

11. Oktober 2018

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

am Mittwoch und Donnerstag, 12.-13. September 2018
in Frankfurt am Main

.....
Mario Draghi

Präsident der Europäischen Zentralbank

Übersetzung: Deutsche Bundesbank

In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

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

Finanzmarktentwicklungen

Herr Cœuré gab folgenden Überblick über die Entwicklungen an den Finanzmärkten in der Zeit nach der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 25.-26. Juli 2018:

Die Währungen einiger Schwellenländer, darunter vor allem Argentinien und die Türkei, aber auch Brasilien und Südafrika, hätten eine erhöhte Volatilität aufgewiesen. An den Anleihemärkten hätten sich die Renditeabstände argentinischer und türkischer Staatsanleihen im Verhältnis stärker ausgeweitet als jene anderer aufstrebender Volkswirtschaften, wobei es nur geringe Anzeichen für Ansteckungseffekte gegeben habe.

Was die fortgeschrittenen Volkswirtschaften betreffe, so sei der EUR/USD-Wechselkurs gewissen Schwankungen unterworfen gewesen. Nach der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juli sei der Euro zunächst auf seinen niedrigsten Stand seit mehr als einem Jahr gefallen, habe einen Großteil der Verluste aber anschließend wieder wettgemacht. Seit etwa Mitte April, und insbesondere seit Mitte Juni, seien die spekulativen Netto-Long-Positionen in Euro auf ein weitgehend neutrales Niveau zurückgegangen, was zu einer Verstärkung der Volatilität des EUR/USD-Wechselkurses beigetragen haben könnte.

Mit Blick auf die Anleihemärkte in den Vereinigten Staaten dürften die Binnennachfrage und die Geldpolitik weiterhin einen Aufwärtsdruck auf die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen ausüben. Zugleich sei von der Zunahme der weltweiten Risiken und den Mittelzuflüssen in sichere US-Staatsanleihen wahrscheinlich ein Abwärtsdruck auf die Renditen ausgegangen, der den Aufwärtsdruck mehr oder weniger ausgeglichen habe. Darüber hinaus habe die weltweite Risikoaversion den Aufwertungsdruck auf den US-Dollar, der sich aus der Aufhellung der Konjunkturperspektiven und der Straffung des geldpolitischen Kurses in den Vereinigten Staaten ergeben habe, vermutlich verstärkt.

An den Anleihemärkten des Euro-Währungsgebiets hätten sich die Kurse italienischer Staatsanleihen in den vergangenen Wochen recht volatil entwickelt. Zuletzt hätten sie sich zwar etwas stabilisiert, jedoch auf einem deutlich höheren Niveau als vor dem Regierungswechsel in Italien. Vom italienischen Staatsanleihemarkt seien indes nur in sehr begrenztem Maße Ansteckungseffekte auf die übrigen europäischen Anleihemärkte ausgegangen.

An den Aktienmärkten habe der Euro STOXX 50 seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juli um rund 5 % nachgegeben und liege nun mehr als 10 % unter seinem Höchststand vom Januar 2018. Dieser Rückgang sei unter anderem den europäischen Banken zuzuschreiben, wie sich an der unterdurchschnittlichen Entwicklung des EURO STOXX Banks zeige. Demgegenüber seien die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten seit der Korrektur im Frühjahr 2018 kontinuierlich gestiegen, wobei der Standard-&-Poor's-500-Index derzeit 8 % über seinem zu Jahresbeginn 2018 verzeichneten Stand liege.

Was die geldpolitischen Erwartungen anbelange, so habe sich die Overnight-Index-Swap-(OIS-)Kurve seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 13.-14. Juni 2018 mehrfach abgeflacht, was darauf hindeute, dass sich die Normalisierung der Zinssätze nach Einschätzung der Märkte in einem langsameren Tempo vollziehen werde. In Bezug auf den erwarteten Zeitpunkt einer ersten Anhebung der Leitzinsen hätten sich jedoch seit der Sitzung vom 25.-26. Juli 2018 keine wesentlichen Änderungen ergeben. Während eine erste Erhöhung des Zinssatzes für die Einlagefazilität der EZB um 10 Basispunkte derzeit für das vierte Quartal 2019 eingepreist sei, deuteten Umfrageergebnisse auf einen etwas früheren Zeitpunkt hin, was zum Teil negativen Laufzeitprämien in den OIS-Sätzen geschuldet sein könnte.

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:

Was das außenwirtschaftliche Umfeld betreffe, so setze sich die Expansion der Weltwirtschaft in stetigem Tempo und mit Zuwachsraten nahe dem Potenzialwachstum fort, allerdings mit beträchtlichen Unterschieden zwischen den einzelnen Ländern. Die Inflations- und die Lohndynamik hätten etwas zugenommen. Zugleich habe sich der Welthandel abgeschwächt, während die Gefahr protektionistischer Maßnahmen weiter bestehe. Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juli seien die Preise für Rohöl der Sorte Brent auf US-Dollar-Basis um 8 % gestiegen und die Notierungen für Rohstoffe ohne Öl um 2,3 % gefallen. Der Euro habe in nominaler effektiver Rechnung etwas aufgewertet, gegenüber dem US-Dollar jedoch leichte Kursverluste verzeichnet.

Mit Blick auf den Euroraum wiesen die jüngsten Daten darauf hin, dass die im ersten Halbjahr 2018 verzeichnete Wachstumsverlangsamung einen Rückgang von den sehr hohen Zuwachsraten der vorangegangenen Quartale darstelle, was in erster Linie durch eine geringere Exportnachfrage bedingt gewesen sei. Die hochfrequenten Indikatoren hätten sich seit der Sitzung des EZB-Rats im Juli stabilisiert und lägen nach wie vor auf einem erhöhten Niveau, was die insgesamt robuste Konjunktorentwicklung unterstreiche. Gestützt durch anhaltende Zuwächse beim Arbeitseinkommen seien die privaten Konsumausgaben im zweiten Jahresviertel 2018 erneut kräftig gestiegen. Die rege Nachfrage und die hohen Gewinne kämen den Unternehmensinvestitionen weiterhin zugute. Die Kapazitätsauslastung im Investitionsgütergewerbe sei auf einem historischen Höchststand geblieben. Zugleich habe die Handelsdynamik im Eurogebiet im Mai weiter nachgelassen. Diese Abschwächung sei vor allem auf eine Verlangsamung des Handels mit Ländern außerhalb des Eurogebiets – insbesondere mit asiatischen Ländern – zurückzuführen und betreffe vornehmlich den Handel mit Vorleistungsgütern.

Diese Entwicklungen kämen auch in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2018 zum Ausdruck, denen zufolge sich das Wachstum des realen BIP im laufenden Jahr auf 2,0 %, im kommenden Jahr auf 1,8 % und 2020 auf 1,7 % belaufen werde; das Wachstum des realen BIP sei für 2018 und 2019 um jeweils 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert worden. Diese Korrekturen hingen vor allem mit einem schwächer als zuvor erwartet ausfallenden Außenbeitrag zusammen, worin sich wiederum eine Abwärtskorrektur der Auslandsnachfrage und ein

stärkerer effektiver Wechselkurs des Euro widerspiegeln. Diese Effekte glichen den positiven Einfluss niedrigerer Kreditzinsen und fiskalischer Impulse auf die Binnennachfrage wieder aus. Die von der EZB erstellten Projektionen lägen am unteren Ende der Bandbreite der sonstigen verfügbaren Prognosen für 2018 und 2019; für 2020 liege der Wert am oberen Ende der Spanne.

Was die Preisentwicklung anbelange, so habe die jährliche am HVPI gemessene Inflationsrate der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im August 2,0 % betragen, verglichen mit 2,1 % im Juli; im selben Zeitraum habe sich die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel von 1,1 % auf 1,0 % verringert. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich weiterhin verhalten, zeigten jedoch eine allmähliche Verbesserung. Die aktuellen Daten stützten die Einschätzung, dass der binnenwirtschaftliche Kostendruck an Stärke und Breite gewinne. Betrachte man die binnenwirtschaftliche Wertschöpfungskette, so nehme der Preisauftrieb auf der Erzeugerebene sowohl für Waren als auch für Dienstleistungen zu, und die Preise importierter Konsumgüter erhöhten sich wieder. In Bezug auf die Lohnentwicklung sei die Änderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von 1,9 % im ersten Jahresviertel 2018 auf 2,3 % im zweiten Quartal gestiegen.

Den Projektionen von Experten der EZB vom September 2018 zufolge dürfte sich die Gesamtinflation über den Projektionszeitraum hinweg in jedem Jahr auf 1,7 % belaufen; gegenüber den vom Eurosystem erstellten Projektionen vom Juni sei sie damit unverändert. Hinter der stabilen Entwicklung der durchschnittlichen jährlichen Teuerungsraten verberge sich nach wie vor ein Rückgang der Jahresänderungsrate der Energiekomponente, der auf den nachlassenden Effekt von Ölpreissteigerungen in der Vergangenheit zurückzuführen sei. Dies werde durch einen allmählichen Anstieg der zugrunde liegenden Inflation wieder wettgemacht, der seine Ursache in dem zunehmend hemmenden Effekt von Angebotsengpässen habe. Die Projektionen vom September stünden im Einklang mit den Prognosen anderer internationaler und privatwirtschaftlicher Institutionen.

Die marktbasierenden Inflationserwartungen hätten sich seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Juli kaum verändert.

Die Finanzierungsbedingungen hätten sich leicht verschärft, während die Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und der privaten Haushalte günstig blieben. Die Erwartungen im Hinblick auf den Zeitpunkt einer ersten Anhebung der EZB-Leitzinsen seien weitgehend unverändert. An den Aktienmärkten im Euroraum sei es seit der Sitzung des EZB-Rats vom Juli zu Kursverlusten gekommen, wobei sich die Gewinnerwartungen kaum geändert hätten. Die Finanzierungskosten der Unternehmen im Eurogebiet seien im historischen Vergleich insgesamt nach wie vor sehr günstig.

Was die Geldmengen- und Kreditentwicklung betreffe, so habe sich die Wachstumsrate der Geldmenge M3 im Juli auf 4,0 % abgeschwächt, was zum Teil durch eine volatile Entwicklung und Basiseffekte bedingt sei. Zugleich habe sich bei den Quellen der Geldschöpfung der Schwerpunkt vom Ankaufprogramm für Vermögenswerte (APP) in Richtung der privaten Kreditvergabe verlagert. Die Kreditzinsen der Banken im Euroraum seien nach wie vor günstig und lägen weiterhin in der Nähe ihrer historischen Tiefstände. Die zusammengesetzten Kreditfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften seien im Juli auf 1,6 % gesunken, während der gewichtete Zinssatz für Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit 1,8 % stabil geblieben sei.

Mit Blick auf die Finanzpolitik sei in Bezug auf den – an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos gemessenen – fiskalischen Kurs im Eurogebiet zu erwarten, dass sich dieser 2019 von „weitgehend neutral“ hin zu „leicht expansiv“ verschieben werde.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend stellte Herr Praet fest, dass sich die Finanzierungsbedingungen seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Juli zwar etwas verschärft hätten, die Kreditbedingungen für private Haushalte und Unternehmen aber noch immer sehr vorteilhaft seien.

Die aktuellen Daten, einschließlich der von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2018, bestätigten die bisherige Einschätzung eines über dem Potenzial liegenden, anhaltenden und breit angelegten Wirtschaftsaufschwungs im Eurogebiet. Die Wachstumsprognosen für 2018 und 2019 seien leicht nach unten korrigiert worden, was hauptsächlich auf eine schwächere Auslandsnachfrage zurückzuführen sei.

Die Risiken für den Wachstumsausblick könnten nach wie vor als weitgehend ausgewogen erachtet werden. Zugleich hätten Risiken im Zusammenhang mit einem drohenden Protektionismus, Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften und Finanzmarktvolatilität zuletzt weiter an Bedeutung gewonnen.

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation hätten sich zwar insgesamt verhalten entwickelt, seien jedoch gegenüber den früheren Tiefständen gestiegen. Gestützt durch das anhaltende Wirtschaftswachstum, eine hohe Kapazitätsauslastung und eine zunehmend angespannte Lage an den Arbeitsmärkten habe der binnenwirtschaftliche Kostendruck an Stärke und Breite gewonnen. Die Experten der EZB seien in ihren Projektionen vom September 2018 ebenso wie die Experten des Eurosystems in ihren Projektionen vom Juni 2018 davon ausgegangen, dass sich die Teuerung über den gesamten Projektionszeitraum hinweg auf 1,7 % belaufen werde.

Auf dieser Grundlage und im Einklang mit den in der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juni zum Ausdruck gebrachten Erwartungen schlug Herr Praet vor, erstens den Nettoerwerb von Vermögenswerten ab Oktober auf einen Umfang von monatlich 15 Mrd € bis Ende Dezember 2018 zu reduzieren. Zweitens solle erneut die Erwartung geäußert werden, dass der EZB-Rat – sofern neu verfügbare Daten die mittelfristigen Inflationsaussichten bestätigten – die Nettoankäufe Ende Dezember 2018 beenden werde. Und drittens sollten alle übrigen Elemente der Forward Guidance bezüglich der EZB-Leitzinsen sowie die Forward Guidance zur Wiederanlage von Tilgungsbeträgen im Rahmen des APP bekräftigt werden. Dies schließe die Erwartung ein, dass die Leitzinsen der EZB mindestens über den Sommer 2019, in jedem Fall aber so lange wie notwendig auf ihrem aktuellen Niveau bleiben würden, um eine fortgesetzte nachhaltige Annäherung der Teuerung an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sicherzustellen.

Dementsprechend solle die externe Kommunikation a) betonen, dass die aktuellen Daten den anhaltenden, breit angelegten Wirtschaftsaufschwung im Euro-Währungsgebiet bestätigten, b) hervorheben, dass die Risiken für den Wachstumsausblick nach wie vor als weitgehend ausgewogen angesehen werden könnten, und einräumen, dass die Risiken im Zusammenhang mit einem drohenden Protektionismus, Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften und Finanzmarktvolatilität zuletzt weiter an Bedeutung gewonnen hätten, c) unterstreichen, dass die Stärke der Wirtschaft im Euroraum das Vertrauen nähre, dass sich die nachhaltige Annäherung der Inflation an das Ziel des EZB-Rats fortsetzen und auch nach einer allmählichen Reduzierung

des Nettoerwerbs von Vermögenswerten anhalten werde, sowie d) bekräftigen, dass für eine weitere dauerhafte Annäherung der Teuerungsrate an das Ziel des EZB-Rats noch immer erhebliche geldpolitische Impulse erforderlich seien und diese Unterstützung weiterhin über den Nettoerwerb von Vermögenswerten bis zum Jahresende, den beträchtlichen Bestand an erworbenen Vermögenswerten wie auch die damit verbundenen Reinvestitionen sowie die erweiterte Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen der EZB erfolgen werde.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche und monetäre Analyse

Mit Blick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Mitglieder des EZB-Rats allgemein die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der Aussichten und Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet. Nach dem kräftigen Zuwachs im Jahr 2017 habe sich das Wachstum des realen BIP im ersten Halbjahr 2018 hauptsächlich aufgrund einer gesunkenen Auslandsnachfrage abgeschwächt. Jedoch bestätigten die jüngsten Konjunkturindikatoren und Umfrageergebnisse im Großen und Ganzen die bisherige Einschätzung eines über dem Potenzial liegenden, anhaltenden und breit angelegten Wirtschaftsaufschwungs im Eurogebiet, was sich auch weitgehend mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten der EZB vom September 2018 decke.

In Anbetracht der Aussichten und Risiken für das außenwirtschaftliche Umfeld waren sich die Sitzungsteilnehmer darin einig, dass sich das Wachstum der Weltwirtschaft in stetigem Tempo fortsetze. Das Bild einer anhaltenden wirtschaftlichen Expansion finde sich auch in den September-Projektionen wieder, die von einem Wachstum der globalen Wirtschaftstätigkeit (ohne den Euroraum) von 3,9 % im Jahr 2018 ausgingen, bevor sich dieses auf 3,7 % im Jahr 2020 verlangsamt; die Zahlen für 2018 und 2019 seien dabei gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni leicht nach unten korrigiert worden. Indes habe sich die Handelsdynamik etwas abgeschwächt, und die Ratsmitglieder waren der Auffassung, dass Unsicherheiten im Zusammenhang mit globalen Faktoren zunehmend in den Vordergrund getreten seien, wobei die Risiken für das außenwirtschaftliche Umfeld generell als abwärtsgerichtet eingeschätzt würden.

Die Sitzungsteilnehmer befassten sich eingehend mit den Folgen des Handelsprotektionismus für die weltwirtschaftlichen Aussichten. Es wurden Befürchtungen geäußert, dass Handelsspannungen – über etwaige direkte Auswirkungen aufgrund zusätzlicher Einfuhrzölle hinaus – einen allgemeiner angelegten Vertrauensverlust in der Weltwirtschaft hervorrufen könnten. Zugleich wurde betont, dass negative Vertrauenseffekte im Handel und bei den Investitionen bislang begrenzt geblieben und mit einer erheblichen Unsicherheit behaftet seien. Hervorgehoben wurde auch, dass die weltweiten Aufträge und Auslandsbestellungen den Umfragen zum Einkaufsmanagerindex zufolge zuletzt zurückgegangen seien.

Ferner erörterten die Sitzungsteilnehmer die Folgen der jüngsten Entwicklungen in den Schwellenländern. Es wurde angemerkt, dass der Wertverlust der Währungen der betroffenen Volkswirtschaften bisher recht begrenzt geblieben sei und sich im Wesentlichen auf Länder mit schwachen Fundamentaldaten, einer relativ hohen Auslandsverschuldung und insbesondere einer starken Abhängigkeit vom US-Dollar konzentriere.

Grundsätzlich wurde angeführt, dass das Wachstum der Schwellenländer in den vergangenen zehn Jahren einen beachtlichen Beitrag zur weltwirtschaftlichen Entwicklung geleistet habe und nun eine natürliche Korrektur statfinde. Zugleich gebe es Hinweise darauf, dass sich im Eurogebiet die Abhängigkeit von der Auslandsnachfrage durch einen steigenden Binnenkonsum verringere, was seine Widerstandsfähigkeit erhöhen dürfte.

Die Ratsmitglieder stimmten in Bezug auf den Euroraum im Allgemeinen mit den Aussichten in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftliche Projektionen vom September überein; es wurde angemerkt, dass die aktuellen Projektionen geringfügige Abwärtskorrekturen, aber keine erheblichen Abweichungen gegenüber den Juni-Projektionen des Eurosystems enthielten. Zusammen mit den jüngsten Konjunkturindikatoren und Umfrageergebnissen sei dies eine weitere Bestätigung dafür, dass das anhaltende Wirtschaftswachstum im Euroraum nach wie vor breit angelegt sei und sich mit Zuwachsraten oberhalb des Potenzialwachstums fortsetze. Während die Abschwächung des Wachstums im Eurogebiet im ersten Halbjahr 2018 zum Großteil auf eine gesunkene Auslandsnachfrage nach einem außergewöhnlich kräftigen Außenhandel im vergangenen Jahr zurückzuführen sei, spiegelten die über den Projektionszeitraum erwarteten rückläufigen Jahreswachstumsraten eine Konvergenz in Richtung des Potenzialwachstums wider. Es wurde betont, dass die Ergebnisse der jüngsten Umfragen, einschließlich jener der Europäischen Kommission und jener zum Einkaufsmanagerindex, historisch betrachtet weiterhin auf einem hohen Niveau lägen.

Indes seien zuletzt einige harte Daten weniger positiv ausgefallen als die weichen Indikatoren. Vor allem in mehreren großen Euro-Ländern seien beispielsweise die Zahlen für die Industrieproduktion im Juli rückläufig gewesen. Dies hänge teilweise mit niedrigeren Auslandsbestellungen zusammen, lasse sich aber in einigen Fällen unter anderem auch durch sektorspezifische Faktoren erklären.

Insgesamt herrschte die Auffassung vor, dass die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets bislang eine beachtliche binnenwirtschaftliche Widerstandsfähigkeit gezeigt habe und – bedingt durch eine höhere Kapazitätsauslastung und teilweise auch durch die seit der Finanzkrise in vielen Euro-Ländern durchgeführten weitreichenden Reformen – in den vergangenen Jahren robuster geworden sei. Zugleich sei jedoch Vorsicht geboten, da die gestiegene Unsicherheit des globalen Umfelds den Euroraum im Laufe der Zeit doch noch gravierender beeinflussen könne.

In Hinblick auf die jüngsten von Experten der EZB erstellten Projektionen für die Konjunktur im Euroraum – in deren Rahmen weiterhin von robusten Aussichten ausgegangen worden sei und lediglich geringfügige Korrekturen der Wachstumsprojektionen vorgenommen worden seien – gab es einige Anmerkungen. Es wurde darauf hingewiesen, dass die Aussichten für das Wachstum im Jahr 2018 nunmehr in zwei aufeinanderfolgenden Projektionsrunden nach unten revidiert worden seien, und zwar von 2,4 % in den Projektionen vom März 2018 auf 2,1 % in den Projektionen vom Juni und schließlich auf 2,0 % im September. Grund hierfür seien hauptsächlich die für das aktuelle Quartal vorliegenden ungünstigeren Daten gewesen, während die Veränderungen des realen BIP gegenüber dem Vorquartal begrenzt seien. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass einige der den Revisionen zugrunde liegenden Faktoren möglicherweise nicht zur Gänze temporärer Natur seien. In Bezug auf die Projektionen für das Exportwachstum im Eurogebiet wurde darauf verwiesen, dass die Exportmarktanteile den Annahmen zufolge über den Projektionszeitraum hinweg konstant blieben, was als ein recht günstiges Szenario angesehen werden könnte. Zugleich wurde eingeräumt, dass die jüngste Aufwertung des Euro größtenteils auf die

Entwicklung der türkischen Lira zurückzuführen sei und die Auswirkungen in den einzelnen Euro-Ländern daher wohl heterogener seien. Angeführt wurde auch, dass die schwächere Auslandsnachfrage größere Ansteckungseffekte für die Binnennachfrage nach sich ziehen könne. Wenngleich die Auswirkungen auf die Investitionen bislang begrenzt gewesen sein dürften, sei nicht sicher, dass dies weiterhin der Fall sein werde.

Mit Blick auf die Finanzpolitik wurde darauf verwiesen, dass ein expansiverer finanzpolitischer Kurs – der in mehreren großen Ländern zu erwarten sei – wahrscheinlich einen kräftigeren Wachstumsimpuls im Euroraum ausüben werde. Gleichzeitig bestehe das Risiko, dass sich eine prozyklische Finanzpolitik negativ auf die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft auswirken könne. Es wurde darauf hingewiesen, dass die Qualität der öffentlichen Ausgaben und deren Einfluss auf das Produktionspotenzial berücksichtigt werden sollten. Grundsätzlich sei angesichts des derzeit breit angelegten Wirtschaftswachstums eine erneute Aufstockung der Finanzpolster angezeigt. Zugleich sei eine im Zeitverlauf und länderübergreifend vollständige und einheitliche Umsetzung des finanz- und wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU nach wie vor unerlässlich, um die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft im Eurogebiet zu erhöhen.

Vor diesem Hintergrund bewerteten die Sitzungsteilnehmer allgemein die Risiken für die Wachstumsaussichten im Euroraum insgesamt als nach wie vor weitgehend ausgeglichen, wobei die Risiken im Zusammenhang mit einem zunehmenden Protektionismus, Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften und Finanzmarktvolatilität zuletzt weiter an Bedeutung gewonnen hätten. Zwar wurde angemerkt, dass auch einiges dafür spreche, die Risiken für die Konjunktur nun als abwärtsgerichtet einzuschätzen, da auf globaler Ebene eindeutig Abwärtsrisiken überwiegen. Die Ratsmitglieder kamen jedoch überein, dass die Beurteilung, wonach die Risiken weitgehend ausgeglichen seien, beibehalten werden solle, auch weil die zugrunde liegende Stärke der Wirtschaft der Einschätzung nach die Abwärtsrisiken für die Konjunktur abmildere.

In Bezug auf die Preisentwicklung traf die eingangs von Herrn Praet dargelegte Beurteilung auf breite Zustimmung. Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge habe die jährliche Gesamtteuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im August 2018 bei 2,0 % gelegen nach 2,1 % im Juli. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Rohöl dürften sich die jährlichen Gesamtinflationen im restlichen Jahresverlauf um das derzeitige Niveau herum bewegen. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation hätten sich zwar weiterhin insgesamt verhalten entwickelt, seien jedoch gegenüber den früheren Tiefständen gestiegen. Es wurde festgestellt, dass vor dem Hintergrund einer hohen Kapazitätsauslastung und einer zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten, die dem Lohnwachstum Auftrieb verliehen, der binnenwirtschaftliche Kostendruck an Stärke und Breite gewinne. Den Erwartungen gemäß werde die zugrunde liegende Inflation gegen Jahresende zunehmen und sich auf mittlere Sicht allmählich erhöhen.

Die Ratsmitglieder waren der Auffassung, dass die Inflationsaussichten durch die aktuellen Projektionen der EZB im Wesentlichen bestätigt würden. Obgleich die Gesamtteuerungsrate über den Projektionshorizont leicht unter dem Wert von 2 % bleiben dürfte, gehe man davon aus, dass sich der Inflationsausblick weiterhin im Großen und Ganzen erwartungsgemäß entwickeln sollte. Indes schienen die Aussichten mit weniger Unsicherheiten behaftet zu sein. Eine gewisse Zuversicht könne auch aus der jüngsten Entwicklung der Teuerung im OECD-Raum geschöpft werden, die offenbar anziehe. Die Kerninflation in den OECD-Ländern liege derzeit in etwa auf dem Niveau von 2007 und die Gesamtrate leicht darüber, sodass die weltweite Teuerung die Preissteigerungsrate im Euroraum ebenfalls stütze.

Bei einem Meinungs austausch über die zuletzt verzeichnete Lohnentwicklung stellten die Sitzungsteilnehmer fest, dass sich das Lohnwachstum erhöht habe. Dies zeige sich anhand einer Reihe von Maßen, darunter den Tarifverdiensten, dem Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem Arbeitnehmerentgelt je Stunde, vor allem in den Ländern, in denen der Konjunkturzyklus weiter vorangeschritten sei. Gestützt werde diese Einschätzung durch die für mehrere Länder vorliegende Evidenz. Das höhere Lohnwachstum werde im Allgemeinen als Ausdruck der zunehmend angespannten Arbeitsmarktlage angesehen; es werde zudem als ein Hauptfaktor für eine gestiegene Zuversicht in Bezug auf die Inflationsaussichten erachtet. Allerdings wurde auch hervorgehoben, dass die Transmission der höheren Löhne auf die Inflation auf der Verbraucherstufe nach wie vor unsicher sei und zeitlich verzögert eintrete. Diesbezüglich wurde angeführt, dass die hohe Kapazitätsauslastung zu einem Anstieg der Arbeitsproduktivität führen könne, der seinerseits die Auswirkungen des Lohnwachstums auf die Inflation dämpfen könnte.

Es wurden auch einige Betrachtungen in Bezug auf die mögliche Negativwirkung abwärtsgerichteter Wachstumsrisiken auf die Inflationsaussichten angestellt. In diesem Zusammenhang erörterten die Sitzungsteilnehmer, inwieweit ein durch protektionistische Maßnahmen ausgelöster negativer Angebotsschock, der stützende Auswirkungen auf die Teuerung hätte, durch einen negativen Nachfrageschock im Fall deutlich wahrnehmbarer Vertrauenseffekte mehr als aufgehoben werden könnte. Aufgrund der Unsicherheit mit Blick auf die mögliche Umlenkung und Unterbrechung von Handelsströmen entlang der globalen Lieferketten sowie der auf breiter Front wirkenden Vertrauenseffekte sei ex ante nicht klar absehbar, so die zum Ausdruck gebrachte Einschätzung, welche Effekte in Bezug auf die Preise vorherrschen würden.

Im Hinblick auf die jüngste Entwicklung der Inflationserwartungen stellten die Ratsmitglieder fest, dass die längerfristigen markt- und umfragebasierten Messgrößen weitgehend unverändert seien. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren liege seit einiger Zeit recht stabil und schwankungsarm bei rund 1,7 %. Die längerfristigen Inflationserwartungen seien offenbar insgesamt recht gut verankert.

Was die monetäre Analyse betrifft, stimmten die Sitzungsteilnehmer der eingangs von Herrn Praet dargelegten Einschätzung zu. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 habe sich von 4,5 % im Juni auf 4,0 % im Juli 2018 verringert. Es werde – von einer geringfügigen monatlichen Volatilität abgesehen – zunehmend durch die Vergabe von Bankkrediten unterstützt. Das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 habe nach wie vor den größten Anteil am Wachstum der weit gefassten Geldmenge.

Es wurde angemerkt, dass sich die seit Anfang 2014 zu verzeichnende Erholung der Kreditvergabe an den privaten Sektor weiter fortsetze. Das Wachstum der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte sei robust und habe sich in beiden Sektoren seit Juni nicht verändert. Als ein unterstützender Faktor der Kreditschöpfung wurde die insgesamt bei den Banken zu beobachtende Bilanzverbesserung gesehen, die sich unter anderem im anhaltenden Rückgang der Bestände an notleidenden Krediten zeige. Auch die Zinsen der Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften seien nach wie vor sehr günstig und somit förderlich für die Kreditströme an den privaten Sektor.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs schlossen sich die Ratsmitglieder weitgehend der von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragenen Einschätzung an, dass die aktuellen Daten, einschließlich der von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2018, die bereits früher vom EZB-Rat vertretene Einschätzung eines anhaltenden, breit angelegten Wirtschaftsaufschwungs im Euro-Währungsgebiet, mit Zuwachsraten über dem Potenzialwachstum, und eines allmählich zunehmenden Inflationsdrucks im Großen und Ganzen bestätigten. Die zugrunde liegende Stärke der Wirtschaft stütze weiterhin das Vertrauen, dass sich die nachhaltige Annäherung der Inflation an das Ziel des EZB-Rats auch nach einer allmählichen Reduzierung des Nettoerwerbs von Vermögenswerten fortsetzen werde. Zugleich seien noch erhebliche geldpolitische Impulse erforderlich, um den weiteren Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und die Gesamtinflation auf mittlere Sicht zu stützen.

Die Sitzungsteilnehmer waren sich überwiegend einig, dass die Finanzierungsbedingungen für eine Fortsetzung des Wirtschaftsaufschwungs und ein Anziehen des binnenwirtschaftlichen Preisdrucks im Euroraum nach wie vor sehr günstig seien, obschon sie sich seit der letzten geldpolitischen Sitzung im Juli etwas verschärft hätten. Insbesondere die Aktienkurse seien angesichts der erhöhten geopolitischen und handelspolitischen Spannungen gesunken. Des Weiteren sei der nominale effektive Wechselkurs des Euro gestiegen, wengleich dies vor allem mit einer Schwäche einiger Schwellenländerwährungen zusammenhänge. Es wurde zudem betont, dass der Euro auch aus längerer Perspektive betrachtet, nämlich seit Jahresbeginn 2017, eine erhebliche Aufwertung von mehr als 10 % erfahren habe. Zugleich seien die Anleiherenditen über weite Strecken dieses Zeitraums im Allgemeinen nahezu stabil geblieben bzw. etwas gesunken.

Darüber hinaus herrschte breite Zustimmung, dass die aktuellen Informationen trotz der noch immer bestehenden Unsicherheiten die bereits auf den geldpolitischen Sitzungen im Juni und Juli 2018 vorgenommenen Einschätzungen des EZB-Rats bezüglich der Fortschritte hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung rechtfertigten. So dürfte sich die Teuerung entlang des Pfades bewegen, der bereits in den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2018 beschrieben worden sei, und könne als weitgehend im Einklang mit dem mittelfristigen Ziel des EZB-Rats stehend angesehen werden. Des Weiteren entwickelten sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Allgemeinen zwar weiterhin verhalten, seien gegenüber den früheren Tiefständen jedoch gestiegen. Grund zur Zuversicht gebe der an Stärke und Breite gewinnende binnenwirtschaftliche Kostendruck; dieser werde durch den anhaltenden Konjunkturaufschwung, die hohe Kapazitätsauslastung und die zunehmend angespannte Lage an den Arbeitsmärkten, was zu Lohnzuwächsen führe, getragen. Die Unsicherheit im Hinblick auf die Inflationsaussichten nehme ab.

In Anbetracht der Bestätigung der mittelfristigen Inflationsaussichten waren sich die Ratsmitglieder darin einig, dass die geldpolitischen Beschlüsse vom Juni 2018 nach wie vor angemessen seien, und sprachen sich für eine Bekräftigung des aktuellen geldpolitischen Kurses aus. Dementsprechend unterstützten alle Sitzungsteilnehmer den eingangs von Herrn Praet unterbreiteten Vorschlag, den Nettoerwerb von Vermögenswerten im Einklang mit der auf der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Juni geäußerten Erwartung ab Oktober bis Dezember 2018 auf einen Umfang von monatlich 15 Mrd € zu reduzieren. Ferner wurde es als umsichtig angesehen, nochmals auf die Erwartung des EZB-Rats hinzuweisen, dass die

Nettoankäufe – sofern die neu verfügbaren Daten den mittelfristigen Inflationsausblick bestätigten – dann beendet würden. Dies entspreche dem datengestützten geldpolitischen Ansatz des EZB-Rats und stehe in vollem Einklang mit den auf der geldpolitischen Sitzung im Juni gefassten Beschlüssen. Es wurde hervorgehoben, dass Unsicherheiten im Zusammenhang mit einem zunehmenden Protektionismus, Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften und Finanzmarktvolatilität zuletzt stärker in den Vordergrund getreten seien, weshalb die Formulierung des geldpolitischen Kurses weiterhin mit Bedacht erfolgen müsse.

Vor diesem Hintergrund stimmten die Ratsmitglieder auch darin überein, dass immer noch ein erheblicher Grad an geldpolitischer Akkommodierung erforderlich sei, um eine dauerhafte Annäherung der Inflationsrate an den Zielwert des EZB-Rats zu gewährleisten. Dies bedeute, dass alle anderen Elemente der Forward Guidance des EZB-Rats zur Entwicklung der EZB-Leitzinsen sowie zu seiner Wiederanlagepolitik bekräftigt werden sollten.

Es wurde weithin die Ansicht vertreten, dass die auf der geldpolitischen Sitzung vom Juni gefassten Beschlüsse des EZB-Rats hinsichtlich des erwarteten Auslaufens des APP und der erweiterten Forward Guidance an den Märkten problemlos aufgenommen und durch die anschließende Entwicklung der Daten und Projektionen bestätigt worden seien. Dabei wurde in Anbetracht des nach wie vor mit Unsicherheiten behafteten Umfelds hervorgehoben, dass die Geldpolitik in ihrer aktuellen Ausgestaltung robust gegenüber geringfügigen Revisionen der Aussichten sei. Die umfangreiche geldpolitische Akkommodierung werde insbesondere aufgrund des Bestands an Vermögenswerten in der EZB-Bilanz und der damit verbundenen Reinvestitionen sowie der erweiterten Forward Guidance zu den Zinssätzen aufrechterhalten. Somit werde die nachhaltige Annäherung der Inflation an ein Niveau von mittelfristig unter, aber nahe 2 % weiterhin unterstützt, und zugleich bewahre der EZB-Rat eine ausreichende Flexibilität, um bei Bedarf auf mögliche zukünftige Schocks zu reagieren.

Mit Blick auf die Kommunikation trafen die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgeschlagenen Elemente bei den Ratsmitgliedern auf breite Zustimmung. So sei es angemessen, im Einklang mit den auf den geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats vom Juni und Juli verabschiedeten Beschlüssen und Mitteilungen in der Kommunikation eine ruhige Hand zu bewahren. Dementsprechend müsse hervorgehoben werden, dass die neu verfügbaren Daten den anhaltenden, breit angelegten Wirtschaftsaufschwung im Euroraum bestätigten. Wichtig sei auch zu betonen, dass die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets wie bereits in früheren Einschätzungen immer noch als weitgehend ausgewogen erachtet werden könnten, wenngleich nicht verkannt werden dürfe, dass die Risiken im Zusammenhang mit der Gefahr eines zunehmenden Protektionismus, Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften und Finanzmarktvolatilität zuletzt stärker in den Vordergrund getreten seien. Insgesamt jedoch gelte es klarzustellen, dass die Voraussetzungen für eine nachhaltige Annäherung der Teuerungsrate an das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats nach wie vor gegeben seien.

Angesichts immer noch bestehender Unsicherheiten und eines nur allmählichen Anstiegs der zugrunde liegenden Inflation herrschte unter den Sitzungsteilnehmern zudem weitgehend Einigkeit darüber, dass Geduld, Umsicht und Beharrlichkeit in der Geldpolitik nach wie vor unerlässlich seien. Dementsprechend müsse nochmals daran erinnert werden, dass die Geldpolitik auch nach Beendigung der Nettokäufe im Rahmen des APP in hohem Maße akkommodierend bleibe. So werde insbesondere über den beträchtlichen

Bestand an erworbenen Vermögenswerten und die damit verbunden Reinvestitionen sowie die erweiterte Forward Guidance des EZB-Rats weiterhin eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung erfolgen. Ferner wurde es allgemein als umsichtig erachtet, erneut darauf hinzuweisen, dass der EZB-Rat nach wie vor bereit sei, alle Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Inflation weiterhin auf nachhaltige Weise dem gesetzten Zielwert annähert.

Darüber hinaus erschien es geboten, den Appell an andere Politikbereiche zu bekräftigen, entschlossener zur Steigerung des längerfristigen Wachstumspotenzials und zum Abbau von Schwachstellen beizutragen. Hierzu zählten auch verstärkte Anstrengungen im Bereich der Finanzpolitik im Hinblick auf eine wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der öffentlichen Finanzen, insbesondere durch eine Verbesserung der Qualität öffentlicher Investitionen. Angesichts des derzeit niedrigen Zinsniveaus und breit angelegten Wachstums sei es zudem grundsätzlich angezeigt, die fiskalischen Reserven wieder aufzubauen, insbesondere in den Ländern mit hoher Staatsverschuldung.

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 bestätigte, dass er den Nettoerwerb im Rahmen des APP im derzeitigen Umfang von monatlich 30 Mrd € bis Ende September 2018 fortsetzen werde. Nach September 2018 werde er die Nettoankäufe von Vermögenswerten bis Ende Dezember 2018 auf einen Umfang von monatlich 15 Mrd € reduzieren. Sofern die neu verfügbaren Daten seine mittelfristigen Inflationsaussichten bestätigten, gehe er davon aus, dass die Nettokäufe dann beendet würden.

Der EZB-Rat beabsichtige, 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 anzulegen, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

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

Einleitende Bemerkungen

[13. September 2018 - Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

[13. September 2018 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

Sitzung des EZB-Rats, 12.-13. September 2018

Mitglieder

Herr Draghi, Präsident

Herr de Guindos, Vizepräsident

Herr Cœuré

Herr Costa

Frau Georghadji*

Herr Hansson

Herr Hernández de Cos

Herr Knot

Herr Lane

Frau Lautenschläger

Herr Makúch

Herr Mersch

Herr Nowotny

Herr Praet

Herr Rehn

Herr Reinesch

Herr Smets

Herr Stouraras*

Herr Vasiliauskas

Herr Vella

Herr Villeroy de Galhau

Herr Visco

Herr Weidmann*

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

Sonstige Teilnehmer

Herr Dombrovskis, Vizepräsident der 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 Arce
Frau Buch
Herr Demarco
Herr Dolenc
Herr Gaiotti
Frau Goulard
Herr Kaasik
Herr Kuodis
Herr Mooslechner
Herr Ódor
Herr Pattipeilohy
Frau Phelan
Frau Razmusa, Stellvertreterin von Herrn Rimšēvičs*
Herr Rutkaste
Herr Schoder
Herr Stavrou
Herr Tavlas
Herr Tratnik
Herr Välimäki
Herr Wunsch

Sonstige Mitarbeiter der EZB

Frau Graeff, Generaldirektorin Kommunikation
Herr Straub, Berater des Präsidenten
Herr Bindseil, Generaldirektor Finanzmarktoperationen
Herr Rostagno, Generaldirektor Geldpolitik, GD Volkswirtschaft
Herr Sousa, Stellvertretender Generaldirektor Wirtschaftliche Entwicklung, GD Volkswirtschaft

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 22. November 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.