

10. Oktober 2019

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

am Mittwoch und Donnerstag, 11.-12. September 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 24.-25. Juli 2019: An den globalen Finanzmärkten sei es im Verlauf des Sommers zu einer beträchtlichen Korrektur gekommen, die sehr an die im Frühjahr zu beobachtende Phase erinnere. Hauptauslöser sei in beiden Fällen die Zuspitzung der weltweiten Handelsspannungen gewesen.

Die Rendite zehnjähriger deutscher Staatsanleihen habe sich gegenüber dem Vortag der Juli-Sitzung um 35 Basispunkte auf -71 Basispunkte verringert. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen sei unterdessen um rund 50 Basispunkte zurückgegangen.

Zur leichteren Interpretation dieser Entwicklungen hob Herr Cœuré drei zentrale Aspekte hervor. Zunächst ging er dabei auf die Reaktion der realen Zinssätze ein, die im Frühjahr anders ausgefallen sei. Der kräftige Rückgang der Realzinsen im August könne als Zeichen dafür gedeutet werden, dass die Besorgnis der Marktteilnehmer über die kumulierte Wirkung der sich aneinanderreihenden Handelsschocks auf die Weltwirtschaft zunehme.

Zweitens sei zu hinterfragen, ob es Anzeichen für eine effektive Zinsuntergrenze gebe, die allmählich dazu führe, dass die Märkte nicht mehr linear auf Schocks reagierten. Wenngleich das Ausgangsniveau der Rendite zehnjähriger deutscher Staatsanleihen vor der August-Korrektur deutlich niedriger gewesen sei als im Frühjahr und bereits weit im negativen Bereich gelegen habe, seien die Größenordnungen des Rückgangs in beiden Phasen vergleichbar. Es gebe in dieser Hinsicht keine Anzeichen für Abwärtsrigiditäten bei den langfristigen Zinssätzen, die mit der effektiven Zinsuntergrenze in Verbindung gebracht werden könnten. Auch die Terminzinskurve des EONIA habe sich im August nach unten verlagert, wobei eine Senkung des Zinssatzes der Einlagefazilität der EZB um insgesamt fast 40 Basispunkte bis Anfang 2021 eingepreist worden sei. Allerdings deuteten die für längere Laufzeiten niedrigeren Handelsvolumina am Geldmarkt darauf hin, dass bei weitem nicht alle Marktteilnehmer davon überzeugt seien, dass die Zinsen noch deutlich tiefer in den negativen Bereich gesenkt würden, und darauf, dass die Unsicherheit über die künftige Entwicklung der kurzfristigen Leitzinsen weiterhin hoch sei.

Der dritte Aspekt hänge damit zusammen, dass der höhere Anteil an Anleihen mit negativer Rendite möglicherweise dazu führen könne, dass es zu Veränderungen bei der Portfolioumschichtung komme. Eine erste Entwicklung in dieser Hinsicht lasse sich an der aktuellen Veränderung des Abstands zwischen dem Zinssatz zehnjähriger deutscher Bundesanleihen und dem entsprechenden Zinssatz für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz) ablesen, der bis vor Kurzem ein verlässliches Maß für Verknappungseffekte am Kassamarkt für Bundesanleihen gewesen sei. Seit Mitte Juli sei es jedoch trotz zunehmender Knappheit am Kassamarkt zu einer deutlichen Umkehr des Zinsabstands gekommen, welcher ein Niveau erreicht habe, das zuletzt gegen

Ende 2016 verzeichnet worden sei. Marktinformationen deuteten darauf hin, dass dieser Umschwung in erster Linie mit Absicherungsgeschäften zusammenhänge, die vermehrt am Swapmarkt statt am Kassamarkt getätigt würden. Das zweite Novum bei der Reaktion der Vermögenspreise sei die Abflachung des sehr langen Endes der Zinsstrukturkurve gewesen, die in der geringeren Renditedifferenz zwischen zehnjährigen und dreißigjährigen deutschen Staatsanleihen zum Ausdruck komme. Im August habe sich erstmals die gesamte Zinsstrukturkurve deutscher Staatspapiere in den negativen Bereich verlagert. Das dritte Novum stünde mit dem ausgeprägten und anhaltenden Anstieg des Goldpreises im Zusammenhang, der mit einer kräftigen Zunahme des Anteils von Anleihen mit negativer Rendite einherginge.

Was die Aktienmärkte anbelange, so zeigten sich die Auswirkungen der im August erneut aufgetretenen Handelsspannungen besonders deutlich in den Schwellenländern. Im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten sei der Effekt deutlich schwächer gewesen, und die höheren Aktienrisikoprämien seien durch die niedrigeren Anleiherenditen teilweise ausgeglichen worden.

In Bezug auf die Devisenmärkte habe die Abschwächung der Schwellenländerwährungen zu einer leichten Aufwertung des Euro in nominaler effektiver Rechnung beigetragen.

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 deuteten die Umfragedaten auf eine verhaltene Wirtschaftstätigkeit im dritten Quartal hin. Zwar habe sich der Dienstleistungsverkehr abgeschwächt, es gingen aber immer noch positive Wachstumsimpulse von ihm aus; die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe habe sich indes weiter verlangsamt. Handelsspannungen hätten vor allem in Schwellenländern zu einer vermehrten Risikoscheu der Marktteilnehmer geführt. In den Vereinigten Staaten kühle sich die Konjunktur derzeit zwar ab, was sich am deutlichsten an den Investitionen zeige, sei aber weiterhin solide. In China werde die konjunkturelle Abschwächung durch neue Zölle verstärkt, während sich in Japan die Wachstumsdynamik verlangsamen dürfe und die Inflation nach wie vor gedämpft sei. Im Vereinigten Königreich nehme die Gefahr eines ungeordneten Brexit zu, und das Wirtschaftswachstum sei zum Stillstand gekommen. Insgesamt bestünden weiterhin Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft und den globalen Handel.

Die Ölpreise seien im August um 8 % zurückgegangen. Was die Wechselkurse anbelange, so sei der Euro seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juli im Wesentlichen unverändert geblieben: Er habe zwar gegenüber dem US-Dollar um 1,2 % abgewertet, in nominaler effektiver Rechnung aber um 0,7 % aufgewertet.

Mit Blick auf den Euroraum deuteten die seit der Juli-Sitzung neu verfügbaren Informationen darauf hin, dass die Schwäche der Wachstumsdynamik länger andauere, was vor allem auf die Außenwirtschaft zurückzuführen sei. Der zweiten Datenveröffentlichung von Eurostat vom 6. September zufolge sei das reale BIP im Eurogebiet im zweiten Jahresviertel 2019 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal gewachsen. Was die bisherige Entwicklung im dritten Quartal betreffe, so seien der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung und

der Einkaufsmanagerindex (EMI) im August zwar leicht gestiegen, im Juli und August zusammengenommen seien sie jedoch im Durchschnitt niedriger ausgefallen als im zweiten Vierteljahr, was eine Fortsetzung des verhaltenen Wachstums nahelege. In sektoraler Betrachtung habe sich die außergewöhnliche Divergenz zwischen der Entwicklung des verarbeitenden Gewerbes und jener der Dienstleistungen fortgesetzt; hierin spiegele sich der Handelsschock wider, mit dem der Euroraum derzeit konfrontiert sei und der hauptsächlich das verarbeitende Gewerbe treffe.

Die Binnennachfrage sei insgesamt robust geblieben und werde nach wie vor von einem soliden Arbeitsmarkt, dem Vertrauen der privaten Haushalte, Bilanzverbesserungen und politischen Impulsen gestützt. Die realen privaten Konsumausgaben hätten im zweiten Jahresviertel 2019 um 0,2 % zugelegt, nachdem im ersten Quartal mit einem Plus von 0,4 % eine außergewöhnlich kräftige Zunahme verbucht worden sei. Die privaten Haushalte zeigten sich in Bezug auf ihre künftige Finanzlage weiterhin optimistisch. Dementsprechend sei der Einzelhandel nach wie vor mit einer insgesamt robusten Dynamik gewachsen. In Bezug auf die Wohnungsbauinvestitionen sei davon auszugehen, dass das Wachstum sowohl nachfrage- als auch angebotsseitig weiter gefördert werde. Die Unternehmensinvestitionen hätten sich seit Anfang 2018 verlangsamt und die jüngsten Indikatoren legten auf kurze Sicht eine Fortsetzung der gedämpften Investitionstätigkeit der Unternehmen nahe. Was den Arbeitsmarkt anbelange, sei die Beschäftigung im zweiten Quartal 2019 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen (nach 0,4 % im ersten Jahresviertel). Mit Blick in die Zukunft deute die Beschäftigungskomponente des EMI auf eine weitere Verlangsamung des Beschäftigungswachstums hin.

Diese Entwicklung komme auch in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2019 zum Ausdruck, denen zufolge sich das Wachstum des realen BIP im laufenden Jahr auf 1,1 %, im kommenden Jahr auf 1,2 % und 2021 auf 1,4 % belaufen werde. Im Vergleich zu den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2019 sei der Ausblick für das Wachstum für 2019 um 0,1 Prozentpunkte und für 2020 um 0,2 Prozentpunkte nach unten korrigiert worden, während er für 2021 unverändert geblieben sei. Die Abwärtsrevisionen seien vor allem der schwächeren Auslandsnachfrage geschuldet, die durch die Auswirkungen der niedrigeren Energiepreise und die Lockerung der Finanzierungsbedingungen etwas abgefedert worden sei. Auf mittlere Sicht werde im Basisszenario von einem allmählichen Nachlassen der widrigen globalen Faktoren ausgegangen, wodurch wachstumsfördernde fundamentale Faktoren im Euroraum wieder an Bedeutung gewinnen dürften. Getragen werde der Ausblick von dem sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs der EZB, einer Aufhellung an den Arbeitsmärkten, einem relativ soliden Wachstum der Löhne und einem robusten Reinvermögen sowie von der sinkenden Arbeitslosigkeit, steigenden Gewinnen, einer Lockerung des fiskalischen Kurses und einer Erholung der Auslandsnachfrage. Dennoch sei gegen Ende des Projektionszeitraums mit einer Verlangsamung des BIP-Wachstums zu rechnen, da eine abnehmende Kapazitätsauslastung, eine länger anhaltende Phase geringen Unternehmensvertrauens und das Auslaufen von Steueranreizen die Investitionen belasteten. Außerdem werde das Beschäftigungswachstum durch Engpässe beim Arbeitskräfteangebot beeinträchtigt. Die Prognosen anderer Institutionen und des privaten Sektors stünden mit den aktuellen Projektionen der EZB im Einklang.

Mit Blick auf die Preisentwicklung im Euroraum legte Herr Lane dar, dass sich der Vorausschätzung von Eurostat vom 30. August zufolge sowohl die jährliche am HVPI gemessene Gesamtteuerungsrate als auch die jährliche Inflationsrate nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel im Juli seitwärts bewegt und bei 1,0 % bzw. 0,9 % gelegen habe. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation zeigten sich nach wie vor verhalten, und die Indikatoren der Inflationserwartungen stagnierten. Der Lohnzuwachs sei weiterhin solide und bewege sich in der Nähe der langfristigen Durchschnittswerte. Im Vorjahrsvergleich sei das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im zweiten Quartal 2019 um 2,1 % und das Arbeitnehmerentgelt je Stunde um 2,2 % gestiegen. Das Wachstum der Tarifverdienste habe in der ersten Jahreshälfte 2019 nach wie vor über dem Niveau des Vorjahres gelegen.

Die Lohnstückkosten seien seit dem ersten Jahresviertel 2018 stark gewachsen. Vom ersten Quartal 2018 bis zum zweiten Quartal 2019 habe sich der Zuwachs von 1,0 % auf 2,1 % erhöht und damit mehr als verdoppelt. Darin komme die rückläufige Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität in diesem Zeitraum zum Ausdruck, die ihrerseits die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarkts in Anbetracht des nachlassenden BIP-Wachstums widerspiegele. Der zunehmende Druck der Lohnstückkosten sei bisher weitgehend durch die Gewinnmargen abgefangen worden.

In den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September sei die Teuerung nach dem HVPI über den gesamten Projektionszeitraum hinweg nach unten korrigiert worden; für 2021 werde die Rate den Projektionen zufolge bei 1,5 % liegen. Die Abwärtskorrektur der Teuerungsrate sei auf die gesunkenen Energiepreise, aber auch auf die verhaltene Dynamik des Preisauftriebs zurückzuführen.

Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juli hätten sich die mittel- bis längerfristigen marktbasieren Indikatoren der Inflationserwartungen im Eurogebiet im Großen und Ganzen auf niedrigem Niveau stabilisiert. Trotz des Rückgangs stelle die jüngste Entwicklung eine Abschwächung des seit Herbst 2018 verzeichneten Abwärtstrends dar.

In Bezug auf die finanziellen Bedingungen im Euroraum wurde angemerkt, dass die risikofreien Zinssätze im Eurogebiet seit der Juli-Sitzung des EZB-Rats über alle Laufzeiten hinweg erneut deutlich gesunken seien. Der inverse Verlauf der Terminzinskurve des EONIA habe sich am kurzen Ende weiter verstärkt. Außerdem seien sowohl der zehnjährige OIS-Satz im Euro-Währungsgebiet als auch die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen gesunken. Die Aktienkurse im Euroraum hätten seit der letzten geldpolitischen Sitzung – vor allem aufgrund der Risikoprämien – ebenfalls etwas nachgegeben, doch sei der Rückgang durch geringere Diskontsätze abgemildert worden. Alles in allem sei die Lockerungstendenz bei den finanziellen Bedingungen zum Stillstand gekommen. Dennoch seien die Finanzierungsbedingungen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften nach wie vor sehr günstig.

Was die Geldmengen- und Kreditentwicklung betreffe, so habe sich die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 im Juli trotz des nachlassenden jährlichen Beitrags des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und trotz der konjunkturellen Abkühlung auf 5,2 % erhöht, nachdem sie im Juni bei 4,5 % und im Mai bei 4,8 % gelegen habe. Diese Widerstandsfähigkeit spiegele nach wie vor Portfolioüberlegungen im Zusammenhang mit dem Renditerückgang bei nichtmonetären Anlagen wider, der dazu führe, dass die Opportunitätskosten für das Halten von M3 sinken und Geldhalter den Anteil an M3-

Instrumenten in ihren Finanzportfolios erhöhen würden. Bei den Gegenposten komme dies in weiteren monetären Zuflüssen aus Staaten außerhalb des Euro-Währungsgebiets zum Ausdruck, was davon zeuge, dass sich die Nachfrage von Gebietsfremden nach Vermögenswerten aus dem Euroraum erholt habe. Die Refinanzierungskosten der Banken seien vor allem aufgrund der gesunkenen Renditen für Bankanleihen nach wie vor günstig. Die Kosten für die Aufnahme von Bankkrediten seien für Unternehmen wie auch für private Haushalte auf neue historische Tiefstände gefallen. Die jährliche Wachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sei im Juli stabil geblieben und habe mit 3,9 % nur leicht unter dem im September verzeichneten Rekordhoch von 4,3 % gelegen. Die Jahresänderungsrate der Buchkredite an private Haushalte habe ihren allmählichen Anstieg fortgesetzt und sich im Juli auf 3,4 % belaufen.

Mit Blick auf die Finanzpolitik werde der fiskalische Kurs im Eurogebiet – gemessen an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos – von 2019 bis 2021 den Projektionen zufolge leicht expansiv ausfallen. Die negativen Auswirkungen des fiskalischen Kurses auf den Gesamtsaldo der öffentlichen Haushalte in den Jahren von 2019 bis 2021 würden durch die geringeren Zinsausgaben weitgehend ausgeglichen.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend stellte Herr Lane fest, dass die risikofreien Zinssätze seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Juli trotz einer Teilumkehr in der vergangenen Woche merklich gesunken seien. Allerdings sei das Lockerungspotenzial, das sich durch den Rückgang der Zinssätze im Zusammenhang mit der Eintrübung des gesamtwirtschaftlichen Ausblicks und revidierten Berechnungen des gleichgewichtigen Realzinses ergebe, möglicherweise begrenzt. Die Aktiennotierungen seien nur leicht gesunken, und die niedrigeren Diskontsätze hätten den Effekt der höheren Aktienrisikoprämien abgefedert. Die Kreditvergabebedingungen der Banken für Unternehmen und private Haushalte seien nach wie vor sehr günstig.

Die jüngsten Daten deuteten darauf hin, dass die Abschwächung des Wirtschaftswachstums im Euro-Währungsgebiet länger dauern werde als bislang erwartet. Insbesondere das verarbeitende Gewerbe werde weiterhin durch die Schwäche im internationalen Handel und die länger anhaltenden globalen Unsicherheiten belastet. In den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019 sei die Wachstumsrate des realen BIP – in erster Linie aufgrund des schwächeren globalen Umfelds – für die Jahre 2019 und 2020 erneut nach unten korrigiert worden.

Die Abwärtsrisiken überwiegen weiterhin, vor allem, weil fortdauernde Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, eine zunehmenden Gefahr von Protektionismus sowie Anfälligkeiten in den Schwellenländern bestünden.

Die HVPI-Inflation sowie die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation zeigten sich trotz einer robusten Lohnentwicklung weiterhin wenig dynamisch. In den Projektionen vom September sei die Inflation über den Projektionszeitraum hinweg nach unten korrigiert worden, sodass für das Jahr 2021 nur noch mit einer Teuerungsrate von 1,5 % gerechnet werde. Dies sei teilweise niedrigeren Energiepreisen geschuldet, teils

aber auch dem schwächeren konjunkturellen Umfeld. Sowohl die umfrage- als auch die marktbasierenden Indikatoren der Inflationserwartungen hätten auf historischen Tiefständen stagniert.

Insgesamt sehe sich der EZB-Rat mit einer länger als erwartet andauernden Konjunkturschwäche im Euroraum, hartnäckigen Abwärtsrisiken sowie weiterhin hinter dem mittelfristigen Ziel zurückbleibenden Inflationsaussichten konfrontiert.

In der längerfristigen Betrachtung seien die Inflationsaussichten seit Dezember 2018 schrittweise erheblich nach unten revidiert worden, wodurch die Projektionen für das Jahr 2021 von 1,8 % auf 1,5 % gesunken seien. Dass sich der Inflationsausblick abermals eingetrübt habe, obwohl in den Projektionen bereits finanzielle Bedingungen zugrunde gelegt worden seien, die die deutliche Erwartung einer zusätzlichen geldpolitischen Lockerung widerspiegeln, sei ein Zeichen dafür, dass sich die Inflation weiter von einem Niveau entferne, das der EZB-Rat als mit seinem Ziel vereinbar erachte, und impliziere eine erneute Verzögerung der Inflationskonvergenz.

Vor diesem Hintergrund sei eine umfassende geldpolitische Reaktion angebracht, um die Inflation wieder in Richtung einer nachhaltigen Annäherung an das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats zu lenken.

Deshalb schlug Herr Lane vor, auf der laufenden Sitzung die folgenden Beschlüsse zu fassen: Erstens solle der Zinssatz für die Einlagefazilität um 10 Basispunkte auf -0,50 % herabgesetzt werden. Zweitens solle die Forward Guidance dergestalt angepasst werden, dass vorgesehen werde, die EZB-Leitzinsen würden nun voraussichtlich so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben, bis der EZB-Rat feststelle, dass sich die projizierte Inflation innerhalb des Projektionszeitraums an ein Niveau von hinreichend nahe, aber unter 2 % annähere und sich auf diesem stabilisiere, und bis sich diese Annäherung in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durchgängig widerspiegele. Drittens schlug Herr Lane vor, die Nettoankäufe im Rahmen des APP ab dem 1. November 2019 in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € wieder aufzunehmen. Dabei sei davon auszugehen, dass die Nettoankäufe so lange fortzusetzen würden, wie es für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung der Leitzinsen der EZB erforderlich sei, und dass sie beendet würden, kurz bevor mit der Erhöhung der Leitzinsen begonnen werde. Viertens sollten die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen begonnen werde, und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder angelegt werden, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten. Fünftens wurde vorgeschlagen, die Modalitäten der neuen Serie vierteljährlicher gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) zu ändern, um die günstigen Kreditvergabebedingungen der Banken aufrechtzuerhalten, die reibungslose Transmission der Geldpolitik zu gewährleisten und den akkommodierenden geldpolitischen Kurs weiterhin zu unterstützen. Dabei würde der Zinssatz für die einzelnen Geschäfte auf das Niveau des durchschnittlichen Zinssatzes für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems während der Laufzeit des jeweiligen GLRG festgesetzt. Für Banken, deren anrechenbare Nettokreditvergabe eine Referenzgröße überschreite, würde der Zinssatz für die GLRG III niedriger sein, wobei der während der Laufzeit des Geschäfts geltende durchschnittliche Zinssatz für die Einlagefazilität die Untergrenze darstellen würde. Außerdem würde die Laufzeit der Geschäfte von zwei auf drei Jahre verlängert.

Sechstens solle zur Unterstützung der bankbasierten Transmission der Geldpolitik ein zweistufiges System für die Verzinsung der Reserveguthaben eingeführt werden, bei dem ein Teil der Überschussliquidität der Banken vom negativen Einlagezinssatz befreit wäre.

Dieses Paket von Maßnahmen würde über eine Reihe verschiedener Mechanismen geldpolitische Unterstützung bieten. Die Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität würde – zusammen mit der verstärkten Forward Guidance – über die gesamte Zinsstrukturkurve hinweg Wirkung entfalten, vor allem bei den kurzen und mittleren Laufzeiten. Durch die Stärkung der zustandsabhängigen Komponente der Forward Guidance würde der EZB-Rat seine Geldpolitik an strengere Bedingungen für den Inflationsausblick knüpfen und somit eine klare Orientierung für die Zinserwartungen geben. Zudem sei die Forward Guidance in einem Umfeld erhöhter Unsicherheit besonders effektiv, da sie eine reibungslose Anpassung an die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen in beide Richtungen ermögliche, wobei die Erwartungen hinsichtlich des künftigen geldpolitischen Kurses so auf positive oder negative Datenmeldungen reagieren würden, dass sich ein stabilisierender Effekt ergebe. Der verstärkten Forward Guidance zufolge müsste sich die projizierte Inflation über den Projektionshorizont nicht nur einem Niveau von „hinreichend nahe, aber unter 2 %“ annähern, sondern sich auch auf einem solchen Niveau stabilisieren. Durch die Bezugnahme auf dieses Niveau würde der EZB-Rat signalisieren, dass sich die Inflation gegenüber den aktuellen realisierten und projizierten Werten, die erheblich hinter seiner Zielvorgabe zurückblieben, noch deutlich erhöhen müsse. Im Einklang mit der mittelfristig orientierten Strategie des EZB-Rats würde die Forward Guidance weiterhin vorausschauend bleiben. Zugleich würde die vorgeschlagene Forward Guidance eine Absicherung gegen das Risiko einer Überreaktion auf vorübergehende Inflationsschocks sowie gegen Prognose- und Messfehler enthalten, denn sie würde betonen, dass es sich um eine robuste Annäherung handeln und auch die zugrunde liegende Inflation zunehmen müsse, damit sichergestellt sei, dass der Inflationsanstieg durch den kontinuierlichen Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Preisdrucks gestützt werde. Durch die Beibehaltung einer tendenziell eher expansiven geldpolitischen Ausrichtung (Easing Bias) in Bezug auf die Leitzinsen würde der EZB-Rat zudem signalisieren, dass er nach wie vor Spielraum für weitere Zinssenkungen habe, sollte sich dies als erforderlich herausstellen.

Die Wiederaufnahme der Nettoankäufe von Vermögenswerten würde eine wichtige Ergänzung zur Zinspolitik darstellen, denn das APP wirke sich stärker auf die längerfristigen Zinssätze aus und unterstütze somit die für die Unternehmen und privaten Haushalte relevanten Finanzierungskosten. Nach der vorgeschlagenen Formulierung würde sich der Horizont der Nettoankäufe dynamisch an Veränderungen der Forward Guidance im Hinblick auf die Zinssätze anpassen und damit im Hintergrund wirken, um die mittel- bis längerfristigen Zinssätze zu deckeln. Durch eine Aufstockung der Bestände an Vermögenswerten und eine Verlängerung der Wiederanlage fällig werdender Beträge könnte der EZB-Rat eine unangebrachte Straffung der Laufzeitprämien hinauszögern, die automatisch erfolge, wenn sich die durchschnittliche Duration des APP-Portfolios verkürze. Außerdem hätten die Nettoankäufe im Rahmen des APP eine starke Signalwirkung und würden Vermögenseffekte in den Bilanzen der Banken und anderer Unternehmen entfalten. Auch in Bezug auf die Bildung der Inflationserwartungen habe sich das APP als besonders effektiv erwiesen, da es demonstriere, dass der EZB-Rat bereit sei, zur Erreichung seines Ziels alle seine Instrumente einzusetzen.

Grundsätzlich würde der EZB-Rat durch eine zweigleisige Herangehensweise unter aktivem Einsatz sowohl des kurzfristigen Leitzinses als auch der Nettoankäufe von Vermögenswerten eine Balance schaffen, indem eine möglichst effiziente Verwendung von sich wechselseitig verstärkenden Instrumenten sichergestellt würde, anstatt einzelne Instrumente über Gebühr zu strapazieren.

In Bezug auf die Wiederanlagepolitik ergebe sich durch die „Kopplung“ der Forward Guidance, dass die geänderte Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen auch auf den Haltezeitraum des Bestands an erworbenen Vermögenswerten durchwirken werde.

Was die übrigen Elemente des Vorschlags betreffe, würde eine attraktivere Preisgestaltung der GLRG III angesichts des schwachen Wirtschaftswachstums den Refinanzierungsbedingungen der Banken förderlich sein. Damit würde sichergestellt, dass Banken weiterhin Kredite zu günstigen Bedingungen an Unternehmen und Privathaushalte vergeben könnten, wodurch wiederum die reibungslose Transmission der Geldpolitik gewährleistet und der akkommodierende geldpolitische Kurs weiter unterstützt würde. Die Verlängerung der Laufzeit auf drei Jahre würde zu einer besseren Angleichung der Geschäfte an die übliche Laufzeit von Bankkrediten führen, die zur Finanzierung von Investitionsprojekten aufgenommen werden. Dadurch würden die GLRG III die Finanzierung der Realwirtschaft fördern.

Schließlich würde ein zweistufiges System für die Verzinsung der Reserveguthaben helfen, die positive Wirkung der Negativzinspolitik des EZB-Rats auf die Wirtschaft zu erhalten, indem es die direkten Kosten der Kreditinstitute für das Halten von Überschussreserven verringern und damit dazu beitragen würde, den bankbasierten Transmissionsmechanismus der Geldpolitik zu unterstützen.

Alles in allem ergänze und verstärke sich das Spektrum der vorgeschlagenen Maßnahmen gegenseitig. Es stelle ein wirkungsvolles Paket dar, das beträchtliche geldpolitische Impulse mit sich bringen und dafür sorgen werde, dass die Finanzierungsbedingungen weiterhin sehr günstig blieben und dass das Wachstum im Euroraum, der anhaltende Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und die nachhaltige Annäherung der Teuerung an das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats unterstützt würden. Zugleich solle der EZB-Rat abermals die Notwendigkeit eines äußerst akkommodierenden geldpolitischen Kurses für einen längeren Zeitraum unterstreichen sowie seine Bereitschaft bekräftigen, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um im Einklang mit der Verpflichtung des EZB-Rats auf Symmetrie beim Inflationsziel sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate einem Niveau von nahe bei, aber unter 2 % nachhaltig annähere.

Herr Cœuré stellte die Details eines möglichen zweistufigen Systems für die Verzinsung von Reserveguthaben und die vorgeschlagenen Anpassungen der Parameter der GLRG III vor. Angedacht sei die Einführung eines „ausgenommenen Teils“, der berechnet werden solle, indem die Höhe des Mindestreserve-Solls eines Kreditinstituts mit dem Faktor 6 multipliziert würde. Dieser über das Mindestreserve-Soll hinausgehende ausgenommene Teil der Mindestreserveguthaben auf Girokonten beim Eurosystem würde mit 0 % verzinst. Mit Blick auf die vorgeschlagenen Anpassungen bei den Preis- und Laufzeitkonditionen der GLRG III schlug er dem EZB-Rat den Beschluss vor, den Zinssatz auf das Niveau des durchschnittlichen Zinssatzes für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems während der Laufzeit des jeweiligen GLRG III festzusetzen, die Laufzeit der Geschäfte ab dem jeweiligen Abwicklungsdatum von zwei auf drei Jahre zu verlängern und den Geschäftspartnern die Option einzuräumen, die aufgenommenen Mittel freiwillig

vor Ablauf der Restlaufzeit in vierteljährlichem Rhythmus, beginnend zwei Jahre nach der Abwicklung des jeweiligen Geschäfts, vorzeitig zurückzuzahlen. Ferner wies Herr Cœuré darauf hin, dass die Verlängerung der Laufzeit der GLRG III eine automatische Verlängerung der Rahmenbedingungen für zusätzliche Kreditanforderungen bis Ende März 2024 bedeute. Darüber hinaus erinnerte er daran, dass im Oktober 2017 beschlossen worden sei, für die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) mit dreimonatiger Laufzeit bis zur letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2019 weiterhin den durchschnittlichen Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte während der Laufzeit des jeweiligen LRG anzusetzen; dieser Zeitraum solle nun mindestens bis zum Ende der im März 2021 beginnenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode ausgeweitet werden. Des Weiteren wurde auch vorgeschlagen, im erforderlichen Umfang den Erwerb von Wertpapieren mit einer Rendite unterhalb des Zinssatzes für die Einlagefazilität im Rahmen der Teile des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP), die den privaten Sektor betreffen, zuzulassen. Der Beschluss spiegele die veränderten Marktzinsen im Vergleich zum Zinssatz für die Einlagefazilität wider.

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 seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juli neu verfügbaren Daten deuteten darauf hin, dass die Konjunkturschwäche im Euroraum länger anhalte als bislang erwartet. Die Wachstumsverlangsamung spiegele in erster Linie die vorherrschende Schwäche im internationalen Handel in einem Umfeld fortdauernder globaler Unsicherheiten wider, die vor allem das verarbeitende Gewerbe beeinträchtigten. Unterdessen zeigten der Dienstleistungssektor und das Baugewerbe eine anhaltende Widerstandsfähigkeit, und das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet werde weiterhin von mehreren Faktoren getragen wie den günstigen Finanzierungsbedingungen, erneuten Beschäftigungszuwächsen und dem steigenden Lohnwachstum, dem leicht expansiven finanzpolitischen Kurs im Euroraum und der anhaltenden, wenn auch etwas schwächeren, globalen Konjunkturentwicklung. Diese Einschätzung spiegele sich auch weitgehend in den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2019 wider.

Bei der Diskussion über die Aussichten und Risiken für das außenwirtschaftliche Umfeld wurde angemerkt, dass sich zwar die globale Wirtschaftstätigkeit und der Welthandel laut Prognosen mittelfristig allmählich erholen dürften, der Ausblick sowohl für das weltweite Wachstum als auch für den internationalen Handel in den jüngsten Projektionen der EZB aber weiter nach unten revidiert worden sei. Angesichts der länger andauernden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der zunehmenden Gefahr von Protektionismus und Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften schätzten die Ratsmitglieder die Risiken für das außenwirtschaftliche Umfeld weiterhin als abwärtsgerichtet ein. Dabei wurde insbesondere auf die vorherrschenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Handelsspannungen und dem Brexit Bezug genommen.

Im Hinblick auf die Konjunktur im Eurogebiet teilten die Sitzungsteilnehmer grundsätzlich die Einschätzung, dass die neu verfügbaren Informationen schwächer ausgefallen seien als angenommen, und dass die konjunkturelle Verlangsamung im Euroraum den Erwartungen zufolge nun länger anhalten dürfte. Das reale BIP habe im zweiten Quartal 2019 ein Plus von 0,2 % zum Vorquartal verzeichnet (nach 0,4 % im ersten Jahresviertel), und für das dritte Quartal legten die neu verfügbaren Konjunkturdaten und Umfrageergebnisse ein moderates, wenngleich positives Wachstum nahe. Die Abwärtsrevision der Wachstumsaussichten in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten der EZB vom September wurde allgemein als gerechtfertigt erachtet, da sie größtenteils enttäuschende Daten widerspiegeln. Ferner wurde vorgebracht, dass das revidierte Basisszenario für Wachstum und Inflation weiterhin als das wahrscheinlichste Szenario betrachtet werden sollte, wobei nach wie vor erhebliche Abwärtsrisiken bestünden.

Die Sichtweise bezüglich der Aussichten variierte etwas: So argumentierten einige Mitglieder, dass das Basisszenario ungeachtet der Revisionen in den jüngsten Projektionen der EZB-Experten vor dem Hintergrund der vorherrschenden Unsicherheiten noch immer zu optimistisch sei. Indessen wurde auch hervorgehoben, dass die Wiederbelebung des Wachstums im Eurogebiet zwar verzögert sei, aber über den Prognosezeitraum hinweg weiterhin eine Erholung des Wachstums von seiner derzeitigen Schwäche erwartet werde. Angemerkt wurde außerdem, dass die Wirtschaft im Euroraum im Einklang mit den Projektionen nahe der Kapazitätsgrenze operiere. Die aktuelle konjunkturelle Abkühlung im Euro-Währungsgebiet sei die Folge asymmetrischer Schocks im Zusammenhang mit dem außenwirtschaftlichen Umfeld oder binnenwirtschaftlichen Faktoren, deren Auswirkungen hauptsächlich zwei der größten Euro-Länder betreffen, vor allem aufgrund der Schwäche im verarbeitenden Gewerbe. Bezug genommen wurde auch auf die Möglichkeit von Aufwärts-, aber auch von Abwärtsrisiken; so könnten beispielsweise die anhaltenden Handelsspannungen rascher gelöst werden als erwartet.

Einigen Wortmeldungen zufolge könnten die revidierten Wachstumsaussichten jedoch zu optimistisch sein. Es wurde das Argument vorgebracht, dass die Exportschwäche im Zeitverlauf auf die Binnennachfrage und den Dienstleistungssektor durchschlagen könnte und es bereits einige Hinweise dafür gebe, dass die Verlangsamung des Exportwachstums die Entwicklung am Arbeitsmarkt beeinflusse. Die Verlangsamung könne auch als eher allgemein und von weltweiter Art betrachtet werden und eine Reihe großer Volkswirtschaften betreffen, im Gegensatz zu der geäußerten Ansicht, dass sie bestimmte asymmetrische Schocks widerspiegeln. Des Weiteren seien die Annahmen, die den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen zugrunde lägen, als vergleichsweise günstig anzusehen, da die Projektionen auf einem geordneten Brexit basierten, während die Wahrscheinlichkeit eines ungeordneten Brexit zuletzt zugenommen habe; zudem gingen sie von einer Entspannung des Handelskonflikts im Zeitverlauf aus. Diese beiden Annahmen könnten als optimistisch erachtet werden. Darüber hinaus wurde angemerkt, dass das Basisszenario einige Handelsmaßnahmen nicht enthalte, die nach Abschluss der Projektionen angekündigt worden seien.

Angesichts der länger andauernden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der zunehmenden Gefahr von Protektionismus und Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften überwiegen nach Einschätzung der Ratsmitglieder generell weiterhin die Abwärtsrisiken in Bezug auf die Wachstumsaussichten des Euroraums.

In einem Meinungsaustausch über die Finanzpolitik stellten die Sitzungsteilnehmer fest, dass der leicht expansive fiskalische Kurs im Euroraum die Konjunktur in gewissem Maße stütze. Angesichts der trüberen Konjunkturaussichten und der nach wie vor ausgeprägten Abwärtsrisiken wurde jedoch betont, dass Regierungen, die über fiskalischen Spielraum verfügten, zeitnah wirksame Maßnahmen ergreifen sollten. In Ländern mit einer hohen Staatsverschuldung müssten die Regierungen durch eine umsichtige Politik ein Umfeld schaffen, in dem die automatischen Stabilisatoren frei wirken könnten, während alle Länder ihre Anstrengungen im Hinblick auf eine wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der öffentlichen Finanzen verstärken sollten.

In Bezug auf die Preisentwicklung traf die eingangs von Herrn Lane dargelegte Einschätzung auf breite Zustimmung. Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge belaufe sich die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Eurogebiet im August 2019 wie bereits im Juli auf 1,0 %, wobei der geringere Anstieg der Energiepreise durch den stärkeren Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln ausgeglichen wurde. Auch die am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessene Inflationsrate sei konstant geblieben. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl und aufgrund von Basiseffekten dürfte die jährliche Gesamtinflation zunächst zurückgehen, bevor sie gegen Ende des Jahres wieder anziehen werde. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich weiterhin insgesamt verhalten, und die Indikatoren der Inflationserwartungen lägen auf niedrigem Niveau. Obwohl der Arbeitskostendruck vor dem Hintergrund einer hohen Kapazitätsauslastung und einer zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten an Stärke und Breite gewonnen habe, wirke er langsamer auf die Inflation durch als bisher erwartet. Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung und dem robusten Lohnwachstum dürfte die zugrunde liegende Inflation auf mittlere Sicht zunehmen. Diese Einschätzung spiegele sich auch weitgehend in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September wider, die über den gesamten Prognosezeitraum nach unten korrigiert worden seien, was niedrigeren Energiepreisen und einem schwächeren Wachstumsumfeld geschuldet sei.

Es wurde angemerkt, dass sowohl die Gesamtinflation als auch die zugrunde liegende Teuerung zurzeit aufgrund einer veränderten statistischen Behandlung von Pauschalreisen in der größten Volkswirtschaft des Eurogebiets gebremst würden; dieser Faktor werde sich jedoch in den kommenden Monaten abschwächen. Mit Blick auf die Zukunft räumten die Ratsmitglieder ein, dass die Abwärtskorrektur des Wachstumsausblicks Auswirkungen auf die mittelfristigen Inflationsaussichten haben werde. Die Experten der EZB erwarteten nach wie vor, dass die anhand des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessene zugrunde liegende Teuerung über den Projektionszeitraum hinweg zunehmen werde, sie sei jedoch gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2019 nach unten korrigiert worden. Hervorgehoben wurde dabei die Tatsache, dass der revidierte Wachstumsausblick einen geringeren Aufwärtsdruck auf die binnenwirtschaftliche Inflationsentwicklung impliziere. Lasse man die Volatilität der Energiepreise außer Acht, so habe es am Ende des Projektionshorizonts für das Jahr 2021 eine Abwärtskorrektur der Inflationsaussichten gegeben. Die projizierten Werte für die zugrunde liegende Teuerung und die Gesamtinflation dürften den Erwartungen nach zu diesem Zeitpunkt lediglich einen Stand von 1,5 % erreichen.

Die Sitzungsteilnehmer unterstrichen, dass das Lohnwachstum weiterhin solide sei und mit den langfristigen Durchschnittswerten im Einklang stehe. Allerdings sei die auf mittlere Sicht zu erwartende Transmission der

höheren Löhne auf die Entwicklung der Verbraucherpreise angesichts der revidierten Wachstumsperspektiven möglicherweise unsicherer geworden. Auch hinsichtlich der Frage, ob – wie in den Projektionen unterstellt – die Gewinnmargen im Zuge einer Konjunkturerholung ausgeweitet würden, wurden einige Zweifel geäußert.

Im Hinblick auf die längerfristigen Inflationserwartungen verwiesen die Ratsmitglieder darauf, dass sich die marktbasieren Messgrößen der längerfristigen Erwartungen seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juli stabilisiert hätten, wenngleich sie auf einem historischen Tiefstand und deutlich unter dem Inflationsziel der EZB lägen. Der bei den Inflationserwartungen zu beobachtende längerfristige Abwärtstrend, der sowohl bei markt- als auch bei umfragebasierten Maßen erkennbar sei, gebe Anlass zur Sorge. Die marktbasieren Inflationserwartungen auf Grundlage des fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatzes in fünf Jahren lägen derzeit bei 1,23 %, während sich die im Survey of Professional Forecasters für das dritte Quartal 2019 enthaltenen längerfristigen umfragebasierten Erwartungen auf 1,7 % beliefen. Es wurden auch Bedenken hinsichtlich der höheren Wahrscheinlichkeit von Inflationsergebnissen im Bereich von null bis 1 % geäußert, die sich aus Optionspreisen ableiten ließen.

Jedoch wurde dahingehend zur Vorsicht gemahnt, sich nicht zu stark auf die Entwicklungen der längerfristigen marktbasieren Inflationmessgrößen zu konzentrieren, da diese durch Liquiditäts- und Risikoprämien beeinflusst würden. Die Lücke zwischen den umfrage- und den marktbasieren Maßen könnte insbesondere auch mit einer negativen Risikoprämie erklärt werden; hierzu wurde aber vorgebracht, dass die negative Risikoprämie selbst Anlass zur Sorge geben könne, wenn sie darauf zurückzuführen sei, dass sich die Marktteilnehmer gegen eine sehr niedrige Inflationsrate oder eine Deflation absicherten. Ferner wurde in einer Wortmeldung darauf verwiesen, dass die Finanzmarktteilnehmer nicht dafür zuständig seien, die entsprechenden Preise in der Realwirtschaft zu setzen. Es sei auch nicht vollständig geklärt, wie das tatsächliche Preissetzungsverhalten auf Ebene der Unternehmen durch die Erwartungen in Bezug auf die allgemeine aggregierte Preisentwicklung in Abgrenzung zu mikroökonomischen Bestimmungsfaktoren beeinflusst werde. Daher wurde vorgeschlagen, dass vor dem Hintergrund vermehrter Bedenken hinsichtlich des Risikos einer Entankerung der Inflationserwartungen eine eingehendere Analyse der Inflationserwartungen vorgenommen werden solle.

Mit Blick auf die monetäre Analyse stimmten die Sitzungsteilnehmer weitgehend mit der eingangs von Herrn Lane dargelegten Einschätzung überein. Das anhaltende Wachstum der weit gefassten Geldmenge sei auf die fortdauernde Bankkreditvergabe an den privaten Sektor und die geringen Opportunitätskosten für das Halten von Komponenten der Geldmenge M3 zurückzuführen. Bei den Komponenten von M3 leiste das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 noch immer den größten Beitrag zum Anstieg der weit gefassten Geldmenge. Die Ratsmitglieder stimmten zudem darin überein, dass das Kreditwachstum und damit letztlich die wirtschaftliche Aktivität und die Inflation weiterhin von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB getragen würden. Insgesamt profitiere das Kreditwachstum nach wie vor von den historisch niedrigen Bankkreditzinsen. Die Kreditvergabebedingungen der Banken für Unternehmen und private Haushalte seien weiterhin sehr günstig.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs fand die von Herrn Lane in seiner Einleitung vorgetragene Einschätzung breite Zustimmung. Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juli seien die risikofreien Zinssätze – zum Teil in Erwartung eines zusätzlichen geldpolitischen Impulses, aber auch als Reaktion auf sich eintrübende gesamtwirtschaftliche Aussichten – gesunken. Es wurde festgestellt, dass sich in den Markterwartungen zur Zinsentwicklung anscheinend erhebliche Antizipationseffekte in Bezug auf künftige geldpolitische Maßnahmen niederschlugen; diese spiegelten sich damit in gewissem Maße auch schon in den Projektionen wider. Doch ungeachtet der Tatsache, dass die in den Projektionen enthaltenen Finanzierungsbedingungen bereits die weit verbreitete Erwartungshaltung einer neuerlichen geldpolitischen Lockerung reflektierten, entfernte sich die projizierte Teuerung weiter von einem Niveau, das mit dem Inflationsziel des EZB-Rats als vereinbar erachtet werde. Zugleich wurde jedoch gewarnt, dass der EZB-Rat nicht versuchen solle, den Markterwartungen nachzukommen, sondern sich bei seinen Entscheidungen auf seine eigene Einschätzung stützen solle. Zudem wurde das Argument vorgebracht, dass es in einem Umfeld großer Unsicherheit kontraproduktiv sei, die Markterwartungen zu übertreffen, da dies als ein Signal dafür gewertet werden könne, dass die Aussichten schlechter wären als in den Prognosen zugrunde gelegt.

Alle Ratsmitglieder stimmten darin überein, dass eine weitere Lockerung des geldpolitischen Kurses geboten sei, um die Teuerungsrate wieder in Richtung einer nachhaltigen Annäherung an das Inflationsziel des EZB-Rats zu lenken. In den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September sei die Wachstumsrate des realen BIP für die Jahre 2019 und 2020 vor allem aufgrund des schwächeren weltwirtschaftlichen Umfelds weiter nach unten korrigiert worden, und der Inflationsdruck sei noch immer verhalten. Zugleich wurde angeführt, dass die geldpolitische Reaktion in einem angemessenen Verhältnis zu den eingetretenen Entwicklungen stehen müsse. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass einige der grundlegenden Antriebskräfte für eine Erholung, wie sie das Basisszenario unterstelle, trotz der in den Projektionen vorgenommenen Abwärtskorrektur weiterhin Bestand hätten. Auch bestehe derzeit kein Deflationsrisiko. Die geldpolitische Transmission funktioniere gut, und die langfristigen Renditen lägen im gesamten Euroraum wie auch in den einzelnen Ländern auf historischen Tiefständen.

Die Ratsmitglieder äußerten breite Zustimmung zu den meisten eingangs von Herrn Lane als Teil eines umfangreichen Maßnahmenpakets vorgeschlagenen geldpolitischen Maßnahmen. Der Großteil der Sitzungsteilnehmer erachtete ein Paket, d. h. eine Kombination von Instrumenten mit bedeutsamen Komplementär- und Synergieeffekten, insgesamt als angemessenen Ansatz in einer Situation, in der einzelnen Maßnahmen gewissen Einschränkungen unterlägen und die Wirkung jeder Maßnahme für sich genommen ungewiss und schwierig einzuschätzen sei. Angesichts dessen, dass die tatsächliche und projizierte Inflation dauerhaft hinter dem mittelfristigen Ziel des EZB-Rats zurückbleibe und das Risiko einer Entankerung der Inflationserwartungen bestünde, wurde es als wichtig angesehen, dass der EZB-Rat im Einklang mit seiner Reaktionsfunktion seine Entschlossenheit und Handlungsfähigkeit demonstriere, indem er alle seine Instrumente gegebenenfalls anpasse, um sein Inflationsziel zu erreichen. In diesem Zusammenhang hätten alle Maßnahmen, einschließlich der Wiederaufnahme des Nettoankaufs von Vermögenswerten und der Einführung eines zweistufigen Systems für die Verzinsung der Reserveguthaben,

eine wichtige Signalwirkung, die durch die vorgeschlagenen Änderungen an der Forward Guidance des EZB-Rats weiter verstärkt würde.

Indes wurde zu einzelnen Elementen des vorgeschlagenen Maßnahmenpakets auch eine Reihe von Vorbehalten geäußert. Zwar bestand weitgehend Einigkeit über die Beweggründe für ein umfangreiches Maßnahmenpaket, doch schätzten die Ratsmitglieder die Argumente für einzelne Elemente unterschiedlich ein. Einige Maßnahmen wurden eher als Alternativen und nicht als sich ergänzende Instrumente erachtet, was zu Zielkonflikten zwischen einzelnen Elementen des Maßnahmenpakets, z. B. zwischen den liquiditätsbereitstellenden Maßnahmen und dem vorgeschlagenen zweistufigen System, führen könne.

Eine große Mehrheit der Ratsmitglieder stimmte der von Herrn Lane und Herrn Cœuré vorgeschlagenen Änderung der Modalitäten der neuen Serie vierteljährlicher GLRGs (GLRG III) zu. Der Wegfall des Aufschlags von 10 Basispunkten gegenüber den EZB-Leitzinsen und die Verlängerung der Laufzeit von zwei auf drei Jahre seien der allgemeinen Auffassung nach wirkungsvoll, um die günstigen Kreditvergabebedingungen der Banken aufrechtzuerhalten, die reibungslose Transmission der Geldpolitik zu gewährleisten und den akkommodierenden geldpolitischen Kurs weiter zu unterstützen. In diesem Zusammenhang nahm der EZB-Rat auch die vorgeschlagene Verlängerung der Rahmenbedingungen für zusätzliche Kreditforderungen bis Ende März 2024 zur Kenntnis und kam überein, den Zinssatz für die dreimonatigen LRGs mindestens bis zum Ende der im März 2021 beginnenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode auf den durchschnittlichen Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte während der Laufzeit des jeweiligen LRG festzulegen.

Im Hinblick auf die Forward Guidance zur Wiederanlage von Tilgungsbeträgen im Rahmen des APP stimmten alle Ratsmitglieder dem Vorschlag von Herrn Lane zu, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem der EZB-Rat mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen beginne, und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anzulegen, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodation aufrechtzuerhalten.

Die Sitzungsteilnehmer waren generell mit dem Vorschlag einverstanden, die zustandsabhängige Komponente der Forward Guidance des EZB-Rats zu den Zinssätzen zu stärken, wenngleich einige Ratsmitglieder es für sinnvoll hielten, das datumsbezogene Element der Forward Guidance beizubehalten und weiter in die Zukunft zu verschieben. Die verstärkte zustandsabhängige Forward Guidance wurde als ein Kernelement des Maßnahmenpakets betrachtet, welches die Absicht des EZB-Rats im Hinblick auf sein Hauptinstrument – die Leitzinsen – zum Ausdruck bringe. Die anderen Maßnahmen wie die vorgeschlagene Forward Guidance zum Nettoerwerb von Vermögenswerten und zur Wiederanlage von Tilgungsbeträgen seien an dieses geldpolitische Instrument gebunden. Die vorgeschlagene Forward Guidance wurde als wesentlich erachtet, um eine angemessene geldpolitische Akkommodation durch eine Verankerung der Inflationserwartungen am mittelfristigen Inflationsziel der EZB zu erreichen, den Zeitpunkt der erstmaligen Anhebung der Leitzinsen zustandsabhängig zu machen sowie die Erwartungen weit genug in der Zukunft zu verankern, wie es angesichts der gegenwärtigen Umstände geboten sei.

Es herrschte allgemein die Ansicht, dass die Forward Guidance vorsichtig formuliert werden müsse, um hinreichend stringent, aber nicht über Gebühr präzise oder komplex zu sein, damit sie glaubwürdig sei und

keine Unsicherheit im Hinblick auf die Erwartungen der Märkte und der Öffentlichkeit auslöse. Dementsprechend wurde es als logischer Schritt angesehen, auf der bisherigen Kommunikation zur nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung, d. h. bezüglich Konvergenz, Vertrauen und Widerstandsfähigkeit mit Blick auf die Erreichung des Inflationsziels des EZB-Rats (einer Inflationsrate von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht), aufzubauen und eine weitgehende Konsistenz damit aufrechtzuerhalten. Es spreche einiges dafür, die Symmetrie des Inflationsziels des EZB-Rats in qualitativer Hinsicht zu unterstreichen, ohne eine künftige Überprüfung der Strategie der EZB vorwegzunehmen.

Der Ansatz, für die Forward Guidance einen quantitativen Richtwert sowohl für die projizierte als auch für die tatsächliche Inflation zugrunde zu legen, um mehr Klarheit in Bezug auf das Inflationsziel zu schaffen, fand zunächst eine gewisse Zustimmung. Andererseits wurde infrage gestellt, ob angesichts der verhaltenen Inflationsentwicklung in den letzten Jahren die Wirksamkeit der Forward Guidance tatsächlich erhöht werden könne, indem mehr Klarheit mittels numerischer Angaben geschaffen werde. Die Forward Guidance des EZB-Rats mit den von Experten der EZB erstellten Projektionen zu verknüpfen, könne zu Zirkularität führen. Jedoch wurde auch angemerkt, dass Zentralbanken mit Inflationsziel ihre Politik in der Regel ohnehin auf ihre eigenen Projektionen stützten. Insgesamt wurde eine Bezugnahme auf eine deutliche Annäherung und eine weit gefasste qualitative Formulierung hinsichtlich der Inflationsaussichten als wünschenswerter erachtet.

Die Forward Guidance davon abhängig zu machen, dass sich die Annäherung der Inflation in der beobachteten Dynamik der zugrunde liegenden Inflation sowie in den Inflationsaussichten durchgängig widerspiegeln, werde dazu beitragen, klarzustellen, dass eine gewisse Dynamik erkennbar und in den Daten zur tatsächlichen Inflation nachvollziehbar sein müsse, ohne dass dies eine Abkehr von der zukunftsgerichteten und mittelfristigen Orientierung der geldpolitischen Strategie der EZB bedeute. Außerdem solle der Begriff der deutlichen Annäherung die Botschaft unterstreichen, dass das Inflationsziel des EZB-Rats keine Obergrenze für die Inflation darstelle, wodurch die Symmetrie des Inflationsziels bestätigt werde. In diesem Zusammenhang wurde angeführt, dass die vorgeschlagene Formulierung die Markterwartungen im Hinblick auf den Zeitpunkt der erstmaligen Anhebung der Leitzinsen zu weit in die Zukunft verschieben könnte. Insgesamt wurde die gewählte Formulierung zur zustandsabhängigen Forward Guidance als weiterhin mit der gegenwärtigen geldpolitischen Strategie der EZB im Einklang stehend erachtet, da sie weder das Ziel neu definiere noch eine zu einem späteren Zeitpunkt mögliche Überprüfung der Strategie vorwegnehme.

Eine klare Mehrheit der Ratsmitglieder stimmte dem von Herrn Lane unterbreiteten Vorschlag zu, die Nettoankäufe im Rahmen des APP in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € ab dem 1. November wieder aufzunehmen, sie so lange fortzusetzen, wie es für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung der Leitzinsen erforderlich sei und sie zu beenden, kurz bevor mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen begonnen werde. Das APP wurde als notwendige Komponente des Maßnahmenpakets angesehen, da Analysen von Experten der EZB ergeben hätten, dass es die Konjunktur- und Inflationsentwicklung effektiv stütze. Eine bloße Wiederanlage der Tilgungsbeträge sei nicht ausreichend, um eine Verringerung der Duration in der Bilanz der EZB zu verhindern, die zurzeit niedrigen Renditen zu stärken oder gar einen weiteren Rückgang der Laufzeitprämien herbeizuführen. Es wurden Bedenken geäußert, dass unzureichende geldpolitische Impulse – einschließlich jener, die über das APP gesetzt würden – zu einer Verschlechterung der aktuell günstigen Finanzierungsbedingungen führen könnten. Demgegenüber wäre eine Wiederaufnahme der

Nettokäufe ein starkes Signal der Entschlossenheit und Bereitschaft des EZB-Rats, in Anbetracht der zurzeit verhaltenen Inflationsaussichten und des potenziellen Risikos einer Entankerung der Inflationserwartungen zu handeln. Darüber hinaus wurde angeführt, dass der Spielraum für eine weitere Verringerung der Laufzeitprämien noch nicht unbedingt in vollem Umfang genutzt worden sei. Vor diesem Hintergrund wurde es als wichtig erachtet, entschlossen und präventiv zu handeln und ein umfangreiches Maßnahmenpaket zu beschließen, das auch die Wiederaufnahme des Nettoerwerbs von Vermögenswerten umfasse.

Mehrere Ratsmitglieder hielten die Gründe für neuerliche Anleihekäufe für nicht ausreichend. Sie vertraten entweder die Ansicht, dass diese angesichts des derzeitigen Rückgangs der Laufzeitprämien ein weniger wirksames Instrument darstellten, oder sahen sie als letztes Mittel an, das nur bei schwerwiegenden Entwicklungen zum Einsatz kommen sollte, was angesichts der derzeitigen Aussichten, bei denen ein Paket ohne Nettokäufe als angemessen in Betracht gezogen werden könnte, nicht gerechtfertigt sei. Die aktuellen Finanzierungsbedingungen seien bereits sehr günstig, insbesondere bei Anleihen mit sehr langen Laufzeiten, die negative Renditen aufwiesen. Ferner wurde angemerkt, dass die Wirksamkeit der Maßnahmen und nicht die Signalwirkung gegenüber den Märkten die Grundlage für die Beschlüsse des EZB-Rats bilden sollte. Es wurden gewisse Bedenken dahingehend geäußert, dass die Wirksamkeit des Portfolio-Rebalancing-Kanals nachlassen könnte und sich daraus möglicherweise unerwünschte Nebenwirkungen auf die Finanzintermediation – z. B. durch Banken sowie Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen – ergeben würden, die mit einer Abflachung am langen Ende der Zinsstrukturkurve sowie erhöhten Finanzstabilitätsrisiken zusammenhängen.

In einer Wortmeldung wurde darauf hingewiesen, dass die Ankündigung eines erneuten Nettoerwerbs von Vermögenswerten ohne zeitliche Befristung Marktteilnehmer dazu veranlassen könnte, eine Erhöhung des monatlichen Umfangs dieser Käufe zu fordern, zumindest im Falle des Fehlens überzeugender Belege für eine Verbesserung der Inflationsaussichten. Hierdurch würde der Pool an ankauffähigen Vermögenswerten aufgebraucht und die in Bezug auf das Programm festgelegten Grenzen infrage gestellt, die als wichtig angesehen würden, um die Trennlinie zwischen Geldpolitik und Finanzpolitik nicht zu verwischen. Die Auswirkungen etwaiger Änderungen dieser Grenzen auf die Funktionsfähigkeit der Märkte und die Knappheit der Anleihen müssten ebenfalls bedacht werden. Es wurde allerdings auch angeführt, dass das Ankaufvolumen mit 20 Mrd € pro Monat deutlich geringer sei als in früheren Phasen des Programms und die derzeit expansive Ausrichtung der Finanzpolitik es dem EZB-Rat ermögliche, die Ankäufe über einen längeren Zeitraum hinweg in diesem Umfang fortzusetzen. Daher könne die Diskussion über die Grenzen des Programms zurückgestellt werden, bis diese Frage dringlicher werde.

Eine sehr große Mehrheit der Ratsmitglieder stimmte der von Herrn Lane vorgeschlagenen Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität um 10 Basispunkte auf -0,50 % zu. Zusammen mit der verstärkten Forward Guidance würde dies über die gesamte Zinsstrukturkurve hinweg Wirkung entfalten, vor allem aber bei den kurzen und mittleren Laufzeiten, und den Effekt der Nettokäufe auf das lange Ende der Kurve ergänzen. Somit würde diese Maßnahme der hohen kurzfristigen Unsicherheit, die derzeit vorherrsche, entgegenwirken und zur Wahrung der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen beitragen. Einige Ratsmitglieder signalisierten ihre Bereitschaft, auf der gegenwärtigen Sitzung eine Herabsetzung dieses Zinssatzes um 20 Basispunkte in Betracht zu ziehen – vor allem im Rahmen eines Pakets, das keine Nettokäufe vorsehe –, andere wiederum

sahen sich außerstande, eine Zinssenkung um 10 Basispunkte zu unterstützen, da sie befürchteten, eine weitere Absenkung der Zinssätze könne zu größeren negativen Nebenwirkungen führen.

Eine Mehrheit der Sitzungsteilnehmer war mit dem Vorschlag einverstanden, im Rahmen des geldpolitischen Gesamtpakets ein zweistufiges System für die Verzinsung der Reserveguthaben einzuführen. Ein solches System, bei dem ein Betrag in Höhe des Sechsfachen des Mindestreserve-Solls eines Instituts, das diesen Anforderungen unterliegt, vom negativen Einlagesatz befreit wäre, würde dazu beitragen, den positiven Effekt der negativen Leitzinsen auf die Wirtschaft aufrechtzuerhalten, indem die direkten Kosten der Banken für das Halten von Überschussreserven verringert würden, was die bankbasierte Transmission der Geldpolitik des EZB-Rats unterstützen würde. Das zweistufige System würde sich förderlich auf die Möglichkeiten der Banken auswirken, ihren Kunden Kredite zu günstigen Bedingungen zu gewähren, und dazu beitragen, dass für die Banken weiterhin Anreize bestünden, die von der negativen Verzinsung ihrer Reserveguthaben ausgehenden Impulse weiterzugeben. Ferner würde dies die Forward Guidance des EZB-Rats untermauern, dass die Zinssätze auch unter das gegenwärtige Niveau sinken könnten.

Es wurde eine Reihe von Vorbehalten hinsichtlich der geldpolitischen Rechtfertigung eines zweistufigen Systems geäußert. Dabei wurde angeführt, dass die geldpolitischen Transmissionskanäle derzeit offenbar gut funktionierten. Darüber hinaus würden die Banken von den GLRG III, die ihnen sehr günstige Finanzierungsbedingungen ermöglichten, sowie von einem deutlichen Rückgang der Bankanleiherenditen profitieren. Es wurde angemerkt, dass sich Herausforderungen in Bezug auf Verteilungsfragen und in der Kommunikation ergeben könnten, wenn nur den Banken eine Teilentlastung für die Kosten der Negativzinsen geboten würde. Bei einer nicht angemessenen Kalibrierung könne ein zweistufiges System zudem Nebenwirkungen haben und Aufwärtsdruck auf die Marktzinsen ausüben. Es wurde jedoch auch argumentiert, dass in anderen Ländern, die Negativzinsen einsetzten, bereits vor geraumer Zeit Ausnahmeregelungen eingeführt worden seien. Im Hinblick auf die Gestaltung des zweistufigen Systems wurde der Vorschlag, dass ein Freibetrag in Höhe des Sechsfachen des Mindestreserve-Solls zur Anwendung kommen solle, grundsätzlich begrüßt, wenngleich auch Argumente für einen geringeren bzw. höheren Multiplikator vorgebracht wurden. In diesem Zusammenhang wurde angeführt, dass eine direktere Kopplung des Freibetrags an die Mindestreserveanforderungen durch eine höhere Verzinsung dieses Reserveguthabens besser für fragilere Transmissionskanäle geeignet wäre, den potenziell auf den Marktzinsen lastenden Aufwärtsdruck stärker dämpfen würde und weniger Wechselwirkungen mit den GLRG III zur Folge hätte. Eine Abweichung von den etablierten Systemen anderer Zentralbanken sei jedoch schwerer zu vermitteln, zumal eine solche Verzinsung der Mindestreserven praktisch der Einführung eines weiteren Leitzinses gleichkäme.

Zusammenfassend stellte der Präsident fest, dass alle Ratsmitglieder angesichts der Tatsache, dass die Inflation kontinuierlich hinter dem Ziel des EZB-Rats zurückbleibe, einvernehmlich Handlungsbedarf sähen. Zudem habe eine klare Mehrheit der Sitzungsteilnehmer die vorgeschlagenen Maßnahmen, die sich gegenseitig ergänzten und verstärkten, als ein wirkungsvolles Paket begrüßt, um substantielle geldpolitische Impulse zu setzen, sehr günstige Finanzierungsbedingungen sicherzustellen sowie das Wirtschaftswachstum im Euroraum, den kontinuierlichen Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und die nachhaltige Annäherung der Teuerungsrate an das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats zu unterstützen. Dementsprechend bekräftigte der EZB-Rat erneut die Notwendigkeit eines äußerst akkommodierenden

geldpolitischen Kurses für einen längeren Zeitraum. Er sei nach wie vor bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate – im Einklang mit der Verpflichtung des EZB-Rats auf Symmetrie – auf nachhaltige Weise seinem Inflationsziel annähere.

Schließlich stimmten alle Ratsmitglieder darin überein, dass angesichts der sich eintrübenden Konjunkturaussichten und der nach wie vor ausgeprägten Abwärtsrisiken Regierungen, die über fiskalischen Spielraum verfügten, zeitnah wirksame Maßnahmen ergreifen sollten. Mit Blick auf die erheblichen Risiken im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, die zunehmende Gefahr von Protektionismus und Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften wären politische Maßnahmen außerhalb des geldpolitischen Bereichs wirksamer; sie seien auch besser geeignet, um länderspezifische Schocks zu bekämpfen. Vor diesem Hintergrund solle der EZB-Rat bei seiner Kommunikation mit Bedacht vorgehen, um keine unrealistischen Erwartungen dahingehend aufkommen zu lassen, welchen unvorhergesehenen Entwicklungen die Geldpolitik entgegenwirken könne.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen fasste der EZB-Rat auf Vorschlag des Präsidenten die folgenden geldpolitischen Beschlüsse:

- 1) Der Zinssatz für die Einlagefazilität werde um 10 Basispunkte auf -0,50 % gesenkt. Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität würden unverändert bei 0,00 % bzw. 0,25 % belassen. Der EZB-Rat gehe nunmehr davon aus, dass die EZB-Leitzinsen so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben würden, bis er feststelle, dass sich die Inflationsaussichten innerhalb des Projektionszeitraums deutlich einem Niveau annäherten, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liege, und dass sich diese Annäherung in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durchgängig widerspiegele.
- 2) Die Nettoankäufe im Rahmen des APP des EZB-Rats würden in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € ab dem 1. November wieder aufgenommen. Der EZB-Rat gehe davon aus, dass die Nettoankäufe so lange fortgesetzt würden, wie es für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung seiner Leitzinsen erforderlich sei, und dass sie beendet würden, kurz bevor er mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen beginne.
- 3) Die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere würden für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem der EZB-Rat mit der Erhöhung der Leitzinsen beginne, und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder angelegt, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.
- 4) Die Modalitäten der neuen Serie vierteljährlicher gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) würden geändert, um die günstigen Kreditvergabebedingungen der Banken aufrechtzuerhalten, die reibungslose Transmission der Geldpolitik zu gewährleisten und den akkommodierenden geldpolitischen Kurs weiter zu unterstützen. Der Zinssatz für die einzelnen Geschäfte werde nun auf das Niveau des durchschnittlichen Zinssatzes für die

Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems während der Laufzeit des jeweiligen GLRG festgesetzt. Für Banken, deren anrechenbare Nettokreditvergabe eine Referenzgröße überschreite, werde der Zinssatz für die GLRG III niedriger sein, wobei der während der Laufzeit des Geschäfts geltende durchschnittliche Zinssatz für die Einlagefazilität die Untergrenze darstelle. Die Laufzeit der Geschäfte werde von zwei auf drei Jahre verlängert.

- 5) Um die bankbasierte Transmission der Geldpolitik zu unterstützen, werde ein zweistufiges System für die Verzinsung der Reserveguthaben eingeführt, bei dem ein Teil der Überschussliquidität der Banken vom negativen Einlagesatz befreit werde.

Separate Pressemitteilungen mit Einzelheiten zu den vom EZB-Rat ergriffenen Maßnahmen würden nach der Pressekonferenz veröffentlicht.

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

[12. September 2019 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilungen

[12. September 2019 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

[12. September 2019 – Einzelheiten zum Ankauf von Vermögenswerten mit einer Rendite unterhalb des Zinssatzes für die Einlagefazilität](#)

[12. September 2019 – Änderungen bei den GLRG III](#)

[12. September 2019 – Zweistufiges System für die Verzinsung von gehaltener Überschussliquidität](#)

Sitzung des EZB-Rats, 11.-12. September 2019

Mitglieder

Herr Draghi, Präsident

Herr de Guindos, Vizepräsident

Herr Cœuré

Herr Costa

Herr Hernández de Cos

Herr Herodotou

Herr Holzmann

Herr Kažimír

Herr Knot

Herr Lane

Frau Lautenschläger

Herr Makhlouf*

Herr Mersch

Herr Müller*

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 September 2019 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

Sonstige Teilnehmer

Herr Smets, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Volkswirtschaft

Herr Stone, Stellvertretender Sekretär, GD Sekretariat

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

Begleitpersonen

Herr Alves
Herr Arce
Herr Aucremanne
Herr Bradeško
Frau Buch
Herr Demarco
Frau Donnery
Herr Gaiotti
Herr Garnier
Herr Haber
Herr Kaasik
Herr Kazāks
Herr Kuodis
Herr Kyriacou
Herr Lünnemann
Herr Odór
Herr Pattipeilohy
Herr Tavlas
Herr Välimäki

Sonstige Mitarbeiter der EZB

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

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