

21. Februar 2019

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

am Mittwoch und Donnerstag, 23.-24. Januar 2019
in Frankfurt am Main

.....
Mario Draghi
Präsident der Europäischen Zentralbank

Übersetzung: Deutsche Bundesbank

In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

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

Finanzmarktentwicklungen

Herr Coeuré gab folgenden Überblick über die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten: In den ersten Wochen des laufenden Jahres sei die Volatilität an verschiedenen Märkten hoch geblieben, so vor allem an den Aktien- und Rohstoffmärkten. Die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent hätten nach der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 12.-13. Dezember 2018 zunächst weiter nachgegeben, sich aber seitdem erholt. Die Volatilität der Ölpreise sei Beleg für die erhöhte geopolitische Unsicherheit (und deren Einfluss auf das Ölangebot) sowie für Bedenken bezüglich der globalen Wachstumsaussichten (und deren Auswirkungen auf die Ölnachfrage).

Auch an einigen Devisenmärkten seien in jüngster Zeit verstärkt Schwankungen aufgetreten. So habe das Pfund Sterling nach der Ablehnung des EU-Austrittsabkommens durch das britische Parlament sowohl gegenüber dem Euro als auch gegenüber dem US-Dollar deutlich aufgewertet. Hingegen sei die Volatilität der Währungen der Schwellenländer im Vergleich zu ihrem 2018 verzeichneten erhöhten Niveau gesunken.

An den Anleihemärkten weltweit seien die Renditen spürbar gefallen: Seit Anfang Oktober 2018 seien die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen von rund 3,2 % auf 2,75 % und die Renditen zehnjähriger deutscher Staatsanleihen von etwa 0,60 % auf rund 0,25 % zurückgegangen. Der entsprechende Renditeabstand habe sich somit verringert und wieder den Stand erreicht, der über weite Strecken des Sommers 2018 verzeichnet worden war.

Eine Aufgliederung der zehnjährigen Zinssätze für Tagesgeld-Swaps im Euroraum und in den Vereinigten Staaten in inflationsbezogene und reale Komponenten lasse darauf schließen, dass die Renditen auf beiden Seiten des Atlantiks in diesem Zeitraum von zwei gegenläufigen Entwicklungen bestimmt worden seien. Zum einen habe sich der seit Spätsommer zu beobachtende Anstieg der Realrenditen, der vermutlich auf eine höhere reale Laufzeitprämie zurückzuführen sei, fortgesetzt. Zum anderen sei es zu einem Rückgang der inflationsbezogenen Komponente gekommen, wodurch der Effekt der steigenden Realrenditen kompensiert worden sei. Ein Vergleich zwischen den umfrage- und marktbasierten Erwartungen für die langfristige Inflation lege die Vermutung nahe, dass die Verringerung der inflationsbezogenen Komponente vor allem eine gesunkene Inflationsrisikoprämie widerspiegeln könne. Die Schlussfolgerung, dass Marktteilnehmer ihre mittelfristigen Inflationserwartungen in erheblichem Umfang neu bewertet hätten, sei daher verfrüht.

Die Spreads höher rentierlicher Staatsanleihen des Eurogebiets gegenüber deutschen Staatstiteln hätten sich in den letzten Wochen weitgehend stabilisiert. So seien die Renditeabstände zehnjähriger italienischer, spanischer und portugiesischer Staatsanleihen gegenüber den entsprechenden deutschen Wertpapieren seit Anfang Oktober 2018 entweder stabil geblieben oder zurückgegangen.

Für das Euro-Währungsgebiet sei die Zinsstrukturkurve der Terminalsätze am Geldmarkt deutlich flacher als im Oktober 2018, was darauf hindeute, dass eine erste Anhebung des Zinssatzes für die Einlagefazilität der EZB nun nicht mehr für September 2019, sondern erst für April 2020 erwartet werde. Die aus Umfragen abgeleiteten Erwartungen seien weniger stark korrigiert worden: Dort werde davon ausgegangen, dass die erste Anhebung im vierten Quartal 2019 erfolge.

Was die Aktienmärkte anbelange, so sei es im Eurogebiet insgesamt zu ähnlich hohen Bewertungsverlusten wie in den Vereinigten Staaten gekommen; diese beliefen sich seit Anfang Oktober 2018 auf rund 8 % bis 9 %. Eine Modellrechnung zeige, dass sich in der Aktienkursentwicklung im Euroraum auch geringere Gewinnerwartungen widerspiegeln, während die Entwicklung in den Vereinigten Staaten im Großen und Ganzen auf einen Anstieg der Aktienrisikoprämie zurückzuführen sei.

An den Märkten für Unternehmensanleihen sei es weltweit auf breiter Front zu gewissen Neubewertungen gekommen. So hätten sich die Renditeabstände hochverzinslicher US-Unternehmensanleihen seit Oktober 2018 um rund 120 Basispunkte vergrößert. Im Euroraum seien die Preiskorrekturen nicht ganz so ausgeprägt gewesen, doch auch hier hätten sich die Spreads hochrentierlicher Anleihen um etwa 90 Basispunkte ausgeweitet, und die Renditeabstände von Investment-Grade-Unternehmensanleihen seien ebenfalls merklich gestiegen.

Die Entwicklung an den Repomärkten des Euroraums sei indes am Jahresende glatter verlaufen als in den vergangenen Jahren, was einer besseren Vorbereitung seitens der Marktteilnehmer geschuldet gewesen sein dürfte.

Internationales Umfeld sowie wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

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

Im Hinblick auf das außenwirtschaftliche Umfeld sei eine weitere Abschwächung der Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft und des internationalen Handels zu verzeichnen. So sei der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im Schlussquartal 2018 im Vergleich zum dritten Jahresviertel zurückgegangen. Maßgeblich hierfür sei ein geringerer Beitrag des verarbeitenden Gewerbes gewesen, während die Dienstleistungskomponente weitgehend unverändert geblieben sei. Auch die Handelsindikatoren hätten sich gegen Ende 2018 abgeschwächt, wofür möglicherweise ein zunehmender konjunktureller Gegenwind sowie eine gestiegene politische Unsicherheit in Bezug auf die Handelsbeziehungen zwischen den Vereinigten Staaten und China verantwortlich gewesen seien.

Der jährliche Verbraucherpreisanstieg in den OECD-Ländern habe sich vor allem aufgrund sinkender Energiepreise auf 2,7 % verlangsamt. Ohne Nahrungsmittel und Energie sei er leicht auf 2,2 % zurückgegangen. Zugleich habe sich die Lohndynamik etwas stabilisiert: Die Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer habe in den ersten drei Quartalen 2018 bei knapp 3 % gelegen. Rohöl der Sorte Brent habe sich seit der geldpolitischen Sitzung vom Dezember um rund 3 % verteuert. Die Nahrungsmittelpreise seien im selben Zeitraum um 4 % gestiegen, die Metallpreise hingegen um 2 %

gesunken. Der Wechselkurs des Euro sei unterdessen sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch in nominaler effektiver Rechnung stabil geblieben.

Im Hinblick auf die Wirtschaft im Euroraum seien die neu eingegangenen Daten unerwartet schwach ausgefallen, sodass die kurzfristige Wachstumsdynamik gedämpfter verlaufen dürfte als zuvor angenommen. So sei der Gesamt-Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe im Euroraum von 52,7 Punkten im November auf 51,1 Punkte im Dezember gesunken. Überdies deuteten die jüngsten Ergebnisse der EMI-Umfrage auf eine weitere Wachstumsverlangsamung hin, insbesondere in den stärker konjunkturabhängigen Sektoren wie dem Investitions- und Zwischengüterbereich. Zugleich werde die Binnennachfrage durch günstige Finanzierungsbedingungen, eine positive Arbeitsmarktdynamik, steigende Löhne und niedrigere Energiepreise gestützt. Vor allem die privaten Konsumausgaben dürften sich weiterhin robust entwickeln.

Die Beschäftigung habe sich im dritten Jahresviertel 2018 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal erhöht, nachdem das Wachstum in den beiden vorangegangenen Quartalen jeweils 0,4 % betragen habe. Währenddessen sei die Arbeitslosenquote im November weiter auf 7,9 % und damit auf den niedrigsten Stand seit Oktober 2008 gesunken. Die Umfrageindikatoren deuteten für die kommenden Quartale auf ein schwächeres, aber weiterhin positives Beschäftigungswachstum hin. So habe der EMI für die Beschäftigung seit dem Sommer deutlich nachgegeben, mit 53,4 Punkten im Dezember jedoch nach wie vor im expansiven Bereich gelegen.

Den Erwartungen zufolge würden sich die Exporte in Länder außerhalb des Eurogebiets aufgrund des langsameren Anstiegs der Auslandsnachfrage weiterhin verhalten entwickeln. So habe sich das Wachstum der Warenausfuhr des Eurogebiets im dritten Quartal 2018 um 0,4 % gegenüber dem vorangegangenen Jahresviertel verringert. Dieser Rückgang könne einer geringeren Ausfuhr von Investitionsgütern und hier vor allem von Kraftfahrzeugen zugeschrieben werden. Die aktuellen Handelsdaten für Oktober und November sowie die jüngsten Umfrageindikatoren mit Vorlaufeigenschaften wiesen durchweg auf eine weitere Eintrübung der Außenhandelsperspektiven des Euroraums im Schlussquartal 2018 hin.

Die Vorausschätzung von Eurostat zur Preisentwicklung im Eurogebiet zeige für Dezember eine jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI von 1,6 % an, verglichen mit 1,9 % im November; die Vorjahresrate des am HVPI gemessenen Preisauftriebs ohne Energie und Nahrungsmittel habe im Dezember hingegen unverändert bei 1,0 % gelegen. Der Rückgang der HVPI-Inflation habe in erster Linie die niedrigere Preissteigerung bei Energie widerspiegelt. Insgesamt betrachtet seien die Daten für Dezember aufgrund der Entwicklung der Energie- und Dienstleistungspreise schwächer als erwartet ausgefallen. Unterdessen hätten sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation weiterhin seitwärts entwickelt. Der binnenwirtschaftliche Preisdruck habe zwar zugenommen, sich aber noch nicht in der Verbraucherpreisentwicklung niedergeschlagen. Entlang der Wertschöpfungskette sei bei Waren wie auch bei Dienstleistungen eine dynamischere Entwicklung der Einfuhr- und Erzeugerpreise zu verzeichnen. Der arbeitskostenbedingt steigende Kostendruck habe im dritten Quartal 2018 zugenommen; so hätte sich das Wachstum der Lohnstückkosten von 1,6 % im zweiten Jahresviertel auf zuletzt 2,2 % beschleunigt.

Dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das erste Quartal 2019 zufolge beliefen sich die durchschnittlichen Inflationserwartungen für 2019, 2020 bzw. 2021 auf 1,5 %, 1,6 % bzw. 1,7 %. Gegenüber der vorangegangenen Umfrage zum letzten Jahresviertel 2018 stelle dies eine Abwärtskorrektur um 0,2 Prozentpunkte für 2019 und um 0,1 Prozentpunkte für 2020 dar. Die hieraus hervorgehende Abschwächung der Inflationsentwicklung im Vergleich zu den Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2018 lasse sich größtenteils auf abweichende Annahmen zu den Ölpreisen zurückführen. Auch die marktbasierenden Inflationserwartungen seien etwas nach unten korrigiert worden; so liege die fünfjährige Termin-Breakeven-Inflationsrate in fünf Jahren nun bei 1,54 %.

Die Finanzierungsbedingungen hätten sich in den letzten Monaten vor dem Hintergrund einer erhöhten Marktvolatilität zwar etwas verschärft, seien gegenüber der Ratssitzung vom Dezember jedoch weitgehend unverändert geblieben. Insgesamt gesehen seien die Kreditbedingungen nach wie vor günstig. Im Vergleich zu ihrem Stand zum Zeitpunkt der Dezember-Sitzung hätten sich die Aktienkurse von nichtfinanziellen Unternehmen etwas erholt, wenngleich die Gewinnerwartungen dieser Unternehmen nach unten korrigiert worden seien. Die Marktteilnehmer erwarteten die erste Leitzinserhöhung der EZB nunmehr zu einem noch späteren Zeitpunkt als bisher.

Was die Geldmengen- und Kreditentwicklung betreffe, so habe sich das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 im November erneut leicht auf zuletzt 3,7 % verlangsamt. Getragen werde die Geldschöpfung zunehmend von der Kreditvergabe an den privaten Sektor. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an diesen Sektor habe sich in den letzten Monaten stabilisiert und im November 2018 bei 3,3 % eingependelt, nachdem sie seit Beginn des Jahres 2014 gestiegen sei. Zugleich hätten sich die gewichteten Refinanzierungskosten der Banken in jüngster Zeit etwas erhöht – was in erster Linie mit einem Anstieg der Bankanleiherenditen zusammenhänge –, während die Kurse von Bankaktien gesunken seien. Unterdessen blieben die Kreditzinsen weiterhin günstig und lägen nur geringfügig über ihren historischen Tiefständen.

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

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend stellte Herr Praet fest, dass sich die Finanzierungsbedingungen in den letzten Monaten vor dem Hintergrund einer erhöhten Marktvolatilität etwas verschärft hätten, aber weiterhin akkommodierend seien. Die Geldpolitik der EZB habe dazu beigetragen, die Auswirkungen der bestehenden Unsicherheiten auf die Finanzierungsbedingungen zu dämpfen. Die Kreditbedingungen für private Haushalte und Unternehmen seien nach wie vor günstig.

Die aktuellen Wachstumsdaten seien aufgrund einer geringeren Auslandsnachfrage sowie länder- und sektorspezifischer Faktoren erneut schwächer ausgefallen als erwartet, wobei die kurzfristige Wachstumsdynamik gedämpfter verlaufen dürfte als zuvor angenommen.

Bei den Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets habe eine Verschiebung in Richtung Abwärtsrisiken stattgefunden, da die anhaltenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen

Faktoren, der Gefahr von Protektionismus, Anfälligkeiten der Schwellenländer sowie mit der Finanzmarktvolatilität zunehmend die Stimmungslage der Wirtschaft beeinflussten.

Die HVPI-Inflation sei im Dezember insbesondere aufgrund des geringeren Anstiegs der Energiepreise rückläufig gewesen und dürfte in den kommenden Monaten noch weiter zurückgehen. Obgleich sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation nach wie vor verhalten entwickelten, gewinne der Arbeitskostendruck weiter an Stärke und dürfte sich in nächster Zeit in der zugrunde liegenden Teuerung niederschlagen.

Der anhaltende Konjunkturaufschwung stütze zwar weiterhin das Vertrauen auf eine nachhaltige Annäherung der Teuerung an das Inflationsziel der EZB, doch gelte es die Auswirkungen der jüngsten Entwicklungen auf die mittelfristigen Aussichten eingehend zu analysieren.

Vor diesem Hintergrund schlug Herr Praet vor, zum gegenwärtigen Zeitpunkt die erweiterte Forward Guidance des EZB-Rats zu bestätigen, die – insbesondere unter den gegebenen Bedingungen – zu einem günstigeren Marktzinsniveau beigetragen habe.

Die externe Kommunikation solle a) betonen, dass die aktuellen Daten erneut schwächer als erwartet ausgefallen seien und eine sich kurzfristig abschwächende Wachstumsdynamik signalisierten, b) einräumen, dass bei den Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets angesichts der anhaltenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der Gefahr von Protektionismus, Anfälligkeiten der Schwellenländer sowie mit der Finanzmarktvolatilität eine Verschiebung in Richtung Abwärtsrisiken stattgefunden habe, c) unterstreichen, dass der anhaltende Konjunkturaufschwung im Euroraum und der allmählich zunehmende Inflationsdruck weiterhin das Vertrauen auf eine nachhaltige Annäherung der Inflationsrate an das Ziel des EZB-Rats nährten, d) hervorheben, dass nach wie vor erhebliche geldpolitische Impulse unerlässlich seien, um den weiteren Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht zu stützen, und dass der EZB-Rat diese Impulse durch seine Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen – untermauert durch die Reinvestitionen des beträchtlichen Bestands an erworbenen Vermögenswerten – setzen werde, e) erneut bestätigen, dass der EZB-Rat in jedem Fall bereit sei, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate weiterhin nachhaltig 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 Praet in seiner Einführung vorgetragene Einschätzung der Aussichten für die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet und erörterten die Risiken. Die jüngsten Daten und Umfrageergebnisse seien angesichts einer geringeren Auslandsnachfrage sowie einiger länder- und sektorspezifischer Faktoren, die sich auf die Binnenkonjunktur auswirkten, erneut schwächer als erwartet ausgefallen. Obgleich der Einfluss einiger dieser Faktoren voraussichtlich nachlassen werde, legten aktuelle Daten nahe, dass die kurzfristige

Wachstumsdynamik gedämpfter verlaufen könnte als zuvor angenommen. Angesichts der erheblichen Unsicherheit darüber, ob die länder- und sektorspezifischen Faktoren vorübergehender oder länger anhaltender Natur seien, könnten bezüglich der Auswirkungen eines auf kurze Sicht langsameren Wachstums auf die mittelfristigen Konjunkturaussichten jedoch keine eindeutigen Schlüsse gezogen werden. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass der Wirtschaftsausblick im Rahmen der EZB-Ratssitzung Anfang März einer genaueren Beurteilung unterzogen werde, wenn die neuen gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vorlägen.

Bei der Betrachtung der Aussichten und Risiken für das außenwirtschaftliche Umfeld stellten die Sitzungsteilnehmer fest, dass sich die globale Wachstums- und Handelsdynamik weiter abgeschwächt habe. Insbesondere mit Blick auf die zunehmenden Auswirkungen des Handelsprotektionismus und einer Eskalation der Handelskonflikte auf die weltwirtschaftlichen Aussichten im Zeitverlauf wurde Besorgnis geäußert. Es wurde darauf hingewiesen, dass die Einfuhren Chinas zum Jahresende 2018 erheblich geringer ausgefallen seien als erwartet. Dies spiegele aller Wahrscheinlichkeit nach die negativen Folgen der Handelsspannungen zwischen den Vereinigten Staaten und China wider. Des Weiteren bestünden nach wie vor akute Risiken im Zusammenhang mit dem Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU. Es herrschte weithin Einigkeit darüber, dass die Unsicherheiten und Risiken im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der Gefahr von Protektionismus, Anfälligkeiten in den Schwellenländern sowie mit der Finanzmarktvolatilität nach wie vor von Bedeutung seien und die Weltwirtschaft zunehmend zu strapazieren schienen. Vor diesem Hintergrund wurde die Ansicht vertreten, dass die Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft und den internationalen Handel gestiegen seien.

Mit Blick auf die Wirtschaft des Euroraums stellten die Ratsmitglieder fest, dass die jüngsten Daten schwächer ausgefallen seien als erwartet. Gegenüber dem Vorquartal sei das Wachstum des realen BIP im dritten Quartal 2018 von 0,4 % auf 0,2 % gesunken. Auch einige andere harte Daten seien enttäuschend ausgefallen, und aktuellere Indikatoren, die auf den jüngsten von der Europäischen Kommission durchgeführten Branchenbefragungen und Umfragen zum Einkaufsmanagerindex basierten, hätten weiter nachgegeben. Insgesamt deuteten die verfügbaren Daten darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum wahrscheinlich einige Quartale lang dem Potenzialwachstum entsprechen oder sogar darunter liegen werde. Zudem dürfe nicht verkannt werden, dass der statistische Unterhang infolge der Wachstumsverlangsamung im zweiten Halbjahr 2018 an sich schon niedrigere Projektionen für das Wachstum im Jahr 2019 nach sich ziehe. Allerdings wurde betont, dass das Wachstum nach wie vor positiv sei und die Wahrscheinlichkeit einer Rezession gering bleibe. Dennoch bestand weitgehend Einigkeit darin, dass zum gegenwärtigen Zeitpunkt erhöhte Unsicherheit darüber bestehe, wie lange die aktuelle leichte Eintrübung andauern werde.

Zugleich wurde hervorgehoben, dass das Wachstum im Eurogebiet weiterhin von Fundamentalfaktoren, insbesondere von den günstigen Finanzierungsbedingungen, erneuten Beschäftigungszuwächsen, steigenden Löhnen, niedrigeren Energiepreisen und dem anhaltenden, wenn auch etwas abgeschwächten, weltweiten Konjunkturaufschwung getragen werde.

Im Zuge ihres Meinungsaustauschs über die Auslegung der neu eingegangenen Informationen stellten die Ratsmitglieder die jüngsten Entwicklungen in ihren jeweiligen Ländern dar und versuchten, die wahrscheinliche Persistenz der Faktoren zu bestimmen, die für die jüngste Konjunkturabschwächung

verantwortlich seien. Die Auswirkungen neuer Standards für Emissionstests auf die Automobilproduktion und die Pkw-Zulassungen wurden erneut als dämpfender Faktor in der größten Volkswirtschaft des Eurogebiets angeführt. Allerdings stiegen die Pkw-Neuzulassungen wieder an. Die Schwäche habe länger gedauert als ursprünglich angenommen, und obwohl es Anzeichen dafür gebe, dass sie nun zum Ende kommen dürfte, bestehe Unsicherheit darüber, wie schnell sich die Aktivität in diesem Sektor erholen werde. Es wurde auch darauf hingewiesen, dass angesichts des Reifegrads des Konjunkturzyklus sogar bei der Abwesenheit von Schocks davon ausgegangen werden könne, dass sich das Wachstum im Euroraum von Zuwachsraten über dem Potenzial auf Raten näher am Potenzialwachstum verlangsamt.

Die Sitzungsteilnehmer befassten sich eingehend mit den Risiken für den Wachstumsausblick des Euro-Währungsgebiets. Es herrschte allgemein die Ansicht, dass noch nicht verlässlich beurteilt werden könne, wie lange die aktuelle leichte Eintrübung anhalten werde und in welchem Ausmaß ein auf kurze Sicht langsames Wachstum die mittelfristigen Wachstumsaussichten beeinträchtigen könne, da einige Faktoren temporär oder länder- bzw. sektorspezifisch seien. Die Ratsmitglieder stimmten jedoch der von Herrn Praet dargelegten Bewertung zu, dass nun verstärkt auch einiges dafür spreche, die Risiken als abwärtsgerichtet einzuschätzen. Abwärtsrisiken bestünden größtenteils aufgrund von Risiken im außenwirtschaftlichen Umfeld, beispielsweise im Zusammenhang mit einem erhöhten Protektionismus und dem Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU, welche die Stimmungslage im Euroraum zunehmend belasteten. Hervorgehoben wurde der kumulierte Einfluss der vorhandenen Vielzahl an außen- wie auch binnenwirtschaftlichen Risiken, wobei die weichen Daten im Eurogebiet stärker nachgegeben hätten als die harten Daten. Es wurden Bedenken darüber geäußert, dass das anhaltend hohe Maß an Unsicherheit das Vertrauen beeinträchtige, was in weiteren Rückgängen bei Branchenumfragen zum Ausdruck komme. Dies wiederum könne negative Auswirkungen auf die Binnennachfrage haben.

Es wurde argumentiert, dass eine Bewertung der Wachstumsrisiken als noch immer weitgehend ausgewogen durch den niedrigeren Ölpreis und die Impulse finanzpolitischer Maßnahmen gerechtfertigt werden könne. Darüber hinaus könne der negative Einfluss eines Schocks für das globale Wachstum auch durch politische Reaktionen in den verschiedenen Ländern teilweise kompensiert werden.

Zugleich wurde betont, dass die beobachtete Wachstumsverlangsamung im Eurogebiet stärker und weiter gefasst zu sein scheine als ursprünglich angenommen und nicht nur die Automobilbranche, sondern auch andere Teilsektoren des verarbeitenden Gewerbes betreffe. Die negativen Entwicklungen hätten sich im Euroraum weiter verbreitet, und es bestehe die Gefahr, dass zahlreiche Nachfragekomponenten in Mitleidenschaft gezogen würden. Obwohl die Abkühlung in erster Linie auf externe Faktoren zurückzuführen zu sein scheine, seien Transmissions- und Übertragungseffekte im Eurogebiet ausschlaggebend dafür gewesen, dass sich auch die Binnennachfrage abgeschwächt habe. Während die Konjunkturdämpfung zuvor insbesondere durch den Handel bedingt gewesen sei, sei das Wachstum der privaten Konsumausgaben im dritten Quartal 2018 schwächer ausgefallen, und das Beschäftigungswachstum habe sich verlangsamt. Würden sich sowohl die Exporte als auch der Konsum abschwächen, dürfte dies in absehbarer Zeit auf die Investitionen durchwirken. Des Weiteren wurde erneut darauf hingewiesen, dass frühere Korrekturen der Wachstumsdaten in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen im Wesentlichen die Einbindung neuer Daten für

die kurze Frist widerspiegeln und der Wachstumspfad für den verbleibenden Projektionszeitraum praktisch unverändert geblieben sei.

Alles in allem teilten die Ratsmitglieder die Auffassung, dass bei den Risiken für den Wachstumsausblick im Euroraum angesichts der anhaltenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der Gefahr von Protektionismus, Anfälligkeiten in den Schwellenländern sowie mit der Finanzmarktvolatilität eine Verschiebung in Richtung Abwärtsrisiken stattgefunden habe.

In Bezug auf die Preisentwicklung traf die eingangs von Herrn Praet dargelegte Beurteilung auf breite Zustimmung. Den Angaben von Eurostat zufolge sei die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet von 1,9 % im November 2018 auf 1,6 % im Dezember gesunken. Ursächlich hierfür sei vor allem ein geringerer Preisauftrieb bei Energie gewesen. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation in den nächsten Monaten weiter zurückgehen. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich zwar nach wie vor allgemein verhalten, doch vor dem Hintergrund einer hohen Kapazitätsauslastung und einer zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten gewinne der binnenwirtschaftliche Kostendruck weiter an Stärke und Breite. Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung und einem höheren Lohnwachstum werde erwartet, dass die zugrunde liegende Inflation auf mittlere Sicht zunehme.

Bezüglich der möglichen Auswirkungen des schwächeren Wachstums auf die mittelfristigen Inflationsaussichten wurde angeführt, dass für eine umfassende Beurteilung weitere Informationen erforderlich seien. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass sich die Lage am Arbeitsmarkt zuletzt weiter aufgehellt habe und in einigen Mitgliedstaaten ein Mangel an Arbeitskräften deutlicher erkennbar sei, wenngleich sich das Beschäftigungswachstum generell etwas verlangsamt habe. Die Ratsmitglieder waren der Auffassung, dass die jüngste Entwicklung des Lohnwachstums nach wie vor eine gewisse Bestärkung im Hinblick auf die Aussichten für die zugrunde liegende Inflation darstelle. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer habe sich im dritten Quartal 2018 im Euroraum insgesamt um 2,5 % erhöht und sei damit seit 2016 stetig gestiegen, wobei der Lohnzuwachs in den einzelnen Ländern und Sektoren an Breite gewonnen habe. Angeführt wurde auch, dass sich die im Jahr 2018 verzeichnete relativ hohe Gesamtinflation weiterhin auf die Tarifverhandlungen auswirken werde, die oftmals eine vergangenheitsorientierte Komponente umfassten.

Es wurde allgemein betont, dass die Transmission höherer Löhne auf die Entwicklung der Verbraucherpreise den mittelfristigen Ausblick für die Teuerung maßgeblich beeinflusse und einen großen Unsicherheitsfaktor in Bezug auf die Inflationsaussichten darstelle, der genau beobachtet werden müsse. Zwar scheine eine stabile Beziehung zwischen Löhnen und Arbeitslosigkeit zu bestehen, doch habe die sich aufhellende Arbeitsmarktlage bislang nur geringe Auswirkungen auf die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation gehabt. So habe diese in den vergangenen fünf Jahren konstant bei rund 1 % gelegen, wohingegen die Arbeitslosenquote von etwa 12 % auf knapp 8 % zurückgegangen sei. Selbst in der Phase raschen Wirtschaftswachstums sei die zugrunde liegende Inflation nicht gestiegen.

Die Sitzungsteilnehmer erörterten darüber hinaus die Entwicklung der Gewinnmargen und -aufschläge. Es wurde festgestellt, dass das höhere Lohnwachstum nicht auf die Preisentwicklung durchgewirkt habe, da es von den Unternehmen durch die Verringerung der Gewinnspannen absorbiert wurde. In diesem

Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass der Bruttobetriebsüberschuss im dritten Quartal 2018 auf nahezu null gesunken sei. Zugleich wurde jedoch vorgebracht, dass eine Reduzierung der Gewinnaufschläge nicht unbegrenzt möglich sei und dies das Durchwirken der höheren Löhne auf die Verbraucherpreise lediglich verzögere. Grundsätzlich wurde hervorgehoben, dass die Transmission auf die Entwicklung der Verbraucherpreise zeitlichen Verzögerungen unterliege, sodass in diesem Punkt wohl mehr Zeit und Geduld vonnöten seien. Doch auch Faktoren von eher struktureller oder längerfristiger Natur – wie beispielsweise Veränderungen im Wettbewerbsumfeld oder durch E-Commerce bedingter Margendruck – könnten nach wie vor eine Rolle spielen.

Was die jüngste Entwicklung der längerfristigen Inflationserwartungen betreffe, so seien sowohl die markt- als auch die umfragebasierten Messgrößen seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats gesunken. Die im Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB enthaltenen Erwartungen bezüglich der Inflation in fünf Jahren seien im ersten Quartal 2019 auf 1,8 % von 1,9 % im Schlussquartal 2018 nach unten korrigiert worden. Marktbasierte Inflationserwartungen auf Grundlage des fünfjährigen inflationsindexierten Termin-Swapsatzes in fünf Jahren lägen mit 1,54 % leicht unter dem Niveau zum Zeitpunkt der Sitzung des EZB-Rats vom Dezember 2018 und damit auf ihrem niedrigsten Stand seit Juni 2017. Zwar sei das Deflationsrisiko seit einiger Zeit vernachlässigbar, doch hätten sich die kurzfristigen Inflationaussichten aufgrund der niedrigeren Ölpreise und der schwachen Entwicklung der inländischen Dienstleistungspreise eingetrübt. Die Ratsmitglieder äußerten Bedenken, dass die Gefahr bestehe, dass diese neuerliche Abschwächung bei längerer Dauer die Inflationserwartungen beeinträchtigen könne.

Was die Finanzpolitik betrifft, so bekräftigte der EZB-Rat die Notwendigkeit einer erneuten Aufstockung der fiskalischen Reserven. Besonders wichtig sei dies in Ländern mit hohen öffentlichen Schuldenständen, in denen eine vollständige Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts von entscheidender Bedeutung sei, um solide Haushaltspositionen sicherzustellen.

Im Hinblick auf die monetäre Analyse fand die eingangs von Herrn Praet dargelegte Einschätzung breite Zustimmung. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge (M3), die sich im November 2018 leicht verringert habe, werde weiterhin durch die Vergabe von Bankkrediten gestützt. Das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 habe nach wie vor den größten Beitrag zum Wachstum der weit gefassten Geldmenge geleistet. Ferner wurde auf die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für das vierte Quartal 2018 verwiesen, aus denen hervorgehe, dass die Kreditvergabebedingungen der Banken insgesamt weiterhin vorteilhaft seien, nachdem über einen längeren Zeitraum per saldo eine Lockerung zu beobachten gewesen sei, und dass sich die Nachfrage nach Bankkrediten weiter erhöht habe. Die Richtlinien für die Vergabe von Krediten an Unternehmen wie auch an private Haushalte hätten sich leicht verschärft, was vor allem durch die Entwicklungen in einem großen Euro-Land bedingt gewesen sei, dessen Finanzmärkte Volatilitäten unterlegen habe. Zudem seien die Refinanzierungskosten der Banken gestiegen.

Mit Blick auf die Zukunft wurde die Ansicht vertreten, dass die Aussichten für die Liquiditätsbedingungen der Banken mit in Betracht gezogen werden sollten, da Tilgungen im Zusammenhang mit ausstehenden gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften anstünden, durch die sich „Klippeneffekte“ ergeben könnten.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen

Die von Herrn Praet in seiner Einleitung vorgetragene Einschätzung bezüglich des geldpolitischen Kurses stieß auf breite Zustimmung. Es bestand weitgehende Einigkeit darüber, dass der Kurs nach wie vor insgesamt sehr expansiv sei und dazu beigetragen habe, die Wirkung der bestehenden Unsicherheiten auf die Finanzierungsbedingungen zu dämpfen, wobei Letztere günstig geblieben seien. Es wurde angemerkt, dass die Unsicherheit nicht nur hinsichtlich des außenwirtschaftlichen Umfelds, sondern in jüngster Zeit auch hinsichtlich der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets zugenommen habe, und zwar sowohl im Hinblick auf die Wachstumsaussichten als auch in Bezug auf die Inflation. Ursächlich hierfür seien nicht nur die niedrigeren Ölpreise, sondern auch das langsame Durchwirken der Löhne auf die Preise.

Unter den Sitzungsteilnehmern herrschte ein breiter Konsens darüber, dass die günstigen Finanzierungsbedingungen, die positive Dynamik am Arbeitsmarkt und das höhere Lohnwachstum den Konjunkturaufschwung weiterhin stützten. Dies nähre das Vertrauen, dass sich die Annäherung der Inflation an das Ziel des EZB-Rats fortsetzen werde. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich zwar nach wie vor verhalten, doch der Arbeitskostendruck gewinne weiter an Stärke und dürfte sich in nächster Zeit in der zugrunde liegenden Teuerung niederschlagen. In diesem Zusammenhang wurde betont, dass das Eurogebiet nach wie vor ein Wachstum verzeichne, wobei sich die Lage am Arbeitsmarkt verbessere und der Verbrauch durch niedrigere Ölpreise gestützt werde.

Entscheidend mit Blick auf die Zukunft sei die Frage, inwieweit sich die schwächere Wachstumsdynamik als beständiger erweisen könnte als derzeit erwartet. Für eine tiefer greifende Analyse und mehr Klarheit seien weitere Informationen, unter anderem die gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März, erforderlich. Erst dann könnten Schlussfolgerungen bezüglich der mittelfristigen Inflationsaussichten gezogen werden.

Vor diesem Hintergrund waren alle Ratsmitglieder mit den von Herrn Praet in seiner Einführung vorgetragenen geldpolitischen Überlegungen einverstanden. Somit gelte es, die erweiterte Forward Guidance zur Entwicklung der Leitzinsen der EZB und zu den Reinvestitionen der Tilgungsbeträge erworbener Vermögenswerte zu bekräftigen. Zugleich sei anzuerkennen, dass bei den Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets angesichts der anhaltenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren und der Gefahr von Protektionismus eine Verschiebung in Richtung Abwärtsrisiken stattgefunden habe. Von der Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen der EZB und die Reinvestitionen der Tilgungsbeträge aus dem beträchtlichen Bestand an erworbenen Vermögenswerten würden weiterhin erhebliche geldpolitische Impulse ausgehen. Unterdessen werde der EZB-Rat erneut bestätigen, dass er bereit sei, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate weiterhin nachhaltig dem vom EZB-Rat gesetzten Inflationsziel annähere.

Die Ratsmitglieder betonten, dass sich die Spezifizierung einer zeitbasierten wie auch einer zustandsabhängigen Komponente der Forward Guidance im Hinblick auf die geldpolitischen Instrumente des EZB-Rats bewährt habe. Angesichts der schwächer als erwartet ausgefallenen aktuellen Daten sei eine gewisse Lockerung der Finanzierungsbedingungen erfolgt, da sich die Markterwartungen hinsichtlich des Zeitpunktes einer ersten Leitzinserhöhung der EZB nach hinten verschoben hätten. Es wurde die Auffassung vertreten, dass diese endogene Reaktion im Einklang mit den zustandsabhängigen Elementen der Forward

Guidance des EZB-Rats stehe und zur Wahrung der Finanzierungsbedingungen beitrage, die nach wie vor für die projizierte Annäherung der Inflation ausschlaggebend seien. Die im Hinblick auf die Leitzinsen der EZB und die Reinvestitionen gekoppelte Forward Guidance wirke wie eine Art automatischer Stabilisator. Dies sei insbesondere in Situationen der Fall, in denen eine weitere Lockerung angesichts schwächer als erwartet ausgefallener Daten als wünschenswert erachtet werde.

Es herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass für eine fortgesetzte Annäherung der Inflation an das Ziel des EZB-Rats in nächster Zeit noch eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung erforderlich sei.

Zu den verfügbaren geldpolitischen Instrumenten für die längerfristige Liquiditätsbereitstellung gab es verschiedene Anmerkungen. Potenzielle neue Operationen sollten jeweils die zu erreichenden geldpolitischen Ziele widerspiegeln. Zwar sollten diesbezüglich keine überstürzten Entscheidungen getroffen werden, doch die technischen Analysen, die für die Erarbeitung geldpolitischer Optionen für zukünftige Liquiditätsgeschäfte erforderlich seien, müssten zügig voranschreiten.

Mit Blick auf die Kommunikation trafen die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgeschlagenen Elemente bei den Ratsmitgliedern auf breite Zustimmung. Dementsprechend sei es angemessen einzuräumen, dass die aktuellen Daten weiterhin schwächer als erwartet ausgefallen seien, dass aber günstige Finanzierungsbedingungen, die positive Dynamik am Arbeitsmarkt und das höhere Lohnwachstum nach wie vor das Wachstum und einen allmählich zunehmenden Inflationsdruck im Eurogebiet stützten. Gleichwohl sei dem Umstand Rechnung zu tragen, dass bei den Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets angesichts der anhaltenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der Gefahr von Protektionismus, Anfälligkeiten in den Schwellenländern sowie mit der Finanzmarktvolatilität eine Verschiebung in Richtung Abwärtsrisiken stattgefunden habe. In diesem Zusammenhang wurde hervorgehoben, dass eine umsichtige Kommunikation vonnöten sei, um für ein ausgewogenes Verhältnis zwischen einerseits der Glaubwürdigkeit, die durch eine Anerkennung der schwächer als erwartet ausgefallenen Daten gewährleistet werde, und andererseits dem Vertrauen auf eine Annäherung der Teuerung an das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats zu sorgen.

Folglich werde der EZB-Rat erneut seine Forward Guidance zu den Leitzinsen der EZB und zu den Reinvestitionen der Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten erworbenen Wertpapiere bestätigen.

Die Ratsmitglieder stimmten darin überein, dass die Geldpolitik weiterhin von Umsicht, Geduld und Beharrlichkeit geprägt sein und auch in nächster Zeit ihren datengestützten Ansatz beibehalten müsse. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sei eine ruhige Hand geboten und würden Diskussionen über geldpolitische Geschäfte oder die Forward Guidance als verfrüht eingestuft. Zugleich müsse der EZB-Rat abermals bekräftigen, dass er bei Bedarf bereit sei zu handeln.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen beschloss der EZB-Rat auf Vorschlag des Präsidenten, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,40 % zu

belassen. Der EZB-Rat bestätigte abermals, dass er davon ausgehe, dass die Leitzinsen mindestens über den Sommer 2019 und in jedem Fall so lange wie erforderlich auf ihrem aktuellen Niveau bleiben würden, um eine fortgesetzte nachhaltige Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht zu gewährleisten.

Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betreffe, so beabsichtige der EZB-Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginnt, und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anzulegen, 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

<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190124~cd3821f8f5.de.html>

Pressemitteilung

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190124~5c00d09d5d.de.html>

Sitzung des EZB-Rats, 23.-24. Januar 2019

Mitglieder

Herr Draghi, Präsident

Herr de Guindos, Vizepräsident

Herr Cœuré

Herr Costa

Frau Georghadji

Herr Hansson

Herr Hernández de Cos

Herr Knot*

Herr Lane

Frau Lautenschläger

Herr Makúch

Herr Mersch

Herr Nowotny*

Herr Praet

Herr Rehn

Herr Reinesch*

Herr Stournaras

Herr Vasiliauskas

Herr Vasle

Herr Vella*

Herr Villeroy de Galhau

Herr Visco

Herr Weidmann

Herr Wunsch

* Mitglieder, die im Januar 2019 gemäß Artikel 10.2 der ESZB/EZB-Satzung nicht stimmberechtigt waren.

Sonstige Teilnehmer

Herr Dombrovskis, Vizepräsident der Kommission**

Herr Teixeira, Sekretär, Generaldirektor Sekretariat

Herr Smets, Sekretär für Geldpolitik, Generaldirektor Volkswirtschaft

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

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

Begleitpersonen

Herr Alves

Herr Arce

Herr Aucremanne

Frau Buch

Herr Demarco

Herr Dolenc

Frau Donnery

Herr Gaiotti

Frau Goulard

Herr Kaasik

Herr Kuodis

Herr Mooslechner

Herr Ódor

Frau Razmusa, Stellvertreterin von Herrn Rimšēvičs

Herr Rutkaste

Herr Schoder

Herr Stavrou

Herr Swank

Herr Tavlas

Herr Välimäki

Sonstige Mitarbeiter der EZB

Frau Graeff, Generaldirektorin Kommunikation

Herr Straub, Berater des Präsidenten

Herr Bindseil, Generaldirektor Finanzmarktoperationen

Herr Rostagno, Generaldirektor Geldpolitik

Herr Sousa, Stellvertretender Generaldirektor Volkswirtschaft

Herr Stracca, Stellvertretender Generaldirektor Internationale und europäische Beziehungen

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 4. April 2019 vorgesehen.

Europäische Zentralbank

Generaldirektion Kommunikation

Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland

Tel.: +49 69 1344 7455, E-Mail: media@ecb.europa.eu

Internet: www.ecb.europa.eu

Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.