

22. Februar 2018

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

am Mittwoch und Donnerstag, 24.-25. Januar 2018
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 13.-14. Dezember 2017 hätten die Zinsstrukturkurven deutscher und US-amerikanischer Staatsanleihen einen steileren Verlauf angenommen, herbeigeführt durch höhere langfristige Zinsen, nachdem zuvor eine Abflachung beobachtet worden sei. Die Laufzeitprämie habe sich erhöht, wozu sowohl reale als auch nominale Kräfte beigetragen zu haben schienen. Der Anstieg der Prämie sei wahrscheinlich zum Teil auf Veränderungen der erwarteten weltweiten Angebots- und Nachfrageentwicklung sicherer Anleihen und auf eine vorsichtige Neubewertung der Risiken bezüglich der mittelfristigen Inflationsaussichten durch die Anleger zurückzuführen.

Unterdessen lägen die Inflationsrisikoprämien in den Vereinigten Staaten wie auch im Euro-Währungsgebiet weiterhin im negativen Bereich oder an der Schwelle dazu. Mitverantwortlich für die jüngste weltweite Veränderung der Inflationsrisikoprämien seien möglicherweise die ausgeprägte und anhaltende Zunahme der Ölpreise sowie die gute Wirtschaftslage.

An der EONIA-Terminzinskurve lasse sich ablesen, dass sich die Einschätzung der geldpolitischen Aussichten im Euroraum seit Mitte Dezember verändert habe. Von der geldpolitischen Sitzung im Dezember bis zu dem Tag vor der Veröffentlichung der Zusammenfassung dieser Sitzung habe die Terminzinskurve des EONIA einen merklich steileren Verlauf angenommen. Die Veröffentlichung der Zusammenfassung habe diesen Trend noch verstärkt. Die EONIA-Terminzinskurve signalisiere zudem, dass die Marktteilnehmer zu einem früheren Zeitpunkt mit der ersten Leitzinserhöhung durch die EZB rechneten, wenngleich andere Indikatoren darauf hindeuteten, dass dies auch mit veränderten Markterwartungen in Bezug auf das Ende des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zusammenhängen könnte.

An den Devisenmärkten sei seit der geldpolitischen Sitzung vom Dezember eine beständige und breit angelegte Aufwertung des Euro zu beobachten. Die gegenwärtige Situation zeichne sich durch einen Kursanstieg der Gemeinschaftswährung im Zusammenspiel mit einer allgemeinen Schwäche des US-Dollar aus.

Mit Blick auf die Aktienmärkte merkte Herr Cœuré an, dass sich die Lage im Eurogebiet etwas anders darstelle als in den Vereinigten Staaten. Im Euroraum legten Stabsschätzungen den Schluss nahe, dass die kumulierten Kursgewinne im vorangegangenen Jahr vollumfänglich auf die verbesserten Gewinnerwartungen im Zusammenhang mit dem kräftigen Wirtschaftsaufschwung zurückzuführen seien. Indessen seien die besseren Gewinnaussichten in den USA nur für einen kleinen Teil der im Jahr 2017 erzielten Kursgewinne verantwortlich.

Abschließend kam Herr Cœuré mit der Jahresentwicklung des Repo- und des Devisenswapmarktes auf ein eher strukturelles Thema zu sprechen. Der Repomarkt habe sich dank der frühzeitigen Vorbereitung der Märkte auf bilanzielle Restriktionen zum Jahresende insgesamt weiterhin widerstandsfähig gezeigt. Anders als Ende 2016 hätten die impliziten Zinssätze für sich auf den Jahresultimo erstreckende Transaktionen diesmal annähernd den tatsächlichen Zinssätzen entsprochen. Die Marktteilnehmer berichteten, dass die Wertpapierleihgeschäfte des Eurosystems ebenfalls in erheblichem Umfang zu einem Nachlassen der Spannungen beigetragen hätten. Auch am Devisenswapmarkt sei der Anstieg der impliziten US-Dollar-Sätze bei Geschäften, die sich auf den Jahresultimo erstreckten, 2017 spürbar geringer ausgefallen als 2016.

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:

Mit Blick auf das außenwirtschaftliche Umfeld habe sich die Weltkonjunktur weiter gefestigt und gebe es Anzeichen für eine konjunkturelle Belebung der Investitionstätigkeit. Das Wachstum der weltweiten Wareneinfuhren habe sich im Oktober 2017 verlangsamt. Die Handelsindikatoren tendierten indes weiterhin relativ stark nach oben. So habe der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Auftragseingang im Exportgeschäft im Dezember erneut auf einem hohen Niveau und über seinem langfristigen Durchschnitt gelegen.

Ungeachtet des zunehmend synchron verlaufenden weltweiten Konjunkturaufschwungs sei der zugrunde liegende Preisdruck nach wie vor gedämpft. Der jährliche Verbraucherpreisanstieg in den OECD-Ländern habe sich, bedingt durch eine stärkere Erhöhung sowohl der Energie- als auch der Nahrungsmittelpreise, von 2,2 % im Oktober auf 2,4 % im November beschleunigt. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet sei die jährliche Teuerungsrate im OECD-Raum mit 1,9 % stabil geblieben. Trotz zunehmend angespannter Arbeitsmärkte in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften entwickle sich die Inflation weiterhin verhalten. Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Dezember seien die Preise für sonstige Rohstoffe (ohne Öl) um 7 % gestiegen. Die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent hätten sich um 7,5 % erhöht und am 23. Januar 2018 auf 69,6 USD belaufen. Im selben Zeitraum habe der Euro gegenüber dem US-Dollar und in geringerem Maße auch in nominaler effektiver Rechnung gegenüber den Währungen der 38 wichtigsten Handelspartner des Euroraums aufgewertet.

Der konjunkturelle Aufschwung im Euro-Währungsgebiet sei nach wie vor solide und breit angelegt. In der dritten Datenveröffentlichung von Eurostat sei das vierteljährliche BIP-Wachstum im Eurogebiet für das dritte Quartal 2017 von 0,6 % auf 0,7 % nach oben revidiert worden. Die seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Dezember eingehenden Daten seien insgesamt unerwartet positiv ausgefallen. Günstige Finanzierungsbedingungen, stetige Einkommens- und Gewinnzuwächse sowie ein robuster Arbeitsmarkt blieben die maßgeblichen Stützen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage.

Nach einem Plus von 0,6 % im zweiten Vierteljahr gegenüber dem Vorquartal seien die realen privaten Konsumausgaben im dritten Jahresviertel 2017 um 0,4 % gestiegen und profitierten dabei weiterhin von einem soliden Wachstum des Arbeitseinkommens sowie von der niedrigen Sparquote. Die Stärke des Aufschwungs

am Arbeitsmarkt habe sich bestätigt, wobei die Beschäftigung im Euroraum im dritten Quartal 2017 um 1,7 % gegenüber dem Vorjahr zugenommen habe. Seit dem Tiefstand im zweiten Vierteljahr 2013 habe sich die Zahl der Beschäftigten um 7,4 Millionen erhöht. Aus den monatlichen Handelsdaten zu den Warenausfuhren in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehe hervor, dass von der Außenwirtschaft nach wie vor solide Impulse für die Konjunktur im Euroraum ausgingen. Zudem signalisierten auch Umfrageindikatoren auf kurze Sicht eine anhaltend kräftige Exportdynamik.

Ein Vergleich der Prognosen anderer öffentlicher und privatwirtschaftlicher Institutionen habe ergeben, dass die jüngsten Korrekturen der Wachstumsaussichten für das Eurogebiet in Anbetracht der aufwärtsgerichteten Daten ebenfalls positiv ausgefallen seien.

Was die Preisentwicklung im Euroraum anbelange, so habe sich die Teuerung nach dem HVPI von 1,5 % im November auf 1,4 % im Dezember 2017 verlangsamt. Grund hierfür sei in erster Linie die Entwicklung der Energiepreise. Unterdessen seien die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation zuletzt niedriger ausgefallen als zur Jahresmitte 2017 und ließen bislang noch keine überzeugenden Anzeichen eines dauerhaften Aufwärtstrends erkennen. Der Inflationsdruck entlang der Preiskette sei nach wie vor weitgehend stabil und gedämpft.

Was die Lohnentwicklung betreffe, so sei die jährliche Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im dritten Quartal 2017 mit 1,7 % unverändert gegenüber dem Vorquartal, liege jedoch über dem im zweiten Quartal 2016 verzeichneten Tiefstand von 1,1 %.

Die in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2017 enthaltenen Inflationsaussichten seien mit anderen wichtigen Prognosen für 2018 vergleichbar, für 2019 und 2020 befänden sie sich indes am unteren Ende der Spanne. Dem von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) für das erste Quartal 2018 seien durchschnittliche Inflationserwartungen für 2018, 2019 und 2020 von 1,5 %, 1,7 % bzw. 1,8 % zu entnehmen. Gegenüber der vorangegangenen Erhebung bedeute dies eine Aufwärtsrevision um 0,1 Prozentpunkte für 2018 und 2019. Die marktbasierenden Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen seien weiter gestiegen und folgten damit dem seit Mitte 2017 beobachteten allmählichen Aufwärtstrend. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren liege derzeit bei 1,78 %.

Zu den Finanzierungsbedingungen wurde angemerkt, dass sich die EONIA-Terminzinsen in allen Laufzeiten erhöht hätten. Zugleich zeigten die Indizes der Finanzierungsbedingungen keine wesentliche Veränderung. Die höheren Aktienbewertungen im Eurogebiet implizierten zwar eine gewisse Lockerung, doch sei diese durch eine gleichzeitige Straffung aufgrund des Anstiegs der Zinsen und des Euro-Wechselkurses weitgehend aufgewogen worden. Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum fänden nach wie vor sehr günstige Finanzierungsbedingungen vor. Die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften seien Schätzungen zufolge mit rund 4,4 % im Großen und Ganzen auf einem konstanten Niveau geblieben.

Die monetäre Dynamik sei im November abermals robust gewesen, wobei die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 seit Beginn des APP um den Wert von 5 % schwanke. Auch die allmähliche Belegung der Kreditvergabe habe sich fortgesetzt. Diese Entwicklung sei vor allem auf ein höheres jährliches

Wachstum der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen. Indes habe sich die entsprechende Rate bei den privaten Haushalten kaum verändert. Gestützt worden sei die Kreditentwicklung erneut durch die niedrigen Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte. Aus den Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet für das vierte Quartal 2017 gehe hervor, dass die Richtlinien für die Gewährung von Krediten an private Haushalte gelockert worden und bei den Unternehmenskrediten weitgehend unverändert geblieben seien. Die Kreditnachfrage habe in allen Darlehenskategorien weiter zugenommen.

Mit Blick auf die Finanzpolitik schließlich stehe zu erwarten, dass der finanzpolitische Kurs im Eurogebiet – gemessen an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos – im Jahr 2018 leicht expansiv und 2019 sowie 2020 weitgehend neutral ausfalle.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend stellte Herr Praet fest, dass sich die Finanzierungsbedingungen seit der geldpolitischen Sitzung im Dezember 2017 zwar nicht spürbar verändert hätten, jedoch die Erwartungen bezüglich der Entwicklung der kurzfristigen Zinsen gestiegen seien und die Wechselkursvolatilität zugenommen habe. Dies erkläre sich zum Teil durch eine erhöhte Sensitivität der Marktteilnehmer gegenüber wahrgenommenen Veränderungen der Kommunikation im Hinblick auf die Forward Guidance der EZB. Die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte seien insbesondere vor dem Hintergrund der verbesserten gesamtwirtschaftlichen Aussichten weiterhin sehr günstig.

Die aktuellen Daten deuteten auf einen weiteren Anstieg des Expansionstempos der Wirtschaft hin. Die Risiken für die Wachstumsaussichten seien nach wie vor weitgehend ausgewogen, wobei auf kurze Sicht gewisse Aufwärtsrisiken bestünden. Abwärtsrisiken ergäben sich weiterhin vor allem im Zusammenhang mit globalen Faktoren, einschließlich der Entwicklung an den Devisenmärkten.

Unterdessen habe sich der Konjunkturaufschwung noch nicht in einer höheren zugrunde liegenden Inflation niedergeschlagen. Der Preisdruck sei weiterhin gedämpft, und die Messgrößen der zugrunde liegenden Teuerung ließen bislang noch keine überzeugenden Anzeichen eines dauerhaften Aufwärtstrends erkennen. Gleichwohl werde der EZB-Rat durch die beschleunigte Konjunktdynamik und den anhaltenden Abbau der wirtschaftlichen Unterauslastung in seiner Zuversicht bestärkt, dass sich die Teuerungsrate in Richtung des Ziels entwickeln werde.

Da die Annäherung an das Inflationsziel nur allmählich erfolge, seien aus geldpolitischer Sicht nach wie vor Geduld und Beharrlichkeit geboten. Es bedürfe weiterhin einer umfangreichen geldpolitischen Akkommodierung, damit sich Inflationsdruck aufbaue und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht gestützt werde.

Auf der Grundlage dieser Einschätzung schlug Herr Praet vor, die auf der geldpolitischen Sitzung im Oktober 2017 gefassten Beschlüsse, einschließlich sämtlicher Elemente der Forward Guidance, zum gegenwärtigen Zeitpunkt zu bestätigen. Die Stärke der Forward Guidance liege in der Beständigkeit der Kommunikation über einen längeren Zeitraum.

Daher müsse der EZB-Rat in seiner Kommunikation: a) das robuste Expansionstempo der Wirtschaft bestätigen, b) sein Vertrauen bekräftigen, dass der Konjunkturaufschwung schließlich zu einer Annäherung der Inflation an das Ziel der EZB führen werde, und c) erneut darauf hinweisen, wie wichtig Geduld und Beharrlichkeit in der Geldpolitik seien, damit sich Inflationsdruck aufbaue, durch den sich die Teuerung auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zubewege.

Mit Blick auf die Zukunft werde der EZB-Rat auch weiterhin die Fortschritte hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung prüfen. Seine Beurteilung basiere wie bereits mitgeteilt auf drei Kriterien: Erstens solle die Inflation einem Pfad folgen, der auf mittlere Sicht zu einem Niveau von unter, aber nahe 2 % führe, und es dürften keine Zweifel an der Entschlossenheit bestehen, dieses Ziel zu erreichen. Zweitens sollten die sich ergebenden Teuerungsraten nicht in unangemessener Weise von diesem Pfad abweichen. Drittens müsse die Entwicklung auch bei einer geringeren Unterstützung durch die Geldpolitik aufrechterhalten werden. Sobald der EZB-Rat diese Kriterien als erfüllt ansehe, werde der Nettoerwerb von Vermögenswerten im Einklang mit der Forward Guidance beendet. Weiterhin ausschlaggebend für die Inflationsentwicklung seien ab diesem Zeitpunkt dann noch die Fortsetzung der Reinvestitionen von Tilgungsbeiträgen über einen längeren Zeitraum sowie das Belassen der Leitzinsen auf ihrem aktuellen Niveau weit über das Ende der Nettokäufe hinaus.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche und monetäre Analyse

Mit Blick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Sitzungsteilnehmer weitgehend die von Herrn Praet eingangs vorgetragene Einschätzung der Aussichten und Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet. Die jüngsten Daten und Umfrageergebnisse zeigten, dass sich die solide und breit angelegte Wachstumsdynamik – getragen von den sehr günstigen Finanzierungsbedingungen – fortgesetzt habe. Außerdem deuteten sie mit Blick nach vorn auf ein robustes Tempo des Wirtschaftswachstums hin. Aktuelle Informationen untermauerten den positiven Wachstumsausblick, der aus den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2017 hervorgehe und auch der jüngsten Aktualisierung des IWF zu den Aussichten des Euro-Währungsgebiets zu entnehmen sei; darin sei die Wachstumsprognose für den Euroraum für 2018 und 2019 deutlich nach oben korrigiert worden.

Im Hinblick auf die Perspektiven und Risiken für das außenwirtschaftliche Umfeld stimmten die Sitzungsteilnehmer darin überein, dass die aktuellen Indikatoren im Zeichen einer weiteren Verbesserung der Weltwirtschaft und des internationalen Handels stünden. Das Bild einer robusten weltwirtschaftlichen Expansion werde durch die jüngste Aktualisierung des IWF gestützt, der zufolge die globalen Prognosen für das laufende und das kommende Jahr nach oben revidiert worden seien. Auch der Welthandel, der zuletzt höhere Zuwachsraten verzeichnet habe als die globale Konjunktur, weise eine kräftige Dynamik auf. Die Risiken für das Weltwirtschaftswachstum wurden jedoch insgesamt noch immer als abwärtsgerichtet eingeschätzt. Wenngleich die jüngste Steuerreform in den Vereinigten Staaten auf kurze Sicht stärker als erwartet auf das Wirtschaftswachstum durchschlagen könne, stellten geopolitische Unsicherheiten sowie die

Ungewissheit bezüglich der politischen Aussichten in einigen großen Volkswirtschaften, darunter die Gefahr eines zunehmenden Handelsprotektionismus, nach wie vor Abwärtsrisiken dar. Zudem habe die vorangegangene Aufwertung des Euro bislang zwar noch keine wesentlichen negativen Auswirkungen auf die Auslandsnachfrage im Eurogebiet gehabt, doch ergebe sich aus der Volatilität an den Devisenmärkten ein weiteres Risiko, das beobachtet werden müsse.

Mit Blick auf die Konjunktur im Euroraum waren sich die Anwesenden einig, dass die jüngsten Indikatoren weitere Belege für ein robustes und breit angelegtes Wirtschaftswachstum lieferten, das sich mit Zuwachsraten oberhalb des derzeit geschätzten Potenzialwachstums fortsetzen werde. Die kräftige Konjunkturdynamik führe zu einem Abbau der wirtschaftlichen Unterauslastung und zu einer steigenden Kapazitätsauslastung. Angesichts der positiven Entwicklung der Kurzfristindikatoren bestehe die Möglichkeit, dass das vierteljährliche Wachstum des realen BIP zum Jahresende hin wieder höher als erwartet ausgefallen sei.

In Bezug auf die wichtigsten Nachfragekomponenten wurde festgestellt, dass die starke Ausweitung der privaten Konsumausgaben gestützt durch Beschäftigungszuwächse anhalte. Bei den Unternehmensinvestitionen sei angesichts der äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen, einer besseren Ertragslage der Unternehmen und einer soliden Nachfrage ein Anstieg zu verzeichnen. Auch die Wohnungsbauinvestitionen hätten in den vergangenen Quartalen weiter zugelegt. Die Aussichten für die Binnennachfrage würden zudem durch eine anhaltende Verbesserung der Bilanzen von privaten Haushalten und Unternehmen gestärkt, was durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB begünstigt werde. Unterdessen setze die breit angelegte weltwirtschaftliche Expansion Impulse für die Ausfuhren des Euroraums.

Die Ratsmitglieder erörterten auch die Arbeitsmarktentwicklung und den noch bestehenden Unterauslastungsgrad am Arbeitsmarkt des Eurogebiets. Trotz weiterer positiver Entwicklungen am Arbeitsmarkt mit einer erneuten Zunahme der Beschäftigung und der geleisteten Arbeitsstunden sei besonders zu beachten, dass Letztere noch nicht wieder auf ihr Vorkrisenniveau zurückgekehrt seien. Es wurde darauf hingewiesen, dass die im Vorkrisenvergleich geringere Anzahl an durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden als Beleg für eine anhaltende Unterauslastung am Arbeitsmarkt betrachtet werden könnte.

Mehrere Argumente wurden vorgebracht, denen zufolge der seit der Krise verzeichnete Rückgang der durchschnittlichen Arbeitsstunden zumindest bis zu einem gewissen Grad eher strukturelle Gründe haben könnte. Möglicherweise sei er zum Beispiel Ausdruck einer veränderten sektoralen Zusammensetzung der Volkswirtschaft, wie des Trends zu größeren Dienstleistungssektoren und steigenden Erwerbsquoten von Frauen. Es gebe auch Anzeichen dafür, dass ein beachtlicher Anteil der Teilzeitarbeit und befristeten Beschäftigung in einigen Ländern eher als persönliche Entscheidung denn als Ausdruck von Unterbeschäftigung zu werten sei.

Gleichwohl wurde festgestellt, dass die Erwartungen hinsichtlich der Langzeitarbeitslosigkeit im Survey of Professional Forecasters für das erste Quartal 2018 auf 7,5 % gesunken seien, verglichen mit annähernd 8 % in der vorherigen Befragungsrunde. Dieser Rückgang der Erwartungen könne als Bestätigung der positiven Ergebnisse gesehen werden, die durch Strukturreformen erzielt worden seien. Zugleich könnten die Resultate

angesichts der tatsächlichen Arbeitslosenquote im Euroraum von derzeit 8,7 % auch dahingehend interpretiert werden, dass der Arbeitsmarkt immer noch ein erhebliches Maß an Unterauslastung aufweise.

Zur jüngsten Entwicklung der Wechselkurse gab es verschiedene Anmerkungen. Die Geldpolitik der EZB zielt zwar nicht auf den Euro-Wechselkurs ab, doch würden Wechselkursbewegungen insoweit als wichtig angesehen, als sie Einfluss auf die Wachstums- und die Inflationsaussichten nähmen. Es wurde zudem in Anlehnung an frühere Diskussionen im EZB-Rat daran erinnert, dass es wichtig sei, die hinter der Aufwertung des Euro stehenden Hauptfaktoren zu berücksichtigen, da sich eine Veränderung des Wechselkurses je nach zugrunde liegender Ursache unterschiedlich auf die Wirtschaftsaktivität und die Preise auswirken könne.

Die Aufwertung des Euro könne zum Teil mit einer positiveren wirtschaftlichen Einschätzung des Euroraums infolge des dortigen Konjunkturaufschwungs im Zusammenhang stehen. Es wurde das Argument vorgebracht, dass eine mit einer positiven Entwicklung der Inlandsnachfrage verbundene Währungsaufwertung geringere Effekte auf die Teuerung haben dürfte, da die Unternehmen vermutlich die gute Wirtschaftslage dazu nutzen würden, ihre Gewinnmargen, die sie während der Krise reduziert hätten, wieder auszuweiten. In der jüngeren Vergangenheit hätten sich jedoch auch andere Faktoren in der Aufwertung des Euro niedergeschlagen, darunter die Kommunikation über Wechselkurse und den geldpolitischen Ausblick in wichtigen Währungsräumen. In solchen Fällen könne der Effekt auf die Inflation ausgeprägter ausfallen.

Es wurde auch darauf hingewiesen, dass sich der bilaterale Euro-Wechselkurs zum US-Dollar stärker verändert habe als der nominale effektive Wechselkurs des Euro. Dies habe dazu geführt, dass die Marktteilnehmer die jüngste Wechselkursvolatilität eher auf die Schwäche des US-Dollar zurückgeführt hätten und weniger auf die Stärke des Euro. Dennoch sei die Schwäche des US-Dollar angesichts der positiven Datenveröffentlichungen der letzten Zeit sowie des fiskal- und geldpolitischen Ausblicks in den Vereinigten Staaten nicht so einfach zu erklären. Dieser Umstand sei auch bei der Beurteilung der Auswirkungen der Euro-Aufwertung auf die Wirtschaft im Euroraum zu bedenken. Darüber hinaus könne eine Aufwertung gegenüber einer Fakturierungswährung wie dem US-Dollar eine stärkere Wirkung haben, als die Gewichtung im effektiven Wechselkurs vermuten lasse.

Zudem werde die Wirkung auf die Wirtschaft im Eurogebiet auch vom Umfang und der Beständigkeit der Währungsaufwertung abhängen. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass der Euro in der Vergangenheit ausgeprägte Kursschwankungen gezeigt habe und dass den eher begrenzten Möglichkeiten der Ökonomen, künftige Wechselkursentwicklungen (einschließlich des Risikos einer weiteren Euro-Aufwertung) vorauszusagen, Rechnung getragen werden müsse.

Es wurden auch Bedenken angesichts der jüngst auf internationaler Ebene geäußerten Verlautbarungen zur Wechselkursentwicklung und zum allgemeinen Stand der internationalen Beziehungen laut. Vor diesem Hintergrund wurde die Bedeutung der Einhaltung von vereinbarten Erklärungen zum Wechselkurs hervorgehoben, darunter die Erklärung im Rahmen des im Oktober 2017 veröffentlichten Kommuniqués anlässlich der 36. Sitzung des Internationalen Währungs- und Finanzausschusses des IWF, in dem festgehalten wurde, dass sich eine übermäßige Volatilität oder ungeordnete Wechselkursschwankungen negativ auf die Wirtschafts- und Finanzstabilität auswirken könnten und dass die Mitglieder auf

wettbewerbsbedingte Abwertungen sowie die Verfolgung von Wechselkurszielen zu Wettbewerbszwecken verzichten würden.

Insgesamt bestand allgemein Einigkeit darüber, dass die jüngsten Wechselkursschwankungen des Euro einen Unsicherheitsfaktor darstellten, der wegen seiner möglichen Auswirkungen auf die mittelfristigen Preisstabilitätsaussichten beobachtet werden müsse.

Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Euroraums wurden als nach wie vor weitgehend ausgewogen beurteilt, was der auf der letzten geldpolitischen Sitzung vorgetragenen Einschätzung entsprach.

Die eingangs von Herrn Praet dargelegte Beurteilung der Preisentwicklung traf auf breite Zustimmung. Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet sei im Dezember 2017 auf 1,4 % gesunken, verglichen mit einem Wert von 1,5 % im November. Dieser Rückgang sei hauptsächlich auf die Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen. Die jährliche am HVPI gemessene Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel habe im Dezember 2017 stabil bei 0,9 % und damit auf dem gleichen Niveau wie in den beiden Vormonaten gelegen, jedoch leicht unter den Mitte 2017 verzeichneten Raten, wobei der Ausblick für die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation als weitgehend unverändert angesehen wurde.

Die Ratsmitglieder stimmten darin überein, dass sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euroraum – teilweise aufgrund von Sonderfaktoren – weiterhin verhalten entwickelt hätten und bislang noch keine überzeugenden Anzeichen für einen dauerhaften Aufwärtstrend zu erkennen seien. Es stehe jedoch zu erwarten, dass die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation, getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung, der damit verbundenen Absorption der wirtschaftlichen Unterauslastung und steigenden Löhnen, mittelfristig allmählich zunehmen würden. Insbesondere wurde angeführt, dass die Zuversicht in Bezug auf das Basisszenario für die Inflationsaussichten durch die kräftige Konjunkturdynamik, den anhaltenden Abbau der Unterauslastung und die zunehmende Kapazitätsauslastung weiter gestärkt werde.

Es wurde erneut auf die auch in anderen großen Volkswirtschaften zu beobachtende Diskrepanz zwischen der anhaltenden Ausweitung der Wirtschaftstätigkeit und der relativ verhaltenen Entwicklung der Teuerung hingewiesen. Positiv wurde dagegen angemerkt, dass die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation trotz der Währungsaufwertung bislang stabil geblieben seien. Ferner wurde festgestellt, dass sich die jährliche am HVPI gemessene Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel, die vor der Finanzkrise im Schnitt bei rund 1,5 % gelegen habe, den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2017 zufolge im Jahr 2020 auf 1,8 % belaufen werde. Es wurde jedoch darauf verwiesen, dass die zugrunde liegende Inflation für den Fall, dass anhaltend positive Beiträge der Komponenten Energie und Nahrungsmittel zur Preisentwicklung ausblieben, höher ausfallen müsse als der vor der Krise verzeichnete Durchschnittswert, damit die EZB ihr Inflationsziel dauerhaft erreichen könne.

Was das Lohnwachstum betreffe, so habe sich die Jahresänderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer seit dem zweiten Quartal 2016 leicht erhöht und im dritten Jahresviertel 2017 auf 1,7 % belaufen. Wenngleich die Lohndynamik nach wie vor als relativ verhalten angesehen wurde, sei davon auszugehen, dass sich der Kostendruck mit dem fortschreitenden Konjunkturaufschwung und der Verringerung der Unterauslastung am Arbeitsmarkt allmählich verstärken werde. Frühere Prognosen zur

Lohnentwicklung seien aber zu hoch ausgefallen, und es bestehe noch immer Unsicherheit hinsichtlich des in den Projektionen unterstellten Anstiegs.

Die Ratsmitglieder nahmen auch die jüngste Entwicklung der Inflationserwartungen zur Kenntnis. Sowohl die markt- als auch die umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen seien im Großen und Ganzen unverändert geblieben.

In Bezug auf die monetäre Analyse stimmten die Ratsmitglieder der eingangs von Herrn Praet dargelegten Einschätzung zu. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 sei weiterhin robust. Die seit Anfang 2014 zu verzeichnende allmähliche Erholung der Kreditvergabe an den privaten Sektor setze sich vor dem Hintergrund einer weiteren Belebung des Wachstums der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte fort. Die Kreditexpansion werde nach wie vor von den sehr günstigen Finanzierungskosten für Unternehmen und Privathaushalte in den Euro-Ländern getragen. Allerdings wurde angemerkt, dass der Verschuldungsabbau im nichtfinanziellen privaten Sektor unterschiedlichen Messgrößen zufolge weiter vorangeschritten sei. Mit Blick auf die Aussichten für die Kreditentwicklung und auf die Finanzstabilität wurde dies als positiv bewertet. Zudem wurde auf die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für das vierte Quartal 2017 eingegangen, aus der hervorgehe, dass das Kreditwachstum noch immer von einer steigenden Nachfrage und einer weiteren Lockerung der allgemeinen Kreditvergabebedingungen gestützt werde.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen

Die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung des geldpolitischen Kurses fand breite Zustimmung. Die kräftige Konjunkturdynamik und der damit verbundene anhaltende Abbau der wirtschaftlichen Unterauslastung stärkten das Vertrauen weiter, dass sich die Teuerung 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. Alles in allem bestätige diese Einschätzung die nach wie vor bestehende Notwendigkeit einer umfangreichen geldpolitischen Akkommodierung, um eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung in Richtung des Inflationsziels des EZB-Rats sicherzustellen. Dies lege folglich nahe, die aktuelle Ausgestaltung der Geldpolitik unverändert zu belassen und die auf der geldpolitischen Sitzung im Oktober 2017 gefassten Beschlüsse nochmals zu bestätigen.

Die Ratsmitglieder waren sich überwiegend darin einig, dass der derzeitige geldpolitische Kurs noch immer weitgehend angemessen sei. Was die Finanzmarktbedingungen betreffe, so seien die Aktienkurse seit der letzten Sitzung weiter gestiegen, während sich die Erwartungen bezüglich der Entwicklung der Kurzfristzinsen nach oben verlagert und die Renditen langfristiger Staatsanleihen erhöht hätten. Parallel dazu habe der Euro aufgewertet. Es wurde angemerkt, dass die langfristigen Renditen insgesamt zwar etwas gestiegen seien, ein ähnliches Niveau jedoch bereits im Verlauf des letzten Jahres verzeichnet worden sei. Außerdem sei es unwahrscheinlich, dass diese Anstiege unmittelbar zu einer Verschärfung der Kreditvergabebedingungen für private Haushalte und Unternehmen führten, da insbesondere die Bankkreditzinsen erst mit einer gewissen Verzögerung auf restriktivere Bedingungen am Kapitalmarkt reagierten.

Es wurden mehrere Faktoren diskutiert, die zu der leichten Verschärfung bei einigen Indikatoren der Finanzierungsbedingungen beigetragen hätten. Zwar könnte diese zum Teil auf eine weitere Verbesserung der inländischen Fundamentaldaten zurückzuführen sein, aber auch von globalen Finanzierungsbedingungen ausgehende Übertragungseffekte und eine erhöhte Sensitivität der Finanzmärkte im Hinblick auf die Kommunikation zu Wechselkursen und Geldpolitik spielten eine Rolle. In diesem Zusammenhang wurde nochmals hervorgehoben, dass sich der geldpolitische Kurs in einem Umfeld gesamtwirtschaftlicher Aufhellung und unveränderter geldpolitischer Rahmenbedingungen unter sonst gleichen Bedingungen tendenziell automatisch expansiver auswirken werde.

Wenngleich die aktuellen Daten zum Wachstumsausblick für den Euroraum erneut positiver ausfielen, wurden sie als Bestätigung des aktuellen geldpolitischen Kurses gesehen, da die kräftige Wachstumsdynamik nach wie vor mit einem schwachen Preisdruck einhergehe.

Vor diesem allgemeinen Hintergrund stimmten die Ratsmitglieder weitgehend darin überein, dass es bezüglich der Inflationsentwicklung zwar Grund gebe, zunehmend zuversichtlich zu sein, aus geldpolitischer Sicht aber nach wie vor Geduld und Beharrlichkeit in Bezug auf eine nachhaltige Annäherung der Teuerungsrate an das Inflationsziel des EZB-Rats geboten seien. Daher sei es angebracht, den aktuellen geldpolitischen Kurs beizubehalten, der sich auf das gesamte Spektrum der geldpolitischen Instrumente beziehe. Entsprechend seien die bei der geldpolitischen Sitzung Ende Oktober gefassten Beschlüsse hinsichtlich des Nettoerwerbs von Vermögenswerten und der Reinvestitionen sowie der Leitzinsen zu bekräftigen; dies gelte auch für die Forward Guidance des EZB-Rats zu diesen Maßnahmen, einschließlich der darin festgelegten zeitlichen Abfolge der geldpolitischen Instrumente. Generell herrschte die Meinung vor, dass es zur Flankierung des Wirtschaftswachstums und des sich entsprechend bildenden Preisdrucks nach wie vor umfangreicher geldpolitischer Impulse bedürfe, um die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht zu stützen.

Es wurde daran erinnert, dass zwar die relative Bedeutung der Forward Guidance zu den Leitzinsen und des aufgebauten Bestands an Vermögenswerten für die allgemeine geldpolitische Ausrichtung mit der Zeit zunehme, die Inflationsentwicklung aber immer noch von den anhaltenden Impulsen des gesamten Spektrums geldpolitischer Maßnahmen der EZB, einschließlich des Nettoerwerbs von Vermögenswerten, abhängige.

Angemerkt wurden in diesem Zusammenhang die möglichen Auswirkungen des derzeitigen akkommodierenden geldpolitischen Kurses auf die Finanzstabilität in bestimmten Marktsegmenten wie zum Beispiel bei hochverzinslichen Unternehmensanleihen und Gewerbeimmobilien. Es wurde jedoch daran erinnert, dass die aktuell verfügbaren Daten auf keine erheblichen Nebeneffekte der geldpolitischen Maßnahmen der EZB auf die Finanzstabilität insgesamt hindeuteten und die makroprudenziellen Instrumente in jedem Fall als erste Verteidigungslinie zu betrachten seien, um möglichen Risiken für die Finanzstabilität zu begegnen.

Was die Kommunikation anbelangte, stieß der eingangs von Herrn Praet unterbreitete Vorschlag, in dem er sich für eine weitgehende Kontinuität der Kommunikation des EZB-Rats in der derzeitigen Phase aussprach, auf allgemeine Zustimmung.

Unter den Ratsmitgliedern herrschte weithin Einigkeit hinsichtlich der Notwendigkeit einer beständigen Kommunikation, die eine wiederholte Hervorhebung der Zuversicht im Hinblick auf die Inflationsaussichten beinhalte. Gleichzeitig müsse ein auf der vorhandenen breiten Palette an geldpolitischen Instrumenten und ihrer festgelegten zeitlichen Abfolge basierender geldpolitischer Kurs beibehalten werden. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass sich die geldpolitische Kommunikation weiter der Wirtschaftslage entsprechend im Einklang mit der Forward Guidance der EZB entwickeln werde, um abrupte oder ungeordnete Anpassungen in einer späteren Phase zu vermeiden. Veränderungen der Kommunikation wurden zum gegenwärtigen Zeitpunkt jedoch generell als verfrüht erachtet, da die Inflationsentwicklung trotz des robusten Expansionstempos der Wirtschaft weiterhin verhalten sei. Aus diesem Grund bekräftigte der EZB-Rat sein unerschütterliches Bekenntnis zu seinem Preisstabilitätsziel und insbesondere zu seiner Zusicherung, eine nachhaltige Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zu gewährleisten. Es wurde betont, dass es nach wie vor einer geduldigen und beständigen Geldpolitik bedürfe, während im Hinblick auf die Kommunikation des EZB-Rats Umsicht vonnöten sei.

Es bestand weitgehend Einigkeit darüber, die Bedenken des EZB-Rats hinsichtlich der jüngsten Wechselkursschwankungen des Euro zum Ausdruck zu bringen, die einen Unsicherheitsfaktor darstellten, der wegen seiner Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität beobachtet werden müsse. Vor diesem Hintergrund wurde es zudem als wichtig angesehen, die von den Staaten der G 7 und der G 20 vereinbarte Sprachregelung zur Wechselkursentwicklung zu bekräftigen, die das Bekenntnis zu marktbestimmten Wechselkursen und den Verzicht auf die Verfolgung von Wechselkurszielen zu Wettbewerbszwecken beinhalte.

Abschließend wurde abermals die nach wie vor bestehende Notwendigkeit entschlossener Reformbemühungen der Länder des Eurogebiets zur Stärkung des längerfristigen Wachstumspotenzials und zum Abbau von Schwachstellen unterstrichen. In diesem Zusammenhang wurde betont, dass die Stärkung der Wirtschafts- und Währungsunion weiterhin Priorität habe. Folglich seien die aktuellen Diskussionen über die Vollendung von Bankenunion und Kapitalmarktunion sowie über eine weitere Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion ausdrücklich zu begrüßen. Des Weiteren wurde in einer Wortmeldung darauf hingewiesen, dass sich in einer Reihe von Ländern, darunter auch in einigen, die über keinen oder nur einen begrenzten fiskalischen Spielraum verfügten, zunehmend eine finanzpolitische Lockerung abzeichne. Daher seien abermals Forderungen nach Einhaltung der bestehenden Fiskalregeln und nach der erneuten Aufstockung der Finanzpolster geboten, und zwar insbesondere in Ländern mit einer nach wie vor hohen Staatsverschuldung.

Die Sitzungsteilnehmer waren sich weitgehend darin einig, dass eine Aktualisierung der Kommunikation des EZB-Rats zu geldpolitischen Belangen schrittweise und im Einklang mit den Verbesserungen der mittelfristigen Inflationsaussichten erfolgen werde. Die Kommunikation entwickle sich naturgemäß im Einklang mit der Forward Guidance der EZB, wenn sich die Teuerungsrate weiter in Richtung des Inflationsziels des EZB-Rats bewegen werde, welches sich in den Kriterien für eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung widerspiegele. Die Sprachregelung zum geldpolitischen Kurs könne im frühen Jahresverlauf 2018 im Zuge der regelmäßigen Neubewertungen in den kommenden geldpolitischen EZB-Ratssitzungen überprüft werden. In diesem Zusammenhang gaben einige Ratsmitglieder ihrer Präferenz

für den Wegfall des Easing Bias, d. h. der tendenziell eher expansiven geldpolitischen Ausrichtung der Kommunikation des EZB-Rats zum APP Ausdruck, da dies die gestärkte Zuversicht hinsichtlich einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung zutreffend widerspiegele. Allerdings gelangten die Sitzungsteilnehmer zu dem Schluss, dass eine derartige Änderung verfrüht und noch nicht durch die gestärkte Zuversicht gerechtfertigt sei. Des Weiteren wurde zum wiederholten Male daran erinnert, dass der geldpolitische Kurs selbst nach Beendigung der Nettokäufe höchst akkommodierend bleiben werde, da die Inflationsentwicklung von einer länger anhaltenden Fortsetzung der Reinvestitionen sowie davon abhängt, dass die Leitzinsen auch deutlich nach Einstellung der Nettokäufe von Vermögenswerten durch die EZB auf ihrem gegenwärtigen Niveau bleiben.

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 Leitzinsen der EZB 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 der Nettoerwerb von Vermögenswerten im neuen Umfang von monatlich 30 Mrd € bis Ende September 2018 oder erforderlichenfalls darüber hinaus fortgeführt werden solle und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkenne, die mit seinem Inflationsziel im Einklang stehe. 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 APP 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 den Entwurf der „Einleitenden Bemerkungen“, die der Präsident und der Vizepräsident wie üblich nach der EZB-Ratssitzung in einer Pressekonferenz vortrugen.

Einleitende Bemerkungen

www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2018/html/ecb.is180125.de.html

Pressemitteilung

www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp180125.de.html

Sitzung des EZB-Rats, 24.-25. Januar 2018

Mitglieder

Herr Draghi, Präsident

Herr Constâncio, Vizepräsident

Herr Cœuré

Herr Costa*

Frau Georghadji

Herr Hansson

Herr Jazbec*

Herr Knot

Herr Lane

Frau Lautenschläger

Herr Liikanen

Herr Linde

Herr Makúch

Herr Mersch

Herr Nowotny*

Herr Praet

Herr Reinesch

Herr Rimšēvičs

Herr Smets

Herr Stournaras

Herr Vasiliauskas

Herr Vella

Herr Villeroy de Galhau*

Herr Visco

Herr Weidmann

* Mitglieder, die im Januar 2018 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

Sonstige Teilnehmer

Herr Dombrovskis, Vizepräsident der Europäischen Kommission**

Herr Teixeira, Sekretär, Generaldirektor Sekretariat

Herr Smets, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Volkswirtschaft

Herr Winkler, stellvertretender Sekretär für Geldpolitik, Senior-Berater, GD Volkswirtschaft

** Nach Artikel 284 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union.

Begleitpersonen

Herr Alves

Herr Bradeško

Herr Demarco

Frau Donnery

Herr Gaiotti

Frau Goulard

Herr Hernández de Cos

Herr Kaasik

Herr Kuodis

Herr Mooslechner

Herr Mrva

Herr Rutkaste

Herr Schoder

Herr Stavrou

Herr Swank

Herr Tavlas

Herr Ulbrich

Herr Välimäki

Herr Wunsch

Sonstige Mitarbeiter der EZB

Frau Graeff, Generaldirektorin Kommunikation

Herr Straub, Berater des Präsidenten

Herr Bindseil, Generaldirektor Finanzmarktoperationen

Herr Klöckers, Generaldirektor Wirtschaftliche Entwicklung, GD Volkswirtschaft

Herr Rostagno, Generaldirektor Geldpolitik, GD Volkswirtschaft

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 12. April 2018 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