

21. November 2019

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

am Mittwoch und Donnerstag, 23.-24. Oktober 2019

in Frankfurt am Main

.....
Christine Lagarde
Präsidentin der Europäischen Zentralbank

Übersetzung: Deutsche Bundesbank

In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

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

Finanzmarktentwicklungen

Herr Cœuré gab folgenden Überblick über die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten:

Seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 11.-12. September 2019 hätten die Aussicht auf einen Durchbruch bei den Handelsgesprächen zwischen den Vereinigten Staaten und China sowie die nachlassende Angst vor einem ungeordneten Brexit zu einer besseren Stimmung an den internationalen Märkten beigetragen.

Im Euro-Währungsgebiet habe sich die Overnight-Index-Swap-(OIS)-Terminkurve sowohl am kurzen als auch am langen Ende nach oben verlagert und sei überdies im Vergleich zu September 2019 für 2021 deutlich steiler geworden. In den Vereinigten Staaten sei der von der schwindenden Unsicherheit bezüglich Brexit und Handelsstreit ausgehende Effekt zum Teil dadurch ausgeglichen worden, dass sich die kurzfristigen geldpolitischen Erwartungen aufgrund schwächerer Wirtschaftsdaten geändert hätten. So habe die marktbasierende Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung auf der Sitzung des Federal Reserve System am 29.-30. Oktober 2019 im Laufe des Monats Oktober spürbar zugenommen. Insgesamt befänden sich die Anleiherenditen jedoch auf beiden Seiten des Atlantiks – verglichen mit den im früheren Jahresverlauf verzeichneten Werten – nach wie vor auf einem sehr niedrigen Niveau.

Was die Geldmärkte anbelange, so seien drei Entwicklungen zu nennen. Erstens habe die EZB am 2. Oktober dieses Jahres erfolgreich mit der täglichen Veröffentlichung des neuen Tagesgeld-Referenzzinssatzes (Euro Short-Term Rate – €STR) begonnen, der auf umfangreichen granularen Daten zu Geldmarktgeschäften basiere. Die zweite Entwicklung stehe mit dem Beschluss des EZB-Rats vom 11.-12. September 2019 im Zusammenhang, ein zweistufiges System für die Verzinsung der Überschussreserven einzuführen. Es habe erste Anhaltspunkte für ein höheres Handelsvolumen am Euro-Geldmarkt gegeben, was darauf zurückzuführen sei, dass sich die Banken bereits auf den Start des zweistufigen Systems in der nächsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode vorbereiteteten. Die dritte Entwicklung betreffe die jüngste Volatilität der kurzfristigen Geldmarktzinsen in den Vereinigten Staaten. Das Federal Reserve System habe Repogeschäfte durchgeführt, um den Refinanzierungsgapss in diesem Marktsegment entgegenzuwirken. Zudem habe die amerikanische Notenbank wieder begonnen, US-Schatzwechsel im monatlichen Umfang von rund 60 Mrd US-Dollar zu erwerben, wobei die Anleihekäufe zunächst bis zum zweiten Quartal 2020 fortgeführt werden sollten. Diese liquiditätszuführenden Maßnahmen hätten nachweislich zu einer Entspannung am US-Repomarkt beigetragen.

Mit Blick auf die Aktienmärkte sei der Euro STOXX 50 seit Mitte September 2019 um etwa 2 % und gegenüber den Tiefständen von Mitte August um über 10 % gestiegen. Anders als im Frühjahr und Sommer 2019 habe der Rückgang der Aktienrisikoprämien, der vor dem Hintergrund einer nachlassenden Unsicherheit im Hinblick auf den Brexit und den Handelsstreit zu sehen sei, den Aktienkursen Auftrieb

verliehen. Bankaktien hätten sich in den vergangenen Wochen kräftig erholt und besser entwickelt als der breitere Markt.

Am Devisenmarkt habe der Euro gegenüber dem US-Dollar an Wert eingebüßt und sei nach der September-Sitzung auf den tiefsten Stand seit über zwei Jahren gesunken. Aufgrund aktueller Nachrichten zum Brexit und der daraus resultierenden Umkehr der Risikoprämien habe die Gemeinschaftswährung jedoch anschließend wieder aufgewertet. Das Pfund Sterling habe indessen mit einem Anstieg von 3,4 % seit der letzten EZB-Ratssitzung gegenüber dem Euro deutlich an Wert gewonnen, wobei sich das Handelsvolumen und die aus Optionen abgeleitete Volatilität merklich erhöht hätten.

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 seien die weltwirtschaftliche Dynamik und das Handelswachstum nach wie vor schwach. Für das dritte Quartal 2019 gebe es erste Anzeichen einer gewissen Stabilisierung des globalen Wachstums, die sowohl im verarbeitenden Gewerbe weltweit als auch in einigen Schwellenländern zu beobachten seien. Mit Blick auf das Gesamtquartal liege der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euro-Währungsgebiet) bei 51,4 Punkten und sei damit gegenüber seinem Durchschnitt vom zweiten Jahresviertel weitgehend unverändert geblieben. Der Welthandel habe im zweiten Vierteljahr 2019 – unter Herausrechnung der Auswirkungen spezifischer Faktoren im Zusammenhang mit dem Vereinigten Königreich – wieder angezogen. Insgesamt bleibe der internationale Handel jedoch verhalten, da er von den starken Handelsspannungen und der schwachen Nachfrage in Asien gebremst werde. Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im September seien die Ölpreise um nahezu 7 % zurückgegangen; zugleich habe der Euro gegenüber dem US-Dollar aufgewertet, in nominaler effektiver Rechnung aber geringfügig an Wert verloren.

In Bezug auf den Euroraum habe die dritte Datenveröffentlichung von Eurostat bestätigt, dass das reale BIP im zweiten Quartal 2019 um 0,2 % gewachsen sei. Was die Entwicklung im dritten Vierteljahr betreffe, so ließen Konjunkturindikatoren auf eine weitere Abschwächung des Produktionswachstums schließen. Laut der Schnellschätzung habe sich der zusammengesetzte EMI für die Produktion im Oktober auf 50,2 Punkte belaufen, womit er leicht über dem Vormonatsniveau (50,1 Zähler), jedoch unter dem Stand von August (51,9 Punkte) gelegen habe. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung habe im dritten Quartal ebenfalls nachgegeben.

Eine Betrachtung der Komponenten der Binnennachfrage zeige, dass der private Verbrauch weiterhin durch das höhere Arbeitseinkommen gestützt worden sei. Aus der Aufgliederung des Wachstums des real verfügbaren Einkommens lasse sich ablesen, dass das Arbeitseinkommen hierbei noch immer die wichtigste Triebfeder sei. Zudem werde das real verfügbare Einkommen durch die rückläufigen Ölnotierungen im ersten Halbjahr 2019 begünstigt. Die Kurzfristindikatoren deuteten auch auf eine robuste private Konsumnachfrage

im dritten Quartal dieses Jahres hin. Der Anstieg der Unternehmensinvestitionen habe sich seit Anfang 2019 verlangsamt. Die jüngsten sektorspezifischen Indikatoren legten auf kurze Sicht eine Fortsetzung der gedämpften Investitionstätigkeit der Unternehmen nahe. Die Investitionsgüterproduktion sei im Juli unter dem Durchschnitt des zweiten Quartals geblieben. Die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe sei seit dem ersten Vierteljahr 2018 kontinuierlich zurückgegangen; derzeit liege sie in der Nähe ihres historischen Durchschnittswerts.

Was den Arbeitsmarkt anbelange, so zeigten sektorale Indikatoren eine vom verarbeitenden Gewerbe ausgehende Abschwächung an. Den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das zweite Quartal zufolge habe sich der vierteljährliche Beschäftigungszuwachs im verarbeitenden Gewerbe von 0,4 % im ersten auf 0,2 % im zweiten Jahresviertel verringert. Das Beschäftigungswachstum bei den marktbestimmten Dienstleistungen sei mit 0,3 % hingegen im Wesentlichen unverändert geblieben. Die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarkts angesichts der Wachstumsverlangsamung spiegele sich auch im geringen Zuwachs der Arbeitsproduktivität auf Stundenbasis wider, der im zweiten Quartal in vierteljährlicher Betrachtung 0 % betragen habe. Bei den marktbestimmten Dienstleistungen habe das Wachstum der Stundenproduktivität jedoch nach wie vor im positiven Bereich gelegen, während im verarbeitenden Gewerbe seit dem ersten Quartal 2018 ein anhaltender Rückgang verbucht worden sei.

Die Warenausfuhren des Eurogebiets seien im zweiten Jahresviertel geschrumpft, da sich die Entwicklung des Lageraufbaus im Vereinigten Königreich, durch die die Warenexporte des Euroraums im Vorquartal noch beflügelt worden seien, umgekehrt habe.

Was die Preisentwicklung betreffe, so sei die jährliche am HVPI gemessene Gesamtteuerungsrate laut Eurostat von 1,0 % im August auf 0,8 % im September gefallen und damit deutlich hinter dem Inflationsziel des EZB-Rats zurückgeblieben. Dieser Rückgang sei einem geringeren Preisauftrieb bei Energie und Nahrungsmitteln zuzuschreiben, der den leichten Anstieg der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel von 0,9 % im August auf 1,0 % im September mehr als wettgemacht habe.

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation hätten sich weiterhin insgesamt verhalten entwickelt und ihre Seitwärtsbewegung fortgesetzt. Nach wie vor sei auf breiter Front eine niedrige Teuerung zu beobachten gewesen. Der Anteil der Komponenten im HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel mit geringen Inflationsraten sei noch immer erhöht. Zugleich sei der Anteil der Bestandteile mit negativen Teuerungsraten einem Abwärtstrend – ausgehend vom Niveau der Jahre 2014-2015 – gefolgt und habe im September nur sehr knapp über dem langfristigen Durchschnitt gelegen.

Die Löhne hätten ihr robustes Wachstumstempo beibehalten; so sei für das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im zweiten Quartal 2019 ein Anstieg um 2,2 %, also leicht über dem langfristigen Durchschnittswert von 2,1 %, verzeichnet worden. Die Gewinnmargen hätten den höheren Lohndruck bislang weitgehend abgefedert.

Dem von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) für das vierte Quartal 2019 zufolge lägen die Erwartungen zur HVPI-Inflation für 2019, 2020 und 2021 bei 1,2 %, 1,2 % bzw. 1,4 %, was eine Abwärtskorrektur um jeweils etwa 0,1 Prozentpunkte darstelle. Auch die Erwartungen zur Teuerung ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabakwaren seien für diese Jahre jeweils um rund 0,1 Prozentpunkte

nach unten revidiert worden. Die marktbasieren Indikatoren der mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet bewegten sich nach wie vor auf niedrigem Niveau: Die Messgröße der fünfjährigen Terminzinsen in fünf Jahren liege leicht über 1,2 % und sei damit gegenüber dem Stand zum Zeitpunkt der geldpolitischen Sitzung vom September nahezu unverändert.

In Bezug auf die Finanzierungsbedingungen im Euroraum wurde angemerkt, dass die risikofreien Anleihezinssätze über alle Laufzeiten hinweg seit der Sitzung im September gestiegen seien. Die Terminzinskurve des EONIA habe sich insgesamt nach oben verschoben und eine weitere Zinssenkung um 10 Basispunkte werde nicht länger eingepreist. Die Aktienkurse sowohl nichtfinanzieller als auch finanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet hätten generell seit der September-Sitzung – allerdings unter ziemlichen Schwankungen – geringfügig zugelegt. Das alles in allem leichte Plus an den Aktienmärkten gehe in erster Linie auf rückläufige Aktienrisikoprämien zurück, die den von geringeren längerfristigen Gewinnerwartungen und höheren Diskontsätzen ausgehenden Abwärtsdruck kompensierten. Die Finanzierungsbedingungen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum seien gegenüber der EZB-Ratssitzung vom September weitgehend unverändert und nach wie vor sehr günstig.

Was die Geldmengen- und Kreditentwicklung anbelange, so habe sich die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 von 5,1 % im Juli auf 5,7 % im August erhöht. Die Zuwachsrate von M3 sei weiterhin nahezu vollständig auf das jährliche M1-Wachstum zurückzuführen, das ebenfalls gestiegen sei. Bei den Gegenposten habe sich nach wie vor die Kreditvergabe an den privaten Sektor als wichtigster Wachstumsmotor der weit gefassten Geldmenge erwiesen, während der Beitrag der Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums zum jährlichen M3-Zuwachs im Großen und Ganzen konstant geblieben sei.

Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Oktober 2019 habe sich die Nachfrage nach Unternehmenskrediten im dritten Quartal 2019 per saldo weitgehend stabil gezeigt, obschon die Banken bei der vorangegangenen Umfrage einen leichten Anstieg erwartet hätten. Aufgrund des schwachen Wirtschaftswachstums sei der positive Beitrag der Anlageinvestitionen im dritten Vierteljahr geringer ausgefallen. Die Kreditrichtlinien für Ausleihungen an Unternehmen im Euroraum hätten sich nach einer Verschärfung im zweiten Quartal im darauffolgenden Jahresviertel etwas gelockert. Wie in den Vorquartalen sei hierfür die Wettbewerbssituation der ausschlaggebende Faktor gewesen.

Der fiskalische Kurs im Eurogebiet werde den Erwartungen zufolge von 2019 bis 2021 leicht expansiv ausfallen, was die Nachfragebedingungen in gewissem Umfang stützen werde. Eine weitere Lockerung ergebe sich aus den Haushaltsplanungen für 2020, die eine Veränderung des strukturellen Primärsaldos des Euroraums um 0,4 Prozentpunkte des BIP vorsähen.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend stellte Herr Lane fest, dass die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen, die in den vergangenen Monaten in Erwartung einer deutlichen geldpolitischen Lockerung erfolgt sei, zu einem großen Teil auf das im September beschlossene Paket geldpolitischer Maßnahmen zurückgehe. Die

Kreditvergabebedingungen der Banken für Unternehmen und private Haushalte seien weiterhin günstig, und leichtere Finanzierungsbedingungen am Markt würden nach wie vor weitergegeben.

Die neu verfügbaren Daten bestätigten die bisherige Einschätzung des EZB-Rats, dass die Konjunkturschwäche im Euroraum länger anhalte. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe habe den niedrigsten Stand seit Dezember 2012 erreicht, und auch der Index für den Dienstleistungssektor sei schlechter ausgefallen. Insgesamt hätten sich die privaten Konsumausgaben vor dem Hintergrund von steigenden Löhnen und Beschäftigungszuwächsen, die jedoch Anzeichen einer Abschwächung aufwiesen, nach wie vor robust entwickelt.

Aufgrund von geopolitischen Faktoren, zunehmendem Protektionismus und fortbestehenden Anfälligkeiten in den Schwellenländern seien die Risiken für die Wachstumsaussichten weiterhin abwärtsgerichtet.

Die HVPI-Inflation sowie die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich trotz steigender Löhne noch immer verhalten. Sowohl die markt- als auch die umfragebasierten Maße der Inflationserwartungen hätten auf historischen Tiefständen stagniert.

Mit Blick auf die Zukunft müsse der EZB-Rat die Transmission seiner geldpolitischen Maßnahmen und eingehende Konjunkturdaten beobachten. Die Forward Guidance im Hinblick auf die Zinssätze wirke jedenfalls als automatischer Stabilisator, da sich die geldpolitischen Erwartungen und somit das gesamte Spektrum der Finanzierungsbedingungen an die Veränderungen der Inflationssaussichten anpassten.

Auf der Grundlage dieser Einschätzung schlug Herr Lane vor, den geldpolitischen Kurs auf der aktuellen Sitzung beizubehalten.

Es wurde angeregt, dass der EZB-Rat in seiner Kommunikation erstens betone, dass die auf der Sitzung im September beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen substanzielle geldpolitische Impulse lieferten, die zu einer weiteren Verbesserung der Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte beitragen würden. Dies werde das Wachstum im Euroraum, den kontinuierlichen Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und damit die nachhaltige Annäherung der Teuerungsrate an das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats unterstützen. Zweitens sei hervorzuheben, dass die Forward Guidance des EZB-Rats sicherstellen werde, dass sich die Finanzierungsbedingungen im Einklang mit Änderungen der Inflationssaussichten entwickelten. In jedem Fall sei der EZB-Rat 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. Drittens solle daran erinnert werden, dass die Auswirkungen der geldpolitischen Interventionen auf die Inflation und die Wirtschaft umso eher erkennbar seien, je stärker die Finanzpolitik unter sonst gleichen Bedingungen zur Steigerung des langfristigen Potenzialwachstums und zur konjunkturellen Stabilisierung beitrage.

2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Wirtschaftliche und monetäre Analyse

Mit Blick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Mitglieder des EZB-Rats allgemein die von Herrn Lane in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der Aussichten für die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet. Die seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im September neu verfügbar gewordenen Daten bestätigten weitgehend die bisherige Einschätzung, dass die Schwäche der Wachstumsdynamik im Euroraum länger anhalte, ausgeprägte Abwärtsrisiken andauerten und der Inflationsdruck verhalten bleibe. Zugleich werde die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft des Eurogebiets nach wie vor durch das fortdauernde Beschäftigungswachstum und steigende Löhne gestützt.

In Bezug auf die Aussichten und Risiken für das außenwirtschaftliche Umfeld wurde angemerkt, dass die weltwirtschaftliche Dynamik und das Handelswachstum weiterhin gedämpft seien und der Welthandel schwächer ausfallen könne als in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019 vorhergesagt. Bei der Erörterung der Ursachen dieser Schwäche kam die Frage auf, inwieweit der Abschwung im Technologiezyklus einen separaten Faktor darstelle, der unabhängig von der durch die Handelsspannungen verursachten Schwäche zu betrachten sei.

Insgesamt bestünden nach Einschätzung der Ratsmitglieder weiterhin Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft und den globalen Handel. Diese beträfen länger anhaltende Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, einen zunehmenden Protektionismus und Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Dabei wurde insbesondere auf die fortbestehenden Unsicherheiten im Hinblick auf den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU verwiesen. Auf globaler Ebene hätten sich die Handelsspannungen seit der geldpolitischen Sitzung im September zwar möglicherweise insgesamt etwas entschärft, doch es wurden Zweifel an einer baldigen Lösung geäußert.

Mit Blick auf die Konjunktur im Eurogebiet waren sich die Ratsmitglieder grundsätzlich einig, dass die neu verfügbaren Informationen die auf der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im September getroffene Einschätzung bekräftigten, dass mit einer länger anhaltenden Schwäche zu rechnen sei. Es habe sich bestätigt, dass das reale BIP im zweiten Quartal 2019 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen sei (nach 0,4 % im ersten Jahresviertel). Für die zweite Jahreshälfte deuteten die neu verfügbaren Konjunkturdaten und Umfrageergebnisse nach wie vor auf ein moderates, aber positives Wachstum hin. Die Wachstumsverlangsamung spiegele in erster Linie die fortdauernde Schwäche im internationalen Handel in einem Umfeld persistenter globaler Unsicherheiten wider, die weiterhin das verarbeitende Gewerbe im Eurogebiet belasteten und das Investitionswachstum dämpften.

Bei der Erörterung der anhaltenden Konjunkturschwäche und der andauernden Abwärtsrisiken für die Wirtschaftsentwicklung wurde dargelegt, dass sich einige Schlüsselindikatoren, darunter die Industrieproduktion und der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe, weiter verschlechtert hätten. Es wurde festgestellt, dass sich der EMI nicht nur auf dem niedrigsten Stand seit 2012 befinde, sondern inzwischen auch den längsten Rückgang seit der durch die Finanzkrise ausgelösten Rezession aufweise. Den

aktuellen Daten sei zu entnehmen, dass sich die Schwäche fortsetzen dürfte, sodass sich die Frage stelle, ob sie länger anhalten werde als in den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2019 vorhergesagt. Bislang gebe es keine Anzeichen für die in den Projektionen angenommene Wachstumsbeschleunigung. In diesem Zusammenhang wurde auch angemerkt, dass seit der Sitzung vom September kaum neue harte Daten verfügbar geworden seien und dass für eine Neubewertung des konjunkturellen Ausblicks weitere Informationen erforderlich seien.

Es wurde daran erinnert, dass die wirtschaftliche Aktivität im Euroraum nach wie vor von einer Reihe von Faktoren getragen werde. Der Dienstleistungssektor und das Baugewerbe zeigten sich trotz einer leichten Abschwächung weiterhin widerstandsfähig. Die Finanzierungsbedingungen seien günstig, am Arbeitsmarkt lasse sich ein erneuter Beschäftigungszuwachs in Verbindung mit steigenden Löhnen feststellen, der fiskalische Kurs auf Euroraumebene falle leicht expansiv aus, und die Weltwirtschaft wachse weiter, wenngleich in etwas langsameren Tempo. Es wurden jedoch Bedenken geäußert, dass die jüngste Verschlechterung der Umfrageergebnisse im Dienstleistungssektor auf Übertragungseffekte der anhaltend negativen Entwicklung in der Exportwirtschaft und im verarbeitenden Gewerbe zurückzuführen sein könne. Es seien erste Anzeichen einer gewissen Ansteckungswirkung des verarbeitenden Gewerbes auf den Dienstleistungssektor erkennbar, wenngleich zum aktuellen Zeitpunkt noch nicht von allgemeineren Spillover-Effekten gesprochen werden könne.

Zugleich gebe die Widerstandsfähigkeit der binnenwirtschaftlich ausgerichteten Sektoren und des Konsums Anlass zu einer gewissen Zuversicht, wobei das Verbrauchervertrauen ebenfalls robust sei. Bislang habe sich der wirtschaftliche Abschwung – selbst in den Ländern, wo er am stärksten zu spüren gewesen sei – nur in begrenztem Umfang auf die Arbeitsmärkte ausgewirkt. Es wurde jedoch auf Anzeichen verwiesen, wonach es im Falle einer anhaltenden Konjunkturschwäche zu einer Verschlechterung am Arbeitsmarkt kommen könnte, sowie auf die jüngsten Umfragedaten, die auf leicht eingetrübte Aussichten für die Beschäftigung hindeuteten.

In Anbetracht der länger andauernden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der zunehmenden Gefahr von Protektionismus und Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften überwögen nach allgemeiner Einschätzung der Ratsmitglieder insgesamt weiterhin die Abwärtsrisiken in Bezug auf die Wachstumsaussichten des Eurogebiets.

Im Hinblick auf die Aussichten für die Finanzpolitik stellten die Sitzungsteilnehmer fest, dass der leicht expansive fiskalische Kurs im Euroraum die Konjunktur in gewissem Umfang stütze. Angesichts der trüberen Konjunkturaussichten und der nach wie vor ausgeprägten Abwärtsrisiken wurde jedoch abermals betont, dass Regierungen, die über fiskalischen Spielraum verfügten, zeitnah wirksame Maßnahmen ergreifen sollten. In hoch verschuldeten Ländern sei es notwendig, dass die Regierungen eine umsichtige Politik verfolgten und die Zielvorgaben für den strukturellen Finanzierungssaldo erfüllten, damit ein Umfeld entstehe, in dem die automatischen Stabilisatoren frei wirken könnten. Indes seien alle Länder gefordert, ihre Anstrengungen im Hinblick auf eine wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der öffentlichen Finanzen zu verstärken. Es wurde hervorgehoben, dass die Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts in einigen Ländern eine Verbesserung des strukturellen Finanzierungssaldos und eine restriktivere Finanzpolitik erfordere, wodurch

die expansive Ausrichtung jener Länder, die über fiskalischen Spielräumen verfügten, möglicherweise ausgeglichen würde.

Die Ratsmitglieder stimmten der von Herrn Lane eingangs dargelegten Einschätzung der Preisentwicklung im Allgemeinen zu. Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Eurogebiet sei aufgrund eines geringeren Preisauftriebs bei Nahrungsmitteln und Energie von 1,0 % im August 2019 auf 0,8 % im September 2019 gesunken. Die Entwicklung der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation sei weiterhin insgesamt verhalten, und die Indikatoren der Inflationserwartungen lägen auf niedrigem Niveau. Obwohl sich der Arbeitskostendruck vor dem Hintergrund einer angespannteren Lage an den Arbeitsmärkten verstärkt habe, verzögere die schwächere Wachstumsdynamik das Durchwirken auf die Inflation. Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung und dem robusten Lohnwachstum dürfte sich die Teuerung auf mittlere Sicht erhöhen.

Es wurde betont, dass die Gesamtinflation gegenwärtig durch den geringen Preisauftrieb bei Energie gedämpft werde. Die jüngsten Daten zur Teuerung hätten die in den Projektionen vom September 2019 enthaltenen Erwartungen bestätigt, und das Ausbleiben größerer Prognosefehler hinsichtlich der Kerninflation in den letzten Monaten stütze die Projektion einer aufwärtsgerichteten Dynamik der zugrunde liegenden Inflation. Ein Faktor, der die Kerninflation gedämpft habe, nun aber eine nachlassende Wirkung zu zeigen beginne, sei ein statistischer Abwärtseffekt auf die Vorjahresrate der Preise für Pauschalreisen infolge einer Gewichtsänderung der Konsumausgaben in der größten Volkswirtschaft des Euro-Währungsgebiets. Mit Blick auf die künftige Entwicklung wurde angeführt, dass sich ein Anstieg der zugrunde liegenden Inflation aufgrund der derzeit schwächeren gesamtwirtschaftlichen Aussichten womöglich nicht ohne Weiteres einstellen werde.

Die Ratsmitglieder stimmten der Einschätzung eines weiterhin soliden Lohnwachstums zu und unterstrichen dessen tragende Rolle bei der erwarteten Aufwärtsanpassung der Inflation. In diesem Zusammenhang wurde angemerkt, dass die jüngste SPF-Umfrage auf eine rückläufige Tendenz des Lohnwachstums schließen lasse. Zugleich wurde angedeutet, dass ungeachtet einer etwaigen leichten Verlangsamung des Lohnzuwachses die erwartete Inflationsanpassung derzeit eher von dem – bislang verzögerten – Durchwirken der Lohnsteigerungen auf die Preise sowie einer Erholung der Gewinnaufschläge abhängen. Es wurde darauf hingewiesen, dass die Gewinnmargen in den Vorjahren trotz eines positiven Wirtschaftsausblicks nicht gestiegen seien, was Zweifel wecke, ob sie nun vor dem Hintergrund eingetrübter Konjunkturaussichten steigen würden.

In Bezug auf die längerfristigen Inflationserwartungen stellten die Anwesenden fest, dass die umfragebasierten Maße erneut gesunken seien. Besorgnis wurde vor allem hinsichtlich der fortlaufenden Abwärtskorrekturen der längerfristigen Inflationserwartungen in der SPF-Erhebung der EZB geäußert. Umfrage- und marktbasierende Indikatoren ergäben nach der Bereinigung um Schätzungen zu Liquiditäts- und Risikoprämien ein vergleichbares Bild niedrigerer langfristiger Inflationserwartungen.

Mit Blick auf die monetäre Analyse stimmten die Sitzungsteilnehmer weitgehend mit der eingangs von Herrn Lane dargelegten Einschätzung überein. Insgesamt gingen von der Geldmengen- und Kreditentwicklung weiterhin positive Signale aus, denn das Wachstum des weit gefassten

Geldmengenaggregats M3 und die Kreditvergabe an den privaten Sektor lägen auf dem höchsten Stand seit 2009. Das anhaltende Wachstum der weit abgegrenzten Geldmenge sei auf die fortdauernde Bankkreditvergabe an den privaten Sektor und die geringen Opportunitätskosten des Haltens von M3-Komponenten zurückzuführen.

Die Buchkreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte sei weiterhin kräftig gestiegen, was der anhaltenden Transmission des akkommodierenden geldpolitischen Kurses auf die Kreditzinsen der Banken – die nach wie vor auf historischen Tiefständen lägen – zuzuschreiben sei. Günstige Kreditvergabebedingungen der Banken würden auch von der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum für das dritte Quartal 2019 angezeigt. Allerdings wurde angemerkt, dass die Auswirkungen auf die Finanzstabilität genau beobachtet werden müssten, da rückläufige Bankkreditzinsen die Margen der Institute auf ein Niveau unterhalb einer angemessenen Risikoabdeckung sinken lassen könnten. Des Weiteren wurde auf die Notwendigkeit hingewiesen, den Nichtbanken im Finanzsektor größere Aufmerksamkeit zu schenken, da die lockereren marktbasierenden Finanzierungsbedingungen und die Renditesuche gleichfalls Risiken darstellten.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs fand die von Herrn Lane in seiner Einleitung vorgetragene Einschätzung breite Zustimmung. Das auf der geldpolitischen Sitzung im September vom EZB-Rat beschlossene Maßnahmenpaket habe großteils die äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen aufrechterhalten, die vor dieser Sitzung vorgeherrscht hätten, was zum Teil durch die Erwartung einer weiteren geldpolitischen Lockerung bedingt gewesen sei. Dies zeige, dass die „Reaktionsfunktion“ des EZB-Rats von den Märkten richtig verstanden worden sei. Obwohl es seit der geldpolitischen Sitzung vom September am vorderen Ende der Zinsstrukturkurve zu einer gewissen Aufwärtsbewegung gekommen sei, hätten sich die Finanzierungsbedingungen in der etwas längerfristigen Betrachtung seit der Sintra-Konferenz im Juni deutlich verbessert.

Es wurde betont, dass die seit der September-Sitzung neu verfügbar gewordenen Daten die ausgeprägte konjunkturelle Abschwächung im Euroraum und eine kontinuierlich hinter dem Inflationsziel zurückbleibende Teuerung bestätigten und somit die damals gefassten geldpolitischen Beschlüsse rechtfertigten. Es herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass weitere Informationen notwendig seien, um die Inflationsaussichten und die Wirkung der geldpolitischen Maßnahmen einer neuerlichen Bewertung unterziehen zu können, zumal einige dieser Maßnahmen noch umzusetzen seien – insbesondere die Wiederaufnahme des Nettoankaufs von Vermögenswerten und die Einführung eines zweistufigen Systems für die Verzinsung der Reserveguthaben. Daher bedürfe es mehr Zeit, bis die Effekte der Maßnahmen in der Wirtschaft des Euroraums und letztlich in den Inflationsergebnissen vollständig zur Entfaltung kämen, was auch auf die üblichen Transmissionsverzögerungen zurückzuführen sei. Es wurde Zuversicht geäußert, dass das im September beschlossene umfangreiche Maßnahmenpaket substanzielle geldpolitische Impulse liefere, die zu einer weiteren Verbesserung der Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte beitragen würden. Dies werde das Wachstum im Euroraum, den kontinuierlichen Aufbau eines binnenwirtschaftlichen

Preisdrucks und damit die nachhaltige Annäherung der Teuerungsrate an das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats unterstützen.

Vor diesem Hintergrund stimmten die Mitglieder dem von Herrn Lane eingangs unterbreiteten Vorschlag zu, den geldpolitischen Kurs auf der aktuellen Sitzung beizubehalten. Dies beinhaltet die Bestätigung, dass die Nettoankäufe im Rahmen des Programms des EZB-Rats zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € ab dem 1. November 2019 wieder aufgenommen würden, sowie die Bekräftigung der Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen, den Nettoankauf von Vermögenswerten und die Wiederanlage von Tilgungsbeträgen.

Es bestand weitgehend Einvernehmen darüber, dass die Geldpolitik angesichts der länger anhaltenden Schwäche in der Wirtschaft und der verhaltenen Inflationsentwicklung noch für längere Zeit äußerst akkommodierend bleiben müsse. Dementsprechend müssten die im September gefassten geldpolitischen Beschlüsse vollständig umgesetzt werden. In diesem Zusammenhang wurde hervorgehoben, dass die Forward Guidance des EZB-Rats eine wichtige Stabilisierungsfunktion erfülle, worauf auch Herr Lane eingangs hingewiesen habe. Durch die auf der geldpolitischen Sitzung im September beschlossene verstärkte zustandsabhängige Forward Guidance sei die wahrscheinliche Entwicklung der Leitzinsen deutlicher an die Inflationsaussichten gekoppelt und sichergestellt worden, dass die Finanzierungsbedingungen sich im Einklang mit Änderungen der Inflationsaussichten entwickelten. Dies stärke wiederum die Entschlossenheit des EZB-Rats, sein Inflationsziel zu erreichen. Es wurde angeführt, dass die zustandsabhängige Ausgestaltung der Forward Guidance eine klare Orientierung für die „Reaktionsfunktion“ des EZB-Rats biete. Der zustandsabhängige Charakter hänge nämlich zum einen von einer zukunftsgerichteten Komponente ab, die erfordere, dass sich die Inflationsaussichten innerhalb des Projektionszeitraums deutlich einem Niveau annähern müssten, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liege, und zum anderen von einer vergangenheitsorientierten Komponente, die erfordere, dass sich diese Annäherung in der beobachteten Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durchgängig widerspiegeln müsse.

Die Sitzungsteilnehmer erachteten es als wichtig, dass der EZB-Rat mit fester Entschlossenheit die notwendigen geldpolitischen Impulse setze, um die nachhaltige Annäherung der Teuerungsrate an sein Inflationsziel sicherzustellen. Dementsprechend sei es unabdingbar, dass der EZB-Rat weiterhin bereit sei zu handeln und dabei sein gesamtes geldpolitisches Instrumentarium zu nutzen, sollten die Inflationsaussichten dies erforderlich machen. Es wurde allerdings angemahnt, dass auch die möglichen Nebenwirkungen geldpolitischer Maßnahmen angemessen zu berücksichtigen seien. Zugleich wurde um Geduld gebeten, damit die im September getroffenen Maßnahmen auf die Wirtschaft durchwirken könnten, was zum jetzigen Zeitpunkt für eine abwartende Haltung spreche.

Mit Blick auf die Kommunikation waren die Ratsmitglieder weitgehend mit den von Herrn Lane eingangs unterbreiteten Vorschlägen einverstanden. Es sei notwendig zu unterstreichen, dass das geldpolitische Maßnahmenpaket vom September die nachhaltige Annäherung der Teuerung an das Inflationsziel des EZB-Rats stütze. Zugleich sei anzumerken, dass die Transmission der einzelnen Maßnahmen Zeit brauche, um auf die Wachstums- und Inflationsentwicklung durchzuschlagen. Daneben sah es der EZB-Rat als erforderlich an, abermals nachdrücklich sein entschlossenes Engagement in Bezug auf das Erreichen des Inflationsziels

sowie die Notwendigkeit hervorzuheben, für einen längeren Zeitraum einen äußerst akkommodierenden geldpolitischen Kurs zu verfolgen, um den Druck auf die zugrunde liegende Inflation und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht zu unterstützen. In Anbetracht der anhaltenden ausgeprägten Abwärtsrisiken, mit denen die Aussichten des Euroraums behaftet seien, müsse auch betont werden, dass der EZB-Rat nach wie vor bereit sei, 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.

Mit Blick auf die Zukunft wurde eindringlich zur Einigkeit im EZB-Rat aufgerufen. Es wurde unterstrichen, dass offene Diskussionen im EZB-Rat zwar absolut notwendig und legitim seien, es aber ebenso wichtig sei, einen Konsens herbeizuführen und sich geschlossen hinter das Engagement des EZB-Rats zur Erreichung seines Inflationsziels zu stellen.

Darüber hinaus wurde erneut von anderen politischen Entscheidungsträgern gefordert, sie müssten entschiedener dazu beitragen, die Wirtschaft des Eurogebiets zu stützen. In erster Linie müsse die Finanzpolitik – vor allem in Staaten mit fiskalischem Spielraum – einen stärkeren Beitrag dazu leisten, die wirtschaftlichen Bedingungen in Anbetracht des schwächeren Konjunkturausblicks und der weiterhin ausgeprägten Abwärtsrisiken zu stabilisieren.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen beschloss der EZB-Rat auf Vorschlag des Präsidenten, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,50 % zu belassen. Der EZB-Rat gehe 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.

Wie bei der Sitzung des EZB-Rats am 11.-12. September 2019 beschlossen, würden die Nettoankäufe im Rahmen des Programms des EZB-Rats zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € ab dem 1. November 2019 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.

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, bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anzulegen, und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

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

Einleitende Bemerkungen

[24. Oktober 2019 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

[24. Oktober 2019 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

Sitzung des EZB-Rats, 23.-24. Oktober 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 Oktober 2019 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

Sonstige Teilnehmer

Frau Lagarde, designierte Präsidentin

Herr Dombrovskis, Vizepräsident der Kommission**

Herr Teixeira, Sekretär, Generaldirektor Sekretariat

Herr Smets, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Volkswirtschaft

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

** Nach Artikel 284 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union.

Begleitpersonen

Herr Alves
Herr Arce
Herr Aucremanne
Herr Bradeško
Frau Buch
Herr Demarco
Frau Donnery
Herr Gaiotti
Herr Garnier
Herr Haber
Herr Kuodis
Herr Kyriacou
Herr Luikmel
Herr Lünemann
Herr Odór
Herr Pattipeilohy
Herr Rutkaste
Herr Tavlas
Herr Välimäki

Sonstige Mitarbeiter der EZB

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

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 16. Januar 2020, 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.