wie vor ungleichmäßig). Das verarbeitende Gewerbe entwickle sich weiterhin solide, auch wenn Materialknappheit und Lieferengpässe die Produktion bremsen. Die sich belebende Wirtschaftsaktivität begünstige eine rasche Verbesserung am Arbeitsmarkt. Für die kommenden Monate könne zwar eine weitere Normalisierung der Wirtschaftstätigkeit erwartet werden. Allerdings könnten die weltweite Ausbreitung der Delta-Variante des Coronavirus und Bedenken hinsichtlich der längerfristigen Wirksamkeit der Impfungen die vollständige Genesung der Weltkonjunktur und die komplette Wiederöffnung der Wirtschaft des Euroraums noch verzögern. Im Einklang mit dieser Einschätzung werde das Wirtschaftswachstum den Projektionen der EZB vom September 2021 zufolge im laufenden Jahr mit 5,0 % höher ausfallen als zuvor angenommen. Für 2022 und 2023 seien die Projektionen mit 4,6 % bzw. 2,1 % weitgehend unverändert geblieben.

Die am HVPI gemessene Inflationsrate habe sich von 2,2 % im Juli auf 3,0 % im August erhöht. Zurückzuführen sei dies zwar auf Preissteigerungen bei allen Indexkomponenten, aber Industrieerzeugnisse ohne Energie hätten sich besonders stark verteuert. Der beachtliche Inflationsanstieg werde als weitgehend temporär eingeschätzt. Maßgeblich für den höheren Preisauftrieb bei Energie seien eine ungewöhnlich kräftige monatliche Zunahme dieser Preise im August 2021 sowie die seit etwa Mitte 2020 stark gestiegenen Ölpreise. Das Auslaufen der

vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland werde die jährlichen Inflationsraten noch bis Ende des laufenden Jahres beeinflussen. Für den Anstieg der Teuerung bei den Industrierzeugnissen ohne Energie sei zum Teil ein Basiseffekt verantwortlich. Dieser habe sich aus der in einigen Ländern vorgenommenen Verschiebung der Sommerschlussverkäufe von Juli auf August 2020 ergeben.

Es sei zu erwarten, dass der von der temporären Material- und Ausrüstungsknappheit ausgehende höhere Kostendruck nachlassen werde. Demzufolge werde die Gesamtinflation im weiteren Jahresverlauf wohl noch steigen, aber der Einfluss dieser Faktoren sollte nachlassen oder bis Anfang 2022 aus der Berechnung der jährlichen Inflationsrate herausfallen. In den Projektionen vom September gehe man von einer Teuerungsrate nach dem HVPI von durchschnittlich 2,2 % für 2021 aus. Die Rate werde 2022 auf 1,7 % und 2023 auf 1,5 % zurückgehen. Im Vergleich zu den Projektionen vom Juni 2021 sei die Gesamtinflation über den gesamten Projektionszeitraum hinweg nach oben korrigiert worden. Die durchschnittliche Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel werde den Projektionen zufolge 2021 bei 1,3 %, 2022 bei 1,4 % und 2023 bei 1,5 % liegen. Auch dies stelle eine Aufwärtskorrektur gegenüber den Projektionen vom Juni 2021 dar. Zwar sei der negative Einfluss der Pandemie auf den projizierten Inflationspfad noch immer nicht vollständig ausgeglichen worden, und die Inflation werde den Erwartungen zufolge über den Projektionshorizont hinweg weiterhin deutlich unter dem Zielwert von 2 % bleiben, aber die in den revidierten Inflationsprojektionen enthaltene Aufwärtsbewegung sei auf die verbesserten Wachstumsaussichten und einen rascheren Abbau der wirtschaftlichen Unterauslastung zurückzuführen.

Die Risiken für die Wirtschaftsaussichten seien nach wie vor weitgehend ausgewogen. Sollte die Sparquote stärker als angenommen sinken und sich die Pandemielage schneller verbessern, könne die Wirtschaftsexpansion kräftiger als derzeit erwartet ausfallen. Die Inflation werde möglicherweise leicht über den aktuellen Erwartungen liegen, sollten sich die Lieferengpässe als dauerhafter erweisen und in unerwartet hohen Lohnzuwächsen niederschlagen. Zugleich könnten sich die Konjunkturaussichten eintrüben, wenn sich die Pandemielage verschlechtere, was unter Umständen Verzögerungen beim weiteren Wiederhochfahren der Wirtschaft nach sich ziehen würde. Nachteilige Auswirkungen auf die Konjunktur könnten sich auch ergeben, wenn Angebotsengpässe länger anhielten als derzeit angenommen.

Ein breites Spektrum an Indikatoren deute darauf hin, dass seit der letzten, vom EZB-Rat im Juni vorgenommenen vierteljährlichen Beurteilung nach wie vor günstige Finanzierungsbedingungen herrschten. Trotz des im Sommer beobachteten Rückgangs zeige die aktuelle Neubewertung von Schuldverschreibungen, dass die langfristigen Marktzinsen derzeit auf einem ähnlichen Stand lägen wie während der vorangegangenen vierteljährlichen Beurteilung im Juni.

Es seien weiterhin günstige Finanzierungsbedingungen erforderlich, um die wirtschaftliche Erholung zu unterstützen. Neben den übrigen geldpolitischen Instrumenten und der angepassten Forward

Guidance sei es unerlässlich, den Nettoerwerb von Vermögenswerten im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) in anhaltendem Umfang fortzuführen, um einen geldpolitischen Kurs zu wahren, der die negativen Folgen der Pandemie auf die Inflation ausgleiche und somit eine solide mittelfristige Verankerung der Inflation in der Nähe des neuen Zielwerts fördere. Zugleich sei es aufgrund der anhaltend günstigen Finanzierungsbedingungen vor dem Hintergrund der leicht verbesserten mittelfristigen Inflationsaussichten und der steigenden Inflationserwartungen möglich, den Umfang der Ankäufe im Rahmen des PEPP in den letzten Monaten des Jahres etwas zu reduzieren. Dies stehe im Einklang mit dem im Dezember verabschiedeten Handlungsrahmen für das PEPP und der Verpflichtung des EZB-Rats, stets einen im Hinblick auf das Ziel der EZB verhältnismäßigen geldpolitischen Kurs zu verfolgen. Eine erhebliche Verringerung des Umfangs der PEPP-Ankäufe gegenüber den vergangenen Monaten würde möglicherweise zu einem unerwünschten Anstieg der Marktzinsen (und damit einhergehend zu einer Währungsaufwertung) führen, was dem Ziel entgegenstünde, dem von der Pandemie ausgehenden Abwärtsdruck auf die projizierte Inflationsentwicklung entgegenzuwirken. Eine moderate Verringerung stelle indes eine verhältnismäßige Maßnahme dar, die zum gegenwärtigen Zeitpunkt dafür sorgen könne, das nach wie vor erforderliche Maß an geldpolitischer Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

Auf Grundlage dieser Erwägungen schlug Herr Lane vor, den Umfang des Nettoerwerbs von Vermögenswerten im Rahmen des PEPP im Schlussquartal 2021 gegenüber den zwei vorangegangenen Quartalen moderat zu reduzieren. Der Umfang der monatlichen Ankäufe werde weiterhin flexibel in Abhängigkeit von den Marktbedingungen festgelegt. So könne man auf kurzfristige Schocks reagieren, die Aufwärtsdruck auf die Referenzzinsen ausübten, oder gegebenenfalls das Tempo drosseln, falls sich günstige Bedingungen auch mit einem noch geringeren Ankaufvolumen aufrechterhalten ließen.

Herr Lane betonte außerdem, dass der EZB-Rat auch alle anderen geldpolitischen Maßnahmen bestätigen müsse: die Höhe der EZB-Leitzinsen, die Forward Guidance zu deren voraussichtlicher Entwicklung, die Ankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP), die Wiederanlagestrategie und die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte.

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 Konjunkturaussichten. Die Aufschwungphase der wirtschaftlichen Erholung des Euroraums sei weit fortgeschritten. Es sei davon auszugehen, dass die Produktion bis Jahresende das vor Ausbruch der Pandemie verzeichnete Niveau übertreffen werde. Mehr als 70 % der Erwachsenen in Europa seien mittlerweile vollständig geimpft, und weite Teile der Wirtschaft seien inzwischen wieder hochgefahren worden. Dadurch könnten die Verbraucherinnen und Verbraucher mehr ausgeben und die Unternehmen ihre Produktion steigern. Mit zunehmender Immunität der Bevölkerung gegenüber dem Coronavirus seien die Auswirkungen der Pandemie nun zwar weniger gravierend. Durch die weltweite Ausbreitung der Delta-Variante könne sich die vollständige Wiederöffnung der Wirtschaft jedoch noch verzögern. Der derzeitige Anstieg der Inflation dürfte im Wesentlichen vorübergehender Natur sein, und der zugrunde liegende Preisdruck baue sich nur langsam auf. Die Inflationsaussichten seien in den jüngsten Projektionen leicht nach oben korrigiert worden, aber für die mittlere Frist werde davon ausgegangen, dass die Inflationsrate deutlich unter dem Zielwert der EZB von 2 % bleiben werde.

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld fand die eingangs von Herrn Lane dargelegte Einschätzung breite Zustimmung. Demnach setze sich die Erholung der globalen Wirtschaftstätigkeit sowie des Welthandels weiter fort, schwäche sich allerdings aufgrund der weiteren Verbreitung der Delta-Variante sowie bestehender Lieferengpässe ab. Es wurde auf die Risiken hingewiesen, mit denen die Aussichten behaftet seien. Diese ergäben sich zum einen daraus, dass die Impfquoten in den Schwellenländern hinter denen in den Industriestaaten zurückblieben und sich die Pandemielage dort in den vergangenen Monaten vergleichsweise verschlechtert habe. Dies könne zu hartnäckigeren oder breitflächigeren Störungen der Lieferketten führen.

Was die Entwicklung im Euroraum betreffe, so habe sich das reale BIP im zweiten Quartal des laufenden Jahres erholt und mit einem Zuwachs von 2,2 % die Erwartungen übertroffen. Auch für das dritte Quartal werde ein kräftiges Wachstum erwartet. Diese Belebung sei den erfolgreichen Impfkampagnen in Europa zuzuschreiben, dank derer inzwischen weite Teile der Wirtschaft wieder geöffnet seien. Die Ratsmitglieder stimmten weitgehend der in den aktuellen Projektionen enthaltenen Verbesserung des Wachstumsausblicks für den Euroraum zu und äußerten sich zuversichtlicher hinsichtlich des Basisszenarios. Zugleich räumten sie ein, dass nach wie vor eine erhöhte Unsicherheit bestehe. Der Dienstleistungssektor profitiere von der Aufhebung von Beschränkungen, da die Menschen nun wieder in Ladengeschäften einkauften, Restaurants besuchten und Reisen unternähmen. Das verarbeitende Gewerbe entwickle sich stark, obwohl die Produktion weiterhin durch Engpässe bei Material und Ausrüstung gebremst werde.

Insgesamt könne angesichts der jüngsten Entwicklungen davon ausgegangen werden, dass die Wirtschaftsleistung im Schlussquartal des laufenden Jahres wieder ihr Vorkrisenniveau erreichen werde. Damit trete dies ein Quartal früher ein, als in den Projektionen des Eurosystems vom

Juni 2021 erwartet worden sei. Auch die Produktionslücke werde sich voraussichtlich früher als bislang angenommen schließen. Es dürfte allerdings noch eine gewisse Zeit dauern, bis die wirtschaftlichen Schäden der Pandemie behoben seien. Es gebe nach wie vor gut zwei Millionen weniger Erwerbstätige als vor der Pandemie, wovon vor allem jüngere sowie geringer qualifizierte Arbeitskräfte betroffen seien. Zudem sei noch immer eine erhebliche Anzahl der Beschäftigten in Programme zur Arbeitsplatzsicherung eingebunden.

Die Risiken für die Konjunkturaussichten wurden als weitgehend ausgewogen bewertet. Was die Aufwärtsrisiken anbelange, so könnte die Wirtschaftstätigkeit die Erwartungen übertreffen, wenn die Zuversicht der Verbraucherinnen und Verbraucher stiege und sie weniger sparten als derzeit erwartet. Die privaten Konsumausgaben nähmen zu, und die Ersparnisbildung scheine sich schneller als erwartet zu normalisieren. Allerdings sei der Verbrauch in Anbetracht des Pandemiegeschehens weiterhin von einer gewissen Zurückhaltung geprägt. Die privaten Haushalte profitierten nicht nur von angehäuften Ersparnissen, sondern möglicherweise auch von positiven Vermögenseffekten, da sich die Preise für Finanzanlagen und Immobilien deutlich erhöht hätten. Auch die Lage am Arbeitsmarkt verbessere sich rasch, was steigende Einkommen und höhere Ausgaben in Aussicht stelle. Die Arbeitslosigkeit gehe zurück, und die Zahl der in Programme zur Arbeitsplatzsicherung eingebundenen Personen sei gegenüber dem Höchststand von 2020 erheblich gesunken. Die Belebung der binnenwirtschaftlichen und der globalen Nachfrage Sorge bei den Unternehmen für einen weiter zunehmenden Optimismus, der wiederum die Investitionen stütze. Zudem könnte eine schnellere Verbesserung der Pandemielage dazu führen, dass der Aufschwung kräftiger ausfalle als aktuell erwartet.

Mit Blick auf mögliche Abwärtsrisiken wurde darauf hingewiesen, dass sich die Konjunkturaussichten eintrüben könnten, wenn sich die Pandemielage verschlechtere, was unter Umständen Verzögerungen beim weiteren Wiederhochfahren der Wirtschaft nach sich ziehen würde. Nachteilige Auswirkungen auf die Konjunktur könnten sich auch ergeben, wenn Angebotsengpässe länger anhielten als derzeit angenommen und dadurch die Produktion bremsen. Es sei nicht auszuschließen, dass die bislang beobachteten angebotsseitigen Störungen und Engpässe nicht nur länger bestehen blieben, sondern auch mehr Volkswirtschaften und weitere Sektoren betreffen könnten. Allerdings zeigten die Erfahrungen anderer Volkswirtschaften, die ihre Wirtschaft wieder hochführen, dass eine gewisse Wachstumsabschwächung naturgemäß zu erwarten sei.

Bislang habe die Ausbreitung der Delta-Variante keine erneuten Lockdown-Maßnahmen erforderlich gemacht. Dennoch könnte sie die Erholung des Welthandels und das vollständige Wiederanlaufen der Wirtschaft verlangsamen. Auch wenn sich die Wirtschaft in den vergangenen Quartalen widerstandsfähiger gegenüber neuen Viruswellen gezeigt habe, hänge die Erholung nach wie vor vom Pandemieverlauf und dem Fortschritt bei den Impfkampagnen ab. Der Zeitpunkt, für den eine

Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen erwartet werde, habe sich in nahezu jeder Projektionsrunde nach hinten verschoben.

Im Hinblick auf die Finanzpolitik wurde betont, dass die Geldpolitik bei der Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung weiterhin durch eine ambitionierte, zielgerichtete und koordinierte Finanzpolitik ergänzt werden sollte. Insbesondere das Programm „Next Generation EU“ werde dazu beitragen, eine stärkere und einheitliche Erholung im Euroraum zu gewährleisten. Zudem werde es den ökologischen und digitalen Wandel beschleunigen, Strukturreformen unterstützen und das langfristige Wachstum erhöhen. Während die Ratsmitglieder für 2021 und 2022 mit einem expansiven fiskalischen Kurs rechneten, herrschte hinsichtlich der Aussichten für 2023 eine größere Unsicherheit.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung. Die Inflation sei im August auf 3,0 % gestiegen. Sie dürfte im Herbst weiter zunehmen, nächstes Jahr jedoch wieder zurückgehen. Maßgebliche Faktoren für den temporären Anstieg der Inflationsrate seien das starke Anziehen der Ölpreise seit Mitte letzten Jahres, das Auslaufen der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland, verspätete Sommerschlussverkäufe im Jahr 2020 und ein durch zeitweilige Material- und Ausrüstungsengpässe bedingter Kostendruck. Im Jahresverlauf 2022 würden sich diese Faktoren vermutlich abschwächen oder aus der Berechnung der jährlichen Teuerungsrate herausfallen. Der zugrunde liegende Inflationsdruck habe sich verstärkt. Im Zuge der fortschreitenden wirtschaftlichen Erholung dürfte sich die zugrunde liegende Inflation mittelfristig erhöhen. Diese Zunahme werde voraussichtlich nur schrittweise erfolgen, denn es werde noch dauern, bis die Wirtschaft wieder mit voller Kapazitätsauslastung arbeite. Daher seien nur moderate Lohnzuwächse zu erwarten. Sollten die Lieferengpässe länger andauern und sich in unerwartet hohen Lohnzuwächsen niederschlagen, könnte sich der Preisdruck als persistenter erweisen.

Die Ratsmitglieder stimmten dem buckelförmigen Inflationsverlauf, der in den Projektionen der EZB vom September unterstellt wird, zu und kamen generell darin überein, dass der Anstieg der kurzfristigen Inflation weitgehend als vorübergehend zu betrachten sei. Gleichzeitig waren sie der Ansicht, dass der Grad der Persistenz des Inflationsschocks und insbesondere die Inflationsaussichten für das Jahr 2023 mit größerer Unsicherheit behaftet seien und das Risiko bestehe, dass die Teuerungsrate 2023 höher ausfallen werde als in den Projektionen angenommen. In diesem Zusammenhang wurde auch die Meinung geäußert, die Basisprojektion für die Inflation im Jahr 2023 sei zu niedrig.

Es wurde darauf hingewiesen, dass sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflation im Vergleich zu den jüngsten Projektionen unterwartet hoch ausgefallen und der Preisauftrieb eine Zeit lang unterschätzt worden sei. Dies schüre Zweifel daran, wie gut die den Projektionen zugrunde liegenden Modelle in der Lage seien, das aktuelle Geschehen in der Wirtschaft, die strukturellen Veränderungen

infolge der Pandemie und die Auswirkungen der neuen geldpolitischen Strategie der EZB zu erfassen. Daher müsse direkte und granulare Evidenz, beispielsweise Daten von Unternehmen, Gewerkschaften und privaten Haushalten, stärkere Beachtung finden. An Wendepunkten und in Zeiten möglicher „Regimewechsel“ sei dies von entscheidender Bedeutung.

Mit Blick auf die Projektionen vom September wurde angemerkt, dass die Inflation höher ausfallen könnte, wenn sich die Ölpreise abweichend vom Projektionspfad entwickelten, wenn die Angebotsengpässe länger andauerten oder die Phillips-Kurve einen steileren Verlauf nähme. Außerdem werde die Einbeziehung selbst genutzten Wohneigentums zu einer höheren erwarteten Inflationsentwicklung führen. Auch wenn der aktuelle Inflationsschock weitgehend temporär sei, müsse sich lediglich ein relativ kleiner Prozentsatz des gegenwärtigen Schocks verstetigen, damit die Teuerungsrate am Ende des Projektionszeitraums einen Wert von annähernd 2 % aufweise.

Darüber hinaus wurde hervorgehoben, dass die Klimapolitik und die künftige Entwicklung der CO₂-Preise unbedingt berücksichtigt werden müssten. Deren Folgen würden wahrscheinlich über mehrere Jahre hinweg zu einem nachhaltigen Aufwärtsdruck auf die Preise führen. Um die Ziele des Pariser Abkommens zu erreichen, müssten die CO₂-Preise zwangsläufig deutlich steigen. Dabei dürften die unmittelbaren Auswirkungen der Klimapolitik auf die Energiepreise in den späteren Jahren des Projektionszeitraums auf die Preisentwicklung durchschlagen.

Gleichzeitig gebe es bislang kaum Anzeichen von Zweitrundeneffekten bei den Lohnverhandlungen. Die Löhne und Lohnstückkosten – als wesentliche Komponenten der soliden zugrunde liegenden Inflation – entwickelten sich nach wie vor recht verhalten, und in den Tarifverhandlungen sei bisher nur von eher moderaten Preisbewegungen in der Zukunft ausgegangen worden. Allerdings wurde auch der Standpunkt vertreten, dass dies insofern „andere Zeiten“ sein könnten, als die Dauer und Stärke des Inflationsschocks in Verbindung mit den Lieferengpässen und Ersparnisüberschüssen stärkere Zweitrundeneffekte mit sich bringen könnten als in der Vergangenheit. Daher sei es wichtig, die aktuellen Tarifverhandlungen genau zu beobachten. Dessen ungeachtet wurde darauf hingewiesen, dass die von der EZB erstellten Phillips-Kurven mit den besten Prognoseergebnissen eine niedrigere Inflation für das Ende des Projektionshorizonts anzeigten als die Projektionen der EZB.

In Bezug auf die jüngste Entwicklung der Inflationserwartungen merkten die Ratsmitglieder an, dass die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen weiter gestiegen seien, wenngleich sie nach wie vor einen gewissen Abstand zum Zielwert der EZB von 2 % aufwiesen. Die marktbasieren Indikatoren der Inflationserwartungen hätten den höchsten Stand seit vielen Jahren erreicht. So liege der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren nun bei über 1,7 % und damit etwa 50 Basispunkte über seinem vor der Pandemie verzeichneten Wert. Während positiv zu bewerten sei, dass die Marktteilnehmer sehr geringe Deflationserwartungen hegten, sendeten die Märkte für

Inflationsoptionen nach wie vor das Signal aus, dass die Anleger auf mittlere Sicht nicht mit einer Fortsetzung der zuletzt hohen Inflationsraten im Euroraum rechneten. Zugleich wurde jedoch auch daran erinnert, dass die Inflationserwartungen der privaten Haushalte und Unternehmen, die sich von denen der Finanzmarktakteure unterschieden, ebenfalls berücksichtigt werden müssten.

Dementsprechend teilten die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer weitgehend die Ansicht, dass die Inflationssaussichten trotz einer weiteren Verbesserung noch ein Stück weit vom Zielniveau der EZB entfernt seien. Gleichzeitig herrschte allgemein Einigkeit darüber, dass die Risiken, denen die von der EZB im September projizierten Inflationssaussichten unterlägen, aufwärtsgerichtet seien. Es wurde allerdings auch mahndend darauf hingewiesen, dass die jüngste Unterschätzung der Inflation vor dem Hintergrund der vorangegangenen lang anhaltenden Überschätzung des Preisaufliebes und der nach wie vor hinter dem Zielwert zurückbleibenden längerfristigen Inflationserwartungen zu sehen sei.

In Bezug auf die monetäre und finanzielle Analyse teilten die Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer weitgehend die von Herrn Lane in seiner Einleitung dargelegte Einschätzung. Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte lägen auf einem historisch niedrigen Niveau, jedoch sei die Vergabe von Krediten an Privathaushalte, vor allem von Wohnungsbaukrediten, recht robust. Es wurde kommentiert, inwieweit die von der EZB im Zuge der Pandemie ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen angesichts der hohen unfreiwilligen Ersparnisse, die wahrscheinlich größtenteils in Immobilien geflossen seien, zu dem starken Anstieg der Wohnungsbauinvestitionen, der Wohnimmobilienpreise und der Hypothekarkredite beigetragen haben könnten. Zugleich wurde daran erinnert, dass niedrigere Gleichgewichtszinsen mit einem höheren Wohnimmobilienwert einhergingen. Zudem werde die Verschuldung im Fall von Immobilienkäufen nicht zwangsläufig zunehmen, wenn die privaten Haushalte auf ihre während der Pandemie angehäuften Ersparnisse zurückgriffen.

Das Wachstum der Unternehmenskredite habe sich abgeschwächt. Grund dafür sei in erster Linie, dass die Firmen noch über ausreichende Finanzierungsmittel verfügten, da sie während der ersten Pandemiewelle reichlich Geld aufgenommen hätten. Es wurde darauf hingewiesen, dass durch die staatliche Unterstützung Risiken auf den öffentlichen Sektor übergegangen seien, was dazu beigetragen habe, den Unternehmen durch die Krise zu helfen. Dadurch sei ein deutlicher Anstieg der notleidenden Kredite und Insolvenzen vermieden worden, was wiederum das Risiko finanzieller Verstärkungseffekte mindern dürfte. Im Zuge des Wiederanlaufens der Wirtschaft komme den Unternehmen zudem die konjunkturelle Erholung zugute. Da sie hohe Liquiditätsbestände hätten und in größerem Umfang Gewinne einbehielten, nehme ihr Außenfinanzierungsbedarf ab. Solide Bankbilanzen sorgten weiterhin dafür, dass genügend Kredite zur Verfügung ständen. Für größere Unternehmen stelle ferner die Emission von Anleihen eine attraktive Alternative zu Bankkrediten dar.

Es sei aber zu bedenken, dass viele Unternehmen und private Haushalte während der Pandemie mehr Schulden aufgenommen hätten. Dadurch sei ihre finanzielle Solidität im Falle einer Eintrübung der Wirtschaftsaussichten möglicherweise gefährdet, und auch die Qualität der Bankbilanzen könne sich verschlechtern. Dennoch wurde das Risiko finanzieller Verstärkungseffekte insgesamt als gering eingestuft.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Erwägungen

Die Ratsmitglieder stimmten der Einschätzung von Herrn Lane zu, dass weiterhin ein akkommodierender geldpolitischer Kurs erforderlich sei, um die negativen Auswirkungen der Pandemie auf die Inflation auszugleichen und dazu beizutragen, die Inflationserwartungen mittelfristig wieder stabil in der Nähe des neuen Zielwerts des EZB-Rats zu verankern. Daher wurde es als unerlässlich erachtet, neben den übrigen Instrumenten und der angepassten Forward Guidance auch weiterhin geldpolitische Unterstützung in Form eines anhaltenden Umfangs an Nettoankäufen im Rahmen des PEPP zu leisten, um die notwendige geldpolitische Akkommodierung beizubehalten und das Bekenntnis des EZB-Rats zu seiner neuen geldpolitischen Strategie zu bekräftigen. Zugleich sei auf der Grundlage einer gemeinsamen Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und der Inflationsaussichten eine Anpassung des Umfangs der Ankäufe erforderlich. Dies stehe im Einklang mit dem Handlungsrahmen für das PEPP, den der EZB-Rat auf seiner geldpolitischen Sitzung im Dezember 2020 beschlossen habe.

Hinsichtlich der Finanzierungsbedingungen wurde angemerkt, dass diese unter dem Strich seit der vierteljährlichen Beurteilung des EZB-Rats vom Juni günstig geblieben oder weiter gelockert worden seien. Außerdem hätten sie sich seit dem im früheren Jahresverlauf gefassten Beschluss des EZB-Rats, den Umfang der Ankäufe im Rahmen des PEPP deutlich zu erhöhen, spürbar verbessert. Diese Verbesserung komme in einem breiten Spektrum von Indikatoren zum Ausdruck. So seien im Zuge ansteigender Inflationserwartungen die kurz- und langfristigen Realzinsen im Euroraum auf ein historisch niedriges Niveau gesunken. Mit Blick auf die finanziellen Bedingungen hätten die Aktienkurse zugelegt, während der Euro auf breiter Front abgewertet habe. Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte sowie die Renditeabstände von Unternehmensanleihen lägen weiterhin in der Nähe ihrer historischen Tiefstände. Gleichzeitig wurde angemerkt, dass die jüngste Neubewertung zu einer gewissen Volatilität der langfristigen Marktzinsen geführt habe.

Was die Beurteilung der Inflationsaussichten betreffe, so sei im Jahresverlauf eine deutliche Verbesserung zu beobachten gewesen. Die Ratsmitglieder stellten zudem fest, dass die Inflationsprojektionen in den vorangegangenen Projektionsrunden nach oben korrigiert worden seien. Damit sei der bisherige Trend sukzessiver Abwärtskorrekturen gestoppt worden, was wiederum aufkommende Aufwärtsrisiken impliziere. Es wurde jedoch darauf hingewiesen, dass der kurzfristige

Anstieg der Teuerung weitgehend temporären Faktoren zuzuschreiben sei, die sich auf mittlere Sicht zurückbilden würden. Daher sei keine Straffung der Geldpolitik erforderlich. Gemäß den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September sei nicht davon auszugehen, dass die Inflation dauerhaft ein Niveau erreiche, das im geldpolitisch relevanten mittelfristigen Zeithorizont die Auswirkungen der Pandemie auf den Inflationsspfad vollständig ausgleiche. Auch liege die Teuerung nach wie vor deutlich unter dem neuen Zielwert der EZB.

Auf Grundlage der gemeinsamen Beurteilung und im Einklang mit dem im Dezember 2020 verabschiedeten Handlungsrahmen für das PEPP stimmten die Ratsmitglieder darin überein, dass es dem EZB-Rat angesichts der anhaltend günstigen Finanzierungsbedingungen und leicht verbesserter mittelfristiger Inflationaussichten möglich sei, den Umfang der Ankäufe im Rahmen des PEPP moderat zu reduzieren. Gleichzeitig müssten alle anderen geldpolitischen Maßnahmen bestätigt werden: die Höhe der EZB-Leitzinsen, die Forward Guidance zu deren voraussichtlicher Entwicklung, die Ankäufe im Rahmen des APP, die Wiederanlagestrategie und die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte. Zu dem Vorschlag von Herrn Lane, den Umfang der PEPP-Ankäufe anzupassen, gab es eine Reihe von Kommentaren in beide Richtungen.

Einerseits wurde argumentiert, dass eine symmetrische Anwendung des PEPP-Rahmens – auch in Anbetracht der möglichen Nebenwirkungen eines erhöhten Ankaufniveaus – eine deutlichere Verringerung des Ankauftempo erfordern würde. So gesehen wären Ankäufe in ähnlichem Umfang wie zu Jahresbeginn angemessen. Ein solches Tempo würde immer noch ein größeres Maß an geldpolitischer Akkommodierung bieten als zu Beginn des Jahres, da sich mittlerweile sowohl die Finanzierungsbedingungen als auch die Wirtschaftsaussichten verbessert hätten. Darüber hinaus wäre es dank der verankerten Flexibilität auch möglich, die Ankäufe bei Bedarf nennenswert auszuweiten, um Marktspannungen entgegenzuwirken.

Andererseits wurde auf die jüngste Neubewertung der nominalen Anleiherenditen hingewiesen, die eine umsichtige Verringerung des Ankauftempo erforderten. Es wurde die Sorge geäußert, dass ein langsames Tempo die Marktteilnehmer zu der Wahrnehmung veranlassen könnte, dass die Geldpolitik straffer als erwartet sei. Infolgedessen könnten sich die Finanzierungsbedingungen verschärfen. So bestehe die Gefahr, dass eine Reduzierung der Anleihekäufe im Rahmen des PEPP in den nächsten Monaten als Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik interpretiert werden würde. Dies könnte andere Komponenten des geldpolitischen Kurses beeinflussen. Dadurch könnten die Zinssätze im Euroraum in die Höhe getrieben und ein beginnender Anstieg der Inflationserwartungen konterkariert werden.

Indessen wurde das Argument vorgebracht, dass die Märkte bereits von einem Ende der Nettoankäufe im Rahmen des PEPP bis März 2022 ausgingen. Diese Erwartung habe jedoch keinen nennenswerten Einfluss auf die Finanzierungsbedingungen, was zuversichtlich stimmen sollte, dass

die Rekalibrierung des Umfangs der PEPP-Ankäufe, mit der den verbesserten Finanzierungsbedingungen und den Inflationsaussichten Rechnung getragen werde, nicht zu einem unerwünschten Anstieg der Marktzinsen führen werde. Es wurde auf die beträchtlichen Bestände an Vermögenswerten hingewiesen, die das Eurosystem seit Anfang des Jahres erworben habe. Da diese eine Senkung der Laufzeitprämien bewirkten, würden sie in den kommenden Jahren auch dann zu einer umfangreichen Akkommodierung führen, wenn das Ankauftempo gedrosselt werden würde.

Erneut wurde daran erinnert, dass das PEPP als Notfallprogramm konzipiert worden sei mit dem klar definierten Ziel, den Auswirkungen der Pandemie auf die Inflationsentwicklung entgegenzuwirken. Es müsse getrennt vom allgemeinen geldpolitischen Kurs betrachtet werden, für den andere Instrumente zur Verfügung stünden. Es wurde angemerkt, dass der geldpolitische Kurs in seiner Gesamtheit auch ohne das PEPP äußerst akkommodierend bleibe. Die Kalibrierung des Umfangs der Ankäufe im Einklang mit dem PEPP-Handlungsrahmen müsse vor dem Hintergrund der vorherrschenden Finanzierungsbedingungen und der Inflationsaussichten beurteilt werden. Es wurde jedoch die Ansicht geäußert, dass die Wahrnehmung einer verfrühten Rücknahme der akkommodierenden Geldpolitik Fragen aufwerfen könne, und zwar im Hinblick auf die Entschlossenheit des EZB-Rates, sein Inflationsziel zu erreichen, und auf seine Verpflichtung, angesichts der Nähe zur Zinsuntergrenze lang anhaltende und kraftvolle geldpolitische Maßnahmen zu ergreifen, um eine Verfestigung negativer Abweichungen vom Inflationsziel zu vermeiden.

Insgesamt waren sich alle Sitzungsteilnehmerinnen und -teilnehmer nach Abwägung der unterschiedlichen Argumente darin einig, dass es dem EZB-Rat angesichts der anhaltend günstigen Finanzierungsbedingungen und leicht verbesserter mittelfristiger Inflationsaussichten im Einklang mit dem im Dezember 2020 verabschiedeten Handlungsrahmen und dem Vorschlag von Herrn Lane möglich sei, den Umfang der im Rahmen des PEPP getätigten Ankäufe moderat zu reduzieren.

Mit Blick auf die Umsetzung wurde betont, dass Flexibilität in Abhängigkeit von den Marktbedingungen ein wesentliches Merkmal des PEPP bleibe. So könne man flexibel auf kurzfristige Schocks reagieren, die Aufwärtsdruck auf die Referenzzinsen ausübten, oder gegebenenfalls das Tempo drosseln, falls sich günstige Bedingungen auch mit einem noch geringeren Ankaufvolumen aufrechterhalten ließen.

Außerdem wurde auf die Bemühungen des EZB-Rats um mehr Transparenz und eine bessere Kommunikation mit der breiten Öffentlichkeit verwiesen, die im Rahmen der Überprüfung seiner geldpolitischen Strategie betont worden seien, um das Vertrauen zu stärken. Im Einzelnen wurde vorgeschlagen, in der offiziellen Kommunikation mehr Informationen zu den Überlegungen zu geben, die dem APP, dem PEPP und den damit verbundenen geldpolitischen Entscheidungen zugrunde liegen.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Mit Blick auf die Kommunikation betonten die Ratsmitglieder, dass die Verbesserung der Aussichten anzuerkennen sei und die geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats die beabsichtigte Wirkung entfalteten. Wenngleich hervorgehoben werden müsse, dass der kurzfristige Anstieg der Inflation vorübergehender Natur sei, müssten die Aufwärtsrisiken für den längerfristigen Inflationsausblick sorgfältig beobachtet und kommuniziert werden. Zugleich wurde es als wichtig erachtet, den Eindruck zu vermeiden, dass der EZB-Rat mit den gegenwärtigen Inflationsaussichten zufrieden sei.

Die moderate Verringerung des Umfangs des Nettoerwerbs von Vermögenswerten im Rahmen des PEPP sei verhältnismäßig, erfolge schrittweise und stehe im Einklang mit der gemeinsamen Beurteilung der verbesserten Finanzierungsbedingungen sowie der Inflationsaussichten. Es müsse deutlich gemacht werden, dass der Beschluss eine Anpassung des Programms an die aktuellen Gegebenheiten darstelle und damit kein Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik oder eine Beendigung der Wertpapierkäufe im Rahmen des PEPP verbunden sei.

Mit einer moderaten Reduzierung der Ankäufe bleibe die Geldpolitik der EZB zudem insgesamt äußerst akkommodierend. Der EZB-Rat unterstrich seinen Willen, im Einklang mit seiner überarbeiteten geldpolitischen Strategie kraftvoll und lang anhaltend zu handeln und die Inflationserwartungen fest auf dem Zielwert von 2 % zu verankern.

Abschließend wurde betont, dass der EZB-Rat die Ankäufe weiterhin flexibel in Abhängigkeit von den Marktbedingungen tätigen werde. 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 rekaliert werden, um günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten.

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

Auf Grundlage einer gemeinsamen Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und der Inflationsaussichten gelangte der EZB-Rat zu der Einschätzung, dass günstige Finanzierungsbedingungen auch dann aufrechterhalten werden könnten, wenn der Umfang des Nettoerwerbs von Vermögenswerten im Rahmen des PEPP gegenüber den vorangegangenen beiden Quartalen moderat reduziert werde. Der Umfang der monatlichen Ankäufe werde weiterhin flexibel in Abhängigkeit von den Marktbedingungen festgelegt.

Der EZB-Rat bestätigte auch seine anderen Maßnahmen: die Höhe der EZB-Leitzinsen, seine Forward Guidance zu deren voraussichtlicher Entwicklung, seine Ankäufe im Rahmen des APP, seine

Wiederanlagestrategie und seine längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte, wie in der nach der Sitzung veröffentlichten Pressemitteilung im Einzelnen dargelegt.

Im Anschluss finalisierten die Ratsmitglieder die Erklärung zur Geldpolitik, die die Präsidentin und der Vizepräsident wie üblich nach der EZB-Ratssitzung in einer Pressekonferenz vortrugen.

Erklärung zur Geldpolitik

[Erklärung zur Geldpolitik](#)

Pressemitteilung

[Geldpolitische Beschlüsse](#)

Sitzung des EZB-Rats, 8.-9. September 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 September 2021 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

Sonstige Anwesende

Herr Dombrovskis, Exekutiv-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 Bitans
Frau Buch
Herr Demarco
Frau Donnery
Herr Gaiotti
Frau Goulard

Herr Haber

Herr Kaasik

Herr Kuodis

Herr Kyriacou

Herr Lünnemann

Herr Novo

Herr Ódor

Herr Sleijpen

Herr Tavlás

Herr Vanackere

Herr Välimäki

Frau Žumer Šujica

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 25. November 2021 vorgesehen.

Europäische Zentralbank

Generaldirektion Kommunikation

Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland

Tel.: +49 69 1344 7455, E-Mail: media@ecb.europa.eu

Internet: www.ecb.europa.eu

Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.

Übersetzung: Deutsche Bundesbank

In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.