

11. Januar 2018

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

am Mittwoch und Donnerstag, 13.-14. Dezember 2017  
in Frankfurt am Main

.....  
**Mario Draghi**  
Präsident der Europäischen Zentralbank

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

### *Finanzmarktentwicklungen*

Herr Cœuré gab folgenden Überblick über die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten:

Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 25.-26. Oktober 2017 sei eine deutliche Abflachung der Zinsstrukturkurve von US-Staatsanleihen zu beobachten gewesen, während diese bei deutschen Staatsanleihen viel weniger ausgeprägt gewesen sei. In den Vereinigten Staaten weise die Zinsstrukturkurve ihren flachsten Verlauf seit annähernd zehn Jahren auf, wobei die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen weniger als 60 Basispunkte über jener zweijähriger Staatsanleihen liege. Zu Beginn des Jahres 2017 habe sich der Renditeabstand bei den beiden Anleihelaufzeiten indes noch auf 125 Basispunkte belaufen. Der Spread zwischen deutschen Staatsanleihen mit zehnjähriger und solchen mit zweijähriger Laufzeit habe sich unterdessen um einen Wert von rund 100 Basispunkten bewegt.

Herr Cœuré wies darauf hin, dass es für diese Entwicklungen verschiedene Erklärungen gebe, je nachdem, ob die Abflachung der Zinsstrukturkurve von US-Staatsanleihen auf den Verlauf der derzeitigen oder künftigen erwarteten US-Kurzfristzinsen oder aber auf die Laufzeitprämie zurückzuführen sei. Eine Erklärung beziehe sich auf die anhaltende geldpolitische Straffung am kurzen Ende der US-Zinsstrukturkurve durch den Offenmarktausschuss der Federal Reserve, die sich nicht vollends in höheren Renditen langfristiger US-Anleihen niedergeschlagen habe. Die andere, von Marktanalysten vorgebrachte Erklärung hänge mit dem Abwärtsdruck auf die Laufzeitprämie in den USA zusammen, welcher überwiegend durch angebots- und nachfrageseitige Faktoren am Staatsanleihemarkt, beispielsweise länderübergreifende Portfolioumschichtungen, bedingt sei. Eine modellbasierte Zerlegung der Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen in erwartete durchschnittliche Kurzfristzinsen und Laufzeitprämie habe nahegelegt, dass ein Anstieg der erwarteten zukünftigen Kurzfristzinsen durch einen Rückgang der Laufzeitprämie kompensiert worden sei.

Diese Verringerung der Laufzeitprämie zehnjähriger US-Staatsanleihen könne auf drei Faktoren zurückzuführen sein: erstens auf Veränderungen der internationalen Nachfrage, weil ausländische Investoren verstärkt US-Staatsanleihen kauften. In den vergangenen Jahren seien bereits Portfolioumschichtungen zugunsten amerikanischer Staatsanleihen verzeichnet worden, und dies gehe auch aus den jüngsten vom US-Finanzministerium veröffentlichten TIC-Daten (Treasury International Capital) für September 2017 hervor. Die Daten ließen eine starke Zunahme des Ankaufs von US-Staatsanleihen erkennen, welche private ausländische Anleger in den vorangegangenen sechs Monaten im Umfang von 130 Mrd USD erworben hätten. Zweitens habe sich das im Markt ausstehende Durationsrisiko verringert, da der öffentliche Sektor in erheblichem Umfang langfristige Staatsanleihen halte. Drittens könne auch die beobachtete geringe Volatilität die Laufzeitprämie beeinflusst haben.

Im Euro-Währungsgebiet habe sich der Zinsabstand zwischen zehnjährigen deutschen Staatsanleihen und den entsprechenden Tagesgeldsatz-Swaps – ein Maß für die Knappheitsprämie deutscher Bundesanleihen –, der im Juni gesunken sei, etwa zur Zeit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Oktober wieder stärker ins Minus gedreht. Diese Entwicklung verdeutliche die Wirksamkeit des Ankaufs von Vermögenswerten durch die EZB einschließlich der jüngsten Rekalibrierung und könne manche Anleger im Euroraum dazu veranlasst haben, ihre Portfolios umzuschichten. Die Auswirkungen seien über das gesamte Spektrum der Staatsanleihen hinweg spürbar gewesen, wie die Verringerung der Spreads zwischen zehnjährigen deutschen und jenen spanischer, italienischer und portugiesischer Anleihen zeige. Im Fall Griechenlands seien die Fortschritte bei der dritten Programmüberprüfung sowie der erfolgreiche Anleiheumtausch zur Erhöhung der Liquidität griechischer Staatsanleihen positiv zu bewerten. Seit der Sitzung des EZB-Rats von Ende Oktober habe sich der Anstieg der Aktienurse in den Vereinigten Staaten und Japan fortgesetzt. Im Gegensatz dazu hätten die Aktienpreise in Europa etwas nachgegeben.

An den Devisenmärkten sei im zeitlichen Umfeld der geldpolitischen Sitzung vom Oktober eine leichte Abschwächung des Euro festzustellen gewesen, wobei der Wechselkurs aber insgesamt weitgehend stabil geblieben sei. Die von der US-amerikanischen Aufsichtsbehörde für den Warenderterminhandel veröffentlichten Daten signalisierten, dass der Markt weiterhin für eine Aufwertung des Euro positioniert bleibe. Bislang habe sich die Aufwertung unter anderem aufgrund der Beschlüsse des EZB-Rats vom Oktober und möglicherweise auch wegen der bereits genannten Portfolioabflüsse aus Europa allerdings noch nicht eingestellt. Die aktuelle implizite Wahrscheinlichkeitsverteilung für den EUR/USD-Wechselkurs zeige, dass seit der Ratssitzung Ende Oktober das Ausmaß der erwarteten Euro-Aufwertung leicht verringert habe.

Was die Entwicklung an den Geldmärkten betreffe, so sei das Jahresende üblicherweise durch eine Volatilität der kurzfristigen Geldmarktzinsen gekennzeichnet. Mit Blick auf die EONIA-Terminzinskurve ergäben sich keine wesentlichen Veränderungen der Markterwartungen zu den EZB-Leitzinsen seit der Ratssitzung Ende Oktober. Geldmarktgeschäfte über den 31. Dezember 2017 hinaus würden bereits mit einem Aufschlag getätigt. Interne Analysen der EZB und die Erkenntnisse aus der Marktbeobachtung deuteten darauf hin, dass sich die Märkte nach den 2016 verzeichneten Kurssprüngen diesmal früher auf das Jahresende vorbereitet hätten.

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

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

Der synchron verlaufende weltweite Konjunkturaufschwung habe sich fortgesetzt. Sowohl umfragebasierte als auch auf harten Daten beruhende Indikatoren ließen für die zweite Jahreshälfte 2017 auf eine stetige und breit angelegte globale Wachstumsdynamik schließen. Der globale EMI für die Produktion sei im November stabil geblieben und habe etwas oberhalb des Niveaus im dritten Quartal 2017 und in der Nähe seines langfristigen Durchschnitts gelegen.

Unterdessen habe sich der Handel, getragen von den Investitionen, seit dem zweiten Halbjahr 2016 erholt. Die Indikatoren des Welthandels deuteten für die zweite Jahreshälfte 2017 auf ein robustes Wachstum hin, nachdem sie im zweiten Vierteljahr gesunken seien. Die weltweiten Wareneinfuhren hätten im dritten Quartal um 1,6 % zugelegt, verglichen mit 0,4 % im vorangegangenen Jahresviertel.

Die globale Inflation sei im Oktober geringfügig zurückgegangen. Der jährliche Verbraucherpreisanstieg in den OECD-Ländern habe sich von 2,3 % im September auf 2,2 % im Oktober verlangsamt, wofür in erster Linie ein geringerer Anstieg der Energiepreise verantwortlich gewesen sei. Die Kerninflation habe indessen leicht angezogen. Die globale Teuerung auf der Erzeugerebene (ohne Energie) habe sich im Oktober weiter erhöht.

Die Notierung für Rohöl der Sorte Brent sei seit der geldpolitischen Sitzung im Oktober erneut gestiegen und habe sich am 12. Dezember 2017 auf 64,8 USD je Barrel belaufen. Im Gegensatz dazu seien die Preise für sonstige Rohstoffe (ohne Öl) weitgehend stabil geblieben. Der Wechselkurs des Euro habe sich seit der letzten Sitzung sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch in nominaler effektiver Rechnung kaum verändert.

Die aktuellen Daten ließen auf ein robustes Wachstumstempo im Eurogebiet schließen. Die Binnennachfrage werde nach wie vor durch die günstigen Finanzierungsbedingungen gestützt, doch würden die Triebkräfte des Wachstums in zunehmendem Maß selbsttragend. Zudem habe die wirtschaftliche Expansion über Ländergrenzen hinweg an Breite gewonnen.

Der zweiten Schätzung von Eurostat zufolge habe das Wachstum des realen BIP im Euroraum die Schnellschätzung vom Oktober bestätigt und sich im dritten Quartal 2017 auf 0,6 % belaufen. Eine Aufschlüsselung nach Komponenten zeige, dass der stärkste Wachstumsimpuls von der Binnennachfrage ausgegangen sei, wenngleich auch die Nettoausfuhren einen positiven Beitrag geleistet hätten. Das Exportwachstum im Eurogebiet sei im dritten Quartal robust ausgefallen und dabei von der hohen Dynamik der Ausfuhren in Drittländer gestützt worden. Was das Schlussquartal betreffe, so seien die aktuellen Daten insgesamt unerwartet positiv. Die Vertrauensindikatoren lägen in allen wichtigen Sektoren, die von der Umfrage der Europäischen Kommission abgedeckt würden, über ihrem Durchschnittsniveau und überträfen 75 % der historischen Daten.

Gemäß den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2017 werde das reale BIP im Jahr 2017 um 2,4 %, 2018 um 2,3 %, 2019 um 1,9 % und 2020 um 1,7 % steigen. Gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September 2017 sei der Ausblick für das Wachstum des realen BIP damit über den Projektionszeitraum hinweg deutlich nach oben korrigiert worden.

Mit Blick auf die Preisentwicklung legte Herr Praet dar, dass die HVPI-Inflation im Eurogebiet der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im November 1,5 % betragen habe, verglichen mit 1,4 % im Oktober. Der leichte Anstieg spiegele einen stärkeren Preisauftrieb in der Energiekomponente wider, der durch einen leichten Rückgang der Teuerung bei den Nahrungsmitteln nur zu einem geringen Teil ausgeglichen worden sei. Die am HVPI gemessene Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel habe sich im November auf 0,9 % belaufen und sei damit zwar gegenüber Oktober unverändert geblieben, verglichen mit der Rate von 1,1 % im September aber gesunken. Der seit September verzeichnete Inflationsrückgang bei den

Dienstleistungen sei zum Teil auf eine kräftige Abschwächung bei bestimmten Dienstleistungspositionen des HVPI zurückzuführen. Diese negativen Überraschungen – sofern sie sich nachteilig auf die jährliche Teuerung der Dienstleistungen auswirkten – implizierten kurzfristig eine Abwärtsverschiebung des zugrunde liegenden Preistrends. Betrachte man die allgemeinere Entwicklung, so hätten sich die Maße der zugrunde liegenden Inflation insgesamt abgeschwächt und ließen bislang noch keine überzeugenden Anzeichen eines dauerhaften Aufwärtstrends erkennen.

Das jährliche Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer sei nach dem im zweiten Quartal 2016 verzeichneten Tiefstand von 1,1 % vor allem aufgrund eines zunehmenden Beitrags der Lohn drift auf höhere Werte gestiegen. Konkret habe die Zuwachsrate im dritten Quartal 1,7 % betragen, und die Rate für das zweite Jahresviertel sei von 1,6 % auf 1,7 % nach oben revidiert worden.

Die Experten des Eurosystems gingen in ihren Projektionen vom Dezember 2017 davon aus, dass sich die Teuerung nach dem HVPI im Euroraum im Jahr 2017 auf 1,5 %, 2018 auf 1,4 %, 2019 auf 1,5 % und 2020 auf 1,7 % belaufen werde. Im Vergleich zu den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2017 seien die Aussichten für die HVPI-Inflation für 2018 nach oben korrigiert und für den Zeitraum danach unverändert belassen worden.

Die marktbasierenden Messgrößen der Inflationserwartungen seien weiter langsam, aber stetig gestiegen. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren liege bei 1,7 %. Auch bei kürzeren Zeithorizonten hätten sich die marktbasierenden Maße der Inflationserwartungen erhöht.

Gegenüber der geldpolitischen Sitzung vom Oktober seien die Finanzierungsbedingungen weitgehend unverändert und insgesamt nach wie vor sehr günstig. Die Zinssätze im Eurogebiet seien seit der letzten Sitzung geringfügig zurückgegangen, und die EONIA-Terminzinnskurve habe sich etwas abgeflacht. Die gesamten Außenfinanzierungskosten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, die sich aus den Kosten für Bankkredite, Eigenkapital und Anleiheemissionen am Markt zusammensetzten, hätten sich den Schätzungen zufolge leicht verringert. Der seit Juli 2017 verzeichnete Rückgang sei zum Großteil auf die gesunkenen Eigenkapitalkosten zurückzuführen.

Was die Geldmengen- und Kreditentwicklung anbelange, so sei die weit gefasste Geldmenge M3 im Oktober mit einer Vorjahrsrate von 5,0 % abermals in solidem Tempo gewachsen und bewege sich seit Einführung des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zu Jahresbeginn 2015 um diesen Wert herum. Binnenwirtschaftliche Quellen der Geldschöpfung seien dabei nach wie vor die Haupttriebfeder des M3-Wachstums. Die Zwölfmonatsraten der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und der Buchkredite an private Haushalte hätten sich im dritten Quartal 2017 weiter erhöht.

Die Ertragslage der Banken habe sich im ersten Halbjahr 2017 verbessert, sei aber immer noch schwach, während die Sanierung der Bilanzen allmählich voranschreite. Die Refinanzierungskosten der Banken im Euroraum hätten im Oktober weiterhin stabil auf einem historischen Tiefstand gelegen. Die Zinssätze der Banken für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften seien im Oktober ebenfalls weitgehend unverändert auf einem historischen Tiefstand geblieben, und auch die Bankzinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte hätten sich kaum verändert.

Mit Blick auf die Finanzpolitik hätten sich die Finanzierungssalden aufgrund der günstigen Wirtschaftsentwicklung und geringerer Zinsausgaben weiter verbessert. Der an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos gemessene fiskalische Kurs im Eurogebiet werde den Projektionen zufolge weitgehend neutral bleiben.

#### *Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen*

Zusammenfassend stellte Herr Praet fest, dass die finanziellen Bedingungen seit der geldpolitischen Sitzung vom Oktober sehr günstig geblieben seien, insbesondere in Anbetracht der verbesserten gesamtwirtschaftlichen Aussichten.

Aktuelle Informationen und die Projektionen vom Dezember 2017 wiesen auf eine deutliche Aufhellung der Wachstumsaussichten und ein fortgesetztes, über der Potenzialrate liegendes Wirtschaftswachstum hin. Die Risiken für den Wachstumsausblick seien nach wie vor ausgewogen, wobei auf kurze Sicht gewisse Aufwärtsrisiken bestünden.

Der Preisdruck sei weiterhin verhalten, und die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation hätten sich zuletzt abgeschwächt, was teilweise durch Sonderfaktoren bedingt gewesen sei.

Zugleich sei durch den stetigen Abbau der wirtschaftlichen Unterauslastung die Basis für ein stärkeres Vertrauen darin gelegt worden, dass sich der Preisdruck nach und nach verfestige. Dies komme in den Projektionen des Eurosystems vom Dezember zum Ausdruck, denen zufolge sich die Teuerungsrate allmählich dem Inflationsziel des EZB-Rats annähere. Gleichwohl sei nach wie vor ein erheblicher Grad an geldpolitischer Akkommodierung erforderlich, damit es Fortschritte hin zu einer dauerhaften und selbsttragenden Annäherung der Inflationsrate an den Zielwert geben könne.

Auf der Grundlage dieser Erwägungen schlug Herr Praet vor, die auf der Sitzung am 25.-26. Oktober 2017 gefassten Beschlüsse, einschließlich sämtlicher Elemente der Forward Guidance, zum gegenwärtigen Zeitpunkt zu bestätigen.

Die Kommunikation solle vor allem a) die Beschlüsse vom Oktober bekräftigen; b) betonen, dass durch den stetigen Abbau der wirtschaftlichen Unterauslastung die Basis für ein gestiegenes Vertrauen in eine nachhaltige Änderung des Inflationspfads gelegt worden sei; c) hervorheben, dass es nach wie vor umfangreicher geldpolitischer Impulse bedürfe, damit sich die Teuerungsrate dem Inflationsziel des EZB-Rats annähere, und d) darauf hinweisen, dass die anhaltende geldpolitische Unterstützung durch den zusätzlichen Nettoerwerb von Vermögenswerten, den beträchtlichen Bestand an erworbenen Vermögenswerten und die bevorstehenden Reinvestitionen sowie die Forward Guidance im Hinblick auf die Zinssätze erfolge.

Mit Blick auf die Zukunft stellte Herr Praet fest, dass sich im Zuge des Fortschritts hin zu einer nachhaltigen Korrektur des Inflationspfads die relative Bedeutung der Forward Guidance im Hinblick auf die Zinssätze als Teil des geldpolitischen Maßnahmenpakets des EZB-Rats erhöhen werde.

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

### *Wirtschaftliche und monetäre Analyse*

Mit Blick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Sitzungsteilnehmer im Allgemeinen die von Herrn Praet eingangs vorgetragene Einschätzung der Aussichten und Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet. Aktuelle Daten und Umfrageergebnisse deuteten auf eine solide, breit angelegte und zunehmend sich selbst tragende wirtschaftliche Expansion hin, die von den sehr günstigen Finanzierungsbedingungen gestützt werde. Für die Zukunft werde erwartet, dass sich dieser Aufschwung fortsetze, was auch in den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2017 zum Ausdruck komme, in denen die Aussichten für das Wachstum des realen BIP im Vergleich zu den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2017 deutlich nach oben korrigiert worden seien. Die mit dem Konjunkturausblick verbundenen Risiken würden nach wie vor als weitergehend ausgewogen eingeschätzt, wobei auf kurze Sicht Aufwärtsrisiken bestünden.

Hinsichtlich der Auslandsnachfrage hätten sich die Aussichten seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung weiter verbessert, und die aktuellen Indikatoren deuteten auf eine zunehmend robuste und breit angelegte weltwirtschaftliche Expansion hin. Die in den Projektionen vom Dezember enthaltenen Aufwärtskorrekturen beim Wachstum des realen BIP des Eurogebiets gründeten sich im Wesentlichen auf die verbesserten Aussichten für die Auslandsnachfrage. Hinter diesem nach oben revidierten Ausblick stehe ein Zusammenspiel von besser als erwartet ausgefallenen neuen Daten, die die Wachstumsraten im Jahr 2017 sowie – aufgrund von Folgewirkungen – im Jahr 2018 beeinflussten, und einer korrigierten Einschätzung der kurzfristigen Aussichten für den Welthandel und die Weltkonjunktur. Hinsichtlich des zuletzt genannten Faktors sei gewisse Vorsicht zum Ausdruck gebracht worden, da er zum Teil eine Ermessenseinschätzung darstelle und weitere Belege vonnöten seien, die diese positive Beurteilung untermauerten.

Die Risiken für die weltweite wirtschaftliche Erholung würden insgesamt noch immer als abwärtsgerichtet angesehen. Geopolitische Unsicherheiten sowie die Ungewissheit hinsichtlich der politischen Aussichten in einigen wichtigen Volkswirtschaften stellten weiterhin Abwärtsrisiken dar. Es wurde allerdings auch darauf verwiesen, dass sich einige der in vorangegangenen Beratungen identifizierten Risiken offenbar verringert hätten. So sei die Wahrscheinlichkeit eines Handelskriegs gesunken und hätten die Brexit-Verhandlungen, wenngleich sie nach wie vor mit Risiken behaftet seien, eine wichtige erste Hürde genommen. Außerdem sei das Risiko, dass sich die zurückliegende Euro-Aufwertung deutlich negativ auf die Außennachfrage gegenüber dem Eurogebiet auswirke, bislang nicht eingetreten. Gewisse Aufwärtsrisiken könnten auch von der Steuerreform in den Vereinigten Staaten ausgehen, was sich stärker als erwartet auf das Wirtschaftswachstum auswirken könne und in den Projektionen vom Dezember nur zum Teil berücksichtigt worden sei.

Mit Blick auf den Euroraum wiesen die aktuellen Indikatoren auf einen weiterhin robusten und zunehmend sich selbst tragenden Wirtschaftsaufschwung hin. Die vierteljährliche Wachstumsrate des realen BIP habe sich im dritten Quartal 2017 auf 0,6 % belaufen, womit sich die bereits seit geraumer Zeit anhaltende Phase eines

über dem Potenzial liegenden Wachstums fortsetze. Mehrere umfragebasierte Indikatoren hätten sich abermals verbessert und lägen seit Beginn der Zeitreihe auf mehrjährigen bzw. zuweilen auf absoluten Höchstständen. Die Lage an den Arbeitsmärkten habe sich weiter aufgehellt.

Was die Komponenten der Binnennachfrage betrifft, so sei bei den privaten Konsumausgaben weiterhin ein starker Anstieg zu beobachten, der – vor dem Hintergrund steigender Beschäftigungszahlen und niedriger Inflationsraten – von einer Zunahme des real verfügbaren Einkommens getragen werde. Mit Blick auf die Zukunft wurde darauf hingewiesen, dass in den Projektionen vom Dezember mit einem Wiederanstieg der Sparquote der privaten Haushalte gerechnet werde, da diese ihren Konsum zu glätten und ihre Ersparnisse wieder aufzustocken suchten, obwohl Unsicherheit und Vorsicht als Beweggründe anscheinend in den Hintergrund rückten und die Verzinsung der Ersparnisse weiter niedrig sei. Bei den Unternehmensinvestitionen werde nunmehr dank der günstigen Finanzierungsbedingungen und der verbesserten Ertragslage der Unternehmen ein über dem historischen Durchschnitt liegendes Wachstum erwartet. Zudem gebe es erste Anzeichen dafür, dass sich das historisch hohe Niveau bei den Ersparnissen der Unternehmen umkehre.

Der konjunkturelle Aufschwung werde weiterhin von den sehr günstigen Finanzierungsbedingungen getragen. Einige Indikatoren der Finanzierungsbedingungen hätten sich leicht verbessert, was insbesondere mit der von Herrn Coeuré eingangs hervorgehobenen jüngsten Abflachung der Zinsstrukturkurve des Euroraums im Einklang stünde. Die vom EZB-Rat im Oktober 2017 beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen und ihre Kommunikation schienen einen günstigen Einfluss auf die Märkte gehabt zu haben.

Auf der Grundlage dieser Erwägungen zeigten sich die Ratsmitglieder zuversichtlich, dass die konjunkturelle Erholung im Euroraum nunmehr in den expansiven Bereich übergegangen sei. Die Wachstumsperspektiven seien in mehreren aufeinanderfolgenden Projektionsrunden nach oben revidiert worden, und bei der jüngsten Aufwärtskorrektur habe es sich um eine der stärksten Anpassungen gehandelt, die je an den Projektionen vorgenommen wurden. Es wurde hervorgehoben, dass sich die Wachstumsaussichten äußerst positiv darstellten und davon auszugehen sei, dass die Wirtschaft noch längere Zeit mit über dem Potenzial liegenden Wachstumsraten expandieren dürfte. In Bezug auf die langfristigen Wachstumsaussichten wurde allerdings auch Vorsicht angemahnt. Insbesondere könne der anhaltend flache Verlauf der Zinsstrukturkurve im Eurogebiet wie auch weltweit – wenngleich dieser von vielen verschiedenen Faktoren beeinflusst werde – auch als Anzeichen dafür gewertet werden, dass die Märkte einem Szenario, das von einer länger andauernden Phase schwachen nominalen BIP-Wachstums ausgehe, durchaus eine gewisse Wahrscheinlichkeit einräumen.

Die Risiken in Bezug auf die Konjunkturaussichten würden als weitgehend ausgewogen angesehen. Aufwärtsrisiken ergäben sich aus der Möglichkeit, dass die gegenwärtig robuste Wirtschaftsdynamik auf kurze Sicht für weitere positive Überraschungen sorgen könnte. Abwärtsrisiken resultierten indessen vor allem aus globalen Faktoren im Zusammenhang mit fortbestehenden geopolitischen und politischen Unsicherheiten. Auch von den steigenden Verschuldungsquoten in bestimmten Sektoren einiger Euro-Länder und vor allem auch in anderen Teilen der Welt gingen Abwärtsrisiken aus. Außerdem könnte eine Neubewertung an den



globalen Finanzmärkten – insbesondere an den Anleihemärkten, aber auch an den Aktienmärkten und den Märkten für Unternehmenskredite – den Konjunkturausblick eintrüben.

Es wurde betont, dass es angesichts des unerwartet kräftigen Wirtschaftswachstums umso gebotener sei, diese Gelegenheit zu nutzen, um die in den Euro-Ländern verbleibenden fiskalischen und strukturellen Schwächen entschlossen anzugehen. Zudem wurde erneut die Wichtigkeit weiterer Fortschritte in Bezug auf die Stärkung der Wirtschafts- und Währungsunion hervorgehoben.

Die von Herrn Praet eingangs dargelegte Einschätzung der Preisentwicklung fand breite Zustimmung unter den Ratsmitgliedern. Die jährliche HVPI-Inflationsrate im Eurogebiet habe im November 2017 bei 1,5 % gelegen (nach 1,4 % im Oktober), während die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation leicht gesunken seien. Kurzfristig sei mit einer gewissen Abschwächung der Gesamtinflation zu rechnen, und zwar größtenteils aufgrund von Basiseffekten bei den Energiepreisen. Für die Zukunft sei zu erwarten, dass der Konjunkturaufschwung und der damit einhergehende beträchtliche Abbau der wirtschaftlichen Unterauslastung zu einer allmählichen Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht beitragen werde. Diese Einschätzung spiegele sich auch weitgehend in den vom Eurosystem erstellten Projektionen vom Dezember 2017 wider.

Bei der Erörterung der jüngsten Inflationsentwicklung wurde herausgestellt, dass die Gesamtinflation zwar leicht angezogen habe, die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation – wie etwa die HVPI-Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel – jedoch von den aktuellen, unerwartet negativen Daten insbesondere zu den Dienstleistungspreisen negativ beeinflusst worden seien. Dies wiederum dürfte sich dämpfend auf den kurzfristigen Ausblick für die zugrunde liegende Inflation auswirken. Es wurde angemerkt, dass einige der aus den Daten herrührenden Überraschungen wohl vorübergehender Natur und Sonderfaktoren geschuldet seien; daher sollten sie keinen Einfluss auf die zuversichtliche Haltung des EZB-Rats haben, was die allmähliche Rückkehr der Preissteigerung in Richtung des mittelfristigen Inflationsziels der EZB betreffe. Des Weiteren wurde hervorgehoben, dass die Experten des Eurosystems in ihren Projektionen für das Jahr 2020 mit einer HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel von 1,8 % rechneten. Die Teuerung läge damit deutlich über dem Niveau, das im Eurogebiet vor der Krise im Durchschnitt verzeichnet worden sei. Allerdings seien die jüngsten, überraschend negativen Daten auch ein Indiz dafür, dass noch für einen längeren Zeitraum mit einer anhaltenden Lücke zwischen der Gesamtinflation und der zugrunde liegenden Inflation zu rechnen sei; dies gebe Anlass zur Sorge.

Hinsichtlich der über den Projektionszeitraum hinweg projizierten Zunahme der zugrunde liegenden Inflation sei Vorsicht geboten, vor allem, was die unterstellte Belegung der Lohndynamik anbelange, die bislang im Vergleich zu historischen Regelmäßigkeiten verhalten geblieben sei. Die jüngsten Angaben für das dritte Quartal 2017 sowie eine Aufwärtsrevision der Daten für das zweite Jahresviertel 2017 lieferten jedoch erste Hinweise auf einen Anstieg des Lohndrucks. Recht ermutigend sei dabei, dass diese etwas kräftigere Lohndynamik in einer Reihe von Ländern zu beobachten sei.

Mit Blick auf die Inflationserwartungen seien die umfragebasierten Messgrößen seit der letzten geldpolitischen Sitzung im Wesentlichen unverändert geblieben, während die marktbasieren Maße geringfügig zugelegt hätten. Insgesamt ließen diese Entwicklungen darauf schließen, dass die Inflationserwartungen nach wie vor

weitgehend verankert seien. Auch das Risiko einer Entankerung der Inflationserwartungen kam kurz zur Sprache. Es gab einige Wortmeldungen, in denen dies als unwahrscheinlich beurteilt wurde, da die Inflationserwartungen stabil geblieben seien und sich das Risiko eines Deflationsszenarios nahezu verflüchtigt habe. Zugleich wurde zu Vorsicht gemahnt, da die auf dem Kassasatz fünfjähriger bzw. zehnjähriger inflationsindexierter Swaps basierenden Inflationserwartungen noch immer niedrig seien und sich die Erwartungen in einem Umfeld hartnäckig geringer Preissteigerungsraten entankern könnten, sofern sich die Preiserwartungen als adaptiv erwiesen und auf die tatsächliche Teuerung reagierten.

Von mehreren Seiten wurden Anmerkungen in Bezug auf die augenscheinliche Entkopplung der Entwicklung der Realwirtschaft und der Preisdynamik gemacht. Diese Diskrepanz dürfte sich in den letzten Monaten fortgesetzt oder sogar noch verstärkt haben. So habe das Wirtschaftswachstum im Euroraum wiederholt unerwartet stark angezogen, während die Inflationsentwicklung im Großen und Ganzen unverändert geblieben oder überraschend schwach ausgefallen sei. Dieses Phänomen sei nicht nur im Euro-Währungsgebiet zu beobachten, vielmehr seien in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften trotz eines kräftigen Weltwirtschaftswachstums niedrige Inflationsraten zu verzeichnen.

Die Ratsmitglieder zeigten sich weitgehend zuversichtlich, dass der weitere Abbau der wirtschaftlichen Unterauslastung letztlich Aufwärtsdruck auf die Löhne und Preise ausüben werde. Den jüngsten Projektionen des Eurosystems zufolge dürfte sich die Produktionslücke in naher Zukunft und damit früher als zuvor projiziert schließen. Da damit zu rechnen sei, dass das Wirtschaftswachstum während des Projektionszeitraums durchweg über der Potenzialrate liege, wurde es als sehr wahrscheinlich eingeschätzt, dass Kapazitätsengpässe zunehmend zum Tragen kommen und dies für stärkeren Preisdruck sorgen werde. Es wurde auch vorgebracht, dass die positive Rückkopplung zwischen Wirtschaftswachstum und Preissteigerung – sobald sie sich fester etabliert habe – womöglich rascher Wirkung zeige als erwartet.

Wie bereits in vergangenen Sitzungen wurde jedoch auch darauf hingewiesen, dass Messgrößen der Produktionslücke mit Vorsicht interpretiert werden müssten. Gleichgewichtskonzepte – wie das Produktionspotenzial oder die inflationsstabile Arbeitslosenquote – unterlägen einer beträchtlichen Messunsicherheit. Das Ausmaß der verbleibenden Kapazitätsreserven könnte deutlich größer sein, als dies die traditionellen Messgrößen der Unterauslastung implizierten. Es wurde daher als wichtig erachtet, weiterhin umfassendere Messgrößen zu untersuchen (und dabei beispielsweise unfreiwillig in Teilzeit arbeitende Menschen und entmutigte Arbeitnehmer zu berücksichtigen), die auf eine niedrigere Kapazitätsauslastung als die üblichen Messgrößen der Produktionslücke oder der Arbeitslosigkeit hindeuteten.

Ferner wurde angemerkt, dass der technologische Fortschritt und die Globalisierung die Preissetzungsmacht der Unternehmen dauerhafter beeinträchtigt und auch die Reagibilität der Preise auf die Wirtschaftsentwicklung reduziert haben könnten. Es wurde argumentiert, dass der Anteil des HVPI-Warenkorbs, der auf die Produktionslücke reagiere und aus den zyklisch sensitiven Kernratenindikatoren („Supercore“-Indikatoren) der zugrunde liegenden Inflation entnehmbar sei, sinken könnte.

Im Hinblick auf die mittelfristigen Preisaussichten wurde festgestellt, dass sich den Projektionen der Experten zufolge die Gesamtinflation im Jahr 2020 auf 1,7 % belaufen werde. Es wurde nochmals daran erinnert, dass das Inflationsniveau von den technischen Annahmen abhängen würde, die den Projektionen zugrunde lägen. So

beruhe die Annahme für die Ölpreise zwar auf einer nach oben korrigierten, aber rückläufigen Entwicklung der Terminkurse. Würden hingegen konstante Preise unterstellt, fiel die Gesamtinflation 2020 etwas höher aus. Insgesamt wurde jedoch betont, dass nach wie vor Vorsicht angebracht und der projizierte Anstieg der Teuerung mit erheblicher Unsicherheit behaftet sei, denn bislang gebe es nur unzureichende Anzeichen für einen sich selbst tragenden Auftrieb der zugrunde liegenden Inflation.

Alles in allem waren die Ratsmitglieder der Auffassung, dass der über den Erwartungen liegende Konjunkturaufschwung, welcher durch die günstigen Finanzierungsbedingungen und die Geldpolitik der EZB gestützt werde, das Vertrauen in eine nachhaltige Rückkehr der Teuerung in Richtung des Ziels des EZB-Rats stärke. Da die zugrunde liegende Inflation nach wie vor gedämpft sei, war man allerdings der Ansicht, dass weiterhin Geduld und Beharrlichkeit in Bezug auf den kontinuierlichen Abbau der wirtschaftlichen Unterauslastung und somit auf das Entstehen von Preisdruck vonnöten seien.

Was die monetäre Analyse betrifft, stimmten die Sitzungsteilnehmer der eingangs von Herrn Praet dargelegten Einschätzung zu. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 sei robust geblieben. Darin spiegelten sich die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen der EZB sowie die niedrigen Opportunitätskosten für die Haltung der liquidesten Komponenten wider. Entsprechend leiste das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 nach wie vor den größten Beitrag zum Wachstum der weit gefassten Geldmenge.

Die seit Anfang 2014 erkennbare allmähliche Erholung der Kreditvergabe an den privaten Sektor vollziehe sich vor dem Hintergrund einer weiteren Belebung des Wachstums der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Die Kreditexpansion werde weiterhin von den sehr günstigen Finanzierungskosten für Firmen und private Haushalte in den Euro-Ländern getragen. Die Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln für den Zeitraum von April bis September 2017 lasse auf eine weitere Verbesserung der Finanzlage von Unternehmen und eine größere Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln auch für KMUs schließen. Es wurde angemerkt, dass das Kreditwachstum in der zweitgrößten Volkswirtschaft des Euroraums recht lebhaft gewesen sei und die zunehmende Verschuldung in Verbindung mit vermehrten Fusions- und Übernahmeaktivitäten sowie kreditfinanzierten Unternehmensübernahmen (Leveraged Buy-outs) Bedenken hinsichtlich der Finanzstabilität aufkommen ließe. Darüber hinaus wurde die Meinung geäußert, dass die auf breiter Front verzeichnete beträchtliche Reduzierung der Finanzierungskosten am Markt genau beobachtet werden müsse. In diesem Zusammenhang wurde allerdings betont, dass zur Bekämpfung potenzieller Risiken für die Finanzstabilität angemessene makroprudenzielle Maßnahmen ergriffen werden müssten.

#### *Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen*

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs schlossen sich die Ratsmitglieder weitgehend der eingangs von Herrn Praet dargelegten Einschätzung an, dass die jüngsten Daten und Informationen, einschließlich der aktuellen von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen, auf ein hohes Expansionstempo der Wirtschaft und eine erhebliche Aufhellung der Wachstumsaussichten hindeuteten. Die kräftige Konjunkturdynamik und der

damit verbundene beträchtliche Abbau der wirtschaftlichen Unterauslastung stärkten das Vertrauen darauf, dass sich die Preissteigerung dem Inflationsziel des EZB-Rats annähern werde. Gleichzeitig sei der zugrunde liegende Preisdruck weiterhin insgesamt gedämpft und lasse bislang noch keine überzeugenden Anzeichen für einen dauerhaften Aufwärtstrend erkennen. Insgesamt rechtfertige die Einschätzung die bei der Ratssitzung im Oktober verabschiedeten geldpolitischen Beschlüsse und bestätige die nach wie vor bestehende Notwendigkeit einer umfangreichen geldpolitischen Akkommodierung, um eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung in Richtung des Inflationsziels des EZB-Rats sicherzustellen.

Die Sitzungsteilnehmer äußerten sich zufrieden darüber, wie die Erläuterungen des EZB-Rats zur Neukalibrierung des APP und die durch die Verlautbarungen des EZB-Rats gegebene Orientierung aufgenommen worden seien. Diese Beschlüsse hätten erfolgreich zur Wahrung der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen beigetragen, die erforderlich seien, um eine nachhaltige Annäherung der Inflationsraten an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % in der mittleren Frist sicherzustellen. Die Finanzierungsbedingungen insgesamt hätten sich seit der Sitzung vom Oktober sogar leicht gelockert, und insbesondere die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte seien nach wie vor sehr günstig.

In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass die günstigen Finanzierungsbedingungen angesichts des sich aufhellenden gesamtwirtschaftlichen Umfelds zunehmend ihre Wirkung entfalteten und dadurch die Investitionsausgaben und die Kreditschöpfung stützten. Angesichts der Tatsache, dass sich das Wirtschaftswachstum fortsetze, wurde vorgebracht, dass sich ein unveränderter geldpolitischer Kurs zunehmend expansiv auswirken werde, und zwar auch im Hinblick auf die Impulse, die von dem weiter zunehmenden Bestand an Vermögenswerten in der Bilanz des Eurosystems ausgingen. Es wurde angemerkt, dass sich zwischen der günstigen Wirtschaftslage und einem immer noch im Krisenmodus befindlichen geldpolitischen Kurs offenbar eine Kluft auftue. Allerdings wurde auch daran erinnert, dass die günstigen wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen immer noch von einer umfangreichen geldpolitischen Akkommodierung abhingen und die mittelfristigen Preisaussichten für die Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses wesentlich seien.

Insgesamt waren sich die Mitglieder des EZB-Rats überwiegend darin einig, dass der aktuelle geldpolitische Kurs nach wie vor angemessen sei, wobei die jüngsten Entwicklungen – die positiver als zuvor erwartet ausgefallen seien – allgemein als Bestätigung der vom EZB-Rat auf seiner Sitzung Ende Oktober verabschiedeten Beschlüsse erachtet wurden. Mehrheitlich wurde hervorgehoben, dass sich das Vertrauen in eine Annäherung der Teuerungsraten an das Inflationsziel des EZB-Rats seit der letzten Sitzung merklich verbessert habe, da die Indikatoren für das Wirtschaftswachstum abermals günstiger als erwartet ausgefallen seien und die aktuellen von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen eine deutliche Aufhellung der Wachstumsaussichten beinhalteten. Auch der sich aus den Projektionen ergebende Inflationspfad wurde als ermutigend erachtet: So nähere sich die Teuerung gegen Ende des Projektionszeitraums Werten an, die im Einklang mit dem Inflationsziel des EZB-Rats stünden.

Gleichzeitig sei diese Konvergenz trotz der Erwartung, dass der beträchtliche Abbau der wirtschaftlichen Unterauslastung letztlich den für die Annäherung an das Inflationsziel des EZB-Rats erforderlichen Preisdruck aufbaue, nach wie vor mit Unsicherheiten behaftet. Diese ergäben sich beispielsweise aus der Auslegung des

kürzlich erfolgten unerwarteten Rückgangs der Maße für die zugrunde liegende Inflation, der Messung der wirtschaftlichen Unterauslastung und der Bildung der Inflationserwartungen nach einer lang anhaltenden Phase niedriger Teuerungsraten. Vor allem hänge die Konvergenz der Inflationsrate weiterhin von der anhaltenden Unterstützung durch alle bislang von der EZB ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen ab.

Vor diesem Hintergrund stimmten die Ratsmitglieder weitgehend darin überein, dass der EZB-Rat seine geldpolitische Strategie geduldig und beharrlich weiterverfolgen müsse, wobei der aktuelle geldpolitische Kurs beizubehalten und zugleich die gestiegene Zuversicht im Hinblick auf das Erreichen des mittelfristigen Inflationsziels zu betonen sei. Entsprechend seien alle bei der geldpolitischen Sitzung Ende Oktober gefassten Beschlüsse hinsichtlich der Leitzinsen der EZB, des Nettoerwerbs von Vermögenswerten und der Reinvestitionen sowie die Forward Guidance in Bezug auf diese Maßnahmen zu bekräftigen. In diesem Zusammenhang wurde auf den gestiegenen lockernenden Effekt hingewiesen, der von dem Bestand an erworbenen Vermögenswerten und der Wiederanlagepolitik des EZB-Rats ausgehe.

Mit Blick auf die Umsetzung des APP begrüßten die Ratsmitglieder, dass das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) Erkenntnissen zufolge wirksam sei und zu einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen am Markt führe und somit die Transmission der Geldpolitik stütze. Diese Erkenntnisse lieferten indes nur eingeschränkt Belege für Verzerrungen in der Funktionsfähigkeit der Märkte oder für eine Verdrängung der Bankkreditvergabe, bei der vielmehr auch im Bereich der kleinen und mittleren Unternehmen weiterhin ein Aufwärtstrend zu verzeichnen gewesen sei. Außerdem seien die Risikoaufschläge an den Märkten für Unternehmensanleihen zwar erheblich gesunken, doch treffe dies sowohl auf die für einen Ankauf im Rahmen des Programms zugelassenen als auch die nicht ankaufsfähigen Unternehmensanleihen zu, was darauf schließen lasse, dass die Wirkung des CSPP marktneutral gewesen sei und Portfolioumschichtungen über alle Marktsegmente hinweg wirksam gewesen seien.

Was die Kommunikation anbelangt, stießen die Vorschläge von Herrn Praet, der sich für eine weitgehende Kontinuität der Kommunikation des EZB-Rats in der derzeitigen Phase und die gleichzeitige Hervorhebung der größeren Zuversicht im Hinblick auf die Inflationsaussichten aussprach, auf breite Zustimmung. Zwar äußerten einige Sitzungsteilnehmer abermals ihre Vorbehalte gegenüber bestimmten Elementen der in der geldpolitischen Sitzung vom Oktober gefassten Beschlüsse, doch herrschte weitgehend Einigkeit, was die Vorteile einer beständigen Kommunikation betreffe. Entsprechend gelte es, die Beschlüsse vom Oktober und die damit verbundene Kommunikation, die von den Marktteilnehmern richtig verstanden worden sei, zu bekräftigen. Veränderungen der Kommunikation würden zum gegenwärtigen Zeitpunkt angesichts der noch gebotenen Vorsicht generell als verfrüht erachtet. Es müssten Signale vermieden werden, die eine ungerechtfertigte Verschärfung der Finanzierungsbedingungen auslösen und somit Fortschritte in Richtung des vom EZB-Rat angestrebten Inflationsziels gefährden könnten.

Zugleich wurde argumentiert, dass die Kommunikation im Einklang mit sich verbessernden Konjunkturdaten graduell angepasst werden müsse und eine weitere Lockerung der Finanzierungsbedingungen als nicht gerechtfertigt angesehen werde. Unter diesem Gesichtspunkt betrachtet sei es wichtig, dass die Forward Guidance entsprechend der Datenentwicklung aktualisiert werde, um abruptere oder ungeordnete Anpassungen in einer späteren Phase zu vermeiden. Es solle betont werden, dass sich aufgrund des die

Erwartungen übertreffenden Konjunkturaufschwungs im Euroraum die Wahrscheinlichkeit negativer wirtschaftlicher Entwicklungen weiter verringert habe und dass dies den EZB-Rat im Hinblick auf das letztendliche Erreichen seines Inflationsziels zuversichtlicher gestimmt habe. Ganz allgemein wurde daran erinnert, dass der EZB-Rat bei seinem Konzept der Forward Guidance der Datenabhängigkeit großes Gewicht beimesse. Hierbei müsse herausgestellt werden, dass das verbesserte konjunkturelle Umfeld zum Teil mit den geldpolitischen Maßnahmen der EZB im Zusammenhang stünde, die weiterhin auf die Realwirtschaft durchwirkten.

Insgesamt wurde als wichtig erachtet, an den geldpolitischen Beschlüssen vom Oktober festzuhalten, das Bekenntnis des EZB-Rats zu seinem Preisstabilitätsziel zu unterstreichen und zu bekräftigen, dass es nach wie vor umfangreicher geldpolitischer Impulse bedürfe, damit sich die Inflation dem Ziel des EZB-Rats annähere. Es wurde nochmals betont, dass diese Impulse durch das gesamte geldpolitische Maßnahmenpaket des EZB-Rats gesetzt würden, vor allem durch den im Oktober beschlossenen zusätzlichen Nettoerwerb von Vermögenswerten, durch den beträchtlichen Bestand an erworbenen Vermögenswerten und die bevorstehenden Reinvestitionen sowie durch die Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen.

Mit Blick auf die Zukunft herrschte unter den Ratsmitgliedern ein breiter Konsens darüber, dass die Kommunikation des EZB-Rats graduell und ohne Änderung der zeitlichen Abfolge angepasst werden müsse, sollte sich das Wirtschaftswachstum fortsetzen und sich die Teuerungsrate weiter dem Inflationsziel des EZB-Rats annähern. Die Sprachregelung bezüglich der verschiedenen Aspekte des geldpolitischen Kurses und der Forward Guidance könne zu Beginn des kommenden Jahres nochmals überprüft werden. Im Zuge der Fortschritte hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung werde die relative Bedeutung der Forward Guidance zu den Leitzinsen zunehmen, wie von Herrn Praet in seiner Einleitung dargelegt. So gesehen werde sich der Rahmen der Forward Guidance des EZB-Rats im Einklang mit der darin festgelegten zeitlichen Abfolge für das APP und die Zinssätze naturgemäß ändern. Es wurde vorgeschlagen, die Kommunikation des EZB-Rats im Zeitverlauf graduell anzupassen, um plötzliche und ungerechtfertigte Veränderungen der Finanzierungsbedingungen zu vermeiden. In dieser Hinsicht erscheine es geboten, über einen allmählichen Übergang von der derzeitigen auf die Nettokäufe im Rahmen des APP abstellenden Konditionalität zu einem allgemeineren Konzept der Forward Guidance nachzudenken, in dem verschiedene Aspekte der geldpolitischen Ausrichtung zum Tragen kämen. Es wurde darauf hingewiesen, dass der geldpolitische Kurs durch den Bestand an erworbenen Vermögenswerten, die künftigen Reinvestitionen und die Forward Guidance zu den Leitzinsen selbst nach Beendigung der Nettokäufe einen hohen Akkommodierungsgrad aufweisen werde, der den Konjunkturzyklus und die Entwicklung der Inflation in Richtung einer nachhaltigen Korrektur auch künftig flankieren werde.

#### *Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation*

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen beschloss der EZB-Rat auf Vorschlag des Präsidenten, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,40 % zu

belassen. Der EZB-Rat gehe weiterhin davon aus, dass die EZB-Leitzinsen für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf ihrem aktuellen Niveau bleiben würden.

Im Hinblick auf die geldpolitischen Sondermaßnahmen bestätigte der EZB-Rat, dass die Ankäufe im Rahmen des APP im derzeitigen Umfang von monatlich 60 Mrd € bis Ende Dezember 2017 beibehalten würden. Der Nettoerwerb von Vermögenswerten solle ab Januar 2018 bis Ende September 2018 oder erforderlichenfalls darüber hinaus im Umfang von monatlich 30 Mrd € fortgesetzt werden und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkenne, die mit seinem Inflationsziel vereinbar sei. Sollte sich der Ausblick eintrüben oder sollten die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung im Einklang stehen, so sei der EZB-Rat bereit, das Ankaufprogramm im Hinblick auf Umfang und/oder Dauer auszuweiten. Das Eurosystem werde die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere nach Abschluss des Nettoerwerbs von Vermögenswerten für längere Zeit und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit wieder anlegen. Dies werde sowohl zu günstigen Liquiditätsbedingungen als auch zu einem angemessenen geldpolitischen Kurs beitragen.

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

Einleitende Bemerkungen

<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is171214.de.html>

Pressemitteilung

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp171214.de.html>

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 22. Februar 2018 vorgesehen.

**Europäische Zentralbank** Generaldirektion Kommunikation  
Internationale Medienarbeit, 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.**