



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

5. Oktober 2017

Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank

in Frankfurt am Main

am Mittwoch und Donnerstag, 6.-7. September 2017

.....
Mario Draghi

Präsident der Europäischen Zentralbank

Übersetzung: Deutsche Bundesbank

In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

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

Finanzmarktentwicklungen

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

Seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 19.-20. Juli 2017 hätten sich zwei besonders erwähnenswerte Entwicklungen an den Staatsanleihemärkten vollzogen. Erstens habe sich die Ausweitung des Renditeabstands zwischen zehnjährigen US-amerikanischen und deutschen Staatsanleihen, zu der es nach den Präsidentschaftswahlen in den Vereinigten Staaten gekommen sei, nun praktisch wieder umgekehrt, nachdem sich der Spread fast im gesamten bisherigen Jahresverlauf 2017 verringert habe. Zweitens seien die langfristigen Renditen sowohl in den USA als auch im Euro-Währungsgebiet wieder auf das Niveau vom Juni 2017 gesunken, sodass der bis zur letzten EZB-Ratssitzung im Juli 2017 verzeichnete Renditeanstieg größtenteils rückgängig gemacht worden sei.

Diese Korrektur dürfte sich aus dem Zusammenspiel zweier Faktoren ergeben haben. Einerseits hätten neuerliche geopolitische Bedenken, insbesondere im Zusammenhang mit den Entwicklungen auf der koreanischen Halbinsel, und eine weltweit zu beobachtende Stimmung der Risikovermeidung zu einer gestiegenen Nachfrage nach sicheren Anlagen geführt. Eine zweite mögliche Erklärung für den Rückgang der langfristigen Staatsanleiherenditen betreffe die veränderten geldpolitischen Erwartungen. In diesem Zusammenhang könnten die Staatsanleihemärkte im Euroraum auch von der stärkeren Fokussierung der Marktteilnehmer auf die erwarteten Reinvestitionsströme im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) beeinflusst worden sein, was zu niedrigeren Renditen beigetragen habe.

Als weitere erwähnenswerte Entwicklung sei die mittlerweile sichtbare Entkoppelung des Zinsgefälles am langen Ende, gemessen am Renditeabstand zehnjähriger US-amerikanischer und deutscher Staatsanleihen, vom Wechselkurs zwischen dem Euro und dem US-Dollar zu nennen. Bis zur geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juli habe der Anstieg der Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar im Einklang mit der Neubewertung des Langfristzinsgefälles durch den Markt gestanden. Diese Verbindung sei seit Kurzem nicht mehr intakt, was den Schluss nahelege, dass der Wechselkurs von Faktoren beeinflusst werde, die nicht mit den langfristigen Aussichten für das Wirtschaftswachstum oder den Erwartungen hinsichtlich Wertpapierkäufen zusammenhingen. Einer dieser Faktoren beziehe sich wahrscheinlich auf die kurzfristigen geldpolitischen Aussichten, da es weder in den Vereinigten Staaten noch im Euroraum zu den antizipierten Leitzinserhöhungen gekommen sei. Ein weiterer Faktor könnte mit den jüngsten Investitionsströmen im Zusammenhang gestanden haben. So gebe es Hinweise, dass sich ausländische Investoren im Gefolge der Präsidentschaftswahlen in Frankreich, durch die sich die politische Unsicherheit im Eurogebiet verringert habe, allmählich wieder dem Euroraum und insbesondere dem dortigen Aktienmarkt zuwendeten.

Der stärkere Euro habe womöglich im gewissen Umfang zu einem Rückgang an den Aktienmärkten im Euro-Währungsgebiet beigetragen. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass die Gewinnerwartungen derjenigen gebietsansässigen Unternehmen, die einen Großteil ihres Umsatzes außerhalb des Euroraums erwirtschaften, korrigiert worden seien. Im Vergleich zu Firmen, die ihre Erträge vor allem innerhalb des Eurogebiets erzielen, hätten sich exportorientierte Unternehmen wegen der Euro-Aufwertung deutlich schlechter entwickelt, und dies obwohl die Mittelzuflüsse ausländischer Anleger gestiegen seien und die Analysten ihre konstruktiven Einschätzungen für Aktien des Euroraums nicht geändert hätten. Die geringfügige Aktienmarktkorrektur im Eurogebiet stehe in einem Gegensatz zu der Entwicklung in den Vereinigten Staaten, wo der S&P-500-Index seit Anfang Mai um 3 % zugelegt habe.

Herr Cœuré berichtete außerdem über die Umsetzung des APP während der Sommermonate. Im August 2017 habe das Eurosystem per saldo Wertpapiere in Höhe von 50 Mrd € erworben. Begleitet worden sei die reibungslose Umsetzung in diesem Zeitraum von einer gewissen auf technische Faktoren zurückzuführenden Volatilität der auf die einzelnen Länder entfallenden relativen Kaufanteile im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP). Herr Cœuré erinnerte daran, dass die geltenden Regeln eine gewisse Flexibilität bei den Reinvestitionen ermöglichen, um im Sinne des Prinzips der Marktneutralität bei geldpolitischen Operationen des Eurosystems handeln zu können. Im Einklang mit diesen Regeln seien operationale Entscheidungen getroffen worden, die Wiederanlage von Erlösen aus im Juli 2017 fällig werdenden französischen Anleihen über mehrere Monate zu strecken; dies habe im Juli zu einer vorübergehenden Verringerung des Anteils französischer Anleihen an den Nettokäufen im Rahmen des PSPP und einer scheinbar zu hohen Zuteilung für andere Länder geführt. Im August sei dann das umgekehrte Phänomen zu beobachten gewesen. Dieses Ergebnis sei von einigen Marktteilnehmern als bewusste Politikentscheidung der EZB ausgelegt worden, von der jedoch keine Rede sein könne.

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:

Die weltweite Erholung gewinne regionenübergreifend an Breite, was auch in den Umfrageindikatoren zum Ausdruck komme. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie sei im August weiter gestiegen. Zwar deuteten die monatlichen Daten auf eine Abschwächung des Welthandels im zweiten Quartal 2017 hin, doch ließen die Vorlaufindikatoren nach wie vor auf eine positive Entwicklung schließen. So liege der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft noch immer über seinem historischen Durchschnitt.

Die weltweite Inflation habe sich leicht erhöht. In den OECD-Ländern sei die jährliche Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe geringfügig von 1,9 % im Juni auf 2,0 % im Juli gestiegen. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet habe sich die Inflationsrate mit 1,8 % gegenüber dem Juniwert nicht verändert. Der leichte Anstieg der Gesamtinflation im Juli sei hauptsächlich den höheren

Energiepreisen zuzuschreiben. Die Preise für ein Barrel Rohöl der Sorte Brent seien nach dem im Juni verzeichneten Rückgang von 51 USD auf 44 USD im Juli wieder auf rund 53 USD geklettert. Seit der geldpolitischen Sitzung im Juli hätten sich die Notierungen für Rohstoffe ohne Öl in US-Dollar gerechnet um 4,1 % erhöht, was durch den Anstieg der Metallpreise bedingt gewesen sei. Im selben Zeitraum habe der Euro in nominaler effektiver Rechnung gegenüber den Währungen der 38 wichtigsten Handelspartner des Euroraums um 1,5 % aufgewertet.

Der Konjunkturaufschwung im Euro-Währungsgebiet sei nach wie vor solide und breit angelegt. Das reale BIP des Eurogebiets habe im zweiten Jahresviertel 2017 um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal zugenommen, verglichen mit 0,5 % im ersten Vierteljahr. Dem Wachstum der privaten Konsumausgaben kämen weiterhin stetige Einkommenssteigerungen und die niedrigen Zinsen zugute. Bei den Investitionsausgaben, die durch die günstigen Refinanzierungsbedingungen gefördert würden, zeichne sich eine Beschleunigung ab. Die Kapazitätsauslastung sei erneut gestiegen und habe wieder die vor der Krise beobachteten Höchststände erreicht. Das Beschäftigungswachstum verteile sich stärker, was ein weiteres Indiz für die Breite der Erholung und die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft sei.

Was die künftige Entwicklung betreffe, so deuteten die umfragebasierten Indikatoren auf eine Fortsetzung des kräftigen Wirtschaftswachstums im zweiten Halbjahr 2017 hin. Der EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie sei im August mit 55,7 Zählern gegenüber dem Vormonat unverändert geblieben. Nach wie vor hoch sei auch das Vertrauen in allen wichtigen Sektoren, die vom Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) der Europäischen Kommission abgedeckt werden. Die breit angelegte weltweite Erholung habe die Gesamtausfuhren des Eurogebiets gestützt; diese seien im ersten Jahresviertel 2017 im Vergleich zum Vorquartal um 1,2 % gestiegen. Die monatlichen Handelsdaten für die Warenexporte ließen auf eine weiterhin kräftige Dynamik im zweiten Vierteljahr schließen.

In den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2017 sei das Wachstum des realen BIP für das Jahr 2017 gegenüber den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2017 nach oben korrigiert worden und betrage nun 2,2 %, während die entsprechenden Werte für 2018 und 2019 mit 1,8 % bzw. 1,7 % unverändert geblieben seien.

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge habe sich die Teuerung nach dem HVPI im Euroraum von 1,3 % im Juli auf 1,5 % im August erhöht, was hauptsächlich dem höheren Preisauftrieb bei Energie zuzuschreiben sei. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet habe die HVPI-Inflation unverändert bei 1,2 % gelegen. Zugleich hätten sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation in den vergangenen Monaten leicht erhöht, wobei bislang aber noch keine überzeugenden Anzeichen einer nachhaltigen Aufwärtskorrektur zu erkennen seien. Der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette habe noch immer nicht auf die Erzeugerpreise auf den nachgelagerten Stufen durchgewirkt und werde durch die jüngste Aufwertung des Euro gedämpft. Auch sei noch kein Anstieg

des Lohnwachstums zu verzeichnen. Im ersten Quartal 2017 habe die jährliche Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer 1,2 % nach 1,4 % im letzten Jahresviertel 2016 betragen. Das Wachstum der Tariflöhne sei von 1,6 % im ersten Quartal 2017 auf 1,4 % im zweiten Vierteljahr gesunken, was hauptsächlich auf Entwicklungen bei den Einmalzahlungen zurückzuführen sei.

Im Vergleich zu den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2017 werde in den Projektionen der EZB vom September 2017 weiterhin von einer HVPI-Inflation von 1,5 % im Jahr 2017 ausgegangen, während die entsprechende Rate für 2018 um einen Zehntelprozentpunkt auf 1,3 % und für 2019 auf 1,5 % korrigiert worden sei. Gegenüber anderen wichtigen Prognosen lägen die Inflationsprojektionen für den Euroraum für 2017 am unteren Ende der Bandbreite und für 2018 und 2019 unterhalb dieser anderen Prognosen.

Die umfrage- und marktbasiereten Maße der Inflationserwartungen seien seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 19.-20. Juli weitgehend unverändert geblieben. So belaufe sich etwa der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren nach wie vor auf rund 1,6 %.

Was die finanziellen Bedingungen angehe, so habe sich die EONIA-Terminzinskurve seit der geldpolitischen Sitzung im Juli nach unten verlagert. Am deutlichsten sei diese Entwicklung am kurzen Ende der Kurve gewesen, was auf veränderte Erwartungen im Hinblick auf den Kurs der Geldpolitik hindeute. Auch die längerfristigen risikolosen Zinssätze seien leicht gesunken.

Die Spreads von Unternehmensanleihen hätten sich in allen Ratingkategorien noch etwas weiter verringert. Seit der geldpolitischen Sitzung im Juli hätten die Aktienkurse im Euroraum geringfügig nachgegeben. Die Kurs-Buchwert-Verhältnisse der Banken im Euro-Währungsgebiet seien im vergangenen Jahr gestiegen und entsprächen weitgehend den historischen Durchschnittswerten.

Schätzungen zufolge hätten sich die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (bestehend aus Bankkrediten, Anleiheemissionen am Markt und Beteiligungsfinanzierung) im August 2017 leicht auf 4,4 % verringert. Die Refinanzierungskosten der Banken seien aufgrund der geldpolitischen Maßnahmen der EZB nach wie vor günstig. Während sich die Zinssätze für Bankkredite an private Haushalte kaum verändert hätten, seien jene für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Juli auf den niedrigsten Stand seit Februar 2017 gesunken. Die Differenz zwischen den Zinsen für große und sehr kleine Kredite habe sich auf niedrigem Niveau weitgehend stabil gehalten.

Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 sei im Juli 2017 solide geblieben und bewege sich seit Beginn des APP um ein Niveau von rund 5 %. Binnenwirtschaftliche Quellen der Geldschöpfung seien dabei nach wie vor die Haupttriebfeder des M3-Wachstums. Die allmähliche Belegung der Kreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor habe sich im Juli fortgesetzt. Die Erholung des Buchkreditwachstums sei in allen Euro-Ländern zu beobachten.

Mit Blick auf den fiskalischen Kurs im Eurogebiet, gemessen an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos, stehe schließlich zu erwarten, dass er im Jahr 2017 leicht expansiv und in den Jahren 2018 und 2019 weitgehend neutral ausfallen werde.

Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen

Zusammenfassend stellte Herr Praet fest, dass sich die finanziellen Bedingungen seit der EZB-Ratssitzung am 19.-20. Juli 2017 etwas verschärft hätten. Der Anstieg des Wechselkurses sei zum Teil durch einen Rückgang der Erwartungen hinsichtlich der Zinsentwicklung ausgeglichen worden. Die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte seien nach wie vor sehr vorteilhaft. Gleichzeitig seien die jüngsten Wechselkursschwankungen ein Unsicherheitsfaktor, der wegen seiner möglichen Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität genau beobachtet werden müsse.

Der Konjunkturaufschwung sei nach wie vor solide und breit angelegt. So wiesen die von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2017 auf ein stärkeres Wachstum für das laufende Jahr hin als noch von den Experten des Eurosystems in ihren Projektionen vom Juni 2017 erwartet. Die Projektionen für das kommende Jahr und für 2019 seien indes unverändert geblieben. Den Projektionen zufolge werde die robuste Binnennachfrage die Auswirkungen eines stärkeren Euro kompensieren. Die Risiken für die Wachstumsaussichten seien nach wie vor weitgehend ausgewogen.

Der anhaltende Konjunkturaufschwung stimme zuversichtlich, dass sich die Preissteigerungsrate allmählich in Richtung eines Niveaus entwickeln werde, das mit dem Inflationsziel des EZB-Rats im Einklang stehe. Dennoch sei den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2017 zu entnehmen, dass sich die Annäherung der Inflationsrate aufgrund des stärkeren Euro etwas langsamer vollziehe als in den Projektionen vom Juni angenommen. Zwar hätten sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation in den vergangenen Monaten leicht erhöht, doch seien bislang noch keine überzeugenden Anzeichen für einen dauerhaften Aufwärtstrend zu erkennen. Außerdem sei nach wie vor ein sehr erheblicher Grad an geldpolitischer Akkommodierung die Voraussetzung dafür, dass es Fortschritte im Hinblick auf eine dauerhafte und selbsttragende Annäherung der Teuerungsrate an das Inflationsziel des EZB-Rats gebe.

Vor diesem Hintergrund müsse der EZB-Rat in den kommenden Monaten über die Kalibrierung seiner geldpolitischen Instrumente entscheiden, und zwar auf Basis einer umfassenden Einschätzung der Inflationsaussichten und des erforderlichen Grades an Akkommodierung zur Gewährleistung einer nachhaltigen Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht.

Herr Praet schlug vor, bis dahin den geldpolitischen Kurs und sämtliche Elemente der Forward Guidance unverändert beizubehalten. Hierzu gehöre die Zusage, den Umfang und/oder die Dauer des Ankaufprogramms auszuweiten, sollten sich die Aussichten für die Preisstabilität eintrüben oder die finanziellen Rahmenbedingungen nicht mehr mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung im Einklang stehen.

Was die Kommunikation betreffe, so sei es für den EZB-Rat wichtig, erstens seine Einschätzung einer kräftigen konjunkturellen Dynamik und einer noch immer verhaltenen Inflationsentwicklung im Euroraum zu

bestätigen, zweitens darauf hinzuweisen, dass die Risiken für die Wachstumsaussichten nach wie vor weitgehend ausgewogen seien, drittens hervorzuheben, dass die jüngsten Wechselkursschwankungen einen Unsicherheitsfaktor darstellten, der wegen seiner möglichen Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität genau beobachtet werden müsse, viertens sämtliche Elemente der Forward Guidance zu bestätigen und nochmals darauf hinzuweisen, dass weiterhin ein sehr erheblicher Grad an geldpolitischer Akkommodierung erforderlich sei, damit sich Inflationsdruck aufbaue, und fünftens zu signalisieren, dass der EZB-Rat in den kommenden Monaten über den geldpolitischen Kurs über das Jahresende hinaus entscheiden und dabei die erwartete Inflationsentwicklung und die finanziellen Bedingungen berücksichtigen werde, die für eine nachhaltige Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % erforderlich seien.

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 und Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet. Aktuelle Daten und Umfrageindikatoren deuteten darauf hin, dass der Konjunkturaufschwung weiterhin solide und über die Länder und Sektoren hinweg breit angelegt sei, wobei er sich im ersten Halbjahr 2017 stärker als erwartet beschleunigt habe. Was die künftige Entwicklung betreffe, so werde erwartet, dass das Wirtschaftswachstum robust bleibe. Dabei dürfte die kräftigere Binnennachfrage die Auswirkungen der Euro-Aufwertung auf die Ausfuhren kompensieren. Diese Einschätzung spiegele sich auch im Wachstumsausblick der von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2017 wider. Im Vergleich zu den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2017 seien die Aussichten für das Wachstum des realen BIP für 2017 aufgrund der zuletzt stärkeren Wachstumsdynamik nach oben korrigiert worden und für 2018 und 2019 im Großen und Ganzen unverändert geblieben.

Die Risiken für den Wachstumsausblick wurden als weitgehend ausgewogen angesehen, was der auf der letzten geldpolitischen Sitzung vorgetragenen Einschätzung entsprach. Aufwärtsrisiken für die Binnennachfrage ergäben sich dabei vor allem auf kurze Sicht aus der positiven Konjunkturdynamik. Abwärtsrisiken würden hauptsächlich aus globalen Faktoren und der Entwicklung an den Devisenmärkten erwachsen.

Im Hinblick auf die Aussichten und Risiken für das außenwirtschaftliche Umfeld wurde die Auffassung vertreten, dass die Weltwirtschaft ein solides Wachstumstempo aufweise; auch habe nach wie vor die Einschätzung Bestand, dass die Auslandsnachfrage weiterhin zur Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs im Euroraum beitragen werde. Die Risiken für die weltweite wirtschaftliche Erholung seien jedoch noch immer insgesamt abwärtsgerichtet. Dies liege unter anderem an den Unsicherheiten, die mit den wirtschaftspolitischen Entscheidungen in den Vereinigten Staaten und den Verhandlungen des Vereinigten Königreichs über den EU-Austritt behaftet seien, sowie an der Möglichkeit von Bilanzanpassungen in einigen Schwellenländern.

Was den Euroraum anbelangte, so fand der in den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2017 enthaltene Wachstumsausblick breite Zustimmung. Die Ratsmitglieder teilten die Einschätzung, dass die aktuellen Indikatoren stärker als erwartet ausgefallen seien und einmal mehr bestätigt hätten, dass sich das robuste Wachstum fortsetze. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) sowie der EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie lägen auf oder nahe bei ihrem nach der Krise verzeichneten Höchststand und deutlich über ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt. Angemerkt wurde zudem, dass sich die Lage an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets weiter verbessert habe. In diesem Zusammenhang wurde daran erinnert, dass im Euroraum seit Beginn der Erholung im Jahr 2013 rund sechs Millionen neue Stellen geschaffen worden seien.

Die Ratsmitglieder waren sich im Allgemeinen einig darin, dass die geldpolitischen Maßnahmen der EZB wesentlich zur derzeitigen Konjunkturbelebung beigetragen hätten und die Nachhaltigkeit der Wachstumsdynamik nach wie vor davon abhängen, dass die Finanzierungsbedingungen weiter günstig blieben. Gleichzeitig wurde angemerkt, es gebe Hinweise darauf, dass sich die wirtschaftliche Expansion in zunehmendem Maße selbst trage. Der Euroraum habe seit dem zweiten Jahresviertel 2013 nunmehr 17 Quartale in Folge ein positives Wirtschaftswachstum verzeichnet. Für eine längerfristige Betrachtung wurde der aktuelle Wachstumsausblick für 2017 gemäß den Stabsprojektionen der EZB vom September 2017 mit dem Wachstumsausblick für 2017 verglichen, der ein Jahr zuvor im Rahmen der Projektionen erstellt wurde. Letzterer sei deutlich weniger positiv gewesen. Es werde mittlerweile damit gerechnet, dass sich die Produktionslücke im Eurogebiet schneller schließen werde, auch wenn diese Einschätzung mit erheblicher Unsicherheit behaftet sei. Zugleich wurde angemerkt, dass sich weiter gefasste Messgrößen für den Grad der Unterauslastung noch immer auf einem erhöhten Niveau befänden. Was die wichtigsten Nachfragekomponenten im Einzelnen betreffe, so sei bei den privaten Konsumausgaben weiterhin ein starker Anstieg zu beobachten, der von einem anhaltenden Beschäftigungszuwachs und der Zunahme des Vermögens der privaten Haushalte getragen werde. Auch die Erholung der Investitionstätigkeit profitiere nach wie vor von sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und einer Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen. Trotz eines dämpfenden Effekts der Euro-Aufwertung werde erwartet, dass die breit angelegte weltweite Erholung die Ausfuhren des Euroraums stütze.

Mit Blick auf die Risiken für den Wachstumsausblick des Euroraums stimmten die Ratsmitglieder darin überein, dass die Risiken für die Konjunktur nach wie vor weitgehend ausgewogen seien. Einerseits ergäben sich Aufwärtsrisiken aus der Möglichkeit, dass sich aus der derzeitigen positiven Konjunkturdynamik ein unerwartet starker Aufschwung entwickle. Andererseits resultierten vor allem aus dem internationalen Umfeld Abwärtsrisiken im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren und Anfälligkeiten in einigen Schwellenländern. Überdies wurde die Auffassung vertreten, dass zwar die hohe binnenwirtschaftliche Wachstumsdynamik die Auswirkungen der stärkeren Gemeinschaftswährung auf die Wirtschaft des Euroraums bis zu einem gewissen Grad abfedern könne, die Entwicklung an den

Devisenmärkten aber dennoch ein Abwärtsrisiko für Wachstum und Inflation im Euro-Währungsgebiet darstelle.

Zur jüngsten Entwicklung der Wechselkurse gab es verschiedene Anmerkungen. Bei der Beurteilung dieser Entwicklungen sei es wichtig, die Haupttriebkkräfte für die Aufwertung des Euro zu berücksichtigen – wie dies in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2017 der Fall sei –, da die Auswirkungen der Wechselkursentwicklung auf die Wachstums- und Inflationsaussichten von den zugrunde liegenden Ursachen abhingen. Der Ansatz der Experten bezüglich einer modellgestützten Schockzerlegung, wonach Nachfrage, Geldpolitik und exogene Wechselkursschocks jeweils etwa ein Drittel zum Anstieg der Gemeinschaftswährung beigetragen hätten, fand teilweise Zustimmung. Es wurde die Auffassung vertreten, dass der bisherige Wertzuwachs des Euro bis zu einem gewissen Grad als endogen angesehen werden könne und positivere Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet widerspiegeln, etwa ein stärkeres Wachstum und eine geringere Wahrnehmung politischer Risiken.

Gleichzeitig wurden auch Fragen zu dem in den September-Projektionen von den Experten gewählten Ansatz bezüglich der Behandlung der Wechselkursauswirkungen gestellt. Es wurde betont, dass es ungewiss sei, wie sich die Euro-Aufwertung auf Wachstum und Inflation niederschlagen werde. Die Identifizierung der Ursachen der Aufwertung sei abhängig vom verwendeten Modell und erfordere somit weitere Analysen. Selbst wenn der jüngste Anstieg der Gemeinschaftswährung in gewissem Umfang auf eine positive Wachstumsentwicklung im Euroraum zurückzuführen sei, könne ein bedeutender Teil immer noch als exogen angesehen werden, beispielsweise jener, der relativen geldpolitischen Schocks zugeschrieben werde. Zwar sei es möglich, dass die Höherbewertung des Euro mit einer positiveren Stimmungslage gegenüber dem Eurogebiet zusammenhänge, doch spiegele die Veränderung des Wechselkurses auch die Entwicklung andernorts wider. Vor allem hätten die Märkte – verglichen mit dem Jahresbeginn – ihre Erwartungen im Hinblick auf das Wachstum sowie die geld- und fiskalpolitischen Aussichten in den Vereinigten Staaten revidiert.

Zugleich wurden Bedenken hinsichtlich des Risikos eines möglichen Überschießens des Wechselkurses geäußert. Es wurde daran erinnert, dass in den Stabsprojektionen der EZB vom September 2017 von einem über den Projektionshorizont konstanten Wechselkurs ausgegangen werde. In diesem Zusammenhang wurde das Tempo der jüngsten Aufwertung – auch in der Zeit nach dem Redaktionsschluss der Projektionen – unterstrichen.

Insgesamt bestand weitgehend Einigkeit darüber, dass die jüngsten Wechselkursschwankungen des Euro einen Unsicherheitsfaktor darstellten, der wegen seiner möglichen Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität beobachtet werden müsse.

Was die Preisentwicklung anbelangte, so traf die eingangs von Herrn Praet geäußerte Einschätzung auf breite Zustimmung. Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge liege die jährliche am HVPI gemessene Gesamtteuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im August 2017 bei 1,5 % nach 1,3 % in den beiden Vormonaten. Die Ratsmitglieder stimmten darin überein, dass sich die Maße der zugrunde liegenden Inflation zwar in den letzten Monaten leicht erhöht hätten, sich insgesamt aber nach wie vor auf niedrigem

Niveau befänden. Es werde erwartet, dass die zugrunde liegende Inflation im Euroraum – getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung, der allmählichen Absorption der wirtschaftlichen Unterauslastung und steigenden Löhnen – mittelfristig allmählich zunehme. So werde zwar davon ausgegangen, dass die zugrunde liegende Teuerungsrate einem kontinuierlichen Aufwärtstrend folgen werde, doch an den aktuellen Terminpreisen für Öl lasse sich ein vorübergehender Rückgang der Vorjahrsraten der Gesamtinflation gegen Jahresende ablesen, was vor allem mit negativen Basiseffekten bei den Energiepreisen zusammenhänge.

Diese Einschätzung decke sich weitgehend mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten der EZB vom September 2017, in denen der Ausblick für die HVPI-Inflation für das laufende Jahr unverändert geblieben, für 2018 und 2019 jedoch leicht nach unten korrigiert worden sei, was hauptsächlich an der jüngsten Aufwertung des Euro liege. Zugleich könnten die Fragen in Bezug auf die in den aktuellen Projektionen vorgenommene Behandlung des Wechselkurses Abwärtsrisiken implizieren. Bei der Diskussion über den in den September-Projektionen enthaltenen Inflationsausblick wurden erneut Bedenken formuliert, dass Veränderungen im Inflationsprozess dazu führen könnten, dass die Teuerung länger auf einem niedrigen Niveau verharre; zu nennen sei hier auch die Bedeutung von Veränderungen der Inflationserwartungen und Lohnindexierungspraktiken.

Im Gespräch über die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation waren sich die Ratsmitglieder darin einig, dass es bisher noch keine überzeugenden Anzeichen einer nachhaltigen Annäherung an ein Niveau gebe, das mit dem Inflationsziel der EZB im Einklang stehe. Gleichzeitig seien mehrere Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation gegenüber dem zweiten Halbjahr 2016 moderat gestiegen. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel habe sich beispielsweise im August 2017 auf 1,2 % erhöht, verglichen mit rund 0,8 % im entsprechenden Vorjahrszeitraum. Dies liefere zaghafte Hinweise darauf, dass sich die reflationären Kräfte mit zunehmender konjunktureller Belebung langsam festigten. Es wurde angeführt, dass es wenig Zweifel über die Richtung, jedoch Unsicherheit über das Tempo der zugrunde liegenden Teuerung gebe.

Mit Blick auf den Lohnkostendruck in den aktuellen Projektionen der Experten wurde angemerkt, dass die Lohnentwicklung moderat geblieben sei: Der jährliche Zuwachs des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer habe sich von 1,4 % im vierten Quartal 2016 auf 1,2 % im ersten Jahresviertel 2017 verringert. Gleichzeitig wurde darauf verwiesen, dass sich der Kostendruck mit dem fortschreitenden Konjunkturaufschwung trotz der bislang enttäuschenden Lohnentwicklung allmählich verstärken dürfte. Erneut hervorgehoben wurde die zunehmende Bedeutung der nicht lohnbezogenen Komponenten der Arbeitskosten, die eine Schwerpunktverlagerung bei den Tarifverhandlungen in mehreren Ländern widerspiegeln könnte. Die ungenutzten Kapazitäten am Arbeitsmarkt seien zwar immer noch beträchtlich, aber eindeutig rückläufig, was letztlich zu einem höheren Lohnzuwachs führen sollte. Darüber hinaus deuteten Umfragen bei Unternehmen auf einen sich abzeichnenden Arbeitskräftemangel in einer Reihe von Qualifikationskategorien hin. Allerdings seien die Lohnaussichten im Basisszenario der jüngsten von Experten der EZB erstellten Projektionen immer noch mit gewissen Abwärtsrisiken behaftet – nicht zuletzt angesichts der dauerhaften Überschätzung der Löhne in früheren Projektionen.

Die Ratsmitglieder erörterten auch die jüngste Entwicklung der Inflationserwartungen. Sowohl die marktbasieren als auch die umfragebasierten längerfristigen Messgrößen seien weitgehend unverändert geblieben. Während das Maß der längerfristigen Inflationserwartungen in fünf Jahren im Survey of Professional Forecasters 1,8 % betragen habe, liege der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren weiterhin bei 1,6 %. Insgesamt deuteten die jüngsten Entwicklungen darauf hin, dass die Inflationserwartungen nach wie vor weitgehend verankert seien und sich das Risiko einer Deflation im Großen und Ganzen verflüchtigt habe. Indes wurden gewisse Bedenken dahingehend geäußert, dass sich ein längerer Zeitraum mit einer Teuerung unterhalb der Preisstabilitätsdefinition der EZB negativ auf die Inflationserwartungen auswirken könne.

Wenngleich der anhaltende Konjunkturaufschwung die Zuversicht erhöhe, dass sich die Inflationsdynamik im Zeitverlauf verstärken werde, betonten die Ratsmitglieder doch insgesamt immer noch, dass weiterhin Geduld, Beharrlichkeit und Umsicht nötig seien, da dieser Prozess einige Zeit in Anspruch nehmen dürfte und weiterhin von einem sehr erheblichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung abhängig sei.

In Bezug auf die monetäre Analyse stimmten die Sitzungsteilnehmer der eingangs von Herrn Praet dargelegten Einschätzung zu. Die weit gefasste Geldmenge M3 weise trotz einer gewissen monatlichen Volatilität ein weiterhin kräftiges Wachstum auf, und die seit Jahresbeginn 2014 erkennbare allmähliche Erholung der Kreditvergabe an den privaten Sektor setze sich fort, wobei das Wachstum der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften weiter gestiegen sei.

Die Kosten der marktbasieren Finanzierung wie auch die Kreditzinsen der Banken für Unternehmen und private Haushalte seien in der Nähe ihrer historischen Tiefstände geblieben, was sich vor dem Hintergrund des anhaltenden Konjunkturaufschwungs positiv auf die Kreditströme im Euroraum sowie die Transmission der akkommodierenden Geldpolitik auswirke. Es wurde als erfreuliche Entwicklung betrachtet, dass sich der Bestand an notleidenden Krediten im ersten Quartal 2017 im Zuge einer Stärkung der Eigenkapitalpositionen der Banken und Verbesserung der Ertragsaussichten weiter verringert habe, wenngleich die Rentabilität der Banken insgesamt nach wie vor niedrig geblieben sei.

Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs schlossen sich die Ratsmitglieder überwiegend der eingangs von Herrn Praet dargelegten Einschätzung an, dass die weitgehend unveränderten mittelfristigen Aussichten für das Wirtschaftswachstum und die Inflation im Eurogebiet durch die verfügbaren Informationen insgesamt bestätigt würden; dies sei auch in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September zum Ausdruck gekommen. Zwar sei der Konjunkturaufschwung weiterhin solide und über Länder und Sektoren hinweg breit angelegt, doch die Inflationsdynamik sei nach wie vor verhalten. Es herrschte generell die Auffassung vor, dass noch immer nur unzureichende Anzeichen für eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung vorhanden seien. Zugleich gebe es Grund zur Zuversicht, dass sich die Teuerung sukzessive wieder in Richtung eines Niveaus bewegen werde, das mit dem Inflationsziel des EZB-Rats von unter, aber nahe 2 % im Einklang stehe.

Die Sitzungsteilnehmer stimmten im Großen und Ganzen mit der Einschätzung von Herrn Praet überein, dass sich die finanziellen Bedingungen seit der geldpolitischen Sitzung im Juli 2017 insbesondere aufgrund

des stärkeren Euro etwas verschärft hätten, wenngleich sie die anhaltende wirtschaftliche Expansion insgesamt weiterhin förderten. Die Langfristzinsen seien gesunken und die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte nach wie vor günstig. Wenngleich man der Auffassung war, dass der jüngste Anstieg des Euro-Wechselkurses bis zu einem gewissen Grad das verbesserte gesamtwirtschaftliche Umfeld im Euroraum und die damit verbundene Markteinschätzung bezüglich der Aussichten für die Geldpolitik der EZB im Vergleich zu jener von anderen wichtigen Zentralbanken widerspiegele, wurden insbesondere im Hinblick auf die zuletzt beobachtete Dynamik Bedenken geäußert. Es herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass die jüngste Entwicklung des Euro-Wechselkurses einen Unsicherheitsfaktor darstelle, der wegen seiner mittelfristigen Auswirkungen auf die Preisstabilität beobachtet werden müsse.

Hervorgehoben wurde, dass sich das Vertrauen in die projizierte Teuerungsrate zwar gefestigt habe, der derzeitige Konjunkturaufschwung sich aber noch überzeugender in einer stärkeren Inflationsdynamik niederschlagen müsse. Aus heutiger Sicht deute die verfügbare Evidenz darauf hin, dass die Fortschritte im Hinblick auf eine dauerhafte und selbsttragende Annäherung der Teuerungsrate an das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats immer noch an Überzeugungskraft vermissen ließen und weiterhin Geduld erforderlich sei. Die Preissteigerungsrate werde noch einige Zeit einen gewissen Abstand zum Inflationsziel des EZB-Rats aufweisen, was nicht zuletzt daran liege, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen immer noch verhalten seien und eine Reihe struktureller Faktoren einer dynamischeren Anpassung der Inflationsrate im Wege stünden.

Indes werde die Zuversicht in die erwartete Annäherung der Teuerungsrate an den Zielwert durch die Aufwärtsbewegung der Maße für die zugrunde liegende Inflation, eine dem steigenden Wechselkurs trotzende Stabilisierung der Inflationserwartungen und ein zunehmend solides Wirtschaftswachstum gestärkt. Es wurde auch darauf hingewiesen, dass Höhe und Tendenz der am Ende des Projektionszeitraums erwarteten Inflationsrate recht ermutigend seien. Allerdings hänge das Basisszenario für die Teuerung nach wie vor entscheidend von den sehr günstigen Finanzierungsbedingungen ab, die wiederum in weiten Teilen vom derzeitigen akkommodierenden Kurs der Geldpolitik bestimmt würden.

Vor diesem Hintergrund waren sich die Mitglieder des EZB-Rats überwiegend darin einig, dass es weiterhin eines sehr erheblichen Grades an geldpolitischer Akkommodierung bedürfe, damit sich ein Preisdruck aufbaue, der die Gesamtinflation auf mittlere Sicht stütze. In der aktuellen Sitzung sei daher die Beibehaltung des derzeitigen geldpolitischen Kurses geboten. Dies gelte für alle Elemente der Forward Guidance des EZB-Rats, d. h. die Hinweise bezüglich der EZB-Leitzinsen sowie des Umfangs und Zeithorizonts der Käufe im Rahmen des APP, wie auch die implizite zeitliche Abfolge der in der Forward Guidance enthaltenen geldpolitischen Instrumente und die Aussage, dass die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere bei Fälligkeit so lange wie erforderlich wieder angelegt würden. Da überdies das Ende des für die Nettokäufe von Vermögenswerten geplanten Zeitraums näher rücke, sei – wie die Ratsmitglieder bekräftigten – im Herbst eine Beschlussfassung über die geldpolitischen Instrumente der EZB über das Jahresende hinaus geboten. Beruhen müsse dieser Beschluss auf einer gründlichen Bewertung der Inflationaussichten, der diese umgebenden Risiken sowie des geldpolitischen

Kurses und der finanziellen Bedingungen, die für eine nachhaltige Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % erforderlich seien. Dementsprechend würden die Ausschüsse des Eurosystems ihre technische Arbeit hinsichtlich der Prüfung möglicher Szenarios für die künftige Entwicklung der geldpolitischen Instrumente unter Berücksichtigung ihrer Auswirkung auf die finanziellen Bedingungen und mittelfristigen Inflationsaussichten fortsetzen und dabei auch den diesbezüglichen Erfahrungen anderer Zentralbanken Rechnung tragen.

Im Anschluss fand ein sehr vorläufiger Meinungsaustausch zum künftigen geldpolitischen Kurs und zu den Überlegungen statt, von denen eine Rekalibrierung der Instrumente und ihrer Transmissionskanäle für die Gestaltung der Finanzmarktbedingungen und Preisstabilitätsaussichten geleitet sein könnte. Es herrschte weitgehend Einigkeit darin, dass die beträchtliche Unterstützung durch die Geldpolitik noch beibehalten werden müsse, um eine nachhaltige Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sicherzustellen. Gleichzeitig sprächen die erstarkte Wirtschaft im Euroraum und die Verflüchtigung der Deflationsrisiken für eine höhere Zuversicht, dass das Inflationsziel des EZB-Rats mittelfristig erreicht werde.

Es wurde die Ansicht geäußert, dass sich zunehmend Bedingungen manifestierten, die eine Anpassung der Intensität der geldpolitischen Akkommodierung gestatteten und eine Gelegenheit zur Drosselung der Nettokäufe von Vermögenswerten durch das Eurosystem böten.

In diesem Zusammenhang wurde erneut die Ansicht vorgetragen, dass der EZB-Rat mit Blick auf die Zukunft wieder mehr politischen Handlungsspielraum und eine größere Flexibilität erlangen müsse, um die Geldpolitik und den Grad an geldpolitischer Akkommodierung bei Bedarf sowohl nach oben als auch nach unten hin anpassen zu können und so einem den Reifepunkt erreichenden Konjunkturzyklus und potenziellen zukünftigen Schocks begegnen zu können. Allerdings wurde auch angemerkt, dass sich der Handlungsspielraum auf natürlichem Wege aus der erfolgreichen Durchführung einer Geldpolitik ergeben werde, welche die Konjunkturerholung im Euroraum und eine rasche Rückkehr der Inflationsraten auf einen dem Ziel des EZB-Rats entsprechenden Stand unterstütze.

Indes wurde hervorgehoben, dass weiterhin ein sehr erheblicher Grad an geldpolitischer Akkommodierung erforderlich sei, damit sich die Inflation nachhaltig einem Niveau annähere, das mit der Zielsetzung des EZB-Rats im Einklang stehe. Es herrschte überwiegend Unbehagen über die sehr lange Dauer des Zeitraums, den die Teuerungsrate bereits vom Ziel des EZB-Rats entfernt liege und den Erwartungen zufolge auch noch weiter liegen werde. Innerhalb des EZB-Rats müsse eine vollkommene Symmetrie in Bezug auf die Verpflichtung zur Erfüllung des geldpolitischen Ziels gewahrt werden. Daher sollten etwaige Neueinschätzungen des geldpolitischen Kurses sehr graduell und behutsam erfolgen, wobei eine ausreichende Flexibilität gewahrt werden müsse – auch angesichts vorherrschender Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Inflationsaussichten und den finanziellen Bedingungen. Vor diesem Hintergrund wurde einerseits auf die Notwendigkeit hingewiesen, die Markterwartungen und das Risiko ungerechtfertigter Veränderungen der finanziellen Bedingungen, welche die Fortschritte hin zu einer nachhaltigen Inflationskorrektur gefährden könnten, im Auge zu behalten. Andererseits wurde das Argument vorgebracht, dass die Erwartungen hinsichtlich einer Rekalibrierung der Käufe von

Vermögenswerten im Euroraum nach dem Jahreswechsel bereits in die Einschätzungen der Marktanalysten eingeflossen seien, wodurch die genannten Bedenken abgeschwächt worden sein könnten. Angemerkt wurde außerdem, dass die Beurteilung des geldpolitischen Kurses fest auf der Einschätzung des EZB-Rats bezüglich einer Annäherung der Inflationsrate an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht basieren müsse, ohne den Markterwartungen ein zu hohes Gewicht zu verleihen.

Die Ratsmitglieder sprachen zudem über einige allgemeine Zielkonflikte, die in unterschiedlichen Szenarios für die künftige Neuausrichtung des APP enthalten seien, insbesondere im Zusammenhang mit der Entscheidung zwischen dem Umfang und der beabsichtigten Dauer des Programms. Innerhalb des Rahmens der Forward Guidance des EZB-Rats wurden die Vorteile eines längeren Zeithorizonts für den Ankauf von Vermögenswerten bei gleichzeitig verstärkter Drosselung des Kaufumfangs mit jenen Vorteilen verglichen, die ein kürzerer Zeitraum und ein größeres monatliches Volumen mit sich brächten.

In diesem Zusammenhang wurde abermals vorgebracht, dass sowohl den Kosten als auch dem Nutzen einer Verlängerung der Käufe im Rahmen des APP, einschließlich möglicher Risiken für die Finanzstabilität, Rechnung getragen werden müsse.

Ebenso wurde damit argumentiert, dass der geldpolitische Kurs in beiden Szenarios höchst akkommodierend bleiben würde; ausschlaggebend hierfür sei die vorhandene Palette geldpolitischer Instrumente und hier vor allem die Reinvestition der Tilgungszahlungen für fällig werdende Wertpapiere, die Liquidität im Zusammenhang mit den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRGs) und die Forward Guidance zu den EZB-Leitzinsen. Seit Ende 2014 habe das Eurosystem einen sehr großen Bestand an Vermögenswerten des öffentlichen und des privaten Sektors aufgebaut, der durch die Reinvestition der Tilgungszahlungen so lange wie erforderlich in der Bilanz des Eurosystems verblieben werde.

Darüber hinaus wurde darauf hingewiesen, dass die Forward Guidance zu den Leitzinsen integraler Bestandteil der allgemeinen geldpolitischen Ausrichtung sei. Erneut wurde grundsätzlich angeführt, dass sich der allgemeine Grad der Akkommodierung aus der Gesamtheit aller von der EZB ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen ergebe und dass sich die Einschätzung des EZB-Rats bezüglich der Fortschritte hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung auf die allgemeine Gestaltung und Ausrichtung des geldpolitischen Kurses der EZB als Ganzes beziehen solle und nicht auf einzelne Instrumente wie z. B. die Dauer und den Umfang der Käufe im Rahmen des APP.

Bezüglich des Zeitplans der voraussichtlichen geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass der Großteil der Entscheidungen, einschließlich der Strategie zur Rekalibrierung der geldpolitischen Instrumente, auf der kommenden Sitzung im Oktober getroffen werden könnte, wobei die Möglichkeit nicht auszuschließen sei, dass einige technische Beschlüsse zu einem späteren Zeitpunkt gefasst würden.

Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation

Mit Blick auf die Kommunikation waren die Ratsmitglieder weitgehend mit den von Herrn Praet in seiner Einführung unterbreiteten Vorschlägen einverstanden. So sei es wichtig hervorzuheben, dass die

anhaltend kräftige konjunkturelle Dynamik im Euroraum das Vertrauen in eine allmähliche Rückkehr der Inflation auf mit dem mittelfristigen Ziel der EZB im Einklang stehende Werte bestärke. Zugleich sei nicht zu verkennen, dass sich die Inflation noch immer verhalten entwickle und dass weiterhin Geduld erforderlich sei, bis es zu einer nachhaltigen Annäherung der Teuerungsraten an ein Niveau komme, das dem mittelfristigen Inflationsziel des EZB-Rats entspreche. In diesem Zusammenhang gelte es zu betonen, dass die jüngsten Wechselkursschwankungen des Euro einen Unsicherheitsfaktor darstellten, der wegen seiner möglichen Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität beobachtet werden müsse. Es sei zu bedenken, dass die Geldpolitik der EZB zwar nicht auf den Wechselkurs abziele, dieser jedoch eine hohe Bedeutung für das Wirtschaftswachstum und die Inflationsentwicklung im Eurogebiet habe.

Die Ratsmitglieder waren sich weitgehend darin einig, abermals zu unterstreichen, dass nach wie vor eine beständige und geduldige Geldpolitik erforderlich sei. Damit sich Inflationsdruck aufbaue, bedürfe es weiterhin eines sehr erheblichen Grades an geldpolitischer Akkommodierung. Für die aktuelle Ratssitzung gelte es somit, alle Elemente der Forward Guidance des EZB-Rats – einschließlich der darin implizierten zeitlichen Abfolge der geldpolitischen Instrumente – beizubehalten und zudem die anhaltende Bereitschaft des EZB-Rats zu bekräftigen, Umfang und/oder Dauer der Anleihekäufe notwendigenfalls anzupassen.

Mit Blick auf die künftige Entwicklung sei eine klare und zukunftsgerichtete Kommunikation von Vorteil, obschon es zur angemessenen Vorbereitung und Kalibrierung des erforderlichen Grades an geldpolitischer Akkommodierung auch einer gewissen Flexibilität bedürfe. Deshalb müsse nochmals darauf hingewiesen werden, dass der EZB-Rat im Herbst über die Kalibrierung der geldpolitischen Instrumente über das Jahresende hinaus entscheiden und dabei die erwartete Inflationsentwicklung und die finanziellen Bedingungen berücksichtigen werde, die für eine nachhaltige Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % erforderlich seien. In diesem Zusammenhang müsse hervorgehoben werden, dass der EZB-Rat Neueinschätzungen des geldpolitischen Kurses auf der Grundlage seiner Beurteilung der mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität vornehmen werde.

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 gehe davon aus, dass die EZB-Leitzinsen für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden. Im Hinblick auf die geldpolitischen Sondermaßnahmen bestätigte der EZB-Rat, dass der Nettoerwerb von Vermögenswerten im aktuellen Umfang von monatlich 60 Mrd € bis Ende Dezember 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus erfolgen solle und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkenne, die mit seinem Inflationsziel im Einklang stehe. Der Nettoerwerb von Vermögenswerten werde parallel zur Reinvestition der Tilgungszahlungen für im Rahmen des APP erworbene und fällig werdende Wertpapiere durchgeführt. Sollte sich der Ausblick eintrüben oder sollten die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer

nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung im Einklang stehen, so sei der EZB-Rat bereit, das Programm im Hinblick auf Umfang und/oder Dauer auszuweiten.

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

[7. September 2017 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilung

[7. September 2017 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 23. November 2017 vorgesehen.