

16. Januar 2020

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

am Mittwoch und Donnerstag, 11.-12. Dezember 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 23.-24. Oktober 2019 habe es Anzeichen einer gestiegenen Zuversicht unter den Marktteilnehmern gegeben. Die globalen Anleiherenditen lägen weiterhin mit einem gewissen Abstand über dem sehr niedrigen Niveau, das gegen Ende des Sommers 2019 verzeichnet worden sei. Die Aktienkurse befänden sich weltweit auf bzw. nahe den historischen Höchstständen. Insgesamt gesehen seien die Finanzmarktteilnehmer nicht mehr so pessimistisch und würden weniger zusätzliche Akkommodierung durch die Notenbanken einpreisen als noch im früheren Jahresverlauf.

An den internationalen Staatsanleihemärkten sei es in den vergangenen Wochen wesentlich ruhiger zugegangen als vor der geldpolitischen Sitzung am 23.-24. Oktober. Damals habe die Aussicht auf einen Durchbruch bei den Handelsgesprächen zwischen den Vereinigten Staaten und China zu einem Anstieg der Renditen zehnjähriger US-amerikanischer und deutscher Staatsanleihen geführt. Seitdem hätten sich die Renditen weitgehend seitwärts entwickelt, wobei die Rendite zehnjähriger deutscher Bundesanleihen um einen Wert von rund -30 Basispunkten herum geschwankt habe.

Es gebe wahrscheinlich zwei wesentliche Gründe dafür, dass die Renditen nicht weiter gestiegen seien. Erstens sei der Ausblick nach wie vor weniger günstig als zu Jahresbeginn 2019, und es fehle noch immer eine erfolgreiche Lösung für die beiden größten Risikofaktoren, denen die Weltwirtschaft aktuell ausgesetzt sei – die Verhängung von Zöllen und den Brexit. Und zweitens habe die von den wichtigen Zentralbanken – so auch von der EZB – durchgeführte geldpolitische Lockerung zu einem anhaltenden Abwärtsdruck auf die Renditen geführt.

Seit September 2019 hätten sich die Erwartungen hinsichtlich einer weiteren Lockerung der geldpolitischen Zügel im Euro-Währungsgebiet umgekehrt, was sich auf die gesamte Terminzinsstrukturkurve ausgewirkt habe. Derzeit werde nur in eingeschränktem Maße erwartet, dass der Zinssatz für die Einlagefazilität der EZB in den kommenden zwölf Monaten weiter gesenkt werde. Zugleich werde mit einer geldpolitischen Straffung nach wie vor erst in der weiteren Zukunft gerechnet. Eine erste Zinserhöhung um volle 10 Basispunkte sei nicht vor Ende 2022 eingepreist.

Herr Cœuré gab auch neue Informationen zum Fortschritt und zu den Auswirkungen des zweistufigen Systems für die Verzinsung der Reserveguthaben bekannt. Der Anteil der ungenutzten Freibeträge der Banken habe sich nach der Umsetzung des Beschlusses des EZB-Rats zum zweistufigen System erheblich reduziert. Viele Banken hätten ihre Freibeträge rasch ausgeschöpft; teilweise sei dies über eine grenzüberschreitende Mittelaufnahme an den Geldmärkten geschehen, die sich auch in den Handelsvolumen gezeigt habe.

Der Einfluss auf die unbesicherten kurzfristigen Geldmarktsätze wie den €STR sei indes sehr begrenzt gewesen. Die zeitweiligen Volatilitätsschübe beim €STR seien anderen Faktoren zuzuschreiben, die nicht mit dem zweistufigen System in Zusammenhang stünden. Gleichzeitig sei in einigen Ländern infolge der Einführung des gestaffelten Systems der Verzinsung zunächst ein merklicher Anstieg der Zinssätze am Repomarkt beobachtet worden, der aber nicht von Dauer gewesen sei.

Die Aktienkurse weltweit hätten spürbar zugelegt, als sich immer stärker ein Durchbruch bei den Handelsgesprächen abgezeichnet habe. Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 23.-24. Oktober 2019 seien der Euro-STOXX-50-Index um 2 % und der S&P 500 um nahezu 5 % gestiegen, wobei Letzterer einen neuen historischen Höchststand erreicht habe. Auf den ersten Blick schienen die Entwicklungen an den Aktien- und an den Anleihemärkten leicht auseinanderzulaufen. Allerdings würden die Aktienmärkte momentan durch kurzfristige Faktoren wie den jüngsten Rückgang der Risikoscheu bestimmt, während die Gewinnerwartungen darauf hindeuteten, dass die Anleger sowohl an den Aktien- als auch an den Anleihemärkten in Bezug auf die mittelfristigen Aussichten für das Wirtschaftswachstum und die Inflation weiterhin sehr vorsichtig seien.

Der kurzfristige weltweite Ausblick sei möglicherweise durch die erhebliche Verbesserung der Finanzierungsbedingungen in einigen Schwellenländern begünstigt worden, für die eine Umkehr der Kapitalströme im Zusammenhang mit Wertpapieranlagen verantwortlich gewesen sei. Seit Anfang 2019 seien trotz der anhaltenden Handelsspannungen und einer weiter reichenden Unsicherheit an den Finanzmärkten wieder Mittel von Investoren in die Anleihemärkte der Schwellenländer geflossen.

Der effektive Wechselkurs des Euro habe sich im Wesentlichen ebenfalls weiterhin seitwärts entwickelt, was unter anderem auf die sehr geringen Kursänderungen gegenüber dem US-Dollar zurückzuführen sei. Eine Ausnahme bei diesen weitgehend stabilen Wechselkursentwicklungen sei das Pfund Sterling gewesen, das seit Mitte August 2019, als das Risiko eines ungeordneten Brexit einen Höchststand erreicht habe, um 9 % aufgewertet habe.

#### *Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet*

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

Was das außenwirtschaftliche Umfeld betreffe, so sei das globale Wachstumstempo nach wie vor gedämpft. Den Projektionen zufolge liege die jährliche Zuwachsrate der Weltwirtschaft ohne Euro-Währungsgebiet für 2019 bei 2,9 % und damit auf ihrem niedrigsten Stand seit 2008-2009. Dennoch wiesen die Aussichten für das weltweite BIP Anzeichen einer Stabilisierung auf. Verglichen mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019 sei das globale Wirtschaftswachstum jedoch nach unten korrigiert worden. Ausschlaggebend hierfür sei die schwächere Dynamik in einigen Schwellenländern.

Meldungen in Bezug auf das Handelswachstum seien uneinheitlich ausgefallen, und die Unsicherheit sei zugleich nach wie vor erhöht. In einigen aufstrebenden Volkswirtschaften zeichne sich allmählich eine Stabilisierung des Wachstums ab, zu der auch fiskalische Impulse beigetragen hätten. Dies sei jedoch vor allem

binnenwirtschaftlichen Faktoren zuzuschreiben und müsse nicht zwingend mit einer Aufwärtsrevision der Importe einhergehen. Somit bestünden auch für den Welthandel weiterhin Abwärtsrisiken.

Die weltweiten Finanzierungsbedingungen hätten sich seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom Oktober leicht verbessert. So seien insbesondere die Aktienkurse aufgrund einer höheren Risikoneigung weiter gestiegen, während die Mittelzuflüsse in sichere Anlageformen abgenommen hätten. Die Ölpreise hätten sich seit der Sitzung vom Oktober um 10,7 % erhöht. Zurückzuführen sei dies auf die angespanntere Angebotssituation nach dem Beschluss der OPEC+, die Fördermengen weiterhin zu drosseln. Der Euro habe sowohl zum US-Dollar als auch in nominaler effektiver Rechnung etwas abgewertet.

Was die Konjunktur im Euroraum anbelange, so sei das Wachstum des realen BIP in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2019 gegenüber den Projektionen der EZB vom September 2019 kaum korrigiert worden. Den Erwartungen zufolge werde sich das reale BIP 2020 um 1,1 %, 2021 um 1,4 % und 2022 um 1,4 % erhöhen. Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets seien noch immer abwärtsgerichtet, hätten sich aber etwas abgeschwächt. Während der Wachstumsausblick für die nahe Zukunft nach wie vor verhalten sei, dürfte sich im weiteren Verlauf eine moderate Erholung einstellen, da mit einem Nachlassen des globalen Gegenwinds gerechnet werde. Dadurch würden wachstumsfördernde fundamentale Faktoren wieder an Einfluss gewinnen.

Seit der letzten EZB-Ratssitzung seien die Konjunkturnachrichten nach Einschätzung der Marktteilnehmer weniger negativ ausgefallen. Insgesamt ließen seit Mitte September Branchenumfragen auf eine Stabilisierung des Produktionswachstums mit moderaten Zuwachsraten schließen. Die Schwäche im verarbeitenden Gewerbe habe sich fortgesetzt, wenngleich der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe im Euroraum, der sich seit Februar 2019 im Kontraktionsbereich befinde, im November 2019 wieder leicht auf 47,4 Zähler gestiegen sei. Zugleich hielten sich die Übertragungseffekte auf die übrige Wirtschaft noch immer in Grenzen. Die Stimmung im Dienstleistungssektor trübe sich zwar ein, übertreffe den langfristigen Durchschnittswert aber weiterhin geringfügig. Die Vertrauensindikatoren für Baugewerbe, Einzelhandel und bei den Verbrauchern hingegen lägen noch immer deutlich über ihrem jeweiligen Durchschnitt im Zeitraum von 1999 bis 2019.

Der private Konsum werde nach wie vor von höheren Arbeitseinkommen gestützt, die wichtigster Wachstumsmotor des real verfügbaren Einkommens geblieben seien. Mit Blick auf die Zukunft werde weiterhin mit einem soliden Wachstum des real verfügbaren Einkommens und der privaten Konsumausgaben gerechnet, auch wenn es sich im Zuge einer abnehmenden Beschäftigungsdynamik etwas abschwächen dürfte. Unterdessen deuteten zahlreiche Indikatoren in der kurzen Frist auf eine gewisse Mäßigung bei den Investitionen in Wohnimmobilien hin. Zu diesen Indikatoren zählten die Wohnungsbauinvestitionen, das Vertrauen im Baugewerbe und die Produktion im Hochbau. Das Wachstum der Unternehmensinvestitionen dürfte sich auf kurze Sicht weiter verringern. Zurückzuführen sei dies auf den Rückgang der Industrieproduktion und die steigende Unsicherheit über die Entwicklungen im verarbeitenden Gewerbe, was Unternehmen zum Teil dazu veranlasse, ihre Investitionsvorhaben aufzuschieben.

Im Hinblick auf den Arbeitsmarkt im Euroraum zeigten sektorale Indikatoren eine größtenteils vom verarbeitenden Gewerbe ausgehende weitere Abschwächung an. Den Angaben aus den Volkswirtschaftlichen

Gesamtrechnungen für das dritte Quartal zufolge sei das Beschäftigungswachstum auf 0,1 % gegenüber dem Vorquartal gesunken nach 0,2 % im zweiten und 0,3 % im ersten Jahresviertel 2019. Der EMI für die Beschäftigung habe sich im November auf 51,8 Punkte erhöht, wobei er im verarbeitenden Gewerbe im Kontraktionsbereich und im Dienstleistungssektor und im Baugewebe im expansiven Bereich geblieben sei.

Die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen bestätigten die anhaltende Schwäche der Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen des Euro-Währungsgebiets im dritten Quartal 2019. Die Warenexporte in Länder außerhalb des Euroraums seien stabil geblieben, da der negative Beitrag Asiens durch den positiven Beitrag der Vereinigten Staaten ausgeglichen worden sei. Der Handel innerhalb des Eurogebiets sei unterdessen schwächer ausgefallen. Besonders habe dies die Vorleistungsgüter betroffen.

Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung sei der Vorausschätzung von Eurostat zufolge von 0,7 % im Oktober 2019 auf 1,0 % im November gestiegen. Grund dafür sei in erster Linie ein stärkerer Preisauftrieb bei Dienstleistungen und Nahrungsmitteln gewesen. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet habe sich die Teuerung nach dem HVPI von 1,1 % im Oktober auf 1,3 % im Folgemonat erhöht. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation hätten sich insgesamt zwar weiterhin verhalten entwickelt, es gebe jedoch Hinweise darauf, dass sie im Einklang mit den vorangegangenen Projektionen leicht anstiegen.

In den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2019 werde mit einer HVPI-Inflationsrate von 1,1 % im Jahr 2020, 1,4 % im Jahr 2021 und 1,6 % im Jahr 2022 gerechnet. Am Ende des Projektionszeitraums dürfte die Rate 1,7 % erreichen. Die Projektionen für die Gesamtinflation und für die HVPI-Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel seien weitgehend unverändert geblieben. Dies sei Ausdruck des Zusammenspiels zwischen dem Aufwärtsdruck aufgrund eines schwächeren Wechselkurses sowie höherer Ölpreise einerseits und den niedrigeren Preisen auf globaler Ebene sowie einer vorsichtigen Einschätzung der binnenwirtschaftlichen Preisdynamik durch die Experten andererseits.

Zudem seien bestimmte Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation stark von statistischen Effekten im Zusammenhang mit den Preisen für Pauschalreisen in der größten Volkswirtschaft des Eurogebiets beeinflusst worden. Einige Indikatoren, bei denen diese Komponente nicht zum Tragen komme, deuteten darauf hin, dass die zugrunde liegende Inflation in den letzten Jahren sehr allmählich, aber doch merklich angestiegen sei. Unterdessen falle die Aufwärtsbewegung bei anderen Messgrößen weniger überzeugend aus. Außerdem sei zu bedenken, dass die Teuerung nach dem HVPI die Veränderungen der wohnungsbezogenen Kosten nur teilweise widerspiegele. So würden die Inflationsmessgrößen derzeit wahrscheinlich höher ausfallen, wenn die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum Berücksichtigung fänden.

Das Lohnwachstum sei nach wie vor robust, doch sei der stärkere Arbeitskostendruck weitestgehend zulasten der Gewinnmargen gegangen. Die jährliche Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer sei im dritten Quartal 2019 auf 2,1 % gesunken, verglichen mit 2,2 % im zweiten und 2,3 % im ersten Quartal 2019. Damit liege sie aber dennoch weiterhin in der Nähe ihres langfristigen Durchschnitts (2,1 %) und deutlich über dem im zweiten Jahresviertel 2016 verzeichneten Tief von 1,1 %. Das Wachstum der Gewinnmargen, das 2018 aufgrund der Konjunkturertrübung deutlich zurückgegangen sei, erhole sich zwar allmählich, habe aber im dritten Quartal 2019 noch immer im negativen Bereich gelegen. Die jüngste Abschwächung der Auslands- und

der Binnennachfrage habe vor allem die Industrie getroffen. Dort korreliere die Zuwachsrate der Gewinne je BIP-Einheit in hohem Maße mit der Konjunktorentwicklung. Der Dienstleistungssektor, bei dem die Korrelation tendenziell etwas geringer gewesen sei, sei weniger vom Nachfragerückgang beeinflusst worden.

Die durchschnittlichen Punktschätzungen der längerfristigen Inflationserwartungen im Survey of Professional Forecasters (SPF) seien 2019 in jedem Quartal gesunken. Im Schlussquartal 2019 hätten sie bei 1,67 % gelegen, verglichen mit 1,88 % im Schlussquartal 2018. Die marktbasierenden Indikatoren der mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet lägen nach wie vor auf einem niedrigen Niveau. Wie andere Indikatoren bewege sich der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren, der sich derzeit auf 1,24 % belaufe, weiterhin leicht oberhalb seines Allzeittiefs. Dies sei Anfang Oktober 2019 mit 1,12 % verzeichnet worden.

In Bezug auf die Finanzierungsbedingungen im Euroraum merkte Herr Lane an, dass sich die Terminzinskurve des EONIA seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Oktober erneut nach oben verlagert habe. Dies spiegele die allgemein positive Risikostimmung wider, die auf vielversprechende Handelsgespräche zwischen den Vereinigten Staaten und China sowie auf eine leichte Stabilisierung des gesamtwirtschaftlichen Ausblicks zurückzuführen sei. Die Terminzinskurve zeige aktuell nur eine leichte Inversion, und der Tiefpunkt liege bei etwas über -0,5 %. Während die Laufzeitprämien den Schätzungen zufolge derzeit nahe null lägen – nach zuvor negativen Werten –, hätten sich die „tatsächlichen“ Erwartungen in Bezug auf die Geldpolitik nicht so stark verschoben, wie es die Terminzinskurve vermuten lasse. Unterdessen habe das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) den Schätzungen nach noch immer erheblichen Einfluss auf die Komprimierung der Laufzeitprämien für zehnjährige Staatsanleihen.

Die Aktienkurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet seien seit der geldpolitischen Sitzung vom Oktober weiter gestiegen, während jene finanzieller Kapitalgesellschaften weitgehend unverändert geblieben seien. Einem Dividendenbarwertmodell zufolge werde der Kursanstieg bei den Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum in erster Linie durch rückläufige Aktienrisikoprämien vor dem Hintergrund einer wahrgenommenen Verbesserung der globalen Risikostimmung bestimmt. Dämpfend wirke sich der anhaltende Rückgang der längerfristigen Gewinnerwartungen aus, die allerdings gewisse Anzeichen einer Stabilisierung aufwiesen.

Was die Geldmengen- und Kreditentwicklung anbelange, so habe die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 im Oktober bei 5,6 % gelegen. Zurückzuführen sei dies nahezu vollständig auf das jährliche M1-Wachstum, wobei die sinkenden Opportunitätskosten für das Halten von monetären Anlagen der wichtigste Faktor seien, der das robuste Wachstum der weit gefassten Geldmenge stütze. Bei den Gegenposten habe die Kreditvergabe an den privaten Sektor nur etwa die Hälfte des Wachstums der weit gefassten Geldmenge ausgemacht, die andere Hälfte sei auf die monetären Zuflüsse von außerhalb des Euroraums (netto) entfallen.

Das Kreditvolumen habe sich weiterhin in solidem Tempo ausgeweitet. Die Jahreswachstumsrate der Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften habe im Oktober bei knapp 4 % gelegen, während jene der Buchkreditvergabe an private Haushalte auf 3,5 % gestiegen sei. Zwischen den einzelnen Ländern gebe es dabei gewisse Unterschiede. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB schlugen nach wie vor auf die Bankkreditzinsen durch. Auf Ebene des Euroraums habe sich der gewichtete Zinssatz für Kredite an

nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Oktober bei 1,56 % stabilisiert und jener für Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit 1,44 % einen historischen Tiefstand erreicht.

Während ein Großteil der Refinanzierungskosten der Banken über Einlagen, vor allem über Privatkundeneinlagen, immer noch bei null liege, habe sich die Verteilung der Einlagenzinssätze für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Oktober weiterhin in den negativen Bereich verschoben. Gleichzeitig sei der Margendruck trotz jüngster Anstiege durch die günstige Entwicklung der Bankanleiherenditen ausgeglichen worden. Das von den Banken für jede Einheit ihrer Aktiva erzielte Nettozinsergebnis sei zwar geringer ausgefallen, aber das robuste Wachstum des Intermediationsvolumens bedeute, dass sich die Ertragsbasis insgesamt ausweite. Zudem dürfte das zweistufige System für die Verzinsung von Reserveguthaben die Kosten der Banken für das Halten von Überschussliquidität senken.

Der fiskalische Kurs im Eurogebiet dürfte 2019 bis 2021 expansiv ausfallen, was die Nachfragebedingungen in gewissem Umfang stützen werde, während er 2022 weitgehend neutral sein dürfte. Die Lockerung der Finanzpolitik werde tendenziell über die Senkung direkter Steuern und höhere Transferzahlungen erfolgen. Auf Ebene des Euroraums würden die lockierungsbedingten Haushaltseffekte Schätzungen zufolge etwa zur Hälfte durch die rückläufigen Zinsausgaben ausgeglichen.

#### *Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen*

Zusammenfassend stellte Herr Lane fest, dass die seit der letzten geldpolitischen Sitzung verfügbar gewordenen Daten auf eine anhaltend schwache, aber sich stabilisierende Wachstumsdynamik im Euroraum hindeuteten. Die fortdauernde Schwäche des Welthandels in einem Umfeld anhaltender globaler Unsicherheiten in Verbindung mit sektorspezifischen binnenwirtschaftlichen Faktoren belaste weiterhin das verarbeitende Gewerbe im Eurogebiet und dämpfe das Investitionswachstum. Vor dem Hintergrund steigender Löhne und einer günstigen – wenngleich sich abschwächenden – Arbeitsmarktentwicklung hätten sich die privaten Konsumausgaben nach wie vor robust entwickelt. Den Eurosystem-Projektionen vom Dezember zufolge werde das reale BIP 2020 um 1,1 % (leicht nach unten korrigierter Wert) und 2021 sowie 2022 um jeweils 1,4 % steigen.

Zwar seien die Risiken für die Wachstumsaussichten angesichts geopolitischer Faktoren, eines zunehmenden Protektionismus und Anfälligkeiten in den Schwellenländern nach wie vor abwärtsgerichtet, doch hätten sie sich etwas abgeschwächt.

Die Kreditvergabebedingungen der Banken für Unternehmen und private Haushalte hätten sich weiter verbessert, was auf ein anhaltend starkes Durchwirken der geldpolitischen Maßnahmen hindeute. Überdies seien die Aktienkurse im Einklang mit einer optimistischeren Stimmung an den Märkten gestiegen. Der Euro habe etwas abgewertet.

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation hätten sich insgesamt zwar weiterhin verhalten entwickelt, es gebe jedoch Hinweise darauf, dass sie im Einklang mit den vorangegangenen Projektionen leicht anstiegen. Sowohl die markt- als auch die umfragebasierten Indikatoren der Inflationserwartungen hätten auf oder in der Nähe von historischen Tiefständen stagniert. Es werde erwartet, dass sich das solide und breit angelegte

Lohnwachstum fortsetze. Verglichen mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019 sei das Verlaufsmuster eines allmählichen Inflationsanstiegs weitgehend unverändert geblieben. In den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Eurosystem-Experten vom Dezember 2019 werde mit einem Anstieg der Inflationsrate von durchschnittlich 1,2 % im Jahr 2019 auf durchschnittlich 1,6 % im Jahr 2022 gerechnet. Am Ende des Projektionszeitraums dürfte die Rate 1,7 % erreichen.

Insgesamt sehe sich der EZB-Rat immer noch Inflationsaussichten gegenüber, die hinter dem mittelfristigen Inflationsziel zurückblieben. Die Inflationserwartungen bewegten sich nach wie vor auf einem niedrigen Niveau. Es seien umfangreiche Maßnahmen ergriffen worden, um einen Anstieg der Inflation in Richtung des mittelfristigen Inflationsziels zu unterstützen. Der EZB-Rat werde daher die Inflationsentwicklung und die Wirkung der geldpolitischen Maßnahmen auf die Konjunktur genau beobachten. Die verstärkte Forward Guidance werde sicherstellen, dass sich die Finanzierungsbedingungen im Einklang mit Änderungen der Inflationsaussichten entwickelten.

Vor diesem Hintergrund schlug Herr Lane vor, den geldpolitischen Kurs auf der aktuellen Sitzung beizubehalten. Dazu gehöre auch eine nochmalige Bekräftigung der Forward Guidance zu den Leitzinsen, zum Nettoerwerb von Vermögenswerten und zur Wiederanlage der Tilgungsbeträge.

Zugleich müsse der EZB-Rat in seiner Kommunikation betonen, dass er 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 dem Inflationsziel annähere.

## **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 Oktober neu verfügbaren Daten deuteten trotz gewisser Anzeichen einer Stabilisierung auf eine nach wie vor schwache Wachstumsdynamik im Euroraum hin. Die fortdauernde Schwäche des Welthandels in einem Umfeld anhaltender globaler Unsicherheiten belaste weiterhin das verarbeitende Gewerbe im Eurogebiet und dämpfe das Investitionswachstum. Zugleich hätten sich der Dienstleistungssektor und das Baugewerbe trotz der zuletzt leichten Abschwächung nach wie vor widerstandsfähig gezeigt, wobei das Beschäftigungswachstum und steigende Löhne die Wirtschaft des Eurogebiets weiterhin gestützt hätten. Dieser Ausblick spiegele sich auch weitgehend in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2019 wider. Die Aussichten für das Wachstum des realen BIP seien verglichen mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019 für das Jahr 2020 leicht nach unten korrigiert worden.

In Bezug auf die Perspektiven für das außenwirtschaftliche Umfeld wurde darauf hingewiesen, dass die weltwirtschaftlichen Aussichten weiterhin gedämpft seien. Der Ausblick sowohl für das Wachstum weltweit als auch für den internationalen Handel sei in den Projektionen der Eurosystem-Experten vom Dezember 2019 weiter nach unten revidiert worden. So gingen die jüngsten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für 2020 nun von einem Wachstum des Welthandels (ohne Euroraum) von unter 1 % aus, verglichen mit einem Wachstum von über 2 % in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019.

Nach Einschätzung der Ratsmitglieder bestünden in Bezug auf das außenwirtschaftliche Umfeld weiterhin insgesamt Abwärtsrisiken. Diese erwüchsen aus geopolitischen Faktoren, einem zunehmenden Protektionismus und Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Zudem wurde auf anhaltende Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Handelsspannungen und dem Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU verwiesen. Zugleich wurde angemerkt, dass sich die Stimmung in den Vereinigten Staaten in jüngerer Zeit wohl etwas aufgehellt habe angesichts der Hinweise, dass sich die zwischen den USA und China bestehenden Handelsspannungen abschwächen. Die positive Entwicklung an den Finanzmärkten spiegele möglicherweise die Einschätzung wider, dass eine Zuspitzung der Handelskonflikte im kommenden Jahr weniger wahrscheinlich geworden sei. Es wurde allerdings auch das Argument vorgebracht, dass die globale geopolitische Lage – zumindest kurzfristig – einer Verringerung der Unsicherheit nicht zuträglich sei. Es wurde auch auf die Entwicklungen bei der Welthandelsorganisation verwiesen, die diese einige Zeit in ihrer Funktion beeinträchtigen könnten. Die Bedenken bezüglich der Handelsrisiken seien auch auf die sehr komplexe Struktur der globalen Lieferketten zurückzuführen. Was die geopolitischen Spannungen und Handelskonflikte betreffe, so seien unbedingt politische Maßnahmen zur Wiederherstellung des Vertrauens und zur Verringerung der Unsicherheit vonnöten.

Mit Blick auf die Konjunktur im Eurogebiet waren sich die Ratsmitglieder weitgehend einig, dass die jüngsten Wirtschaftsdaten und Umfrageergebnisse insgesamt zwar weiterhin schwach seien, jedoch auch vermehrt positive Hinweise auf eine Wachstumsstabilisierung im Euroraum enthielten. Das vierteljährliche Wachstum des realen BIP sei im dritten Quartal 2019 mit 0,2 % bestätigt worden und damit gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum unverändert. In der größten Volkswirtschaft des Euroraums und im Eurogebiet insgesamt habe sich die Realwirtschaft im dritten Quartal stärker als erwartet entwickelt. Neben einigen positiven Veränderungen der jüngsten Umfragedaten tendiere der Citigroup Economic Surprise Index nach oben. Er habe in den letzten Wochen nahezu positive Werte erreicht, während die Wahrscheinlichkeit einer Rezession laut verschiedener Modellschätzungen signifikant gesunken sei.

Was die Gefahr negativer Übertragungseffekte der anhaltend schwachen Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe auf die Stimmung und die Aktivität in anderen Wirtschaftsbereichen anbelange, scheine es erste Hinweise darauf zu geben, dass die Industrieproduktion möglicherweise die Talsohle durchschritten habe, bevor diese Spillover-Effekte sich stärker ausbreiteten. Zugleich wurde angemahnt, dass – obschon sich die Aktivität im Dienstleistungssektor bislang als widerstandsfähig erwiesen habe – angesichts der Gefahr länderübergreifender Übertragungseffekte nach wie vor Vorsicht geboten sei.

Im Rahmen der Erörterung der von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2019 wurde hervorgehoben, dass diese Projektionen die ersten

seit Längerem seien, die keine deutliche Abwärtskorrektur der Wachstumsaussichten des Euroraums enthielten. Die Projektionen vom Dezember 2019 könnten daher als Bestätigung der Aussagen, die in den Projektionen vom September 2019 enthalten seien, gelten und das Vertrauen des EZB-Rats in das Basisszenario stärken. Zugleich wurde anerkannt, dass die Abwärtskorrektur bei der Auslandsnachfrage während des Projektionszeitraums durch die Aussichten auf eine kräftigere Binnennachfrage kompensiert werde, die von der zusätzlichen geldpolitischen Lockerung vom September sowie von einigen weiteren fiskalischen Impulsen profitiert hätte. Vor allem wurde darauf verwiesen, dass das umfangreiche Maßnahmenpaket, das der EZB-Rat im September beschlossen habe, das Wachstum im Eurogebiet, den anhaltenden Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und damit die deutliche Annäherung der Teuerungsrate an das mittelfristige Inflationsziel unterstütze. Es wurde aber auch hervorgehoben, dass – damit die geldpolitischen Maßnahmen der EZB ihre volle Wirkung entfalten könnten – andere Politikbereiche entschlossen dazu beitragen müssten, das längerfristige Wachstumspotenzial zu steigern, die Gesamtnachfrage zum gegenwärtigen Zeitpunkt zu stützen und Schwachstellen abzubauen.

Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets, die mit geopolitischen Faktoren, zunehmendem Protektionismus sowie Anfälligkeiten in den Schwellenländern zusammenhängen, seien nach Einschätzung der Sitzungsteilnehmer weiterhin abwärtsgerichtet, hätten sich jedoch etwas abgeschwächt.

Was die Finanzpolitik betreffe, so verleihe der 2020 leicht expansive finanzpolitische Kurs im Euroraum der Wirtschaftstätigkeit gewisse Impulse. Angesichts der eingetrübten Konjunkturaussichten begrüßten die EZB-Ratsmitglieder jedoch die Forderung der Eurogruppe nach differenzierten finanzpolitischen Antworten und ihre Bereitschaft zur Koordinierung. Hierbei wurde unterstrichen, dass die Regierungen, die über fiskalischen Spielraum verfügten, bereit sein sollten, zeitnah wirksame Maßnahmen zu ergreifen, wohingegen die Regierungen hoch verschuldeter Länder eine umsichtige Politik verfolgen und die Zielvorgaben für den strukturellen Finanzierungssaldo erfüllen müssten. Dadurch würde ein Umfeld geschaffen, in dem die automatischen Stabilisatoren frei wirken könnten. Alle Länder sollten zudem ihre Anstrengungen im Hinblick auf eine wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der öffentlichen Finanzen verdoppeln.

In Bezug auf die Preisentwicklung traf die eingangs von Herrn Lane dargelegte Einschätzung auf breite Zustimmung. Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Eurogebiet habe der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im November 2019 bei 1,0 % gelegen, verglichen mit 0,7 % im Oktober, was in erster Linie einem stärkeren Preisauftrieb bei Dienstleistungen und Nahrungsmitteln geschuldet gewesen sei. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation in den nächsten Monaten leicht steigen. Zwar hätten sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation insgesamt weiterhin verhalten entwickelt, es gebe jedoch Hinweise darauf, dass sie im Einklang mit den bisherigen Erwartungen leicht anstiegen. Obwohl sich der Arbeitskostendruck aufgrund 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 Inflation auf mittlere Sicht erhöhen.

Diese Einschätzung spiegele sich auch weitgehend in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2019 wider. Gegenüber den Projektionen der EZB-

Experten vom September 2019 seien die Aussichten für die HVPI-Inflation für 2020 leicht nach oben und für 2021 leicht nach unten korrigiert worden, was hauptsächlich auf die erwartete Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen sei.

Bei der Erörterung der in den Projektionen vom Dezember 2019 enthaltenen Inflationsaussichten erkannten die EZB-Ratsmitglieder das Ausbleiben größerer Korrekturen an und waren der Ansicht, dass die jüngsten Projektionen die Inflationsentwicklung, die in den Projektionen vom September 2019 beschrieben sei, allgemein bestätigten. Blieben die volatilen Preise für Pauschalreisen in der größten Volkswirtschaft des Eurogebiets außer Acht, so sei eine solide Aufwärtsentwicklung der zugrunde liegenden Inflation zu beobachten. Diese werde durch die hohe Kapazitätsauslastung, steigende Energierohstoffpreise und die angespannte Arbeitsmarktlage unterstützt. Zudem wurde festgestellt, dass die Experten in Bezug auf die Entwicklung der Gewinnmargen während des Projektionszeitraums einen vorsichtigeren Ansatz verfolgt hätten. Es werde nun von einer eher allmählichen Erholung der Margen ausgegangen. Indes sei nach Auffassung der Anwesenden die Wirkung der geldpolitischen Maßnahmen der EZB auf Wachstum und Inflation in den Projektionen vom Dezember 2019 recht konservativ eingeschätzt worden – verglichen mit einer Spanne unterschiedlicher Modellschätzungen.

Allerdings verwiesen die Ratsmitglieder auch darauf, dass die jüngsten Projektionen zur Teuerung zwar nicht weiter nach unten revidiert worden seien, es jedoch im Lauf des vergangenen Jahres erhebliche Abwärtskorrekturen der Inflationsaussichten gegeben habe. Die am HVPI gemessene Teuerungsrate werde 2021 den aktuellen Projektionen zufolge lediglich 1,4 % betragen, verglichen mit 1,8 % in den Projektionen vom Dezember 2018. Ferner wurde angemerkt, dass sich die früheren Fehler bei der Inflationsprognose nicht vollständig durch binnen- und außenwirtschaftliche Faktoren erklären ließen. Es wurde angeregt, weitere Anstrengungen zu unternehmen, um die ungeklärte Inflationsschwäche genauer zu ergründen.

Es wurde die Frage diskutiert, wie sich die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum auf die Inflationmessgrößen auswirkten. Dabei wurde darauf hingewiesen, dass die Berücksichtigung dieses Faktors im Allgemeinen zwar einen prozyklischen Effekt habe und die Volatilität der Inflation erhöhe, jedoch auch dazu beitragen könne, den wahrgenommenen Inflationsanstieg in einigen Ländern zu erklären, deren Wohnimmobilienmarkt sich relativ stark entwickelt habe.

Erörtert wurde zudem, inwieweit klimapolitischen Maßnahmen, etwa dem Green Deal der Europäischen Kommission, in den Projektionen Rechnung getragen werden sollte. Dabei vertraten einige Ratsmitglieder die Auffassung, dass es zusätzlicher Anstrengungen bedürfe, um die wirtschaftlichen Folgen des Klimawandels besser zu verstehen. Es sei zu erwarten, so wurde betont, dass sich Maßnahmen, die darauf abzielten, die Folgen des Klimawandels abzumildern, in den kommenden Jahren auf Wachstum und Inflation auswirken könnten. Somit müsse der Effekt auf die Projektionen sorgfältig analysiert werden. Insbesondere wurde angeführt, dass solche Maßnahmen zwar als negativer Angebotsschock betrachtet werden könnten, die Reaktion auf den Klimawandel aber auch zu deutlich höheren Investitionen führen könne. Der Einfluss auf die Öl- und Energiepreise sei indes ungewiss.

Im Hinblick auf die längerfristigen Inflationserwartungen verwiesen die Sitzungsteilnehmer darauf, dass sich die marktbasierenden Messgrößen zwar stabilisiert hätten, jedoch bislang noch kein positiver Effekt der im September von der EZB beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen erkennbar sei. Die längerfristigen

Inflationserwartungen lägen weiterhin auf einem historischen Tiefstand und deutlich unter dem Inflationsziel der EZB. Die marktbasierenden längerfristigen Inflationserwartungen, gemessen am fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatz in fünf Jahren, betrügen derzeit 1,24 %, während sich die umfragebasierten längerfristigen Erwartungen, die im Survey of Professional Forecasters (SPF) enthalten seien, im vierten Quartal 2019 auf 1,7 % belaufen hätten. Gleichwohl wurde angeführt, dass sich die Lücke zwischen den umfrage- und den marktbasierenden Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen nach Bereinigung um Schätzungen zu Liquiditäts- und Risikoprämien größtenteils schließe und dass das Deflationsrisiko gering sei. Ein Ratsmitglied bemerkte zudem, dass die von den SPF-Teilnehmern angegebenen Punktschätzungen noch immer auf einem Niveau lägen, das mit dem Inflationsziel des EZB-Rats im Einklang stehe, und dass der Verankerungsgrad der längerfristigen Inflationserwartungen – dem Großteil der vorliegenden Indikatoren zufolge – zuletzt unverändert geblieben sei. Zugleich ließe der jüngste Rückgang zahlreicher Indikatoren eine genaue Beobachtung gerechtfertigt erscheinen.

Mit Blick auf die monetäre Analyse stimmten die Sitzungsteilnehmer weitgehend mit der eingangs von Herrn Lane dargelegten Einschätzung überein, dass die Geldmengen- und Kreditentwicklung nach wie vor insgesamt robust sei. Das fortgesetzte Wachstum der weit gefassten Geldmenge sei auf die anhaltende Bankkreditvergabe an den privaten Sektor und die geringen Opportunitätskosten des Haltens von M3-Komponenten zurückzuführen. Die weiterhin robuste Zunahme der Geldmenge wurde auch als Beleg für die fortlaufende Transmission der Geldpolitik angesehen, da die monetären Aggregate trotz der von Jahresbeginn bis zum 1. November 2019 ausgesetzten Nettokäufe von Vermögenswerten weiter gestiegen seien.

Das solide Wachstum der Buchkreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte sei von der fortlaufenden Verbesserung der Bedingungen für die Kreditvergabe der Banken begünstigt worden. Dies wurde als Indiz für die anhaltende Transmission des akkommodierenden geldpolitischen Kurses auf die Kreditbedingungen für die Realwirtschaft gewertet. Durch diesen akkommodierenden Kurs würden die sehr vorteilhaften Kreditvergabebedingungen der Banken gewahrt und der Zugang zu Finanzmitteln in allen Wirtschaftssektoren weiter unterstützt. Die Transmission der Geldpolitik über den Bankkreditkanal funktioniere gut. Dies lasse sich auch an der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet sowie daran ablesen, dass sich die günstigen Finanzierungsbedingungen am Markt nach wie vor in verbesserten Kreditkonditionen für Unternehmen und private Haushalte niederschlugen.

Zugleich sei bei der Transmission auf die Kreditzinsen eine gewisse länderübergreifende Heterogenität erkennbar, da der Wettbewerbsdruck im Bankgewerbe von Land zu Land unterschiedlich ausgeprägt sei. Ebenso wurde angemerkt, dass das Durchwirken der EZB-Geldpolitik auf die Einlagenzinsen der Banken stark divergiere. Grund hierfür seien Unterschiede in Bezug auf den Rechtsrahmen, die Marktgepflogenheiten, den Finanzierungsbedarf und den Wettbewerbsdruck in den Bankensystemen der Euro-Länder. Darüber hinaus müssten die potenziellen Auswirkungen des aktuellen geldpolitischen Umfelds auf die Finanzstabilität genau beobachtet werden.

### *Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen*

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs fand die von Herrn Lane in seiner Einleitung vorgetragene Einschätzung breite Zustimmung. Die seit der letzten EZB-Ratssitzung Ende Oktober neu verfügbaren Daten deuteten auf eine anhaltend schwache Wachstumsdynamik im Euroraum hin, wenngleich erste Anzeichen einer Stabilisierung der Wachstumsverlangsamung zu erkennen seien. Die Inflationsentwicklung sei insgesamt verhalten geblieben, wobei es jedoch einige Hinweise darauf gebe, dass die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Einklang mit den bisherigen Erwartungen leicht anstiegen.

Die Ratsmitglieder zeigten sich zuversichtlich, dass die geldpolitischen Maßnahmen die notwendigen monetären Impulse liefern würden, um die von globalen Faktoren ausgehenden negativen Impulse weitgehend auszugleichen und die Stabilisierung des Wirtschaftswachstums sowie die Erholung der Teuerung in Richtung des vom EZB-Rat definierten Inflationsziels zu unterstützen. Die geldpolitischen Maßnahmen vom September hätten zu einer insgesamt deutlichen Lockerung der Finanzierungsbedingungen beigetragen und so die seit dem Sommer beobachtete Lockerung, die auf Antizipationseffekte zurückzuführen gewesen sei, zum Großteil aufrechterhalten. Die in der Wahrnehmung der Märkte nachlassenden Unsicherheiten, vor allem im Zusammenhang mit dem Handelskonflikt zwischen den USA und China, hätten seit der geldpolitischen Sitzung vom Oktober zu einer gewissen Aufwärtsbewegung der risikofreien Zinssätze und Renditen an den Märkten für Unternehmens- und Staatsanleihen geführt. Die positivere Stimmung am Markt habe zudem die Aktienkurse gestützt, und der Euro habe leicht abgewertet.

Wie weiter angeführt wurde, zeige die seit September beobachtete Aufwärtsanpassung der Zinsstrukturkurve, dass die Märkte im Einklang mit der zustandsabhängigen Forward Guidance des EZB-Rats auf veränderte Daten, Aussichten und Risiken reagierten. Dies widerspreche der empfundenen Zirkularität zwischen Markterwartungen und geldpolitischen Beschlüssen der EZB. Gleichzeitig wurde darauf hingewiesen, dass die Realzinsen über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg weiterhin sehr niedrig seien, was als eine Bestätigung der Wirksamkeit der geldpolitischen Maßnahmen der EZB im Sinne einer Stützung der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen angesehen wurde. Die anhaltende Transmission der akkommodierenden Geldpolitik in Form einer verbesserten Kreditdynamik und niedrigerer Bankkreditzinsen wurde ebenfalls hervorgehoben. Dies unterstütze Unternehmen und private Haushalte bei der Finanzierung von Konsum und Investitionen.

Es wurde angemerkt, dass die Einführung des zweistufigen Systems für die Verzinsung von Reserveguthaben sehr reibungslos verlaufen sei und wie beabsichtigt funktioniert habe. Dadurch seien die Banken von einem Teil ihrer Kosten für das Halten überschüssiger Liquidität entlastet worden, während die Geldmarktsätze zugleich auf niedrigem Niveau gehalten worden seien. Auch seien hierdurch weitere Kreditvergabe- und Kreditaufnahmeaktivitäten (einschließlich grenzüberschreitender Geschäfte) am Geldmarkt angeregt worden, was zu einer gleichmäßigeren Liquiditätsverteilung in den Ländern geführt habe. Letzteres lasse sich auch am Rückgang der TARGET2-Salden ablesen. Gleichzeitig wurde hervorgehoben, dass der durch das zweistufige System bedingte grenzüberschreitende Handel nahezu vollständig auf besicherten Geldmarktgeschäften beruhe. Dagegen seien unbesicherte Transaktionen nach wie vor hauptsächlich an den nationalen Märkten

getätigt worden. Dies deute darauf hin, dass der Geldmarkt im Euro-Währungsgebiet noch immer eine gewisse Fragmentierung aufweise.

Es habe zwar den Anschein, dass die Mittelaufnahme beim laufenden Geschäft der neuen Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) etwas geringer ausfallen werde als erwartet. Gleichwohl wird das jüngste Geschäft im Rahmen des GLRG III als Beitrag zur Wahrung günstiger Kreditvergabebedingungen der Banken gesehen. Die geringere Mittelaufnahme sei dem Bestreben der Banken entsprungen, ihre Risikopositionen zum Jahresende abzubauen. Zudem habe der stärkere Liquiditätsausgleich über die Geldmärkte infolge der gestaffelten Verzinsung von Reserveguthaben eine Rolle gespielt. Es wurde davor gewarnt, die Höhe der Mittelaufnahme im aktuellen Refinanzierungsgeschäft überzubewerten. Vielmehr solle sie zusammen mit der Inanspruchnahme bei künftigen Operationen beurteilt werden. Der Gesamterfolg des GLRG III lasse sich erst am Ende des Programms ermitteln.

Vor diesem Hintergrund stimmten die Ratsmitglieder weitgehend dem Vorschlag von Herrn Lane zu, den geldpolitischen Kurs unverändert zu belassen, da eine Politik der ruhigen Hand geboten sei. Dazu gehöre auch eine nochmalige Bekräftigung der Forward Guidance des EZB-Rats zu den Leitzinsen, zum Nettoerwerb von Vermögenswerten und zur Wiederanlage der Tilgungsbeträge. Der gegenwärtige geldpolitische Impuls erscheine vollkommen angemessen und unterstütze die Wachstums- und Inflationsentwicklung erheblich. Mit Blick auf die Wirksamkeit der geldpolitischen Maßnahmen und die Angemessenheit des geldpolitischen Kurses sei Wachsamkeit geboten. Doch wurde betont, dass den Maßnahmen Zeit gegeben werden sollte, damit sie ihre volle Wirkung auf die Wirtschaft des Euroraums entfalten könnten.

Angesichts der seit September weitgehend unveränderten gedämpften Inflationsaussichten bekräftigten die Sitzungsteilnehmer die Notwendigkeit eines äußerst akkommodierenden geldpolitischen Kurses für einen längeren Zeitraum. Die Ratsmitglieder teilten allgemein die Einschätzung, dass die projizierte Inflation weiter hinter dem Inflationsziel des EZB-Rats zurückbleibe. Gleichzeitig hätten die marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen auf historisch niedrigem Niveau stagniert, und für die Wachstumsaussichten bestünden nach wie vor Abwärtsrisiken, wenngleich sich diese etwas abgeschwächt hätten. In diesem Umfeld müsse die Geldpolitik sehr expansiv bleiben. Die Sitzungsteilnehmer hoben die zentrale Bedeutung der Forward Guidance des EZB-Rats für die Gewährleistung der geldpolitischen Akkommodierung hervor. Dabei Sorge die verstärkte zustandsabhängige Forward Guidance, die auf der geldpolitischen Sitzung im September beschlossen worden sei, für ein gewisses Maß an „automatischer Stabilisierung“ bei Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Bedingungen. Eine deutlichere Verknüpfung der wahrscheinlichen Leitzinsentwicklung mit den Inflationsaussichten stelle sicher, dass die Finanzierungsbedingungen im Einklang mit der wirtschaftlichen Entwicklung und dem Inflationsausblick angepasst würden.

Mit Blick auf die Zukunft bestand überwiegend Einigkeit darüber, dass die aktuellen Daten und die Entwicklung der Risiken einer genauen Beobachtung bedürften. Gleichzeitig müsse weiter geprüft werden, inwieweit die geldpolitischen Maßnahmen vom September durchwirkten. In jedem Fall sei nach wie vor entscheidend, dass der EZB-Rat bereit sei, zu handeln und 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 Ziel annähere.

Unterdessen betonten einige Sitzungsteilnehmer, dass auf mögliche Nebenwirkungen der aktuellen geldpolitischen Maßnahmen geachtet werden müsse. Dies bedürfe einer genauen Beobachtung in der nächsten Zeit. So wurde angemerkt, dass die vom Eurosystem geschaffene Liquidität sorgfältig verfolgt werden müsse. Dies gelte für deren Auswirkungen auf die Bankenintermediation und die Märkte für Vermögenswerte – d. h. die Aktien-, Wohnimmobilien- und Immobilienmärkte – sowie auf renditegetriebene außereuropäische Kapitalabflüsse. Auch wurden gewisse Bedenken hinsichtlich der potenziellen Auswirkungen der negativen Zinssätze auf die privaten Haushalte im Euroraum geäußert. Daher müssten die Ersparnisbildung und die Konsumententwicklung ebenfalls eingehend beobachtet werden.

Dennoch herrschte dahingehend Zuversicht, dass die Leitzinsen den Umkehrzins noch nicht erreicht hätten. Bislang gebe es umfangreiche Belege dafür, dass sich die Kreditkonditionen im Euroraum weiter verbessert hätten, wobei sich das steigende Kreditvolumen sowie die rückläufigen Kreditzinsen für Unternehmen und private Haushalte förderlich auf deren Konsum- und Investitionsvorhaben auswirkten. Auch wenn das Negativzinsumfeld das Nettozinsergebnis der Banken beeinträchtige, sei der Gesamteffekt auf die Ertragslage der Banken nach wie vor positiv. Ursächlich hierfür seien vor allem Kapitalgewinne aus Wertpapierverkäufen der Banken an das Eurosystem sowie geringere Rückstellungen für die Wertberichtigung von Krediten, da sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld unter anderem infolge des akkommodierenden geldpolitischen Kurses verbessert habe.

In diesem Zusammenhang wurde daran erinnert, dass makroprudenzielle Maßnahmen die erste Verteidigungslinie gegen Risiken und Nebenwirkungen seien, da sie genau auf die identifizierten Probleme abgestimmt werden könnten. Bis zu einem gewissen Grad könne auch die Umsetzung der Geldpolitik angepasst werden, um unerwünschte Begleiterscheinungen zu vermindern. Als Beispiel hierfür könne die Einführung des zweistufigen Systems für die Verzinsung von Überschussreserven angeführt werden.

Mit Blick auf die Kommunikation waren die Ratsmitglieder weitgehend mit den von Herrn Lane eingangs unterbreiteten Vorschlägen einverstanden. Es müsse unterstrichen werden, dass die aktuellen Daten insgesamt weiterhin schwach seien, aber eine gewisse Stabilisierung der Wirtschaft im Eurogebiet signalisiert hätten. Es sei darauf hinzuweisen, dass die Risiken noch immer abwärtsgerichtet seien, wenngleich sie sich etwas abgeschwächt hätten. In Bezug auf die Geldpolitik müsse betont werden, dass Geduld und Beharrlichkeit vonnöten seien. Zum einen sei hervorzuheben, dass die im September beschlossenen Maßnahmen sich als wirksam erwiesen hätten und in der Realwirtschaft bereits angekommen seien. Allerdings erfordere es noch mehr Zeit, bis sie sich vollständig in den Wirtschaftsdaten niederschlugen. Zum anderen müsse herausgestellt werden, dass das Basisszenario für Wachstum und Inflation nach wie vor auf einem für längere Zeit äußerst akkommodierenden geldpolitischen Kurs basiere. Daher sei eine beständige Kommunikation vonnöten, um die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten. Dies trage dazu bei, dass sich die Inflation deutlich auf das Inflationsziel des EZB-Rats zubewege.

Es wurde auch die Ansicht geäußert, dass der EZB-Rat seine Entschlossenheit in Bezug auf das Erreichen des Inflationsziels bekräftigen müsse. Diesbezüglich sei die große Bedeutung der zustandsabhängigen Forward Guidance des EZB-Rats hervorzuheben, da diese von Marktteilnehmern und EZB-Beobachtern möglicherweise nicht in vollem Maße erkannt worden sei. Es müsse deutlich gemacht werden, dass die Formulierung der

Forward Guidance eine Anpassung der Finanzierungsbedingungen im Einklang mit Änderungen der Inflationsaussichten gewährleiste. Dies geschehe, indem die voraussichtliche Entwicklung der Leitzinsen eng mit einem Inflationsausblick, der hinreichend nahe, aber unter 2 % liege, sowie mit einem stetigen Anstieg der beobachteten zugrunde liegenden Inflation verknüpft werde.

Zugleich wurde es als wichtig erachtet zu betonen, dass der EZB-Rat potenzielle Nebenwirkungen seiner geldpolitischen Maßnahmen aufmerksam beobachte. Zwar sei die aktuelle Ausgestaltung der Geldpolitik vollkommen angemessen, doch müsse herausgestellt werden, dass die Analyse und Beobachtung der Nebenwirkungen ein wesentlicher Bestandteil der laufenden geldpolitischen Beurteilung des EZB-Rats sei.

Überdies sei nochmals darauf hinzuweisen, dass andere politische Entscheidungsträger entschiedener dazu beitragen müssten, die Wirtschaft des Euroraums zu unterstützen. Dies würde zu einer weiteren Stabilisierung und zur Vertrauensbildung beitragen. Zudem würden die Unsicherheiten im Zusammenhang mit Handelsspannungen und geopolitischen Spannungen abgebaut, welche ein dynamischeres Wirtschaftswachstum verhinderten. Insbesondere müsse die Finanzpolitik – vor allem in Staaten mit fiskalischem Spielraum – einen stärkeren Beitrag dazu leisten, die Wirtschaftslage in Anbetracht des schwächeren Konjunkturausblicks zu stabilisieren. Diesbezüglich begrüßte der EZB-Rat die jüngste Forderung der Eurogruppe nach differenzierten finanzpolitischen Antworten sowie ihre Bereitschaft zur Koordinierung.

Schließlich wurde auch vorgeschlagen, einige allgemeine Hinweise zur bevorstehenden Überprüfung der Strategie – einschließlich des voraussichtlichen Zeitplans – zu kommunizieren. Allerdings wurde es allgemein als ratsam erachtet, vor dem für Anfang 2020 vorgesehenen Beginn der Überprüfung durch den EZB-Rat von einer öffentlichen Diskussion über die Strategie abzusehen.

#### *Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation*

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen beschloss der EZB-Rat auf Vorschlag der Präsidentin, 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 in seinem Projektionszeitraum 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.

Am 1. November seien die Nettoankäufe im Rahmen des Programms des EZB-Rats zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € wieder aufgenommen worden. Der EZB-Rat gehe davon aus, dass sie 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 die Präsidentin und der Vizepräsident wie üblich in der Pressekonferenz nach der EZB-Ratssitzung vortrugen.

Einleitende Bemerkungen

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

Pressemitteilung

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

## **Sitzung des EZB-Rats, 11.-12. Dezember 2019**

### **Mitglieder**

Frau Lagarde, Präsidentin

Herr de Guindos, Vizepräsident

Herr Cœuré

Herr Costa

Herr Hernández de Cos

Herr Herodotou\*

Herr Holzmann

Herr Kažimír

Herr Knot

Herr Lane

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

### **Sonstige Teilnehmer**

Herr Dombrovskis, Exekutiv-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  
Frau Goulard  
Herr Haber  
Herr Kaasik  
Herr Kuodis  
Herr Kyriacou  
Herr Lünnemann  
Herr Odór  
Herr Pattipeilohy  
Herr Rutkaste  
Herr Tavlas  
Herr Välimäki

**Sonstige Mitarbeiter der EZB**

Frau Graeff, Generaldirektorin Kommunikation  
Herr Straub, Berater der Präsidentin  
Frau Holthausen, Stellvertretende Generaldirektorin Marktoperationen  
Herr Rostagno, Generaldirektor Geldpolitik  
Herr Sousa, Stellvertretender Generaldirektor Volkswirtschaft

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 20. Februar 2020, vorgesehen.

**Europäische Zentralbank**

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

*Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.*