

22. November 2018

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

am Mittwoch und Donnerstag, 24.-25. Oktober 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 jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten:

Seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 12.-13. September 2018 seien die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen der USA kontinuierlich gestiegen. Zwar hätte die Renditeentwicklung dieser Papiere zunächst auch zu einer Erhöhung der risikofreien Zinssätze im Euro-Währungsgebiet geführt, aber insgesamt sei der Einfluss relativ begrenzt geblieben.

Eine Zerlegung des Anstiegs der nominalen Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen in die Breakeven-Inflationsrate und die reale Komponente lasse erkennen, dass er in jüngster Zeit im Großen und Ganzen eine Zunahme der realen Renditen widerspiegele. Die verhaltene Anpassung zehnjähriger Breakeven-Inflationsraten sei angesichts der Erhöhung der Rohstoffpreise und des in den letzten Jahren beobachteten engen Verhältnisses zwischen der Ölpreisentwicklung und den langfristigen Inflationserwartungen erwähnenswert.

An den Anleihemärkten des Euroraums habe sich seit der Sitzung des EZB-Rats von Mitte September die italienische Renditestrukturkurve deutlich nach oben verschoben; die Renditen für zwei- und zehnjährige italienische Papiere lägen derzeit 150 bzw. 180 Basispunkte über dem Stand von Anfang Mai 2018.

An den Aktienmärkten der Vereinigten Staaten sei es zu einer kräftigen Kurskorrektur gekommen, ausgelöst durch den Renditeanstieg bei US-Staatspapieren, der auf die Aktienmärkte weltweit (auch auf jene des Eurogebiets) übergegriffen habe. Andere Faktoren wie die Lage in Italien, Handelsspannungen und die wachsende Besorgnis bezüglich der globalen Wachstumsaussichten dürften die Korrektur noch verstärkt haben.

Der Einfluss der Handelsstreitigkeiten auf den US-Aktienmarkt scheine sich insgesamt bislang weiterhin in Grenzen zu halten, was vor allem daran liege, dass die im Handel engagierten Sektoren nur einen relativ geringen Anteil an der Marktkapitalisierung in den Vereinigten Staaten ausmachten. Im Gegensatz dazu sei unter den Schwellenländern in jenen Volkswirtschaften ein messbarer Einfluss der Handelsspannungen auf die Aktienmärkte beobachtet worden, die die größte Handelsoffenheit aufwiesen. In China hätten die sich verschärfenden Handelsspannungen einen deutlichen Kursverfall am Aktienmarkt zur Folge gehabt.

Mit Blick auf die Zinserwartungen im Eurogebiet wies Herr Cœuré darauf hin, dass die Preisbildung am Markt eine Aufwärtsbewegung der Overnight-Index-Swap-(OIS)-Kurve zeige, während befragte Volkswirte ihre Erwartungen hinsichtlich des Tempos der geldpolitischen Straffung etwas zurückgenommen 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:

Was das außenwirtschaftliche Umfeld betreffe, so schwäche sich das weltwirtschaftliche Wachstum ab und verlaufe zunehmend weniger synchron. Das Handelswachstum habe sich stabilisiert. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern sei im August mit 2,9 % unverändert geblieben, und die Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel habe weitgehend stabil bei rund 2,1 % gelegen. Rohöl der Sorte Brent habe sich seit der EZB-Ratssitzung vom September auf US-Dollar-Basis um 4,4 % verbilligt. Im selben Zeitraum seien die Rohstoffpreise ohne Öl um 1,9 % und die Metallpreise um 3,5 % gestiegen.

Im Eurogebiet seien die neu eingegangenen Daten etwas schwächer ausgefallen. Die Oktober-Vorausschätzung zum Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Euroraum hätte sich auf 52,7 Zähler verringert, verglichen mit 54,1 Zählern im September. Aus den jüngsten Angaben zum EMI hätten sich Hinweise ergeben, dass das Wachstum im verarbeitenden Gewerbe künftig an Dynamik verlieren werde. Dies sei zum Teil auf einige sektorspezifische Faktoren zurückzuführen, die das Wachstum des realen BIP im Euroraum aber nur vorübergehend eintrüben dürften. Die zugrunde liegende Wachstumsdynamik entspreche weiterhin dem Basisszenario einer anhaltenden, breit angelegten wirtschaftlichen Expansion. Die privaten Konsumausgaben seien erneut kräftig gestiegen. Ausschlaggebend für den dynamischen Einkommenszuwachs der privaten Haushalte sei nach wie vor das Beschäftigungswachstum gewesen. Gestützt durch die günstigen Gewinnerwartungen, die solide Binnennachfrage und die akkommodierenden Finanzierungsbedingungen dürfte sich das Wachstum der Unternehmensinvestitionen fortsetzen. Die seit Jahresbeginn beobachtete Verlangsamung des Wachstums der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums sei zum Stillstand gekommen. Zugleich beeinträchtigten Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Handel die Geschäftstätigkeit.

Die jährliche HVPI-Inflation habe laut der Vorausschätzung von Eurostat im September 2018 bei 2,1 % gelegen nach 2,0 % im August; die am HVPI gemessene Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel sei hingegen mit 0,9 % stabil geblieben. Insgesamt seien die jüngsten Angaben zur Gesamtinflation und zum Lohnwachstum etwas höher, jene zum Preisauftrieb bei den Dienstleistungen jedoch etwas niedriger als erwartet ausgefallen. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation hätten sich indes seitwärts entwickelt. Es sei zu erwarten, dass das höhere Lohnwachstum sowie die wieder steigenden Erzeuger- und Einfuhrpreise die Aufwärtsbewegung der zugrunde liegenden Inflation auch weiterhin stützten.

Den Umfrageergebnissen des von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) für das vierte Quartal 2018 zufolge lägen die durchschnittlichen Inflationserwartungen für 2018 und 2019 bei jeweils 1,7 %; sie seien damit gegenüber dem Vorquartal unverändert und entsprächen den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2018. Die marktbasieren Inflationserwartungen hätten sich seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom September ebenfalls kaum verändert.

Aufgrund niedrigerer Aktienkurse hätten sich die Finanzierungsbedingungen zwar leicht verschärft, aber die Kreditkosten für private Haushalte und Unternehmen seien weiterhin sehr akkommodierend. Die Aktiennotierungen sowohl nichtfinanzieller als auch finanzieller Kapitalgesellschaften seien seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats gesunken. Zugleich hätten sich die Gewinnerwartungen weiterhin kaum

verändert. Indes würden die italienischen Märkte erneut eine gewisse Volatilität aufweisen, die bislang jedoch nur in begrenztem Ausmaß auf die Staatsanleihemärkte anderer Euro-Länder übergreifen habe. Verglichen mit der Sitzung von Mitte September seien die Markterwartungen hinsichtlich des Zeitpunkts einer ersten Anhebung der EZB-Leitzinsen weitgehend unverändert.

Mit Blick auf die Geldmengen- und Kreditentwicklung sei die Geldmenge M3 im September um 3,5 % gewachsen. Der seit Anfang 2014 verzeichnete Anstieg der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor habe sich fortgesetzt. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften habe im September 4,3 % betragen, während sich die Vergabe von Buchkrediten an private Haushalte um 3,1 % erhöht habe. Auch die Ergebnisse der aktuellen Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet bestätigten, dass die Nettonachfrage nach Krediten immer noch robust sei.

Im Hinblick auf die Finanzpolitik deuteten die Haushaltsplanungen für 2019 darauf hin, dass der finanzpolitische Kurs im Euroraum – gemessen als Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos – gegenüber den von der EZB erstellten Projektionen vom September 2018 etwas gelockert worden sei. Verantwortlich hierfür seien in erster Linie defizitsteigernde Maßnahmen in Italien und einige zusätzliche expansive Schritte in Deutschland.

#### *Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen*

Zusammenfassend stellte Herr Praet fest, dass sich die Finanzierungsbedingungen seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom September zwar etwas verschärft hätten, die Kreditbedingungen für private Haushalte und Unternehmen aber weiterhin in hohem Maße akkommodierend seien.

Die aktuellen Daten fielen zwar etwas schwächer aus als erwartet, stünden aber insgesamt nach wie vor im Einklang mit dem Basisszenario eines anhaltenden, breit angelegten Wirtschaftsaufschwungs, getragen von der Binnennachfrage und einer fortgesetzten Aufhellung am Arbeitsmarkt. Einige sektorspezifische Entwicklungen der jüngsten Vergangenheit schlugen sich im kurzfristigen Wachstumsprofil nieder. Es gebe Belege dafür, dass handelsbezogene Unsicherheiten die Geschäftstätigkeit beeinträchtigten.

Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets könnten noch immer als weitgehend ausgewogen erachtet werden. Allerdings seien ein drohender Protektionismus, Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften und eine anhaltende Finanzmarktvolatilität weiterhin von Bedeutung.

Die Gesamtinflation habe sich im September auf 2,1 % erhöht und dürfte sich in den kommenden Monaten um das derzeitige Niveau herum bewegen. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich weiterhin verhalten. Mit Blick auf die Zukunft werde erwartet, dass die zugrunde liegende Teuerung zunehme, gestützt durch den stetigen Lohnanstieg und den sich in den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette aufbauenden Druck.

Diese Einschätzung erfordere Geduld, Umsicht und Beharrlichkeit vonseiten der Geldpolitik. Dementsprechend müsse der EZB-Rat seinen akkommodierenden geldpolitischen Kurs beibehalten und zum einen erneut die Erwartung äußern, dass die Nettoankäufe – sofern die aktuellen Daten die mittelfristigen Inflationsaussichten bestätigten – Ende Dezember beendet würden, und zum anderen alle Elemente der Forward Guidance zur Entwicklung der Zinsen und der Reinvestitionen bekräftigen.

In Bezug auf die Kommunikation müsse betont werden, dass die aktuellen Daten zwar etwas schwächer als erwartet ausfielen, insgesamt aber nach wie vor mit einem anhaltenden, breit angelegten Wirtschaftsaufschwung im Euroraum und einer allmählich anziehenden Inflation im Einklang stünden. Ferner sei zu unterstreichen, dass die Risiken für den Wachstumsausblick des Eurogebiets noch immer als weitgehend ausgewogen angesehen werden könnten, wenngleich die Risiken im Zusammenhang mit Protektionismus, Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften und Finanzmarktvolatilität weiterhin von Bedeutung seien. Ebenso gelte es hervorzuheben, dass die zugrunde liegende Stärke der Wirtschaft im Euroraum nach wie vor 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. Des Weiteren sei unbedingt zu bekräftigen, dass für eine weitere dauerhafte Annäherung der Teuerungsrate an das Ziel des EZB-Rats noch immer erhebliche geldpolitische Impulse erforderlich seien und dass 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. In diesem Zusammenhang betonte Herr Praet, dass die Reduzierung des Nettoerwerbs von Vermögenswerten nicht gleichbedeutend sei mit einer Rücknahme der geldpolitischen Akkommodierung.

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

### *Wirtschaftliche und monetäre Analyse*

Mit Blick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Mitglieder des EZB-Rats weitgehend die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der Aussichten und Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet. Die jüngsten Daten und Umfrageergebnisse seien zwar insgesamt etwas schwächer als erwartet ausgefallen, stünden aber nach wie vor mit einem anhaltenden, breit angelegten Wirtschaftsaufschwung im Euroraum im Einklang, wie auch in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten der EZB vom September 2018 unterstellt. Es wurde hervorgehoben, dass die 2018 beobachtete schwächere Wachstumsdynamik darauf hindeute, dass die Wirtschaft nun stärker im Einklang mit der Potenzialrate wachse, nachdem die Wachstumsraten im Jahr 2017 deutlich über Potenzial gelegen hätten. In der im laufenden Jahr schwächeren Konjunkturdynamik spiegele sich insbesondere ein niedrigeres Exportwachstum wider, nachdem 2017 im Exportgeschäft ein außerordentlich starkes Ergebnis verbucht worden sei.

Im Hinblick auf die Aussichten und Risiken für das außenwirtschaftliche Umfeld stellten die Sitzungsteilnehmer fest, dass sich das weltwirtschaftliche Wachstum zwar abschwäche und zunehmend weniger synchron verlaufe, sich das Handelswachstum aber stabilisiert habe. Die Ratsmitglieder zeigten sich erneut besorgt bezüglich der möglichen Auswirkungen des Handelsprotektionismus und einer Eskalation der Handelskonflikte auf die weltwirtschaftlichen Aussichten. Es wurde angeführt, dass die Folgen der aktuellen Handelsspannungen für den Euroraum bislang zwar recht begrenzt gewesen seien, es aber auch möglich sei,

dass der von diesen Spannungen ausgehende negative Einfluss auf offenere Volkswirtschaften durch die derzeit höhere Importdynamik (vor allem in den Vereinigten Staaten) kompensiert werde.

Die Ratsmitglieder nahmen den Ausgang der Neuverhandlung des Nordamerikanischen Freihandelsabkommens (North American Free Trade Agreement – NAFTA) und die aktuellen Diskussionen zwischen der Europäischen Union und den Vereinigten Staaten zur Kenntnis. Es wurde festgestellt, dass die handelsbezogenen Spannungen zwischen den Vereinigten Staaten und China weiter anhielten. Zudem wurde auf den Fortschritt der Verhandlungen über die den EU-Austritt des Vereinigten Königreichs regelnden Bedingungen eingegangen. Indessen wurde angemerkt, dass die von Schwellenländern ausgehenden Risiken anscheinend etwas nachgelassen hätten, wobei in Ländern wie der Türkei und Argentinien eine Stabilisierung stattgefunden habe. Überdies wurde auf die sehr kräftige Wirtschaftsentwicklung in einigen östlichen Nachbarländern hingewiesen.

Vor diesem Hintergrund stellten die Ratsmitglieder fest, dass die Unsicherheiten im Zusammenhang mit globalen Faktoren nach wie vor eine wichtige Rolle spielten und die Risiken für das außenwirtschaftliche Umfeld als abwärtsgerichtet eingeschätzt würden.

In Bezug auf den Euroraum herrschte überwiegend Einvernehmen darüber, dass die aktuellen Daten etwas schwächer als erwartet ausgefallen seien. Das Wachstum des realen BIP im zweiten Quartal sei jedoch mit 0,4 % bestätigt und seine Zusammensetzung geringfügig korrigiert worden: Der Beitrag des Exportwachstums, das sich anscheinend stabilisiert habe, sei gestiegen, und zugleich sei die Binnennachfrage robuster geworden. Überdies seien die jüngsten Umfrageergebnisse zwar etwas schwächer ausgefallen, lägen aber immer noch über ihren historischen Durchschnittswerten. Die für das dritte Jahresviertel vorliegenden Daten seien der Auffassung der Ratsmitglieder zufolge durch länder- und sektorspezifische Faktoren beeinflusst worden. Es wurde angemerkt, dass Nowcasting-Instrumente, die dafür entwickelt worden seien, ein breites Spektrum an Datenveröffentlichungen und Indikatoren zur Erstellung einer aktuellen Wachstumsschätzung zu verwenden, auf eine Abwärtskorrektur der kurzfristigen Aussichten hindeuteten. Ein schwächeres Wachstum im zweiten Halbjahr 2018 würde sich über den statistischen Unterhang automatisch auf die Schätzung des jährlichen Wachstums im Jahr 2019 auswirken. Es wurde allerdings auch eingeräumt, dass für das vierte Quartal mit Ausnahme des EMI für Oktober und des Verbrauchervertrauens, das sich auf hohem Niveau stabilisiert habe, bislang nur wenige Daten vorlägen. Unter Berücksichtigung der Bedeutung vorübergehender und sektorspezifischer Entwicklungen war man insgesamt der Meinung, dass die jüngsten Daten und Umfrageergebnisse zu keiner signifikanten Änderung der Aussichten geführt hätten und dass das Basisszenario der von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2018, in dem von einem anhaltenden Wirtschaftswachstum ausgegangen worden sei, nach wie vor weitgehend Bestand habe.

Die zugrunde liegende Stärke der Wirtschaft komme in der Entwicklung der wichtigsten Nachfragekomponenten zum Ausdruck. Die privaten Konsumausgaben würden vom anhaltenden Beschäftigungszuwachs und von steigenden Löhnen gestützt. Die Unternehmensinvestitionen profitierten von einer soliden Binnennachfrage, günstigen Finanzierungsbedingungen und der Ertragslage der Unternehmen. Die Wohnungsbauinvestitionen seien weiterhin robust. Darüber hinaus dürfte die Expansion der Weltwirtschaft die Ausfuhren des Euroraums weiter begünstigen, wenn auch in geringerem Maße. Mit Blick auf die künftige Entwicklung wurde die Frage aufgeworfen, wie sich höhere und volatile Ölpreise – insbesondere über Terms-of-Trade-Effekte auf das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die Unternehmensgewinne – auf Angebot und Nachfrage auswirken könnten.

Die Ratsmitglieder stimmten überein, dass die von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2018, die bei der nächsten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vorliegen würden, die Möglichkeit für eine tiefer gehende Beurteilung bieten würden. Weitere Daten und Umfrageergebnisse dürften auch dazu beitragen, die Bedeutung temporärer Faktoren im Vergleich zu länger anhaltenden, die Wachstumsperspektiven beeinflussenden Faktoren besser zu ermitteln. Außerdem wurde angemerkt, dass die Dezember-Projektionen erstmals einen Ausblick auf das Jahr 2021 enthalten würden. Zwar herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass derzeit die Risiken für das Wachstum alles in allem immer noch als ausgeglichen erachtet werden könnten, in einer Wortmeldung wurde allerdings darauf verwiesen, dass es eine Reihe von Argumenten gebe, die darauf hindeuteten, dass die Abwärtsrisiken für den Wachstumsausblick überwiegen. Es wurde daran erinnert, dass die von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2018 eine geringfügige Beschleunigung der vierteljährlichen Wachstumsraten im Jahr 2019 gegenüber 2018 enthalten hätten, was überprüft werden könne. Die Dezember-Projektionen würden eine aktualisierte Einschätzung darüber liefern, wie sich die Handelsentwicklung auf die Aussichten für das Wachstum im Euroraum (die in den letzten Projektionen hauptsächlich aufgrund externer Faktoren sukzessive nach unten korrigiert worden seien) ausgewirkt habe. Darüber hinaus wurde nochmals ins Gedächtnis gerufen, dass in den September-Projektionen ein begrenzter Effekt des schwächeren Handels auf die inländischen Investitionen im Euroraum berücksichtigt worden sei. Es gebe einige anekdotische Belege dafür, dass die Geschäftsentscheidungen von Unternehmen durch die weitverbreitete Unsicherheit im Zusammenhang mit den Entwicklungen in Handel und Politik beeinflusst worden seien und einige Unternehmen ihre Investitionen deshalb aufgeschoben hätten.

Mit Blick auf die Finanzpolitik wurde betont, dass angesichts des anhaltenden, breit angelegten Wirtschaftswachstums eine Wiederaufstockung der Finanzpolster angezeigt sei. Besonders wichtig sei dies in Ländern mit hohen öffentlichen Schuldenständen, in denen eine vollständige Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts von entscheidender Bedeutung sei, um solide Haushaltspositionen sicherzustellen. Eine im Zeitverlauf und länderübergreifend transparente und einheitliche Umsetzung des finanz- und wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU sei ebenfalls nach wie vor unerlässlich, um die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft im Eurogebiet zu stärken. Wenngleich der expansivere finanzpolitische Kurs, der in mehreren großen Ländern mit niedrigen Staatsschulden zu erwarten sei, einen positiven Wachstumsimpuls im Euroraum ausüben könne, hoben die Ratsmitglieder hervor, dass der expansive Effekt einer prozyklischen Finanzpolitik ungewiss sei. Dies gelte besonders für Länder, in denen die Schuldenstände bereits hoch seien und eine Lockerung des finanzpolitischen Kurses das Vertrauen beeinträchtigen und sich negativ auf die Widerstandsfähigkeit auswirken könne.

Insgesamt wurden die Risiken für die Wachstumsaussichten des Euro-Währungsgebiets allgemein nach wie vor als weitgehend ausgewogen eingeschätzt. Obschon die Risiken im Zusammenhang mit Protektionismus, Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften und Finanzmarktvolatilität weiterhin von Bedeutung seien, wurde die Ansicht vertreten, dass die zugrunde liegende Stärke der Wirtschaft die Abwärtsrisiken für die Konjunktur noch immer abmildere.

In Bezug auf die Preisentwicklung traf die eingangs von Herrn Praet dargelegte Beurteilung auf breite Zustimmung. Die jährliche Gesamtteuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet habe im September 2018 bei 2,1 % gelegen, verglichen mit 2,0 % im August. Dahinter stünden höhere Beiträge des Preisauftriebs bei Energie und Nahrungsmitteln, während die Inflation nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel mit

0,9 % stabil geblieben sei. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Rohöl dürften sich die jährlichen Gesamtinflationsraten in den kommenden Monaten um das derzeitige Niveau herum bewegen. Zwar entwickelten sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation weiterhin allgemein verhalten, sie seien aber gegenüber den vorherigen Tiefständen gestiegen; auch verstärkte sich angesichts der hohen Kapazitätsauslastung und der zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten der inländische Kostendruck. Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung und einem höheren Lohnwachstum dürfte die zugrunde liegende Inflation gegen Jahresende anziehen und auf mittlere Sicht weiter zunehmen.

Die Sitzungsteilnehmer waren der Auffassung, dass die in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2018 enthaltenen mittelfristigen Inflationssichten im Wesentlichen bestätigt worden seien. Es wurde angemerkt, dass die enttäuschende Entwicklung der Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel in erster Linie auf die Dienstleistungspreise zurückzuführen sei. Allerdings wurde auch darauf hingewiesen, dass die Preisentwicklung bei den Dienstleistungen durch eine Reihe von Sonderfaktoren bestimmt werde, die vor allem mit administrierten Preisen zusammenhingen. Sobald diese Basiseffekte an Bedeutung verlören, sei mit einem Anstieg der zugrunde liegenden Inflation im Eurogebiet zu rechnen.

Es wurde festgestellt, dass sich das Lohnwachstum erwartungsgemäß weiter erhöht habe. Zurückzuführen sei dies auf die zunehmende Anspannung am Arbeitsmarkt und den Abbau der Unterauslastung, wobei die Haupttriebfeder für den Anstieg des Lohnwachstums eher in den Tariflöhnen als in der Lohndrift zu finden sei. Die Lohnentwicklung wurde als ein Grund für die steigende Zuversicht hinsichtlich des Ausblicks für die Verbraucherpreise angesehen. Es wurde darauf hingewiesen, dass sich der Lohnzuwachs im Euroraum von 1,9 % im ersten Jahresviertel auf 2,3 % im zweiten Quartal beschleunigt habe. In den Ländern, in denen bereits Kapazitätsengpässe bestünden, sei das Wachstum der Löhne sogar noch höher ausgefallen. Gestützt werde diese Einschätzung durch die für mehrere Länder vorliegende Evidenz.

Zugleich wurde vorgebracht, dass Lohnindexierungsmechanismen seit der Finanzkrise in einer Reihe von Staaten spürbar an Bedeutung eingebüßt hätten. Dies deute darauf hin, dass Zweitrundeneffekte inzwischen möglicherweise eine weniger wichtige Rolle als in der Vergangenheit spielten.

In Bezug auf die Entwicklung an den Ölmärkten wurde angeführt, dass ungewiss sei, wie das Ölangebot unter den derzeitigen Umständen auf einen Nachfrageanstieg reagieren werde. Außerdem wurde vorgebracht, dass es einen fundamentalen Bruch in der Ölpreisdynamik gegeben habe, da Schieferöl durch seine neu gewonnene Bedeutung die Reagibilität des Angebots beeinflusse, was in den ersten zehn Jahren der Währungsunion und in der Zeit davor nicht der Fall gewesen sei. Entsprechend sei die Ölpreisentwicklung volatil, jedoch hielten die Preisausschläge nicht sonderlich lange an. Es wurde hervorgehoben, dass die höheren Ölpreise zwar ein Abwärtsrisiko für das Wachstum darstellen könnten, weil sie sich über negative Terms-of-Trade-Effekte auf den Konsum auswirkten, doch sei unter anderem aufgrund von Zweitrundeneffekten aus vorangegangenen Ölpreisanstiegen gleichzeitig mit einem positiven Einfluss auf die Teuerung zu rechnen.

Es wurde betont, dass die Transmission der höheren Löhne auf die Entwicklung der Verbraucherpreise zeitlich verzögert eintrete. Auf verschiedene Fragen, insbesondere nach der Reaktion der Gewinnmargen und -zuschläge, wurde geantwortet, dass die Unternehmen die gestiegenen Löhne bislang durch eine

Reduzierung ihrer Gewinnzuschläge abgefedert hätten. Es wurde auch vorgebracht, dass dies nicht unbegrenzt möglich sei.

Die Ratsmitglieder sprachen zudem über die möglichen Auswirkungen von Handelskonflikten auf die Inflationsaussichten und waren der Ansicht, dass der Einfluss insgesamt unklar sei und davon abhängen, ob Nachfrage- oder Angebotseffekte überwiegen.

Im Hinblick auf die Entwicklung der Inflationserwartungen stellten die Ratsmitglieder fest, dass die längerfristigen markt- und umfragebasierten Messgrößen recht gut verankert zu sein schienen. Dem aktuellen Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB zufolge lägen die längerfristigen Inflationserwartungen unverändert bei 1,9 % und der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren ebenfalls stabil bei rund 1,7 %.

Was die monetäre Analyse betrifft, stimmten die Sitzungsteilnehmer der eingangs von Herrn Praet dargelegten Einschätzung zu. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 sei weitgehend stabil geblieben und werde 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.

Das Wachstum der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor habe abermals zugenommen, womit sich der seit Anfang 2014 zu beobachtende Aufwärtstrend fortsetze. Das Wachstum der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet sei im September erneut gestiegen, während das Wachstum der Kredite an private Haushalte unverändert auf einem soliden Niveau gelegen habe. Der anhaltende Wirtschaftsaufschwung und die sehr günstigen Kreditbedingungen hätten dies begünstigt. Es wurde als erfreuliche Entwicklung angesehen, dass in der aktuellen Umfrage zum Kreditgeschäft erneut in allen Kreditkategorien ein Anstieg der Nachfrage gemeldet worden sei und im Hinblick auf die Vergabebedingungen für Unternehmenskredite und Wohnungsbaukredite an private Haushalte weiterhin positive Ergebnisse verzeichnet würden. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass sich die Fälligkeit einiger gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte im Verlauf des kommenden Jahres auf weniger als ein Jahr verringern und dies die Entwicklung der Überschussliquidität beeinflussen sowie die Liquiditätsposition der Banken beeinträchtigen könne. Zugleich wurde darauf hingewiesen, dass aus Sicht der Aufsichtsbehörden eine gewisse Vorsicht geboten sei im Hinblick darauf, wie sich die sehr lockeren Kreditkonditionen und niedrigen Kreditzinsen auf die Fähigkeit der Banken auswirken könnten, Kreditrisiken angemessen zu bepreisen und zu berücksichtigen.

Es wurde auch auf die jüngste Ausweitung der Renditeabstände von Staatsanleihen in einem Land des Euroraums eingegangen und darauf hingewiesen, dass dort die Kreditzinsen für Unternehmen und private Haushalte gestiegen seien und sich die Kosten der marktbasierter Finanzierung für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften etwas stärker erhöht hätten. Eine gewisse Straffung der Kreditkonditionen in diesem Land sei auch an den jüngsten Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft ablesbar; so hätten sich vor allem die Bedingungen für die Gewährung neuer Kredite an den privaten Sektor leicht verschärft.

### *Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen*

Die von Herrn Praet in seiner Einleitung vorgetragene Einschätzung des geldpolitischen Kurses stieß allgemein auf Zustimmung. Die aktuellen Daten seien zwar etwas schwächer ausgefallen als erwartet, stünden aber insgesamt nach wie vor mit einem anhaltenden, breit angelegten Wirtschaftsaufschwung im Euroraum und einem allmählich anziehenden Inflationsdruck im Einklang. Die zugrunde liegende Stärke der Wirtschaft sowie vermehrte Hinweise auf einen wachsenden Lohndruck stützten weiterhin das Vertrauen, 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. Zugleich seien Unsicherheiten im Zusammenhang mit einem zunehmenden Protektionismus, Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften und Finanzmarktvolatilität nach wie vor von Bedeutung. Es seien noch erhebliche geldpolitische Impulse erforderlich, um den weiteren Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht zu stützen. Erfolgen werde diese Unterstützung weiterhin über den Nettoerwerb von Vermögenswerten bis zum Jahresende, den beträchtlichen Bestand an erworbenen Vermögenswerten und die damit verbundenen Reinvestitionen sowie die erweiterte Forward Guidance im Hinblick auf die EZB-Leitzinsen.

Die Sitzungsteilnehmer waren sich weitgehend einig, dass die Kreditbedingungen für die Realwirtschaft die anhaltende wirtschaftliche Expansion und den allmählichen Anstieg der Inflation im Euroraum nach wie vor in hohem Maße stützten, wenngleich sich die Finanzierungsbedingungen seit der letzten geldpolitischen Sitzung vor allem aufgrund sinkender Aktienkurse etwas verschärft hätten. Der Euro habe in nominaler effektiver Rechnung sowie gegenüber dem US-Dollar leicht abgewertet, während die risikofreien Zinssätze im Euroraum leicht gestiegen seien. Der Zinsanstieg und die damit zusammenhängenden Aktienkursverluste in den USA hätten auch die Notierungen im Eurogebiet belastet, wobei Bankaktien besonders stark unter Druck geraten seien. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass die Aktienbewertungen insbesondere in den Vereinigten Staaten insgesamt nach wie vor hoch seien; dies gehe beispielsweise aus den konjunkturbereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnissen hervor. Es wurde festgestellt, dass sich die Renditeabstände von Staatsanleihen eines großen Euro-Landes vergrößert hätten. Allerdings seien die Ansteckungseffekte auf andere Finanzmarktsegmente und Staatsanleihemärkte bislang begrenzt.

Vor diesem Hintergrund stimmten die Mitglieder weitgehend darin überein, dass – wie eingangs von Herrn Praet vorgebracht – nach wie vor Geduld, Umsicht und Beharrlichkeit in der Geldpolitik geboten seien. Die Beibehaltung des gegenwärtigen geldpolitischen Kurses im Einklang mit den auf den letzten geldpolitischen Sitzungen verabschiedeten Beschlüssen entspreche dem datengestützten, mittelfristig ausgerichteten geldpolitischen Ansatz des EZB-Rats. In einem Umfeld, das noch immer durch eine Reihe von Unsicherheiten und Fragilitäten geprägt sei, seien Kontinuität und Beständigkeit im Hinblick auf den geldpolitischen Kurs besonders angezeigt. Dementsprechend werde der EZB-Rat erneut die Erwartung äußern, dass der Nettoerwerb von Wertpapieren – sofern die neu eingehenden Daten die mittelfristigen Inflationsaussichten bestätigten – Ende Dezember 2018 beendet würde. Außerdem werde er alle Elemente der Forward Guidance bezüglich der EZB-Leitzinsen sowie der Wiederanlage von Tilgungsbeträgen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) bekräftigen.

Die Sitzungsteilnehmer waren sich weitgehend einig, dass der allgemeine geldpolitische Kurs nach wie vor äußerst expansiv sei und dies auch nach Beendigung der Nettokäufe bleiben werde. Das monatliche Volumen

des Nettoerwerbs von Vermögenswerten sei zwar verringert worden, doch wurde als wichtig erachtet zu betonen, dass die Bilanz der EZB weiterhin wachse und anhaltende, wenn auch moderatere geldpolitische Impulse liefere. Vor diesem Hintergrund wurde ferner hervorgehoben, dass die umfangreiche geldpolitische Akkommodierung insbesondere aufgrund des Bestands an Vermögenswerten in der EZB-Bilanz und der damit verbundenen Reinvestitionen sowie der Forward Guidance zu den Zinssätzen aufrechterhalten werde. Die sehr kräftigen geldpolitischen Impulse spiegelten sich auch in verschiedenen Messgrößen der geldpolitischen Ausrichtung wider, etwa in den realen Zinssätzen, die am kurzen Ende immer noch ein außergewöhnlich niedriges Niveau aufwiesen.

Mit Blick auf die Kommunikation trafen die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgeschlagenen Elemente bei den Ratsmitgliedern auf breite Zustimmung. So sei es auch in Anbetracht der herrschenden Unsicherheit und im vollständigen Einklang mit den vorangegangenen Beschlüssen und Mitteilungen des EZB-Rats angemessen, eine ruhige Hand in der Kommunikation zu bewahren. Dementsprechend müsse herausgestellt werden, dass die aktuellen Daten zwar etwas schwächer ausgefallen seien als erwartet, aber insgesamt nach wie vor mit einem anhaltenden, breit angelegten Wirtschaftsaufschwung im Euroraum und einem allmählich anziehenden Inflationsdruck vereinbar seien. 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, wobei allerdings die Risiken im Zusammenhang mit Protektionismus, Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften und Finanzmarktvolatilität weiterhin von Bedeutung seien.

Insgesamt gelte es klarzustellen, dass die Voraussetzungen für eine nachhaltige Annäherung der Teuerungsrate an das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats nach wie vor gegeben seien. So sollte unterstrichen werden, dass die zugrunde liegende Stärke der Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet, die sich auf eine hohe Kapazitätsauslastung, eine allmähliche Verknappung an den Arbeitsmärkten und das damit verbundene Lohnwachstum stütze, das Vertrauen des EZB-Rats weiter nähere, dass sich die Annäherung der Inflation an ein Niveau von mittelfristig unter, aber nahe 2 % in nächster Zeit und auch nach einer allmählichen Reduzierung des Nettoerwerbs von Vermögenswerten fortsetzen werde.

Angesichts der immer noch bestehenden Unsicherheiten und eines nur allmählichen Anstiegs der zugrunde liegenden Inflation herrschte unter den Sitzungsteilnehmern zudem weitgehend Einigkeit darüber, dass Umsicht, Geduld und Beharrlichkeit in der Geldpolitik nach wie vor unerlässlich seien. Demzufolge müsse erneut darauf hingewiesen werden, dass für eine kontinuierliche und dauerhafte Annäherung der Inflation an die Zielvorgabe der EZB noch erhebliche geldpolitische Impulse erforderlich seien. Zugleich sei hervorzuheben, dass die Geldpolitik weiterhin einem stetigen Kurs folge, der den aktuellen Markterwartungen entspreche und vollständig mit den bei vorangegangenen Sitzungen des EZB-Rats gefassten Beschlüssen im Einklang stehe. In diesem Zusammenhang sei in Erinnerung zu rufen, dass die Geldpolitik auch nach Beendigung der Nettokäufe äußerst akkommodierend bleiben werde. So werde über den beträchtlichen Bestand an erworbenen Vermögenswerten und die damit verbundenen 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 Teuerungsrate weiterhin auf nachhaltige Weise dem Inflationsziel annähere.

### *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 werde den Nettoerwerb im Rahmen des APP im Umfang von nunmehr 15 Mrd € monatlich bis Ende Dezember 2018 fortführen. Sofern die neu verfügbaren Daten die mittelfristigen Inflationsaussichten bestätigten, gehe der EZB-Rat davon aus, dass der Nettoerwerb dann enden werde. 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 in der Pressekonferenz nach der EZB-Ratssitzung vortrugen.

Einleitende Bemerkungen

[25. Oktober 2018 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

[25. Oktober 2018 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

## **Sitzung des EZB-Rats, 24.-25. Oktober 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 Nowotny

Herr Praet

Herr Rehn

Herr Reinesch

Herr Smets

Herr Stourmaras

Herr Vasiliauskas \*

Herr Vella

Herr Villeroy de Galhau

Herr Visco

Herr Weidmann

\* Mitglieder, die im Oktober 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  
Herr Bradeško  
Frau Buch  
Herr Demarco  
Herr Dolenc  
Herr Gaiotti  
Frau Goulard  
Herr Kattai  
Herr Kuodis  
Herr Lünemann  
Herr Mooslechner  
Herr Ódor  
Herr Phelan  
Frau Razmusa, Stellvertreterin von Herrn Rimšēvičs\*  
Herr Rutkaste  
Herr Stavrou  
Herr Swank  
Herr Tavlas  
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 10. Januar 2019 vorgesehen.

**Europäische Zentralbank**

Generaldirektion Kommunikation  
Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland  
Tel.: +49 69 1344 7455, E-Mail: [media@ecb.europa.eu](mailto:media@ecb.europa.eu)  
Internet: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

*Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.*