

22. August 2019

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

am Mittwoch und Donnerstag, 24.-25. Juli 2019

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 5.-6. Juni 2019:

Die Staatsanleiherenditen der Vereinigten Staaten, des Vereinigten Königreichs und Japans seien vorübergehend auf langjährige Tiefstände gesunken; ihre Pendanten in weiten Teilen des Euro-Währungsgebiets hätten neue historische Tiefstände erreicht. Der ökonomischen Evidenz zufolge seien die seit Jahresbeginn 2019 rückläufigen zehnjährigen Zinssätze für Tagesgeld-Swaps (OIS-Sätze) im Euroraum vor allem auf die Erwartungen, dass der geldpolitische Kurs weltweit weiter gelockert werde, zurückzuführen.

An der Entwicklung der EONIA-Terminzinskurve lasse sich ablesen, dass für September 2019 derzeit eine Senkung des EZB-Leitzinses für die Einlagefazilität um 10 Basispunkte eingepreist werde; im niedrigsten Bereich der Kurve sei ein Rückgang um insgesamt fast 30 Basispunkte bis Jahresende 2020 eingepreist. Auch die umfragebasierten Maße der Zinserwartungen im Eurogebiet hätten sich deutlich nach unten verlagert. Des Weiteren habe die Unsicherheit bezüglich des kurzfristigen geldpolitischen Ausblicks in den vergangenen Wochen zugenommen; dies zeige sich anhand der breiteren Streuung der Terminzinssätze am Geldmarkt und einer stärkeren Tendenz zu deutlicher im negativen Bereich liegenden Zinssätzen.

Seit der letzten geldpolitischen EZB-Ratssitzung hätten sich die Renditeabstände zehnjähriger Staatsanleihen von Euro-Ländern mit einem niedrigeren Kreditrating gegenüber der deutschen Bundesanleihe weiter verringert und – von Italien abgesehen – durchweg den tiefsten Stand seit Jahren erreicht. Im Fall Spaniens, Portugals und Griechenlands hätten sich die Renditeabstände gegenüber dem Stand vom Jahresbeginn 2019 nahezu halbiert. Auch die Kreditspreads europäischer finanzieller wie auch nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften seien in den letzten Wochen rückläufig gewesen. Durch diese Entwicklungen habe sich die im Mai beobachtete Ausweitung der Spreads im Wesentlichen umgekehrt. Die Renditeabstände gedeckter Schuldverschreibungen seien unterdessen stabiler geblieben.

Am Markt für inflationsindexierte Finanzinstrumente des Eurogebiets ergebe sich aus der Zerlegung der langfristigen Inflationserwartungen ein Hinweis darauf, dass deren Rückgang zum größten Teil eher auf einen niedrigeren Aufschlag für das Inflationsrisiko als auf eine Änderung der erwarteten Teuerung zurückzuführen sei. Die kurzfristigeren Inflationserwartungen zeichneten hingegen ein anderes Bild: Hier sei der seit Herbst beobachtete Rückgang größtenteils einem Nachlassen der „echten“ Inflationserwartungen zuzuschreiben.

An den Aktienmärkten seien der Euro STOXX 50 und der S&P 500 seit Jahresbeginn 2019 um rund 17 % bzw. 20 % gestiegen. Eine Zerlegung mithilfe des EZB-eigenen Dividendenbarwertmodells habe gezeigt, dass die Aktienkurse im Euroraum und in den Vereinigten Staaten seit Anfang des Jahres vor allem unter dem Einfluss einer möglichen weiteren geldpolitischen Lockerung und gesunkener Gewinnerwartungen gestanden hätten. An beiden Märkten habe der Rückgang der Abzinsungssätze die Eintrübung der Gewinnaussichten größtenteils wieder ausgeglichen. Freilich sei die Aktienrisikoprämie an den genannten Märkten jeweils unterschiedlich zum Tragen gekommen. An den Aktienmärkten des Euroraums habe sie im bisherigen Jahresverlauf weitgehend neutralisierend gewirkt. In den Vereinigten Staaten sei sie dagegen merklich und anhaltend gesunken und habe hierdurch die Aktienmärkte trotz einer deutlicheren Abwärtskorrektur der Gewinnaussichten in einem Maße gestützt, das über den Renditerückgang hinausging.

Was schließlich die Wechselkursentwicklung anbelange, so habe sich der längerfristige Abwertungstrend des Euro gegenüber dem US-Dollar Anfang Juni 2019 abgeschwächt, wobei die Volatilität weiterhin hoch sei. Eine Aufschlüsselung der wichtigsten Bestimmungsfaktoren des EUR/USD-Wechselkurses zeige, dass die relativen geldpolitischen Erwartungen seit Jahresbeginn 2019 tendenziell einen Aufwärtsdruck auf den Euro ausgeübt hätten, was dem in diesem Zeitraum beobachteten Umfang der Neubewertungen an den Geldmärkten des Euroraums und der Vereinigten Staaten entspreche.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

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

Was das außenwirtschaftliche Umfeld betreffe, so sei aus den Umfragedaten eine Verlangsamung der weltwirtschaftlichen Aktivität im zweiten Quartal 2019 abzulesen, von der insbesondere das verarbeitende Gewerbe betroffen gewesen sei. Vor dem Hintergrund einer Abschwächung der weltweiten Investitionen und des Gebrauchsgüterkonsums sowie der fortdauernden Handelskonflikte sei der Welthandel verhalten geblieben. Die Ölpreise hätten sich angesichts geopolitischer Spannungen volatil entwickelt und seien seit der geldpolitischen Sitzung vom Juni um 2,4 % gestiegen, wobei Rohöl der Sorte Brent bei rund 63,8 USD je Barrel notiere. Im selben Zeitraum habe der Euro sowohl in Relation zum US-Dollar als auch in nominaler effektiver Rechnung leicht abgewertet.

Mit Blick auf das Eurogebiet habe die dritte Veröffentlichung von Eurostat die Wachstumsrate des realen BIP für das erste Quartal 2019 mit 0,4 % bestätigt. Die seit der Juni-Sitzung neu verfügbaren Daten seien weitgehend im Einklang mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2019 geblieben. Dies deute auf ein gedämpftes Wachstum im zweiten und dritten Jahresviertel sowie auf nach wie vor abwärtsgerichtete Risiken für die Konjunkturaussichten hin. Die seit Mitte Juni durchgeführten Branchenumfragen ließen auf eine anhaltende Verlangsamung des Produktionswachstums schließen, wobei sich die Kluft zwischen der schwachen Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe und der insgesamt lebhafteren Konjunktur im Dienstleistungssektor noch etwas vergrößert habe.

Was die Komponenten der Binnennachfrage anbelange, so seien die realen privaten Konsumausgaben im ersten Vierteljahr 2019 mit einem Plus von 0,5 % im Quartalsvergleich (nach 0,3 % im Schlussquartal 2018) kräftig ausgeweitet worden. Mit Blick auf die Zukunft decke sich das anhaltende Konsumwachstum mit der Einschätzung der privaten Haushalte bezüglich ihrer finanziellen Situation und mit ihren nach wie vor stabilen Erwartungen für die kommenden zwölf Monate. Diese Verbesserung sei zum Teil auch auf finanzpolitische Maßnahmen zurückzuführen, durch die sich das verfügbare Einkommen im laufenden Jahr erhöht habe. Darüber hinaus sei der private Verbrauch weiterhin durch das steigende Arbeitseinkommen gestützt worden. Die Konjunkturindikatoren hätten bisher bestätigt, dass sich die leichte Abschwächung der Unternehmensinvestitionen fortgesetzt habe. Diese Entwicklung stehe mit den auf einem Akzelerator-Modell basierenden Prognosen bislang weitgehend im Einklang.

Die Lage an den Arbeitsmärkten habe sich weiter verbessert. So habe sich die in den letzten Jahren beobachtete Verringerung der Arbeitslosigkeit und Schaffung von Arbeitsplätzen fortgesetzt. Die Arbeitslosenquote sei im Mai gegenüber dem Vormonat um 0,1 Prozentpunkte auf 7,5 % zurückgegangen. Unterdessen sei der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Beschäftigung im Juli auf 52 Punkte gesunken, nachdem er in der ersten Jahreshälfte 2019 weitgehend stabil geblieben sei. Das derzeitige Niveau des EMI für die Beschäftigung deute auf ein positives, wenngleich nachlassendes Beschäftigungswachstum im dritten Quartal hin.

Die Aussichten für den Handel seien weiterhin mit Unsicherheit behaftet, und es gebe keine klaren Anzeichen einer Stabilisierung. Mit Blick auf die einzelnen Warenarten sei das Ausfuhrvolumen bei Kraftfahrzeugen aufgrund einer geringeren weltweiten Pkw-Nachfrage deutlich hinter den Zahlen des Vorjahres zurückgeblieben. Nach einer leichten Erholung um den Jahreswechsel herum sei der Beitrag der Investitionsgüterexporte verhalten geblieben.

Was die Preisentwicklung anbelange, so seien die gegenwärtige und die projizierte Inflation nach wie vor gedämpft. Die Teuerung nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet habe sich von 1,2 % im Mai auf 1,3 % im Juni erhöht, da ein rückläufiger Preisauftrieb bei Energie durch eine höhere HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (1,1 % im Juni nach 0,8 % im Mai) mehr als ausgeglichen worden sei. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation hätten sich ohne die mit dem späten Osterfest zusammenhängenden Kalendereffekte weiterhin seitwärts entwickelt. Die aktuellen Daten stünden weitgehend im Einklang mit den Projektionen vom Juni, wenngleich eine mechanische Aktualisierung des kurzfristigen HVPI-Ausblicks auf eine leichte Abschwächung hindeute.

Die Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer habe sich im ersten Jahresviertel 2019 auf 2,3 % belaufen, verglichen mit 2,2 % im Schlussquartal 2018, und damit geringfügig über dem langfristigen Durchschnitt von 2,1 % gelegen. Die Lohnstückkosten hätten sich seit Jahresbeginn 2018 deutlich nach oben bewegt, sich zuletzt aber wieder stabilisiert. Das in den letzten Quartalen verzeichnete höhere Wachstum der Löhne und der Arbeitskosten spiegele sich nur teilweise in der Entwicklung des BIP-Deflators wider, da der Beitrag der Gewinne je BIP-Einheit niedriger ausgefallen sei.

Die umfragebasierten Maße der längerfristigen Inflationserwartungen im Euroraum seien gesunken. Die im Rahmen des Survey of Professional Forecasters (SPF) vom Juli gemeldeten längerfristigen

Erwartungen hätten bei 1,7 % und damit 0,2 Prozentpunkte unter den entsprechenden Umfrageergebnissen für den Zeitraum vom vierten Quartal 2017 bis zum vierten Quartal 2018 gelegen. Seit der EZB-Ratssitzung vom Juni seien die marktbasierenden Indikatoren der Inflationserwartungen bei spürbarer Volatilität im Verlauf des Beobachtungszeitraums weitgehend unverändert geblieben.

Die Finanzierungsbedingungen im Eurogebiet hätten sich erneut gelockert und damit den seit Jahresbeginn beobachteten Trend fortgesetzt. Die EONIA-Terminzinskurve habe sich seit der Juni-Sitzung weiter nach unten verschoben und weise nun am kurzen Ende eine noch stärkere Inversion auf. Am längeren Ende der Zinsstrukturkurve seien die risikofreien Zinssätze im Euroraum seit der Sitzung vom Juni gesunken. Der Rückgang der letzten Monate sei zum Großteil durch geringere Laufzeitprämien bedingt gewesen. Allerdings sei auch die Erwartungskomponente seit dem Herbst 2018 rückläufig. Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet hätten ihren Anstieg aufgrund niedrigerer Diskontierungssätze und Aktienrisikoprämien fortgesetzt.

Was die Geldmengen- und Kreditentwicklung betreffe, so habe sich die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge (M3) trotz des rückläufigen Beitrags der Wertpapierkäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten nach wie vor als recht robust erwiesen. Wichtigster Wachstumsmotor der weit gefassten Geldmenge sei weiterhin die Kreditvergabe an den privaten Sektor gewesen. Eine fast ebenso große Wirkung auf die M3-Dynamik sei im Mai jedoch vom Beitrag der externen monetären Zuflüsse ausgegangen. Der seit Oktober 2018 zu beobachtende kräftige Anstieg dieses Beitrags zum jährlichen M3-Wachstum sei mit einem größeren Interesse ausländischer Investoren an Vermögenswerten aus dem Eurogebiet einhergegangen. Allerdings seien die externen monetären Zuflüsse tendenziell volatil.

Die Refinanzierungskosten der Banken im Euroraum hätten sich auf breiter Front verbessert, nachdem sie im Januar 2019 auf einen lokalen Höchststand gestiegen seien. Die niedrigen Refinanzierungskosten der Banken wirkten auf die Kreditkosten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften durch. Im Mai hätten die gewichteten Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften neue historische Tiefstände erreicht. Indes seien die Richtlinien für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Juli 2019 im zweiten Quartal 2019 per saldo verschärft worden.

Mit Blick auf die Finanzpolitik sei zu erwarten, dass der fiskalische Kurs im Eurogebiet – gemessen an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos – 2019 und 2020 leicht expansiv ausfallen werde.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend stellte Herr Lane fest, dass sich die Finanzierungsbedingungen seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Juni verbessert hätten, was größtenteils darauf zurückzuführen sei, dass die Marktteilnehmer eine weitere Lockerung des geldpolitischen Kurses

erwarteten. Die Kreditvergabebedingungen der Banken für Unternehmen und private Haushalte seien nach wie vor sehr günstig.

Die aktuell verfügbaren Daten deuteten weiterhin auf ein etwas schwächeres Wachstum im zweiten und dritten Quartal des laufenden Jahres hin, was mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2019 im Einklang stehe. Der Ausblick für den Euroraum werde durch eine nachlassende globale Wachstumsdynamik und einen schwachen Welthandel belastet, und insbesondere im verarbeitenden Gewerbe werde das Konjunkturklima durch die länger anhaltenden Unsicherheiten gedämpft. Zugleich habe sich der Dienstleistungssektor als robust erwiesen, und der Konsum werde durch eine positive Dynamik am Arbeitsmarkt gestützt.

Angesichts der anhaltenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der zunehmenden Gefahr von Protektionismus und Anfälligkeiten in den Schwellenländern würden die Abwärtsrisiken weiter überwiegen.

Die am HVPI gemessene Teuerung habe sich im Juni erhöht, während die Maße der zugrunde liegenden Inflation ihre Seitwärtsbewegung fortgesetzt hätten. Zwar hätten die marktbasieren Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen auf den nach der Juni-Sitzung erreichten historischen Tiefständen stagniert, doch deuteten die Umfragen auf einen starken Rückgang der Erwartungen hin. Das Lohnwachstum sei robust ausgefallen und dürfte die Inflation in Zukunft stützen, wengleich der Kostendruck aufgrund der sinkenden Inflationserwartungen unter Umständen langsamer auf die Teuerung durchwirken könne.

Auf Grundlage dieser Einschätzung schlug Herr Lane vor, dass der EZB-Rat in der aktuellen Sitzung die Notwendigkeit eines äußerst akkommodierenden geldpolitischen Kurses für einen längeren Zeitraum betonen solle, da sich sowohl die tatsächlichen als auch die projizierten Inflationsraten kontinuierlich unter einem Niveau befänden, das mit seinem Ziel vereinbar sei. In diesem Zusammenhang müsse der EZB-Rat seine Bereitschaft bekräftigen, in seinen nächsten Sitzungen im Einklang mit seiner Verpflichtung auf ein symmetrisches Inflationsziel zu handeln, sollten sich die Inflationsaussichten nicht verbessern. Dementsprechend schlug Herr Lane folgende Beschlüsse vor: erstens die Anpassung der Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen der EZB durch Wiederaufnahme einer tendenziell eher expansiven geldpolitischen Ausrichtung (Easing Bias) und zweitens die Beauftragung der entsprechenden Ausschüsse des Eurosystems, mit Vorbereitungsarbeiten zu den geldpolitischen Optionen zu beginnen, darunter Möglichkeiten zur Stärkung der Forward Guidance zu den Leitzinsen, Ausgleichsmaßnahmen wie die Entwicklung eines gestaffelten Systems bei der Verzinsung von Reserveguthaben und die Modalitäten möglicher neuer Nettoankäufe von Vermögenswerten.

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 Lane in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der Aussichten für die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet. Die neu verfügbaren Daten deuteten darauf hin, dass der Ausblick für den Euroraum weiterhin durch eine nachlassende globale Wachstumsdynamik und einen schwachen Welthandel belastet werde. Darüber hinaus werde das Konjunkturklima durch die länger anhaltenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der zunehmenden Gefahr von Protektionismus und Anfälligkeiten in den Schwellenländern gedämpft. Zugleich werde die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft des Eurogebiets nach wie vor durch den Beschäftigungszuwachs und steigende Löhne gestützt. Die Auswirkungen dieser globalen und binnenwirtschaftlichen Faktoren zeigten sich in der divergierenden Entwicklung des verarbeitenden Gewerbes im Euroraum gegenüber dem Dienstleistungssektor und dem Baugewerbe.

Bei der Betrachtung der Aussichten und Risiken für das außenwirtschaftliche Umfeld verwiesen die Ratsmitglieder auf die anhaltenden Unsicherheiten im Hinblick auf die Handelskonflikte, den EU-Austritt des Vereinigten Königreichs und die Umstellung des chinesischen Wachstumsmodells von Investitionen im verarbeitenden Gewerbe hin zu Konsum und Dienstleistungen. Dabei wurde unterstrichen, dass die Hauptursachen für die Konjunkturabschwächung im Euro-Währungsgebiet außerhalb des Euroraums zu finden seien. Der Ausblick für den Welthandel bleibe schwach, obgleich es zuletzt einige Zeichen einer Stabilisierung gegeben habe. Es wurde angemerkt, dass die tief greifenden geo- und handelspolitischen Spannungen nicht zu einem vermehrten Aufwärtsdruck auf die Ölnotierungen sowie die Preise im Allgemeinen geführt hätten, was als Bestätigung gewertet werden könne, dass der an den internationalen Märkten ausschlaggebende Faktor derzeit die schwache weltweite Nachfrage sei. Die Risiken für das außenwirtschaftliche Umfeld wurden weiterhin als abwärtsgerichtet eingestuft. Allerdings lasse sich aus der Tatsache, dass einige der Ursachen der Unsicherheit in ihrer Intensität schwankten, auch eine gewisse Volatilität dieser Abwärtsrisiken ableiten.

Mit Blick auf die Konjunktur im Eurogebiet teilten die Ratsmitglieder grundsätzlich die Einschätzung, dass die neu verfügbaren Informationen nach wie vor weitgehend im Einklang mit den Projektionen vom Juni stünden. Dabei seien die jüngsten Daten überwiegend schwach ausgefallen, was die Erwartung bestätige, dass das Wachstum des realen BIP im zweiten und dritten Quartal 2019 unter dem Niveau des ersten Vierteljahrs (0,4 % im Quartalsvergleich) liegen werde. Als Beispiel enttäuschender Daten wurden die aktuellen Angaben zum EMI angeführt. Demnach sei nun die Wahrscheinlichkeit gestiegen, dass sich die Konjunkturabschwächung bzw. „Konjunkturdelle“, die im letzten Jahr ihren Anfang genommen habe, länger hinziehen werde als bisher angenommen. Im Gegensatz zu dem in den Juni-Projektionen enthaltenen Verlaufsmuster deuteten zudem die verfügbaren „weichen“ Indikatoren derzeit auf ein langsames Wachstum im dritten Quartal 2019 hin. Dies lasse generell Zweifel an der für die zweite Jahreshälfte erwarteten Erholung aufkommen. Die Tatsache, dass es bislang noch keine Anzeichen einer

solchen konjunkturellen Belebung im zweiten Halbjahr gebe, sei besorgniserregend. Zugleich wurde jedoch auf die unverändert positiven Fundamentaldaten verwiesen, darunter die günstigen Finanzierungsbedingungen oder der mit dem anhaltenden Beschäftigungszuwachs und steigenden Löhnen zusammenhängende Einkommensanstieg. Es wurde weitgehend als sinnvoll erachtet, für eine gründliche Überprüfung des Ausblicks zunächst weitere Informationen zu sammeln und die von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September abzuwarten.

Bei der Diskussion über die Wirtschaftslage und den entsprechenden Ausblick betonten die Sitzungsteilnehmer mehrheitlich die Dichotomie zwischen der schwachen Konjunktur im verarbeitenden Gewerbe und der grundsätzlich robusten Wirtschaftsaktivität im Dienstleistungssektor und im Baugewerbe. Dies spiegelte sich weitgehend in einer Zerteilung zwischen dem geringeren Exportwachstum und der solideren Zunahme der Konsumausgaben und der Wohnungsbauinvestitionen wider. Einerseits wurden die genannten Dichotomien als natürlich erachtet, weil das verarbeitende Gewerbe von der Abschwächung des Welthandels betroffen sei und stärker binnenwirtschaftlich orientierte Wirtschaftsbereiche wie etwa der Dienstleistungssektor und das Baugewerbe von der guten Arbeitsmarktlage und den Realeinkommen gestützt würden. Andererseits wurden Bedenken geäußert, dass derartige Dichotomien nicht unendlich lange anhalten und von der Abkühlung des verarbeitenden Gewerbes früher oder später Übertragungs- bzw. Ansteckungseffekte ausgehen könnten. In diesem Zusammenhang wurde angeführt, dass das verarbeitende Gewerbe üblicherweise ein Frühindikator für den Dienstleistungssektor sei. Außerdem wurde darauf hingewiesen, dass die Schwäche des verarbeitenden Gewerbes im Euroraum zwar bislang hauptsächlich in einigen größeren Euro-Ländern zutage getreten sei, die über Wertschöpfungsketten bestehenden Verflechtungen jedoch die Gefahr einer breiteren Übertragung auf das Euro-Währungsgebiet bürten. Allerdings wurde auch angemerkt, dass das verarbeitende Gewerbe im Verhältnis zum Dienstleistungssektor tendenziell an Bedeutung verliere und umfangreiche Übertragungseffekte deshalb nicht unvermeidbar seien. Zwar wurde anerkannt, dass sich die Lage an den Arbeitsmärkten weiter verbessert habe. Zugleich wurde jedoch darauf hingewiesen, dass sich die Beschäftigungsdaten in der jüngsten EMI-Umfrage verschlechtert hätten, und es kam die Frage auf, wie lange noch mit positiven Überraschungen am Arbeitsmarkt zu rechnen sei.

Nach Einschätzung der Ratsmitglieder überwiegen in Bezug auf die Wachstumsaussichten des Euroraums weiterhin die Abwärtsrisiken. Es wurde zudem die Auffassung vertreten, dass die Abwärtsrisiken immer verbreiteter würden und durch ihren hartnäckigen Fortbestand letztlich auch eine Korrektur des Basisszenarios für das Wachstum erforderlich machen könnten.

In Bezug auf den finanzpolitischen Ausblick stellten die Sitzungsteilnehmer fest, dass der leicht expansive fiskalische Kurs im Eurogebiet die Konjunktur stütze. Dabei wurde auf den steigenden Beitrag der staatlichen Konsum- und Investitionsausgaben verwiesen, während die Wachstumsraten des realen BIP seit dem vergangenen Jahr allgemein rückläufig seien. Sollte sich die Konjunktur im Euroraum erheblich weiter verschlechtern, wäre die Fiskalpolitik gefordert, aktiver zur Stützung der Nachfrage beizutragen. In diesem Zusammenhang wurde nochmals betont, dass Länder, die über Haushaltsspielräume verfügten, diese nutzen und dass hoch verschuldete Länder ihre Finanzpolster weiter aufstocken sollten.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so traf die eingangs von Herrn Lane geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung. Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Eurogebiet sei von 1,2 % im Mai 2019 auf 1,3 % im Juni gestiegen, da der geringere Preisauftrieb bei Energie von der höheren HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel mehr als ausgeglichen wurde. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation in den kommenden Monaten zurückgehen und gegen Ende des Jahres wieder anziehen. Die Maße der zugrunde liegenden Inflation hätten sich ungeachtet der jüngsten Volatilität, die temporären Faktoren geschuldet sei, weiterhin seitwärts entwickelt und blieben insgesamt verhalten. Der Arbeitskostendruck habe zwar vor dem Hintergrund einer hohen Kapazitätsauslastung und einer zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten an Stärke und Breite gewonnen, der Kostendruck wirke jedoch langsamer auf die Teuerung durch als bisher erwartet. Getragen von geldpolitischen Maßnahmen, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung und dem stärkeren Lohnwachstum dürfte die zugrunde liegende Inflation auf mittlere Sicht zunehmen.

Bei der Erörterung der Inflationsaussichten wurde hervorgehoben, dass das Lohnwachstum weiterhin solide sei und einige Indikatoren nach wie vor über ihrem längerfristigen Durchschnitt lägen. Zugleich seien aber sowohl die aus Finanzmarktindikatoren abgeleiteten als auch die umfragebasierten Messgrößen der Inflationserwartungen gesunken. Außerdem impliziere die verzögerte Weitergabe von Kostendruck an die Preise eine Kompression der Gewinnmargen und werfe die Frage auf, wie lange diese Entwicklung anhalten könne und was sie in Bezug auf Preisanpassungen bedeute.

Mit Blick auf die längerfristigen Inflationserwartungen teilten die Ratsmitglieder weitgehend die Ansicht, dass die jüngsten Rückgänge Anlass zur Sorge gäben und es diese Entwicklung genau zu beobachten gelte. Es wurde betont, dass inzwischen nicht mehr ausschließlich bei den marktbasierenden Indikatoren Rückgänge erkennbar seien, sondern auch bei den aus Umfragen gewonnenen Indikatoren, die auf historische Tiefstände gefallen seien. Wichtig sei auch, wie stark die Inflationserwartungen der Finanzmärkte und der professionellen Prognostiker die Erwartungen anderer Wirtschaftsakteure beeinflussten. Die Datenlage deute darauf hin, dass die Erwartungen von Finanzmarktteilnehmern oder professionellen Prognostikern nicht mit jenen von Privathaushalten und Unternehmen identisch seien. Vorgebracht wurde außerdem, dass eine negative Risikoprämie die Differenz zwischen den niedrigen Ständen der marktbasierenden Messgrößen und den höheren Niveaus der umfragebasierten Maße erklären könne. Es gab jedoch auch den Hinweis, dass die negative Risikoprämie an sich Bedenken auslösen könne, wenn sie eine Absicherung gegen eine sehr niedrige Inflationsrate oder eine Deflation widerspiegele, und daher keinen Anlass zur Selbstzufriedenheit biete.

Mit Blick auf die monetäre Analyse stimmten die Sitzungsteilnehmer weitgehend mit der eingangs von Herrn Lane dargelegten Einschätzung überein. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 sei aufgrund eines negativen Basiseffekts von 4,8 % im Mai auf 4,5 % im Juni gesunken. Das anhaltend robuste Wachstum der weit gefassten Geldmenge werde von der fortdauernden Bankkreditvergabe an den privaten Sektor und den geringen Opportunitätskosten für das Halten von M3 gestützt. Betrachte man die einzelnen Komponenten, so leiste das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 noch immer den größten Beitrag zum Anstieg der weit gefassten Geldmenge. Die Kreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor weite sich in einem robusten Tempo aus, wobei die

Jahreswachstumsraten im Juni mit 3,8 % bei den Buchkrediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und 3,3 % bei den Buchkrediten an private Haushalte unverändert geblieben seien. Insgesamt wirkten sich die historisch niedrigen Bankkreditzinsen nach wie vor günstig auf das Kreditwachstum aus.

Die Ratsmitglieder stimmten zudem darin überein, dass das Kreditwachstum und letztlich die realwirtschaftliche Aktivität und die Inflation weiterhin von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB getragen würden. Die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum für das zweite Quartal 2019 deutete darauf hin, dass das Kreditwachstum nach wie vor von einer steigenden Nachfrage in sämtlichen Kreditkategorien gestützt worden sei. Zugleich hätten sich im zweiten Quartal angesichts von Bedenken hinsichtlich der Wirtschaftsaussichten die Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite verschärft, während sie bei Wohnungsbaukrediten weitgehend unverändert geblieben seien. In einer Wortmeldung wurde darauf hingewiesen, dass die Negativzinsen den Druck auf den Bankensektor erhöhen würden – vor allem in Ländern, in denen die Banken nicht in der Lage seien, negative Zinsen auf Einlagen zu erheben. Folglich müsste die Langzeitwirkung der negativen Leitzinsen genau beobachtet werden, um sicherzustellen, dass sie die Bankkreditvergabe in der gewünschten Art und Weise beeinflussten.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs fand die von Herrn Lane in seiner Einleitung vorgetragene Einschätzung breite Zustimmung. Insgesamt betrachtet hätten sich die Finanzierungsbedingungen seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Juni verbessert, was größtenteils darauf zurückzuführen sei, dass die Marktteilnehmer eine weitere Lockerung des geldpolitischen Kurses erwarteten. Die Kreditvergabebedingungen für Unternehmen und private Haushalte seien nach wie vor sehr günstig. Eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung sei weiterhin erforderlich, damit die Finanzierungsbedingungen das Wachstum im Euroraum, den kontinuierlichen Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und damit die Entwicklung der Gesamtinflation mittelfristig unterstützen.

Nach Ansicht der Anwesenden deuten die seit der Ratssitzung von Anfang Juni verfügbaren Daten darauf hin, dass die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft weiterhin durch den anhaltenden Beschäftigungszuwachs und steigende Löhne gestützt werde; dessen ungeachtet werde der Ausblick für den Euroraum aber nach wie vor durch eine nachlassende globale Wachstumsdynamik und einen schwachen Welthandel belastet. Dabei werde das Konjunkturklima, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe, durch die länger anhaltenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der zunehmenden Gefahr von Protektionismus und Anfälligkeiten in den Schwellenländern gedämpft. Es wurde darauf hingewiesen, dass die jüngsten Daten weitgehend mit dem Basisszenario im Einklang stünden und die diesem Szenario zugrunde liegenden Kräfte – darunter solide Lohnzuwächse und ein steigender Kostendruck – nach wie vor als intakt anzusehen seien. Gleichwohl sei die Unsicherheit im Hinblick auf die projizierte Dauer der Konjunkturabschwächung weiterhin hoch und beeinträchtige auch die mittelfristigen Inflationsaussichten. In diesem Umfeld sei der Inflationsdruck verhalten geblieben, und die Indikatoren der Inflationserwartungen seien zurückgegangen.

Trotz der stark divergierenden Höhe der verschiedenen umfrage- und marktbasierten Messgrößen der mittelfristigen Inflationserwartungen sowie der Beobachtung, dass die marktbasierten Messgrößen von Sonderfaktoren beeinflusst worden sein könnten, bestand weitgehende Einigkeit darüber, dass die allgemeine Abwärtsbewegung der Indikatoren aus geldpolitischer Sicht Anlass zur Sorge gebe.

In Anbetracht der Tatsache, dass sich sowohl die tatsächlichen als auch die projizierten Inflationsraten weiterhin kontinuierlich unter einem Niveau befänden, das mit dem Inflationsziel des EZB-Rats vereinbar sei, stimmten die meisten Sitzungsteilnehmer der Einschätzung zu, dass ein äußerst akkommodierender geldpolitischer Kurs für einen längeren Zeitraum notwendig sei. In diesem Zusammenhang wurde es als wichtig erachtet, die Symmetrie des mittelfristigen Inflationsziels des EZB-Rats zu betonen, um eine nachhaltige Annäherung der Teuerung an das Inflationsziel zu fördern. Es wurde angemerkt, dass das Zusammenspiel zwischen dem Inflationsziel und der Definition des EZB-Rats von Preisstabilität als Teuerungsrate von unter 2 % bislang de facto eine gewisse Asymmetrie beinhalte. Es wurde die Ansicht geäußert, dass eine Diskussion über die Symmetrie des Inflationsziels nicht losgelöst von einer Diskussion über die Höhe dieses Ziels erfolgen könne; ebenso wurde angeführt, dass eine etwaige künftige Änderung des Inflationsziels nicht als isolierte geldpolitische Maßnahme, sondern im Zusammenhang mit einer breiter angelegten Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB erfolgen solle, um deren Konsistenz sicherzustellen. Gleichzeitig wurde vorgebracht, dass eine Klarstellung der symmetrischen Natur der „Reaktionsfunktion“ des EZB-Rats einer vollständigen Überprüfung der geldpolitischen Strategie zu einem späteren Zeitpunkt nicht vorgreife.

Die Ratsmitglieder äußerten breite Zustimmung zu den eingangs von Herrn Lane vorgeschlagenen geldpolitischen Maßnahmen: Erstens solle die Forward Guidance zu den Leitzinsen der EZB durch Wiedereinführung einer tendenziell eher expansiven geldpolitischen Ausrichtung (Easing Bias) angepasst werden, und zweitens solle mit Vorbereitungsarbeiten begonnen werden, etwa in Bezug auf die Möglichkeiten zur Stärkung der Forward Guidance zu den Leitzinsen, Ausgleichsmaßnahmen wie die Entwicklung eines gestaffelten Systems bei der Verzinsung von Reserveguthaben und Optionen hinsichtlich des Umfangs und der Zusammensetzung möglicher neuer Nettoankäufe von Vermögenswerten. Es wurde als wichtig erachtet, dass der EZB-Rat seine Entschlossenheit und Handlungsfähigkeit demonstriere und bereit sei, den geldpolitischen Kurs durch eine Anpassung all seiner Instrumente gegebenenfalls weiter zu lockern, um sein Preisstabilitätsziel zu erreichen. Bei der nächsten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im September würden weitere Informationen vorliegen und die neuen Projektionen vorgestellt, die dann auch die Auswirkungen der auf der Juni-Sitzung beschlossenen Maßnahmen enthielten.

Angesichts der schwachen Konjunkturaussichten und der gedämpften Inflationsentwicklung stimmten die Ratsmitglieder mehrheitlich der Wiederaufnahme eines Easing Bias in die Forward Guidance zu den Leitzinsen zu. Dies werde vor dem Hintergrund der anhaltenden Unsicherheit über die weltwirtschaftliche Entwicklung als angemessen erachtet, um dem Risiko einer ungerechtfertigten Verschärfung der monetären Bedingungen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve entgegenzuwirken.

Auch der Vorschlag von Herrn Lane, die entsprechenden Ausschüsse des Eurosystems mit der Prüfung von Optionen für künftige Maßnahmen zu beauftragen, fand breite Unterstützung. Zur Ausgestaltung und zu den einzelnen Elementen eines möglichen als Liste von Optionen präsentierten Maßnahmenpakets wurden einige leicht abweichende Ansichten geäußert. Insbesondere wurde angeführt, dass die Laufzeitprämie langfristiger Anleihen aus dem Eurogebiet bereits seit geraumer Zeit niedrig und das Risiko einer ungerechtfertigten Verschärfung der Finanzierungsbedingungen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve höher sei als am langen Ende. Es wurde jedoch auch die Ansicht vertreten, dass die verschiedenen Optionen als Paket, d. h. als eine Kombination von Instrumenten mit beträchtlichen Komplementär- und Synergieeffekten, betrachtet werden müssten, denn die Erfahrung habe gezeigt, dass ein beispielsweise aus Zinssenkungen und Ankäufen von Vermögenswerten bestehendes Maßnahmenpaket effektiver sei als eine Abfolge selektiver Maßnahmen. Ferner wurde vorgebracht, dass die Wahl der Instrumente und die Ausgestaltung eines möglichen Pakets die relative Wirksamkeit der verschiedenen Instrumente in Bezug auf den Umgang mit künftigen Eventualitäten widerspiegeln sollten.

Die Ratsmitglieder hielten es für sinnvoll, die Möglichkeiten für eine weitere Stärkung der zustandsabhängigen Komponente der Forward Guidance zur Entwicklung der Leitzinsen zu prüfen, und kündigten Vorbereitungen zur Entwicklung eines gestaffelten Systems oder anderer Optionen zur Abmilderung der Auswirkungen negativer Zinsen auf die Bankenintermediation sowie Vorbereitungsarbeiten zu den Modalitäten möglicher neuer Nettoankäufe von Vermögenswerten an. In diesem Zusammenhang wurde auch angeführt, dass bei einer Koppelung des zustandsabhängigen Elements der Forward Guidance an die Inflation auf die Vereinbarkeit mit dem Inflationsziel geachtet werden müsse. Wenngleich bezüglich des Beginns von Vorbereitungsarbeiten zu Ausgleichsmaßnahmen breiter Konsens herrschte, so wurden doch gewisse Bedenken zu möglichen unbeabsichtigten Folgen des gestaffelten Systems und im Hinblick auf dessen Fähigkeit, die potenziellen Auswirkungen negativer Zinsen auf die Bankenintermediation vollständig abzufedern, geäußert.

Vor diesem Hintergrund müsse bei der Kommunikation ein ausgewogenes Gleichgewicht gefunden werden zwischen dem Aussenden übermäßig negativer Signale zur Konjunkturlage einerseits und einer effektiven Gegensteuerung gegen Bedenken einiger Beobachter andererseits, dass der EZB-Rat nicht über die notwendigen Instrumente verfüge, die Annäherung der Teuerung an sein mittelfristiges Inflationsziel sicherzustellen.

Daher sei eine Anpassung der Forward Guidance zu den EZB-Leitzinsen durch den EZB-Rat angemessen, d. h., es werde nunmehr davon ausgegangen, dass die Leitzinsen mindestens über die erste Hälfte des Jahres 2020 und in jedem Fall so lange wie erforderlich auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben würden, bei gleichzeitiger erneuter Betonung seiner Forward Guidance zu den Reinvestitionen. Der EZB-Rat solle zudem die Notwendigkeit eines äußerst akkommodierenden geldpolitischen Kurses für einen längeren Zeitraum hervorheben, da sich sowohl die tatsächlichen als auch die projizierten Inflationsraten kontinuierlich unter einem Niveau befänden, dass mit seinem Ziel vereinbar sei. Sollten sich die Inflationsaussichten nicht verbessern, müsse der EZB-Rat seiner Entschlossenheit Ausdruck verleihen, im Einklang mit seiner Verpflichtung auf die Symmetrie des Inflationsziels zu handeln. Es sei daher nach wie vor unerlässlich zu betonen, dass der EZB-Rat bereit

sei, all seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Inflation auf nachhaltige Weise auf sein Ziel zubewege.

Ferner solle angekündigt werden, dass die entsprechenden Ausschüsse des Eurosystems mit der Überprüfung von Optionen beauftragt würden, darunter Möglichkeiten zur Stärkung der Forward Guidance des EZB-Rats zu den Leitzinsen, Ausgleichsmaßnahmen wie die Entwicklung eines gestaffelten Systems bei der Verzinsung der Reserveguthaben und Optionen hinsichtlich des Umfangs und der Zusammensetzung möglicher neuer Nettoankäufe von Vermögenswerten.

Da die erhöhte Unsicherheit fortbestehen dürfte, sei es außerdem weiterhin von wesentlicher Bedeutung, hervorzuheben, dass es nach wie vor umfangreicher geldpolitischer Impulse bedürfe, damit die Finanzierungsbedingungen sehr günstig blieben und das Wachstum im Euroraum, den kontinuierlichen Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und somit die Entwicklung der Gesamtinflation mittelfristig unterstützten.

Zudem wurde daran erinnert, dass die Geldpolitik in der derzeitigen Situation wirksamer wäre, wenn andere Politikbereiche zur Steigerung des längerfristigen Wachstumspotenzials beitragen. Durch die Nutzung verfügbarer Haushaltsspielräume und das Vorantreiben von Strukturreformen im Bereich der Finanzpolitik würden die Gefahr einer Überbeanspruchung der Geldpolitik verringert und der effektivere Einsatz der verfügbaren geldpolitischen Instrumente ermöglicht.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen beschloss der EZB-Rat auf Vorschlag des Präsidenten, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Der EZB-Rat gehe davon aus, dass die Leitzinsen mindestens über die erste Hälfte des Jahres 2020 und in jedem Fall so lange wie erforderlich auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben würden, um eine fortgesetzte nachhaltige Annäherung der Inflation an sein Ziel auf mittlere Sicht sicherzustellen.

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.

Der EZB-Rat betonte zudem die Notwendigkeit eines äußerst akkommodierenden geldpolitischen Kurses für einen längeren Zeitraum, da sich sowohl die tatsächlichen als auch die projizierten Inflationsraten kontinuierlich unter einem Niveau befänden, dass mit seinem Ziel vereinbar sei. Sollten die mittelfristigen Inflationsaussichten weiterhin hinter dem Ziel des EZB-Rats zurückbleiben, sei er dementsprechend entschlossen, im Einklang mit seiner Verpflichtung bezüglich der Symmetrie des Inflationsziels zu handeln. Er sei daher bereit, all seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Inflation auf nachhaltige Weise auf sein Ziel zubewege.

In diesem Zusammenhang beauftrage der EZB-Rat die entsprechenden Ausschüsse des Eurosystems mit der Überprüfung von Optionen, darunter Möglichkeiten zur Stärkung seiner Forward Guidance zu den

Leitzinsen, Ausgleichsmaßnahmen wie die Entwicklung eines gestaffelten Systems bei der Verzinsung der Reserveguthaben und Optionen hinsichtlich des Umfangs und der Zusammensetzung möglicher neuer Nettoankäufe von Vermögenswerten.

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

[25. Juli 2019 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

[25. Juli 2019 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

Sitzung des EZB-Rats, 24.-25. Juli 2019

Mitglieder

Herr Draghi, Präsident

Herr de Guindos, Vizepräsident

Herr Cœuré

Herr Costa

Herr Hernández de Cos

Herr Herodotou

Herr Kažimír

Herr Knot

Herr Lane

Frau Lautenschläger

Herr Mersch

Herr Müller*

Herr Nowotny

Herr Rehn*

Herr Reinesch

Herr Rimšēvičs

Herr Stournaras

Herr Vasiliauskas

Herr Vasle

Herr Vella

Herr Villeroy de Galhau

Herr Visco

Herr Weidmann*

Herr Wunsch*

* Mitglieder, die im Juli 2019 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 Antunes
Herr Aucremanne
Herr Bradeško
Frau Buch
Herr Cassidy
Herr Demarco
Frau Donnery
Herr Gaiotti
Frau Goulard
Herr Haber
Herr Kaasik
Herr Kazāks
Herr Kroes
Herr Kuodis
Herr Kyriacou
Herr Lünnemann
Herr Odór
Herr Pérez
Herr Tavlás
Herr Välimäki

Sonstige Mitarbeiter der EZB

Frau Graeff, Generaldirektorin Kommunikation
Herr Straub, Berater des Präsidenten
Herr Bindseil, Generaldirektor Finanzmarktoperationen
Herr Rostagno, Generaldirektor Geldpolitik
Herr Klöckers, Generaldirektor Internationale und europäische Beziehungen
Frau Valla, Stellvertretende Generaldirektorin Geldpolitik

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 10. Oktober 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.