

10. Januar 2019

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

am Mittwoch und Donnerstag, 12.-13. Dezember 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 Coeuré gab folgenden Überblick über die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten: Seit der letzten geldpolitischen Sitzung am 24.-25. Oktober 2018 hätten sich die Anzeichen verdichtet, dass die Bedenken der Anleger hinsichtlich der globalen Wachstumsaussichten zunähmen. Als Grund hierfür seien die in vielen Ländern zuletzt schwach ausgefallenen Konjunkturdaten und die anhaltenden geopolitischen Spannungen zu sehen. Die Bedenken hätten zu einer erhöhten Volatilität an den Märkten und wohl auch zu einem deutlichen Rückgang der Aktienkurse weltweit beigetragen. Außerdem hätten sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen in den Vereinigten Staaten wie auch im Euro-Währungsgebiet vergrößert, und zwar vor allem bei Papieren mit geringerer Bonität.

An den Staatsanleihemärkten des Euroraums seien die Renditen von Schuldtiteln mit der höchsten Bonität auf das zu Jahresbeginn 2018 verzeichnete Niveau gesunken, worin sich sowohl ein Sicherheitsbedürfnis als auch ein Rückgang der Inflationserwartungen manifestiere. Die niedrigeren Inflationserwartungen dürften zum Teil Ausdruck eines starken Ölpreisverfalls sein, der in den vorangegangenen Wochen stattgefunden habe. Im Zuge dessen hätten die Notierungen gegenüber ihrem Stand von Anfang Oktober um 30 % nachgegeben. Eine modellbasierte Zerlegung der Ölpreisentwicklung zeige, dass sowohl Angebots- als auch Nachfragefaktoren zu diesem Rückgang beigetragen haben dürften.

Die Renditeabstände von Staatsanleihen aus dem Eurogebiet hätten sich nach ihren zuletzt hohen Werten wieder etwas verringert. Allerdings wiesen die Spreads zwischen zehnjährigen italienischen Staatsanleihen und ihren deutschen Entsprechungen mit knapp 300 Basispunkten ein nach wie vor erhöhtes Niveau auf. Ansteckungseffekte von den italienischen Staatsanleihemärkten auf andere Euro-Länder hielten sich unterdessen weiter in Grenzen.

Mit Blick auf die Aktienmärkte im Eurogebiet schienen im Wesentlichen zwei Faktoren für die jüngste Korrektur verantwortlich gewesen zu sein: ein Anstieg der Aktienrisikoprämie, der mit der zunehmenden Nachfrage nach sicheren Anlagen an den internationalen Anleihemärkten zusammenhänge, und eine Abwärtskorrektur der Gewinnerwartungen. In den Vereinigten Staaten hätten die Gewinnerwartungen die Aktienkurse indes weiter beflügelt, während die gestiegene Risikoprämie dämpfend gewirkt habe.

Was die geldpolitischen Erwartungen im Euroraum anbelange, so deuteten umfrage- wie auch marktbasiertere Erkenntnisse darauf hin, dass die Erwartungen hinsichtlich des Zeitpunkts einer ersten Anhebung der Leitzinsen durch die EZB sowie hinsichtlich der anschließenden Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze nach hinten verschoben worden seien. Bei den längeren Laufzeiten sei eine stärkere Anpassung der Marktpreise zu beobachten gewesen, was auch durch die veränderten Risikoprämien bedingt gewesen sein könne.

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 seien eine Verringerung der globalen Wachstumsdynamik und eine Stabilisierung des Wachstums im internationalen Handel zu verzeichnen. Die Umfrageindikatoren weltweit ließen für das zweite Halbjahr 2018 auf eine langsamere konjunkturelle Gangart schließen. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor habe sich zwar im November leicht erhöht, weise aber insgesamt immer noch auf ein schwächeres Wachstum als in der ersten Jahreshälfte hin. Von den aktuellen Handelsindikatoren gingen gemischte Signale aus, doch ließen sie unter dem Strich eine weitgehende Stabilisierung erkennen. So sei das Volumen der Wareneinfuhren im September gestiegen. Indessen habe der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes im November weiterhin geringfügig unter 50 Punkten gelegen.

Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern habe sich im Oktober beschleunigt. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet sei die Teuerungsrate weitgehend stabil geblieben. Die Lohndynamik scheine sich seit dem Jahreswechsel 2017-2018 erhöht zu haben, wobei das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im dritten Quartal 2018 mit einer Jahreswachstumsrate von 2,9 % gestiegen sei.

Die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent hätten seit der geldpolitischen Sitzung am 24.-25. Oktober stark nachgegeben. Ausschlaggebend hierfür seien eine Ausweitung der Ölproduktion und die Erwartung, dass sich das Wachstum der Ölnachfrage abschwächen werde. Im gleichen Zeitraum seien die Preise für sonstige Rohstoffe um 3 % gesunken, während der Wechselkurs des Euro zum US-Dollar und in nominaler effektiver Rechnung weitgehend unverändert geblieben sei.

Im Euro-Währungsgebiet habe sich das Wirtschaftswachstum aufgrund einer geringeren Auslandsnachfrage und auch sektor- und länderspezifischer Faktoren weiter verlangsamt. Gemäß der zweiten Datenveröffentlichung von Eurostat sei das reale BIP im Euroraum im dritten Quartal 2018 nur noch um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen, verglichen mit jeweils 0,4 % in den beiden vorangegangenen Jahresvierteln. Die seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats verfügbaren Daten seien schwächer ausgefallen als erwartet.

Zugleich seien die fundamentalen Faktoren, die das Wirtschaftswachstum stützten, weiterhin gegeben. Auf mittlere Sicht sei davon auszugehen, dass die privaten Konsumausgaben robust blieben, was in erster Linie einem anhaltenden Anstieg des Arbeitnehmerentgelts zuzuschreiben sei, der – im Zeitverlauf – stärker vom Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und weniger vom Beschäftigungswachstum getragen werde. Gestützt durch die positiven Gewinnerwartungen, die robuste Binnennachfrage und die günstigen Finanzierungsbedingungen dürfte sich das solide Wachstum der Unternehmensinvestitionen fortsetzen. Die fortwährende Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Welthandel und den Zöllen dürfte die Unternehmensinvestitionen jedoch belasten.

Diese Einschätzung decke sich weitgehend mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2018. Demnach werde das jährliche reale BIP 2018 um 1,9 %, 2019 und 2020 um jeweils 1,7 % sowie 2021 um 1,5 % steigen. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2018 sei der Ausblick für das Wachstum des realen BIP für die Jahre 2018 und 2019 leicht nach unten korrigiert worden.

Was die Preisentwicklung anbelange, so sei die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet der Vorausschätzung von Eurostat zufolge von 2,2 % im Oktober 2018 auf 2,0 % im November gesunken. Ursächlich hierfür sei vor allem ein geringerer Anstieg der Energiepreise gewesen. Auch der HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel weise im November mit 1,0 % einen leicht geringeren Wert als im Vormonat auf (1,1 %), was einer niedrigeren Teuerungsrate bei der Dienstleistungskomponente zuzuschreiben sei. Eine größere Zahl von Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation hätte sich indessen weiterhin seitwärts entwickelt.

Die aktuell verfügbaren Daten deuteten auf einen wachsenden Lohndruck hin, der eine Aufwärtsanpassung der zugrunde liegenden Inflation stützen dürfte. Die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer sei von 2,2 % im zweiten auf 2,5 % im dritten Quartal 2018 gestiegen. Diese Entwicklung setze sich über Länder und Sektoren hinweg auf breiter Basis fort.

Gemäß den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember werde sich die am HVPI gemessene Teuerungsrate von 1,8 % im Jahr 2018 auf 1,6 % im Jahr 2019 verringern und sich dann 2020 auf 1,7 % bzw. 2021 auf 1,8 % allmählich erhöhen. Hinter diesem langgezogenen v-förmigen Verlaufsmuster stünden zwei einander im Zeitverlauf ausgleichende Trends: eine niedrigere Jahreswachstumsrate der Energiekomponente, da die Effekte vergangener Ölpreissteigerungen nachließen, und ein allmählicher Anstieg der zugrunde liegenden Inflation, der angesichts der verstärkten Angebotsbeschränkungen und einer angespannteren Lage an den Arbeitsmärkten durch die zunehmend positive Produktionslücke bedingt sei.

Im Vergleich zu den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2018 seien die Aussichten für die HVPI-Inflation für 2018 um 0,1 Prozentpunkte nach oben und für 2019 um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert worden, während sie für 2020 unverändert geblieben seien.

Die marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen seien seit der geldpolitischen Sitzung am 24.-25. Oktober 2018 leicht gesunken, und zwar in erster Linie infolge des drastischen Ölpreisrückgangs. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren liege bei 1,6 % und sei damit etwas niedriger als zum Zeitpunkt der Sitzung im Oktober.

Die Finanzierungsbedingungen seien vor dem Hintergrund einer erhöhten Marktvolatilität weiterhin akkommodierend. Unterdessen hätten sich die Erwartungen im Hinblick auf den Zeitpunkt einer ersten Anhebung der EZB-Leitzinsen auf etwa Ende 2019 verschoben. Die Aktienmärkte im Euroraum hätten sich angesichts geringerer Gewinnerwartungen und einer höheren Aktienrisikoprämie rückläufig entwickelt. Indessen seien die Finanzierungskosten der Unternehmen im Eurogebiet insgesamt nach wie vor sehr günstig.

Mit Blick auf die Geldmengen- und Kreditentwicklung habe sich die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge (M3) weiter leicht abgeschwächt, wenngleich die jüngsten Daten für Oktober einen Wiederanstieg auf 3,9 % auswiesen. Maßgeblich für das M3-Wachstum seien dabei nach wie vor hauptsächlich binnenwirtschaftliche Quellen der Geldschöpfung gewesen. Die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite an den privaten Sektor sei im Oktober mit 3,3 % nach 3,4 % im September weitgehend stabil geblieben. Auf Ebene des Euroraums lägen die Kreditzinsen weiterhin auf einem sehr günstigen Niveau in der Nähe ihrer historischen Tiefstände. Trotz eines begrenzten Renditeanstiegs bei Bankanleihen seien die gewichteten Finanzierungskosten der Banken im Eurogebiet noch immer akkommodierend.

In Bezug auf die Finanzpolitik werde im Zeitraum von 2019 bis 2021 von einer Erhöhung der Defizitquote im Euro-Währungsgebiet ausgegangen. Ursächlich hierfür sei eine Lockerung des finanzpolitischen Kurses – gemessen als Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos – in den Jahren 2019 und 2020.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend stellte Herr Praet fest, dass die Finanzierungsbedingungen vor dem Hintergrund einer erhöhten Marktvolatilität weiterhin akkommodierend seien. Insgesamt habe die Geldpolitik der EZB dazu beigetragen, die Auswirkungen der bestehenden Unsicherheiten auf die Finanzierungsbedingungen zu dämpfen. Die Kreditbedingungen für private Haushalte und Unternehmen seien nach wie vor sehr günstig.

Die aktuellen Wachstumsdaten seien schwächer ausgefallen als erwartet, worin sich eine geringere Auslandsnachfrage, aber auch einige länder- und sektorspezifische Faktoren widerspiegelten. Zwar dürften einige dieser Faktoren an Bedeutung verlieren, doch die jüngsten Daten könnten auf eine Abschwächung der Wachstumsdynamik hindeuten. Unterdessen seien die fundamentalen Faktoren, die den Wirtschaftsaufschwung im Euroraum stützten, weiterhin gegeben. Diese Einschätzung stehe auch im Einklang mit den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2018, denen zufolge sich die Expansion mit näher am Potenzialwachstum liegenden Zuwachsraten fortsetzen werde.

Die Risiken für die Wachstumsaussichten könnten noch immer als weitgehend ausgewogen erachtet werden. Angesichts der nach wie vor großen Bedeutung der Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der Gefahr von Protektionismus, Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften und Finanzmarktvolatilität sei jedoch eine Verschiebung in Richtung Abwärtsrisiken zu beobachten.

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich zwar im Großen und Ganzen weiterhin verhalten, doch vor dem Hintergrund einer hohen Kapazitätsauslastung, einer zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten und steigender Löhne gewinne der binnenwirtschaftliche Kostendruck weiter an Stärke. Die von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember bestätigten im Wesentlichen den in den Projektionen vom Juni und September bereits enthaltenen Inflationsausblick.

Diese Gesamteinschätzung stütze weiterhin das Vertrauen, dass sich die nachhaltige Annäherung der Teuerung an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % fortsetzen und auch nach dem Ende des Nettoerwerbs im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) anhalten werde. Zugleich sei für eine

fortgesetzte Annäherung der Inflationsrate noch eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung erforderlich.

Auf der Grundlage dieser Erwägungen schlug Herr Praet vor, a) den Nettoerwerb von Vermögenswerten im Rahmen des APP Ende Dezember 2018 zu beenden, b) die Forward Guidance im Hinblick auf die EZB-Leitzinsen unverändert beizubehalten und c) die Forward Guidance zu den Reinvestitionen dahingehend zu präzisieren, dass der EZB-Rat beabsichtige, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginne, und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anzulegen, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

Die Verknüpfung des Zeithorizonts für Reinvestitionen mit der erstmaligen Anhebung der Zinssätze signalisiere, dass die Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen der EZB das wichtigste Instrument des EZB-Rats für die Anpassung des künftigen geldpolitischen Kurses sei. Durch diese Koppelung werde die Wirkung der Forward Guidance zu den Zinssätzen auf die Finanzierungsbedingungen verstärkt, da sich die Markterwartungen zum Wiederanlagezeitraum im Einklang mit den Erwartungen hinsichtlich des Zeitpunkts einer ersten Leitzinserhöhung entwickelten. In Bezug auf die Kommunikation sei es ferner wichtig, a) hervorzuheben, dass die aktuellen Daten schwächer als erwartet ausgefallen seien, die zugrunde liegende Stärke der Binnennachfrage aber weiterhin das Wachstum im Euroraum und eine allmähliche Zunahme des Inflationsdrucks unterstütze, b) einzuräumen, dass die Risiken für den Wachstumsausblick des Eurogebiets zwar noch immer als weitgehend ausgewogen angesehen werden könnten, angesichts der nach wie vor großen Bedeutung der Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der Gefahr von Protektionismus, Anfälligkeiten in den Schwellenländern und Finanzmarktvolatilität jedoch eine Verschiebung in Richtung Abwärtsrisiken zu beobachten sei, c) die Zuversicht des EZB-Rats zu unterstreichen, dass sich die nachhaltige Annäherung der Teuerung an das Inflationsziel in nächster Zeit fortsetzen und auch nach Abschluss des Nettoerwerbs von Vermögenswerten im Rahmen des APP anhalten werde, d) zu bekräftigen, dass die Forward Guidance im Hinblick auf die EZB-Leitzinsen – verstärkt durch die Reinvestitionen der Tilgungsbeträge aus dem beträchtlichen Bestand an erworbenen Vermögenswerten – weiterhin für das nötige Maß an geldpolitischer Akkommodierung Sorge, um eine nachhaltige Annäherung der Inflation an das Ziel des EZB-Rats zu gewährleisten, e) erneut zu bestätigen, dass der EZB-Rat davon ausgehe, die Leitzinsen der EZB mindestens über den Sommer 2019, in jedem Fall aber so lange wie notwendig auf ihrem aktuellen Niveau zu belassen, um eine fortgesetzte nachhaltige Annäherung der Teuerung an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sicherzustellen, und f) anzukündigen, dass der EZB-Rat beabsichtige, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginne, und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anzulegen, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

Mit Blick auf die Umsetzung der Geldpolitik erinnerte Herr Cœuré daran, dass die in der Phase des Nettoerwerbs von Vermögenswerten angewandten wesentlichen Grundsätze zwar auch für die

Reinvestitionsphase gelten würden, hinsichtlich der Art und Weise, wie das Eurosystem diese Geschäfte durchführt, aber einige technische Anpassungen erforderlich seien.

Als erster Kernpunkt sei hier das operative Ziel zu nennen. Während des Wiederanlagezeitraums werde die Höhe der im Rahmen aller vier Programme des APP kumulierten Nettokäufe auf ihrem jeweiligen Niveau von Ende Dezember 2018 beibehalten. Aus operativen Gründen könne es zu begrenzten vorübergehenden Abweichungen beim Gesamtumfang und bei der Zusammensetzung des APP kommen. Was das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) betreffe, so sei auch hier das Ziel, beim Bestand an erworbenen Vermögenswerten den jeweiligen Anteil an Anleihen supranationaler EU-Institutionen einerseits sowie Staatsanleihen und Schuldtiteln staatsnaher Emittenten andererseits auf dem Niveau von Ende Dezember 2018 zu halten.

Der zweite wichtige Punkt beziehe sich auf die Verteilung der im Rahmen des PSPP zu tätigen Reinvestitionen auf die einzelnen Länder. Diese richte sich, gemessen am Bestand, weiterhin nach den jeweils aktuellen Gewichtsanteilen der nationalen Zentralbanken (NZBen) am Kapitalschlüssel der EZB. Demnach würden Tilgungsbeträge grundsätzlich in dem Land wieder angelegt, in dem die Tilgungszahlungen erfolgten, wobei die Portfolioallokation zwischen den Ländern jedoch weiterhin angepasst werde, um die Anteile der Länder am PSPP-Portfolio stärker an die Anteile der jeweiligen NZBen am Schlüssel für die Zeichnung des Kapitals der EZB anzugleichen. Etwaige Anpassungen der Portfoliozusammensetzung im Hinblick auf die Anteile der einzelnen Länder würden schrittweise vollzogen und so kalibriert, dass die Wahrung geordneter Marktverhältnisse gewährleistet sei.

Auch während der Reinvestitionsphase werde das Eurosystem durch eine reibungslose und flexible Umsetzung das Prinzip der Marktneutralität verfolgen. Zu diesem Zweck erfolge die Wiederanlage der Tilgungsbeträge über das Jahr verteilt, um eine regelmäßige und ausgewogene Marktpräsenz zu ermöglichen. Im Rahmen des PSPP würden weiterhin im erforderlichen Umfang Ankäufe von Wertpapieren mit einer unter dem Zinssatz für die Einlagefazilität der EZB liegenden Rendite bis zur Fälligkeit vorgenommen.

Der dritte Kernpunkt betreffe die Reinvestitionsmodalitäten bei den Ankaufprogrammen für den privaten Sektor. Die Reinvestitionen im Rahmen dieser Programme orientierten sich nach wie vor an der Marktkapitalisierung, wobei für eine reibungslose Umsetzung aber ein angemessener Grad an Flexibilität in der Durchführung notwendig sei. Der Erwerb von Wertpapieren am Primärmarkt sei weiterhin gestattet, sofern erforderlich. Zum Abschluss erinnerte Herr Cœuré daran, dass mit Beginn der Reinvestitionsphase alle gedeckten Schuldverschreibungen mit „Conditional Pass-Through“-Struktur von weiteren Käufen im Rahmen des dritten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen ausgeschlossen würden.

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 für die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet und erörterten die Risiken. Die aktuellen Wachstumsdaten seien schwächer als erwartet ausgefallen, worin sich eine geringere Auslandsnachfrage, aber auch verschiedene länder- und sektorspezifische Faktoren widerspiegelten. Obgleich einige dieser Faktoren an Bedeutung verlieren dürften, könnten die jüngsten Daten auf eine Verringerung der Wachstumsdynamik hindeuten. Zugleich seien die fundamentalen Faktoren, die das Wirtschaftswachstum im Euroraum stützten, weiterhin gegeben.

Dieser Ausblick finde sich im Wesentlichen auch in den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2018 wieder, die eine leichte Abwärtskorrektur des realen BIP-Wachstums für die Jahre 2018 und 2019 gegenüber den Projektionen der Experten der EZB vom September 2018 sowie eine allmähliche Abschwächung der Zuwachsrate des realen BIP im Projektionszeitraum – von 1,9 % im Jahr 2018 auf 1,5 % im Jahr 2021 – enthielten; auch in den Projektionen vom März und vom Juni sei es bereits zu Abwärtsrevisionen gekommen. Vor diesem Hintergrund wurde bekräftigt, dass trotz der schwächeren Daten nach wie vor davon ausgegangen werden könne, dass das Basisszenario Bestand habe, und dass die Wirtschaft weiterhin einen Zuwachs nahe dem Potenzialwachstum verzeichnen dürfte.

Die stützenden Faktoren der Konjunktur kämen in der Entwicklung der wichtigsten Nachfragekomponenten zum Ausdruck. So profitierten die privaten Konsumausgaben weiterhin von einem anhaltenden Beschäftigungszuwachs und steigenden Löhnen. Die günstigen Finanzierungsbedingungen und sich verbessernde Bilanzen kämen den Unternehmensinvestitionen zugute, und zudem seien die Wohnungsbauinvestitionen nach wie vor robust. Darüber hinaus dürfte die Expansion der Weltwirtschaft – wenn auch verlangsamt – weiter anhalten und somit die Ausfuhren des Euroraums begünstigen.

Die jüngsten Daten seien schwächer als erwartet ausgefallen. Dies gelte auch für das Wachstum des realen BIP, das im dritten Jahresviertel gegenüber dem Vorquartal von 0,4 % auf 0,2 % zurückgegangen sei. Zwar dürften einige der dieser Entwicklung zugrunde liegenden länder- und sektorspezifischen Faktoren an Einfluss verlieren, doch wurde darauf hingewiesen, dass eine Reihe von Indikatoren zuletzt gegenüber ihrem Stand von 2017 deutlich nachgegeben hätten, woraus sich das Bild einer Konjunkturabkühlung ergebe. Zugleich wurde darauf verwiesen, dass 2017 ein sehr positives Jahr mit einer überraschend guten Entwicklung gewesen sei. Die Frage, ob die länder- und sektorspezifischen Faktoren der aktuellen Wachstumsverlangsamung nur vorübergehender Natur oder länger anhaltend sein würden, sei bereits auf der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats behandelt worden und bedürfe weiterhin besonderer Aufmerksamkeit. Es wurden erneut die Auswirkungen neuer Standards für Emissionstests auf die Automobilproduktion und die Pkw-Neuzulassungen in der größten Volkswirtschaft des Eurogebiets angeführt.

Die Sitzungsteilnehmer befassten sich eingehend mit den Risiken für den Wachstumsausblick des Euro-Währungsgebiets. Unsicherheiten und Risiken im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der Gefahr von Protektionismus, Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften und Finanzmarktvolatilität seien nach wie vor von Bedeutung. Es wurde allgemein die Ansicht vertreten, dass die Unsicherheit fortbestehe oder zugenommen habe, wobei eine Verschiebung in Richtung Abwärtsrisiken für die Konjunktur zu beobachten sei. Ferner wurde angeführt, dass zwar bestimmte Abwärtsrisiken – in Bezug auf Handelskonflikte, Schwellenländer, die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten und die Entwicklung an den Staatsanleihemärkten des Euroraums – abgenommen hätten, dass aber die sich stetig verändernde Art der Risiken die allgemeine Unsicherheit weiter stützen oder gar noch verstärken werde.

In diesem Zusammenhang wurde hervorgehoben, dass die Lage weiterhin fragil und veränderlich sei, da Risiken rasch wieder an Bedeutung gewinnen oder neue Unsicherheiten auftreten könnten. Als Beispiel wurde das Geschehen in den Schwellenländern genannt. Während die Anfälligkeit einiger Staaten inzwischen weniger Sorgen bereite (insbesondere mit Blick auf die Stabilisierung in der Türkei und in Argentinien), zeichneten sich in anderen Ländern bereits neue Anfälligkeiten ab. Weitere Beispiele seien der häufig wechselnde Stand der Gespräche über Handelsfragen und der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union. Vor diesem Hintergrund wurde angemerkt, dass das gegenwärtige Umfeld als ein Umfeld der „Risikorotation“ in einer Phase allgemein erhöhter Unsicherheit beschrieben werden könne.

Mit Blick auf die Risikoverteilung wurde einerseits die Ansicht vertreten, dass es Argumente dafür gebe, die Risiken für die Konjunktur als überwiegend abwärtsgerichtet einzuschätzen. Die vorherrschende Unsicherheit habe offenbar das Vertrauen – wenngleich ausgehend von einem hohen Niveau – beeinträchtigt. Dabei wurde Bezug genommen auf die erneut enttäuschenden Ergebnisse der Einkaufsmanagerumfrage zu Produktion und Export und die damit verbundene aktuelle Verringerung des Unternehmervertrauens. Dies wirke sich negativ auf die Unternehmensinvestitionen aus und sei eine Mahnung, die Abwärtsrisiken für das Wachstum nicht zu unterschätzen. Im Hinblick auf die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen wurde festgestellt, dass das Basisszenario für die kurzfristigen Wachstumsaussichten des Eurogebiets im letzten halben Jahr nun dreimal in Folge nach unten korrigiert worden sei. Die jüngsten Revisionen spiegelten im Wesentlichen die Berücksichtigung neuer Daten für die kurze Frist wider, hätten jedoch keine Auswirkungen auf den Wachstumspfad im restlichen Projektionszeitraum. Sofern nicht sämtliche Schocks mit Einfluss auf die jüngsten Daten als rein temporär betrachtet würden, dürften sich daher, so wurde argumentiert, die Risiken insgesamt nach unten verlagert haben.

Andererseits wurde angeführt, dass in letzter Zeit die negativen Nachrichten zwar leicht überwogen hätten, dies jedoch in der Abwärtsrevision der Basisprojektion des Eurosystems bereits berücksichtigt worden sei, sodass die Risiken in dieser neuen Projektionsrunde weiterhin als recht ausgewogen beurteilt werden könnten. Ferner wurde darauf hingewiesen, dass die Einschätzung, wonach die Risiken für das Wachstum immer noch ausgewogen seien, durch das Aufkommen neuer Aufwärtsrisiken gestützt werde. Genannt wurden in diesem Zusammenhang ein weiterer Rückgang der Ölpreise seit dem Stichtag für die Erstellung der Projektionen und wahrscheinlich von finanzpolitischen Maßnahmen ausgehende stärkere Impulse. Vor diesem Hintergrund wurde hinsichtlich einer Verschiebung in Richtung Abwärtsrisiken zur Vorsicht gemahnt.

Insgesamt teilten die Ratsmitglieder die Auffassung, dass die Risiken für den Wachstumsausblick im Euroraum immer noch als weitgehend ausgewogen erachtet werden könnten, dass aber aufgrund anhaltender Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der Gefahr von Protektionismus, Anfälligkeiten in den Schwellenländern und Finanzmarktvolatilität eine Verschiebung in Richtung Abwärtsrisiken zu beobachten sei. Diese Einschätzung stelle die notwendige Balance zwischen dem Vertrauen in die mittelfristigen Aussichten und der Würdigung der zuletzt schwachen Daten und Indikatoren her.

In Bezug auf die Preisentwicklung traf die eingangs von Herrn Praet dargelegte Beurteilung auf breite Zustimmung. Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge sei die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet von 2,2 % im Oktober 2018 auf 2,0 % im November gesunken. Ursächlich hierfür sei vor allem ein geringerer Preisauftrieb bei Energie gewesen. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation in den nächsten Monaten zurückgehen. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich zwar nach wie vor allgemein verhalten, doch vor dem Hintergrund einer hohen Kapazitätsauslastung und einer zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten, was dem Lohnwachstum Auftrieb verleihe, gewinne der binnenwirtschaftliche Kostendruck weiter an Stärke und Breite. Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung und einem höheren Lohnwachstum werde erwartet, dass die zugrunde liegende Inflation auf mittlere Sicht zunehme.

Diese Einschätzung spiegele sich auch weitgehend in den vom Eurosystem erstellten Projektionen vom Dezember 2018 wider. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2018 seien die Inflationsaussichten für 2018 leicht nach oben und für 2019 leicht nach unten korrigiert worden. Die HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel werde den Projektionen zufolge von 1,0 % im Jahr 2018 auf 1,8 % im Jahr 2021 ansteigen. Verglichen mit den Projektionen der EZB vom September bedeute dies eine geringfügige Abwärtskorrektur von jeweils rund 0,1 Prozentpunkten für die Jahre 2018 bis 2020.

Hinsichtlich der Risiken für die Inflationsaussichten wurde festgestellt, dass der Zusammenhang zwischen möglichen Abwärtsrisiken für die Wachstumsaussichten und entsprechenden Risiken für die Inflationsaussichten im Allgemeinen von der Art der Schocks abhängen. Ein beträchtliches Abwärtsrisiko für die Inflationsprojektionen – aber ein wahrscheinliches Aufwärtsrisiko im Hinblick auf das Wachstum – beziehe sich auf die Ölpreise, die derzeit niedriger seien als bei Fertigstellung der Projektionen. Es wurde allerdings ins Feld geführt, dass erwartungsgemäß Veränderungen der Ölpreise in der Regel vor allem für die kürzerfristigen Aussichten ein Risiko darstellten, welches über den geldpolitisch relevanten mittelfristigen Zeithorizont schwinde; zugleich wurde vorgebracht, dass geopolitische Spannungen zu einem länger anhaltenden Ölpreisrückgang führen könnten.

Was die Aussichten für die zugrunde liegende Inflation anbelange, so gehe von der jüngsten Lohnentwicklung eine gewisse Beruhigung aus. Das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Euro-Währungsgebiet insgesamt habe im dritten Quartal 2018 bei 2,5 % gelegen und damit seine seit 2016 verzeichnete stetige Aufwärtsbewegung fortgesetzt. Der höhere Lohnzuwachs habe zudem in den einzelnen Ländern und Wirtschaftssektoren des Euroraums an Breite gewonnen. Es wurde darauf verwiesen, dass die Lohnentwicklung in mehreren Euro-Ländern im historischen Vergleich relativ dynamisch verlaufe.

Die Sitzungsteilnehmer waren sich weitgehend einig, dass das Durchwirken der Lohnentwicklung auf die Preise vor allem im Dienstleistungssektor ein wesentlicher Faktor sei, der die Zuversicht hinsichtlich der Aussichten für die zugrunde liegende Inflation stärke. Dabei wurde angemerkt, dass das Ausmaß der Transmission von der Ursache der Schocks abhängt, die das Lohnwachstum antrieben. Die verfügbare Evidenz lasse darauf schließen, dass es im Falle eines nachfrageinduzierten Schocks zu einem stärkeren, bei sonstigen Schocks hingegen zu einem moderateren Durchwirken kommen dürfte. Die Weitergabe höherer Löhne auf die Verbraucherpreisentwicklung unterliege zeitlichen Verzögerungen, sodass in diesem Punkt wohl mehr Zeit und Geduld vonnöten seien. Es wurde erneut das Argument angeführt, dass es letztlich zur Weitergabe kommen werde, weil ein mit unveränderten Teuerungsraten einhergehendes beschleunigtes Lohnwachstum eine Schrumpfung der Gewinnmargen und -aufschläge impliziere, die sich nicht unbegrenzt fortsetzen könne.

Was die Inflationserwartungen anbelange, so seien die marktbasieren Messgrößen der längerfristigen Erwartungen seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats leicht gesunken. Es wurde angemerkt, dass dies eine Folge des jüngsten Absinkens der Ölpreise sein könnte, da – wie bereits andernorts festgestellt – bei rückläufigen Ölpreisen anscheinend eine Korrelation zwischen diesen beiden Variablen bestehe, die umgekehrt bei steigenden Ölpreisen nicht zu beobachten sei. Zugleich wurde daran erinnert, dass die Gefahr negativer Inflationsraten und einer Deflation schon lange nicht mehr gegeben sei.

Was die Finanzpolitik betrifft, so bekräftigte der EZB-Rat die Notwendigkeit einer erneuten Aufstockung der fiskalischen Reserven. 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.

Im Hinblick auf die monetäre Analyse fand die eingangs von Herrn Praet dargelegte Einschätzung breite Zustimmung. Die Jahreswachstumsrate von M3 sei im Oktober 2018 wieder etwas gestiegen. Das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 habe abermals den größten Beitrag zum Anstieg der weit gefassten Geldmenge geleistet. Dabei habe sich die allmähliche Verschiebung bei den das M3-Wachstum bestimmenden Faktoren fortgesetzt, und zwar vom Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) hin zu einem zunehmenden Beitrag des nachhaltigen Anstiegs der Kreditvergabe an den privaten Sektor.

Die seit Anfang 2014 verzeichnete allmähliche Erholung der Vergabe von MFI-Buchkrediten an den privaten Sektor halte weiter an. Ein nach wie vor unterstützender Faktor der Kreditschöpfung sei dabei die insgesamt zu beobachtende Bilanzverbesserung bei den Banken, die sich unter anderem im anhaltenden Rückgang der Bestände an notleidenden Krediten zeige. Es wurde auf die jüngste Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln verwiesen. Darin sei die Verfügbarkeit von Bankkrediten im Zeitraum von April bis September 2018 von kleinen und mittleren Unternehmen weiterhin als reichlich bewertet worden.

Die von Banken im Euro-Währungsgebiet erhobenen Zinssätze für Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften seien nach wie vor sehr attraktiv und hätten sich in der Nähe ihrer historischen Tiefstände gehalten. In diesem Zusammenhang wurde die Entwicklung in einem Land des Eurogebiets angesprochen, das noch immer erhöhte Staatsanleiherenditen aufweise. Zwar sei es dort bislang noch nicht zu einem entsprechend hohen Anstieg der Kreditzinsen gekommen, doch im Falle einer

anhaltenden Volatilität an den Finanzmärkten sei zu erwarten, dass sich im Zeitverlauf ein gewisser Aufwärtsdruck auf die Kreditzinsen der Banken aufbauen werde.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen

Die von Herrn Praet in seiner Einleitung vorgetragene Einschätzung des geldpolitischen Kurses stieß auf breite Zustimmung. Obwohl die aktuellen Daten etwas schwächer ausgefallen seien als erwartet, unterstütze die zugrunde liegende Stärke der Binnennachfrage weiterhin das Wachstum im Eurogebiet und einen allmählichen Anstieg des Inflationsdrucks. Nach Ansicht der Sitzungsteilnehmer nähere dies nach wie vor das Vertrauen, dass sich die nachhaltige Annäherung der Inflation an das Ziel des EZB-Rats fortsetzen und auch nach Beendigung des Nettoerwerbs von Vermögenswerten anhalten werde. Zugleich seien immer noch erhebliche geldpolitische Impulse erforderlich, um den weiteren Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht zu stützen. Wegen der noch immer bestehenden und nach wie vor bedeutenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der Gefahr von Protektionismus, Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften und Finanzmarktvolatilität sei erhöhte Sorgfalt geboten. Die Geldpolitik müsse weiterhin von Umsicht, Geduld und Beharrlichkeit geprägt sein und auch in nächster Zeit ihren datengestützten Ansatz beibehalten.

Die Anwesenden waren sich weitgehend einig, dass die Finanzierungsbedingungen akkommodierend geblieben seien und die Kreditvergabebedingungen für private Haushalte und Unternehmen noch immer sehr unterstützend wirkten. In diesem Zusammenhang habe die Forward Guidance des EZB-Rats dazu beigetragen, die Wirkung der anhaltenden Unsicherheiten auf die Finanzierungsbedingungen zu dämpfen. Angesichts der schwächer als erwartet ausgefallenen aktuellen Daten habe sich sowohl der antizipierte Zeithorizont bis zur ersten Leitzinserhöhung der EZB als auch der erwartete Zeitrahmen für die Wiederanlage von Tilgungsbeträgen ausgeweitet. Dies scheine im Einklang mit den zustandsabhängigen Elementen der Forward Guidance des EZB-Rats bezüglich dieser beiden Instrumente zu stehen und habe zur Wahrung von Finanzierungsbedingungen beigetragen, die für eine nachhaltige Annäherung der Inflation an das Ziel des EZB-Rats erforderlich seien.

Vor diesem Hintergrund stimmten die Ratsmitglieder geschlossen dem eingangs von Herrn Praet vorgeschlagenen Gesamtpaket geldpolitischer Maßnahmen zu. Hierzu zählten die Beendigung des Nettoerwerbs von Vermögenswerten im Rahmen des APP Ende Dezember, die unveränderte Beibehaltung der Forward Guidance zur Entwicklung der Leitzinsen der EZB sowie die Erweiterung der Forward Guidance zu Reinvestitionen. Dementsprechend werde der EZB-Rat seine Absicht kundtun, die Tilgungsbeträge für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem die Leitzinsen erstmals erhöht würden, und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anzulegen, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

Die Sitzungsteilnehmer waren sich weitgehend darin einig, dass der allgemeine geldpolitische Kurs nach wie vor sehr expansiv sei und dies auch nach Einstellung der Nettokäufe zum Jahresende 2018 bleiben werde. Auch wenn nun der Übergang in eine Phase des APP beginne, in der das Nettoankaufvolumen bei null liege,

werde das Eurosystem im Einklang mit der erweiterten Forward Guidance des EZB-Rats zu Reinvestitionen weiterhin Wertpapiere kaufen. Aufgrund des beträchtlichen Bestands an erworbenen Vermögenswerten und der Wiederanlage der Tilgungsbeträge sowie der Forward Guidance des EZB-Rats zu den Leitzinsen werde die umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechterhalten. Die Absicht des EZB-Rats, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem die Leitzinsen erstmals erhöht würden, bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anzulegen, komme in der erweiterten Forward Guidance zu den Reinvestitionen angemessen zum Ausdruck.

Es herrschte ein breiter Konsens darüber, dass der Wortlaut, der zur Bekanntgabe der in den Hinweisen zu den Reinvestitionen enthaltenen zeitlichen Dimension gewählt wurde – „für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem der EZB-Rat mit der Erhöhung der Leitzinsen beginnt“ – einen angemessenen Mittelweg zwischen einer zusätzlichen Orientierung bezüglich der Wiederanlage von Tilgungsbeträgen einerseits und der Beibehaltung von Flexibilität und Optionalität für die nächste Zeit andererseits herstelle. Des Weiteren werde durch die Verknüpfung des Zeithorizonts für Reinvestitionen mit der erstmaligen Anhebung der Leitzinsen signalisiert, dass die Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen der EZB das wichtigste Instrument des EZB-Rats für die Anpassung des geldpolitischen Kurses in der nächsten Zeit sei. Außerdem werde diese Koppelung den Effekt der Hinweise des EZB-Rats zu den Leitzinsen auf die Finanzierungsbedingungen insofern verstärken, als damit sichergestellt sei, dass sich die Markterwartungen zum Wiederanlagezeitraum im Einklang mit den Erwartungen hinsichtlich des Zeitpunkts der erstmaligen Anhebung der Leitzinsen entwickelten. Infolgedessen stünden auch die Effekte der Reinvestitionen auf die Laufzeitprämien – die sich primär am langen Ende der Zinsstrukturkurve manifestierten – im Einklang mit Veränderungen der kurzfristigen Zinserwartungen.

Die Ratsmitglieder betonten, dass sich die Spezifizierung einer zeitbasierten wie auch einer zustandsabhängigen Komponente der Forward Guidance im Hinblick auf die geldpolitischen Instrumente des EZB-Rats bewährt habe. Daher bestand weitgehende Einigkeit darüber, dass die zustandsabhängige Komponente der Forward Guidance zu den Reinvestitionen beibehalten werden solle. Dementsprechend solle der EZB-Rat die Tilgungsbeträge in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anlegen, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten. Zugleich wurde darauf hingewiesen, dass die Liquiditätsbedingungen auch von der Liquiditätsbereitstellung im Rahmen der Kreditgeschäfte des Eurosystems, dem Mengentenderverfahren mit Vollzuteilung und anderen Faktoren abhingen.

Im Hinblick auf die Zusammensetzung des APP kamen die Sitzungsteilnehmer weitgehend darin überein, dass alle Bestandteile des Programms während der Reinvestitionsphase aufrechterhalten werden sollten. Ferner würden die jeweiligen Anteile auf dem Stand am Ende der Nettoerwerbsphase verbleiben. Bezüglich des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) merkte ein Sitzungsteilnehmer an, dass die Liquiditätslage der Unternehmen komfortabel sei und dass vom CSPP etwas höhere Finanzrisiken ausgingen als von den anderen Programmen. Zugleich wurde betont, dass sich das geltende Risikomanagementsystem als wirksam erwiesen habe. Darüber hinaus seien Unternehmens-

anleihen mit inhärenten Risiken behaftet; es wurde daran erinnert, dass das geldpolitische Ziel des Ankaufs von Unternehmensanleihen von übergeordneter Bedeutung sei.

In Bezug auf die technischen Parameter für die Reinvestitionsphase wurde der allgemeine Ansatz weitgehend als sehr ausgewogen erachtet, und alle Ratsmitglieder unterstützten die eingangs von Herrn Cœuré unterbreiteten Vorschläge. Entsprechend richte sich die Verteilung der Reinvestitionen beim PSPP auf die infrage kommenden Länder, gemessen am aktuellen Bestand, weiterhin nach den jeweils aktuellen Gewichtsanteilen der nationalen Zentralbanken am Kapitalschlüssel der EZB. Demnach würden Tilgungsbeträge grundsätzlich in dem Land wieder angelegt, in dem die Tilgungszahlungen erfolgten, wobei die Portfolioallokation zwischen den Ländern jedoch weiterhin angepasst werde, um die Anteile der Länder am PSPP-Portfolio stärker an die Anteile der jeweiligen nationalen Zentralbanken am Schlüssel für die Zeichnung des Kapitals der EZB anzugleichen. Außerdem wurde betont, dass etwaige Anpassungen der Portfoliozusammensetzung im Hinblick auf die Anteile der einzelnen Länder allmählich vollzogen und so kalibriert würden, dass die Wahrung geordneter Marktverhältnisse gewährleistet sei.

Perspektivisch wurde vorgeschlagen, den Beitrag, den die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte zum geldpolitischen Kurs leisteten, zu überprüfen.

Mit Blick auf die Kommunikation trafen die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgeschlagenen Elemente bei den Ratsmitgliedern auf breite Zustimmung. Dementsprechend sei es angemessen einzuräumen, dass die aktuellen Daten schwächer als erwartet ausgefallen seien, dabei aber auch zu betonen, dass die zugrunde liegende Stärke der Binnennachfrage weiterhin das Wachstum im Eurogebiet und einen allmählich zunehmenden Inflationsdruck unterstütze. Hervorzuheben sei das weiterhin bestehende Vertrauen des EZB-Rats darauf, dass sich die nachhaltige Annäherung der Teuerung an das Inflationsziel in nächster Zeit fortsetzen und auch nach Beendigung des Nettoerwerbs von Vermögenswerten anhalten werde. Zugleich erscheine es angemessen, zum Ausdruck zu bringen, dass diese Zuversicht mit einer erhöhten Wachsamkeit einhergehe. Zwar könnten die Risiken für den Wachstumsausblick des Euroraums noch immer als weitgehend ausgewogen erachtet werden, doch sei eine Verschiebung in Richtung Abwärtsrisiken zu beobachten.

Es gelte klarzustellen, dass nun zwar der Übergang in eine Phase des APP beginne, in der das Nettoankaufvolumen bei null liege, der Ankauf von Vermögenswerten im Rahmen der bevorstehenden Reinvestitionen im Einklang mit der erweiterten Forward Guidance des EZB-Rats aber fortgesetzt werde. Für die Kommunikation sei es daher unabdingbar, abermals zu bekräftigen, dass die Forward Guidance des EZB-Rats im Hinblick auf die Leitzinsen der EZB – untermauert durch die Reinvestitionen der Tilgungsbeträge des beträchtlichen Bestands an erworbenen Vermögenswerten – nach wie vor für das nötige Maß an geldpolitischer Akkommodierung Sorge, um eine nachhaltige Annäherung der Inflation an das Ziel des EZB-Rats zu gewährleisten.

Die Kommunikation solle dabei bestätigen, dass der EZB-Rat davon ausgehe, er werde die Leitzinsen mindestens über den Sommer 2019 und in jedem Fall so lange wie erforderlich auf ihrem aktuellen Niveau belassen, um eine fortgesetzte nachhaltige Annäherung der Teuerung an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sicherzustellen. Weiterhin solle spezifiziert werden, dass der EZB-Rat beabsichtige, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt

hinaus, zu dem die Leitzinsen erstmals erhöht würden, und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anzulegen, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

Ferner wurde es als umsichtig erachtet, erneut darauf hinzuweisen, dass der EZB-Rat nach wie vor bereit sei, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate weiterhin auf nachhaltige Weise dem Inflationsziel annähert.

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 davon aus, dass die Leitzinsen mindestens über den Sommer 2019 und in jedem Fall so lange wie erforderlich auf ihrem aktuellen Niveau bleiben würden, um eine fortgesetzte nachhaltige Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sicherzustellen.

Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betreffe, so würden die Nettoankäufe im Rahmen des APP im Dezember 2018 beendet. Gleichzeitig erweitere der EZB-Rat seine Forward Guidance zu Reinvestitionen. Dementsprechend beabsichtige er, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem die Leitzinsen der EZB erstmals erhöht würden, und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anzulegen, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

Hinsichtlich der technischen Parameter für die Reinvestitionsphase des APP verabschiedete der EZB-Rat die vorgeschlagenen Beschlüsse, die auch in einer entsprechenden Pressemitteilung kommuniziert würden.

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

[13. Dezember 2018 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilungen

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

[13. Dezember 2018 – EZB beschließt technische Parameter für die Reinvestitionen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten](#)

Sitzung des EZB-Rats, 12.-13. Dezember 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 Stournaras

Herr Vasiliauskas*

Herr Villeroy de Galhau

Herr Visco*

Herr Weidmann

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

Sonstige Teilnehmer

Herr Centeno, Präsident der Euro-Gruppe**

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 Aucremanne

Herr Alves

Herr Arce

Herr Bradeško

Frau Buch

Herr Caruana

Herr Demarco, Stellvertreter von Herrn Vella*

Herr Dolenc

Frau Donnery

Herr Gaiotti

Frau Goulard

Herr Kaasik

Herr Kuodis

Herr Mooslechner

Herr Ódor

Frau Razmusa

Herr Rutkaste

Herr Schoder

Herr Sinnott

Herr Stavrou

Herr Swank

Herr Tavlas

Herr Välimäki

Herr Wunsch, Stellvertreter von Herrn Smets

Sonstige Mitarbeiter der EZB

Frau Graeff, Generaldirektorin Kommunikation

Herr Straub, Berater des Präsidenten

Herr Bindseil, Generaldirektor Finanzmarktoperationen

Herr Sousa, Stellvertretender Generaldirektor Volkswirtschaft

Herr Rostagno, Generaldirektor Geldpolitik

Herr Klöckers, Generaldirektor Internationale und europäische Beziehungen

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 21. Februar 2019 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.