

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

am Mittwoch und Donnerstag, 25.-26. Oktober 2017  
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:

Seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 6.-7. September 2017 habe sich an den Finanzmärkten eine positive Grundstimmung gehalten. Dabei seien die Korrelationen verschiedener Vermögenskategorien offenbar primär auf zwei Bestimmungsfaktoren zurückzuführen: zum einen auf die Wiederkehr des sogenannten Reflation Trade (Investitionsstrategien, die auf einen Wiederanstieg des Wirtschaftswachstums und der Inflation setzen), der weitgehend zu einem Anstieg der Langfristzinsen, der Aktienkurse und des US-Dollar geführt habe, und zum anderen auf die Tatsache, dass das Euro-Währungsgebiet vor allem aufgrund der erwarteten Fortsetzung des akkommodierenden geldpolitischen Kurses der EZB bis zu einem gewissen Grad vom Aufwärtsdruck auf die Renditen abgeschirmt gewesen sei.

In den letzten Wochen habe sich der im Sommer weltweit zu beobachtende Rückgang der Staatsanleiherenditen deutlich umgekehrt. Niedergeschlagen habe sich dieses globale Phänomen in einer beträchtlichen Neubewertung am Markt für US-amerikanische Staatsanleihen. So seien die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen der USA seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom September 2017 um rund 35 Basispunkte gestiegen.

Diese breit angelegte Veränderung des globalen Renditeniveaus habe sich trotz des wie üblich zu beobachtenden Gleichlaufs der Renditen zehnjähriger US-amerikanischer und deutscher Staatsanleihen nur in begrenztem Umfang auf den Staatsanleihemarkt im Euroraum ausgewirkt. So hätten sich die Staatsanleiherenditen im Eurogebiet seit Ende September 2017 nicht nennenswert erhöht, und die Marktvolatilität sei sehr niedrig geblieben. Die Marktteilnehmer seien weitgehend übereinstimmend der Auffassung, dass die im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) getätigten Nettokäufe bis in das Jahr 2018 hinein verlängert würden. Des Weiteren seien die Renditeabstände zwischen Staatsanleihen im Euroraum im Oktober im Allgemeinen rückläufig gewesen.

Im Hinblick auf die Erwartungen bezüglich der US-amerikanischen Geldpolitik sei die Wahrscheinlichkeit einer Leitzinsanhebung im Dezember 2017 nach der September-Sitzung des Offenmarktausschusses von zuvor 25 % auf knapp 90 % gestiegen. Auch im Vereinigten Königreich hätten sich nach der Veröffentlichung des Sitzungsprotokolls des geldpolitischen Ausschusses der Bank of England am 14. September 2017 die Erwartungen hinsichtlich der Leitzinsentwicklung verändert. Dem Protokoll zufolge hätten die Ausschussmitglieder mehrheitlich die Ansicht geäußert, dass in den kommenden Monaten eine gewisse Drosselung der geldpolitischen Impulse angemessen sein dürfte.

Im Euroraum hätten sich die Erwartungen der Marktteilnehmer in Bezug auf die Entwicklung der EZB-Leitzinsen nicht wesentlich geändert. Nach wie vor werde eine erstmalige Erhöhung des Zinssatzes für die

Einlagefazilität um 10 Basispunkte zu Beginn des zweiten Quartals 2019 eingepreist. Dies bestätige, dass durch die Forward Guidance des EZB-Rats die kurzfristigen Zinsen im Eurogebiet trotz der sich ändernden Markterwartungen bezüglich Leitzinsanhebungen in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich sehr gut verankert worden seien.

Eine Verbesserung der Wachstumsaussichten für die US-Wirtschaft sowie divergierende geldpolitische Erwartungen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten hätten sich auch auf die globalen Aktien- und Devisenmärkte ausgewirkt. Weltweit hätten die Aktienkurse weiter angezogen, und die breit angelegte Aufwertung des US-Dollar gegenüber den meisten anderen Währungen bestätige, dass die Entwicklungen in den USA in den Bereichen Geldpolitik und Haushaltsaussichten die Markteinschätzungen in jüngster Zeit geprägt hätten.

Herr Cœuré merkte an, dass die Anleger an den Aktienmärkten derzeit offenbar versuchten, den Zielkonflikt zwischen der Suche nach Rendite und den mit überhöhten Bewertungen verbundenen Risiken zu lösen. Die jüngsten Umfragen unter Fondsmanagern ließen auf zunehmende Kapitalabflüsse aus US-amerikanischen Aktienmärkten bei anhaltenden Kapitalzuflüssen in die Aktienmärkte des Euroraums, Japans und insbesondere asiatischer Schwellenländer schließen. Auch europäische Zahlungsbilanzdaten bestätigten diese Diversifizierung zulasten des US-Markts und zugunsten der übrigen Welt; insbesondere bei europäischen Aktien seien anhaltende Netto-Kapitalzuflüsse zu beobachten.

Die anhand der Standardabweichungen von historischen 18-Jahres-Durchschnittswerten gemessene Volatilität habe in den letzten Wochen in allen Vermögenskategorien tendenziell noch stärker abgenommen und nunmehr Stände erreicht, die in den vergangenen 18 Jahren nur selten zu verzeichnen gewesen seien.

#### *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:

In Bezug auf das außenwirtschaftliche Klima signalisierten die Umfrageindikatoren für das dritte Quartal 2017 ein stabiles Weltwirtschaftswachstum. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie habe im September unverändert in der Nähe seines langfristigen Durchschnitts gelegen.

Nach wie vor weise die weltweite Konjunkturerholung Anzeichen eines zunehmend synchronen Verlaufs auf. Auch die Entwicklung des Welthandels gewinne an Breite; nach einer Verlangsamung im zweiten Quartal 2017 zeigten die jüngsten Monatswerte eine neuerliche Belebung an. Die Vorlaufindikatoren deuteten weiterhin auf positive kurzfristige Aussichten hin.

Die Inflation habe im August weltweit angezogen. So habe sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern vor allem aufgrund steigender Energiepreise auf 2,2 % beschleunigt. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet sei die Teuerungsrate mit 1,8 % stabil geblieben. Die globale Teuerung auf der Erzeugerebene (ohne Energie und Nahrungsmittel) habe in jüngster Zeit zugenommen und liefere somit Hinweise auf einen gewissen Preisdruck in vorgelagerten Stufen. Die Notierung für Rohöl der Sorte Brent sei seit Mitte des laufenden Jahres im Steigen begriffen und habe sich am 24. Oktober 2017 auf 58,1 USD je

Barrel belaufen. Im selben Zeitraum habe der Euro gegenüber dem US-Dollar um 1,1 % abgewertet, sei aber in nominaler effektiver Rechnung gegenüber den Währungen der 38 wichtigsten Handelspartner des Euroraums weitgehend stabil geblieben. Die Wechselkursvolatilität sei unterdessen zurückgegangen.

Der Konjunkturaufschwung im Euro-Währungsgebiet sei nach wie vor solide. Die vierteljährliche Wachstumsrate des realen BIP im Euroraum für das zweite Quartal 2017 sei – in erster Linie aufgrund von Rundungseffekten – von 0,6 % auf 0,7 % nach oben korrigiert worden. Der Anstieg der Produktionsleistung sei über die einzelnen Länder hinweg breit angelegt gewesen. Die seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom September eingehenden Daten fielen im Großen und Ganzen unerwartet positiv aus. Günstige Finanzierungsbedingungen sowie stetige Einkommens- und Gewinnzuwächse wirkten sich vor dem Hintergrund der kontinuierlichen Erholung am Arbeitsmarkt weiterhin stützend auf die Binnennachfrage aus.

Was die künftige Entwicklung betreffe, so deuteten die umfragebasierten Indikatoren darauf hin, dass sich die Wachstumsdynamik in der zweiten Hälfte dieses Jahres unvermindert fortsetze. Den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission zufolge liege das Vertrauen in allen wichtigen Wirtschaftssektoren des Eurogebiets aktuell deutlich über dem historischen Durchschnitt. Besonders ausgeprägt sei das Vertrauen im Einzelhandel und bei den privaten Haushalten; dort signalisiere es derzeit mit einem Niveau oberhalb des 90. Perzentils eine kräftige Konsumdynamik im dritten Quartal 2017. Die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe nehme ebenfalls weiter zu, und die Unternehmen berichteten verstärkt, dass ihre Produktion durch Engpässe bei Arbeitskräften und Ausrüstungen beeinträchtigt werde. Außerdem deuteten die Indikatoren auf eine anhaltende Erholung der Ausfuhren des Euroraums hin, die unter anderem darauf zurückzuführen sei, dass die gestiegene Auslandsnachfrage die Aufwertung des Euro ausgleiche. Auch in den Prognosen anderer öffentlicher und privatwirtschaftlicher Institutionen sei der Wachstumsausblick für das Eurogebiet nach oben korrigiert worden.

Die Teuerung nach dem HVPI habe sich im Euro-Währungsgebiet im September wie bereits im Vormonat auf 1,5 % belaufen und liege damit nach wie vor unterhalb ihres langfristigen, seit 1999 gemessenen Durchschnitts von 1,7 %. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet sei die HVPI-Inflation geringfügig von 1,2 % im August auf 1,1 % im September zurückgegangen. Zwar gebe es vermehrt Hinweise darauf, dass zahlreiche Messgrößen des zugrunde liegenden Preisauftriebs etwas gestiegen seien, doch seien überzeugendere Anzeichen einer dauerhaften Aufwärtsbewegung bislang ausgeblieben. Die meisten Maße deuteten eindeutig darauf hin, dass die zugrunde liegende Inflation in den vergangenen Monaten höher gewesen sei als Ende 2016.

Den jüngsten Daten zufolge beschleunige sich das Lohnwachstum. So habe Eurostat die für das erste Quartal 2017 gemeldete jährliche Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von 1,2 % auf 1,5 % nach oben korrigiert, und im zweiten Jahresviertel sei die Rate weiter auf 1,6 % gestiegen. Nach dem Erreichen eines Tiefstands von 1,1 % im zweiten Quartal 2016 habe das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer kontinuierlich angezogen.

Mit Blick auf die Inflationserwartungen erläuterte Herr Praet, dass die Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters der EZB vom Oktober für das vierte Quartal 2017 durchschnittliche Inflationserwartungen von 1,5 % für das laufende Jahr, 1,4 % für 2018 und 1,6 % für 2019 auswiesen. Gegenüber dem

vorangegangenen Jahresviertel habe sich demnach keine Änderung ergeben. Die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen für 2022 lägen nach einer geringfügigen Aufwärtsrevision bei 1,9 %. Die marktbasieren Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen seien seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im September stetig gestiegen. So habe sich der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren leicht auf 1,65 % erhöht.

Die finanziellen Bedingungen seien seit der September-Sitzung vor allem aufgrund höherer Notierungen am Aktienmarkt etwas lockerer. In der Zeit nach dieser Sitzung seien die Aktienkurse im Euroraum durch eine Aufhellung des Wirtschaftsklimas und ein Nachlassen der geopolitischen Spannungen gestützt worden. Aus historischer Sicht würden Aktien im Eurogebiet derzeit nicht übermäßig hoch bewertet.

Die Finanzierungsbedingungen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum seien nach wie vor insgesamt günstig. Die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, die sich zusammensetzten aus den Kosten für Bankkredite, Beteiligungsfinanzierungen und Anleiheemissionen am Markt, seien Schätzungen zufolge abermals gesunken.

Was die Geldmengen- und Kreditentwicklung anbelange, so bestätigten die jüngsten Daten eine kräftige Ausweitung der Geldmenge. Die allmähliche Wachstumsbelebung bei der Kreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor habe sich fortgesetzt. Die Refinanzierungskosten der Banken wie auch die Kreditfinanzierungskosten verzeichneten nach wie vor eine günstige Entwicklung. Die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für das dritte Quartal 2017 zeigten, dass die Richtlinien für die Gewährung von Krediten an private Haushalte gelockert worden seien, während sie bei den Unternehmenskrediten weitgehend unverändert blieben. Die Kreditnachfrage habe über alle Darlehenskategorien hinweg weiter zugenommen.

In Bezug auf die Finanzpolitik sei seit der geldpolitischen Sitzung im September vor allem zu beachten, dass der Europäischen Kommission inzwischen die Übersichten über die Haushaltsplanung 2018 vorgelegt wurden. Eine vorläufige Bewertung der Auswirkungen dieser Pläne deute auf einen expansiveren Fiskalkurs im Jahr 2018 hin.

#### *Geldpolitische Erwägungen und Handlungsoptionen*

Zusammenfassend erinnerte Herr Praet daran, dass die finanziellen Bedingungen seit der Sitzung des EZB-Rats am 6.-7. September insgesamt überwiegend stabil geblieben seien und dass die Wechselkursvolatilität teilweise abgenommen habe. Zugleich gehe von den Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte weiterhin eine stark stützende Wirkung aus.

Die aktuellen Daten wiesen auf ein anhaltend solides Wirtschaftswachstum im zweiten Halbjahr 2017 hin. Die Risiken für die Wachstumsaussichten seien nach wie vor weitgehend ausgewogen, wobei auf kurze Sicht ein gewisses Aufwärtsrisiko bestehe.

Die Inflationsentwicklung sei jedoch immer noch verhalten. Zwar hätten sich die Maße der zugrunde liegenden Inflation seit Anfang 2017 leicht erhöht, doch seien überzeugendere Anzeichen eines dauerhaften

Aufwärtstrends bislang ausgeblieben. Außerdem sei eine Annäherung der Teuerungsrate an das Inflationsziel des EZB-Rats nach wie vor abhängig von einem erheblichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung.

Im Einklang mit der Forward Guidance zum APP sei eine Verlängerung des Programms geboten. Bei der Rekalibrierung sei zu berücksichtigen, dass auch der Bestand an erworbenen Vermögenswerten im Verbund mit den künftigen Reinvestitionen sowie die Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen den Grad der geldpolitischen Akkommodierung bestimmten.

Bei der Anpassung des APP seien drei wichtige Aspekte zu beachten: Umfang, Zeithorizont und Optionalität.

Was den Umfang betreffe, so habe die Aufhellung der konjunkturellen Aussichten das Vertrauen in eine schrittweise Annäherung der Inflationsrate an das Ziel des EZB-Rats gestärkt. Somit sei eine Verringerung der Anleihekäufe angebracht.

Mit Blick auf den Zeithorizont sei eine beständige und geduldige Geldpolitik erforderlich, damit sich allmählich Druck auf die zugrunde liegende Inflation aufbauen könne. Dies impliziere einen ausreichend langen Zeithorizont für weitere Nettokäufe. Dabei sei wichtig, dass hierdurch auch die Erwartungen hinsichtlich der kurzfristigen Zinssätze über einen längeren Zeitraum verankert würden, wodurch sich die Forward Guidance zu den Leitzinsen stärken ließe.

Bezüglich des dritten Aspekts, der Optionalität, wäre es angesichts der aktuellen Fortschrittsbeurteilung beim Erreichen des Inflationsziels verfrüht, ein Enddatum für die Nettokäufe festzulegen. Die Beibehaltung der Option, das APP zu rekalibrieren, sofern dies geboten sei, stehe im Einklang mit der Forward Guidance zum APP.

Auf der Grundlage dieser Erwägungen schlug Herr Praet vor, den Nettoerwerb von Vermögenswerten mit einem monatlichen Umfang von 30 Mrd € um einen Zeitraum von neun Monaten bis Ende September 2018 oder erforderlichenfalls darüber hinaus zu verlängern, die Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen und das APP unverändert zu belassen und die Forward Guidance zu den Reinvestitionen dahingehend zu präzisieren, dass im Rahmen des APP erhaltene Tilgungsbeträge nach Abschluss des Nettoerwerbs von Vermögenswerten noch für längere Zeit und in jedem Fall so lange wie erforderlich wieder angelegt würden.

Was die Kommunikation betreffe, so sei es wichtig a) darauf hinzuweisen, dass sich die Wachstumsdynamik im Euroraum bei weiterhin verhaltenem Preisauftrieb unvermindert fortsetze, b) zu bekräftigen, dass Fortschritte in Richtung des Inflationsziels nach wie vor von einem beträchtlichen Maß an geldpolitischer Akkommodierung abhängen, c) zu betonen, dass eine Verlängerung der Nettokäufe im monatlichen Umfang von 30 Mrd € bis Ende September 2018 oder erforderlichenfalls darüber hinaus das zunehmende Vertrauen in eine schrittweise Annäherung der Inflationsrate an das Ziel der EZB widerspiegele, während zugleich kontinuierlich Druck auf die zugrunde liegende Inflation aufgebaut werde, d) die Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen und das APP zu bekräftigen, e) bekanntzugeben, dass der EZB-Rat die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere nach Abschluss des Nettoerwerbs von Vermögenswerten noch für längere Zeit und in jedem Fall so lange wie erforderlich wieder anlegen werde, und f) hervorzuheben, dass die zusätzlichen Nettokäufe im Verbund mit dem Bestand an bereits erworbenen Vermögenswerten und den künftigen Reinvestitionen sowie die Forward Guidance in Bezug auf die Leitzinsen die notwendigen

geldpolitischen Impulse setzten, um eine dauerhafte Annäherung der Inflation an das Ziel der EZB zu gewährleisten.

Herr Cœuré ergänzte die von Herrn Praet dargelegten geldpolitischen Überlegungen mit dem Vorschlag, den Mindestzeitraum, in dem alle regulären Refinanzierungsgeschäfte als Mengentender mit Vollzuteilung durchgeführt würden, zu verlängern, da sich der derzeit vorgesehene Zeithorizont nur bis zur letzten – am 20. Januar 2018 endenden – Erfüllungsperiode des Jahres 2017 erstrecke. Herr Cœuré fügte hinzu, dass auch während des neuen Zeithorizonts, d. h. mindestens bis zur letzten Reserveperiode 2019, der durchschnittliche Hauptrefinanzierungssatz auf die nach dem Mengentenderverfahren mit Vollzuteilung durchgeführten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) mit dreimonatiger Laufzeit angewandt werden sollte.

Ferner regte Herr Cœuré an, die Transparenz des APP im Hinblick auf die Tilgungen und die entsprechenden Wiederanlagen sowie auf die Beiträge des privaten Sektors zu erhöhen. Für jede der vier Komponenten des APP sollten demnach künftig die für den kommenden Zwölfmonatszeitraum erwarteten monatlichen Tilgungsbeträge sowie der im aktuellsten Monat tatsächlich angefallene Tilgungsbetrag veröffentlicht werden. Die erste Veröffentlichung würde am 6. November 2017 mit der Bekanntgabe des nächsten monatlichen APP-Datensatzes erfolgen. Außerdem wurde vorgeschlagen, eine Historie der tatsächlichen Tilgungsbeträge seit dem Beginn des Ankaufprogramms zu publizieren, um den Marktteilnehmern einen umfassenden Überblick über das Tilgungsprofil zu ermöglichen.

Des Weiteren seien drei Aspekte hervorzuheben: Erstens dürfte das veröffentlichte monatliche Kaufvolumen im Verhältnis zum Kapitalschlüssel der EZB stärker schwanken, was an der Flexibilität liege, die der EZB-Rat den NZBen und der EZB für die Aufteilung der Reinvestitionen und Tilgungen gewähre. Zweitens würden die Wiederanlagen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors – zumindest bis zur Beendigung der Nettokäufe – grundsätzlich im gleichen Land wie die Tilgungen erfolgen. Drittens würden die drei Programme zum Ankauf von Wertpapieren des privaten Sektors in beträchtlichem Umfang fortgeführt und nicht strikt proportional zur Verringerung des Gesamtankaufvolumens des APP zurückgefahren.

## **2. Diskussion und geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats**

### *Wirtschaftliche und monetäre Analyse*

Mit Blick auf die wirtschaftliche Analyse teilten die Sitzungsteilnehmer weitgehend die von Herrn Praet eingangs vorgetragene Einschätzung der Aussichten und Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet. Aktuelle Daten und Umfrageergebnisse deuteten darauf hin, dass sich der solide Konjunkturaufschwung über Länder und Sektoren hinweg auf breiter Basis fortsetze. Dies untermauere den positiven Wachstumsausblick, der aus den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2017 hervorgehe. Neue Informationen ließen darauf schließen, dass sich die

Wirtschaft in der zweiten Hälfte des Jahres dynamischer als erwartet entwickle. Die Risiken für die Wachstumsperspektiven des Euroraums würden nach wie vor als weitgehend ausgewogen eingeschätzt.

Im Zuge einer eingehenderen Erörterung der Aussichten und Risiken für das außenwirtschaftliche Umfeld stimmten die Sitzungsteilnehmer darin überein, dass sich die weltwirtschaftliche Lage aufhelle. Dabei gebe es weitere Anzeichen dafür, dass der konjunkturelle Aufschwung zunehmend synchron verlaufe. Besonders hervorgehoben wurde die verbesserte Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften, wobei betont wurde, dass der Welthandel in jüngster Zeit stärker gewachsen sei als die Weltwirtschaft. Zudem wurde angemerkt, dass die Schwellenländer erheblich zur Entwicklung der globalen Erzeugerpreise beitrügen. Aus einem breiteren Blickwinkel betrachtet habe die Inflation weltweit leicht angezogen. Insgesamt seien die Risiken für die globalen Konjunkturaussichten auf mittlere Sicht jedoch noch immer abwärtsgerichtet. Dies liege unter anderem an möglichen Bilanzanpassungen in einer Reihe von Schwellenländern, an Unwägbarkeiten bezüglich der wirtschaftspolitischen Entscheidungen in den Vereinigten Staaten und ihrer potenziellen Übertragungseffekte auf die Weltwirtschaft sowie an einer Reihe von Unsicherheitsfaktoren in Europa, die zum Teil aus dem EU-Austritt des Vereinigten Königreichs resultierten.

Die Entwicklung des Euro-Wechselkurses wurde zwar nach wie vor als ein Abwärtsrisiko eingestuft, doch nahmen die Ratsmitglieder auch zur Kenntnis, dass die Wechselkursvolatilität seit der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im September nachgelassen habe. Die jüngsten Schwankungen seien in erster Linie auf Entwicklungen in den Vereinigten Staaten und nicht auf Schocks mit Ursprung im Euroraum zurückzuführen.

Mit Blick auf das Euro-Währungsgebiet waren sich die Sitzungsteilnehmer darin einig, dass die aktuellen Indikatoren einmal mehr das Bild eines zunehmend robusten und breit angelegten Wachstums bestätigten und erneut insgesamt besser als erwartet ausgefallen seien. Das Wachstum des realen BIP sei für das zweite Vierteljahr 2017 leicht auf 0,7 % gegenüber dem Vorquartal nach oben korrigiert worden. Umfrageergebnisse deuteten auf kurze Sicht weiter auf ein solides Wachstum hin, wobei sowohl der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung als auch der EMI für die Produktion in der Gesamtindustrie deutlich über ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt und derzeit oberhalb bzw. in der Nähe ihres nach der Krise verzeichneten Höchststands lägen. Private Haushalte und Unternehmen seien offenbar sehr optimistisch in Bezug auf die Wirtschaftslage und die Aussichten, was auf eine anhaltend hohe Wachstumsdynamik schließen lasse. In Anbetracht der Konjunkturdaten, die zuletzt die Erwartungen übertroffen hätten, schlossen die Ratsmitglieder nicht aus, dass das reale BIP-Wachstum in der zweiten Jahreshälfte 2017 höher als bislang erwartet ausfallen könnte. Darüber hinaus schienen neue Informationen die vorsichtige Herangehensweise der EZB-Experten in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2017 bezüglich der möglichen negativen Auswirkungen der vorangegangenen Euro-Aufwertung auf Wachstum und Inflation zu bestätigen.

Es wurde daran erinnert, dass sich die Arbeitsmarktsituation weiter verbessert habe und seit Beginn der Erholung rund sieben Millionen neue Arbeitsplätze im Euroraum geschaffen worden seien. Die Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet sei zwar im August mit 9,1 % unverändert geblieben, liege aber auf dem niedrigsten Stand seit Anfang 2009. Es wurde auf Umfrageergebnisse Bezug genommen, wonach sich eine Anspannung an den Arbeitsmärkten abzeichne. Dabei wurde betont, dass eine schwache Nachfrage

von den Unternehmen nicht mehr so sehr als Hemmnis für ihre Geschäftstätigkeit betrachtet werde. Die Ratsmitglieder wiesen darauf hin, dass die Wirtschaft seit 17 Quartalen in Folge expandiere und die Produktionslücke sich kontinuierlich schließe, da das tatsächliche Wachstum seit einiger Zeit über Potenzial verlaufe.

Als weiterer positiver Faktor im Hinblick auf die Nachhaltigkeit des aktuellen Konjunkturaufschwungs wurden die Fortschritte beim Verschuldungsabbau im privaten Sektor des Eurogebiets betrachtet. Dabei wurde insbesondere angemerkt, dass – im Gegensatz zu den jüngst im Global Financial Stability Report des IWF vom Oktober 2017 vorgestellten Ergebnissen für die G-20-Länder insgesamt – die Schuldenquoten der privaten Haushalte und Unternehmen im Euroraum nach wie vor rückläufig seien. Allerdings falle die Verschuldungsentwicklung in den einzelnen Euro-Ländern sehr unterschiedlich aus.

Was die wichtigsten Nachfragekomponenten betreffe, so sei bei den privaten Konsumausgaben weiterhin ein kräftiger Zuwachs zu beobachten, der von einem anhaltenden Anstieg der Beschäftigung und des verfügbaren Einkommens getragen werde. Die Ausweitung der Unternehmensinvestitionen werde nach wie vor durch die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und eine Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen befördert. Auch im Baugewerbe habe die Investitionstätigkeit zugenommen. Unterdessen würden die Ausfuhren des Eurogebiets trotz eines dämpfenden Effekts der vorangegangenen Euro-Aufwertung durch die breit angelegte weltweite Erholung gestützt.

Die Erwartung eines auf mittlere Sicht höheren Wachstums wurde darüber hinaus mit den Haushaltsplänen mehrerer Länder begründet, die einen geringfügig expansiveren Fiskalkurs erkennen ließen.

Insgesamt wurden die Risiken für die Wachstumsaussichten des Euro-Währungsgebiets als nach wie vor weitgehend ausgewogen eingeschätzt. Einerseits gebe es Aufwärtsrisiken im Zusammenhang mit der kräftigen Konjunkturdynamik, die in den jüngsten Umfrageergebnissen zum Ausdruck komme und bei den Wachstumszahlen zu weiteren positiven Überraschungen führen könnte. Andererseits ergäben sich Abwärtsrisiken weiterhin hauptsächlich aus globalen Faktoren und der Entwicklung an den Devisenmärkten.

Die eingangs von Herrn Praet vorgetragene Einschätzung zur Preisentwicklung traf auf breite Zustimmung. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürften die Jahresänderungsraten der Gesamtinflation gegen Jahresende vorübergehend sinken, was vor allem negativen Basiseffekten bei den Energiepreisen zuzuschreiben sei. Die jährliche HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel sei im September 2017 leicht auf 1,1 % gesunken (nach jeweils 1,2 % im August und im Juli).

Die Ratsmitglieder stimmten darin überein, dass sich die Maße der zugrunde liegenden Inflation in den letzten Monaten zwar moderat erhöht hätten, insgesamt aber trotz einer günstigen Wachstumsentwicklung weiterhin niedrig seien. Darüber hinaus gebe es bislang noch keine hinreichend überzeugenden Anzeichen einer nachhaltigen Konvergenz hin zu einem Niveau, das mit dem Inflationsziel der EZB in Einklang stehe. Allerdings werde in Bezug auf die zugrunde liegende Teuerung auf mittlere Sicht ein weiterer allmählicher Anstieg erwartet, der von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem fortgesetzten Wirtschaftsaufschwung, der graduellen Absorption der wirtschaftlichen Unterauslastung und dem höheren Lohnzuwachs gestützt werde. Insbesondere wurde angeführt, dass die positiven neuen Daten zur Konjunktorentwicklung die Grundlage für eine größere Zuversicht in Bezug auf das Basisszenario für die

Inflationsaussichten bildeten. Es wurde angemerkt, dass die Maße der zugrunde liegenden Inflation trotz der vorangegangenen Euro-Aufwertung stabil geblieben seien. Bislang seien noch keine Anzeichen erkennbar, dass die aufwertungsbedingt niedrigeren Preise für importierte Konsumgüter an die inländischen Erzeugerpreise weitergegeben würden. Zugleich könne die gedämpfte Entwicklung der Teuerung auch als Hinweis auf die nach wie vor beträchtliche Unterauslastung an den Arbeits- und Gütermärkten gewertet werden. Überdies hätten sich zwar die Maße der zugrunde liegenden Inflation leicht erhöht, lägen aber nach wie vor unter einem mit dem Inflationsziel der EZB in Einklang stehenden Niveau.

Das sich aus dem jährlichen Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer ergebende Lohnwachstum weise nunmehr einen Aufwärtstrend auf und habe im zweiten Quartal 2017 bei 1,6 % gelegen, nachdem frühere Angaben nach oben korrigiert worden seien. Der Kostendruck dürfte sich angesichts des fortgesetzten Konjunkturaufschwungs allmählich erhöhen, obschon die Lohnentwicklung weiterhin als leicht gedämpft eingeschätzt werde.

Die Ratsmitglieder wiesen abermals auf die Diskrepanz zwischen der anhaltenden Ausweitung der Wirtschaftstätigkeit und der relativ verhaltenen Entwicklung bei der Teuerung und den Löhnen hin, die auch in anderen großen Volkswirtschaften zu beobachten sei. Es seien bereits mehrere Erklärungsfaktoren für diese Diskrepanz aufgeführt worden, darunter die Rolle außenwirtschaftlicher Preisschocks, die höhere Unterauslastung am Arbeitsmarkt und zeitliche Verzögerungen bei der Lohn- und Preisbildung. Allerdings wurden erneut Bedenken dahingehend geäußert, dass sich die niedrigen Teuerungsraten infolge möglicher Veränderungen im Inflationsprozess als dauerhafter erweisen könnten; als Gründe hierfür wurden unter anderem das Ausmaß der globalen Unterauslastung, die Auswirkungen der Digitalisierung auf den Einzelhandel und strukturelle Veränderungen am Arbeitsmarkt genannt. Wichtig sei es, weiterhin zu beobachten, inwieweit diese unterschiedlichen Faktoren eher vorübergehender oder dauerhafter Natur und mit welcher Wahrscheinlichkeit sie eher struktureller Natur seien.

Die Ratsmitglieder verwiesen auch auf die jüngste Entwicklung der Inflationserwartungen. Sowohl die längerfristigen marktbasieren Messgrößen als auch die umfragebasierten Maße seien recht stabil gewesen. Dem Survey of Professional Forecasters für das vierte Quartal 2017 zufolge hätten sich die Erwartungen für die Teuerung in fünf Jahren leicht von 1,8 % in der vorherigen Umfrage auf nunmehr 1,9 % erhöht, und der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren liege nur geringfügig über dem Stand, der vor der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats vom September beobachtet worden sei. Es wurde die Auffassung vertreten, dass das Deflationsrisiko und die damit verbundene Gefahr einer Entankerung der Erwartungen weitgehend verschwunden seien. Zugleich wurden erneut Bedenken dahingehend formuliert, dass eine längere Phase niedriger Inflationsraten auf die Preis- und Lohnsetzung durchwirken könnte, was lang andauernde negative Konsequenzen hätte.

Wengleich der anhaltende Konjunkturaufschwung die Zuversicht erhöhe, dass sich die Inflationsdynamik im Zeitverlauf verstärken werde, betonten die Ratsmitglieder insgesamt weiterhin, dass nach wie vor Geduld, Beharrlichkeit und Umsicht nötig seien, da dieser Prozess einige Zeit in Anspruch nehmen dürfte und weiterhin von einem erheblichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung abhängen.

In Bezug auf die monetäre Analyse stimmten die Sitzungsteilnehmer der eingangs von Herrn Praet dargelegten Einschätzung zu. Die weit gefasste Geldmenge M3 habe erneut kräftig expandiert, was – wie in den Vormonaten – hauptsächlich auf Zuwächse bei den liquidesten Komponenten zurückzuführen sei. Die seit Anfang 2014 erkennbare allmähliche Erholung der Kreditvergabe an den privaten Sektor vollziehe sich vor dem Hintergrund einer weiteren Belebung des Wachstums der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften.

Getragen werde die anhaltende Kreditexpansion nach wie vor von den sehr günstigen Kreditkosten der Unternehmen und privaten Haushalte, welche sich noch immer auf oder nahe bei ihren historischen Tiefständen befänden, sowie von einer weiteren Lockerung der Kreditkonditionen. Es wurde auf die jüngste Umfrage zum Kreditgeschäft verwiesen, der zufolge die Richtlinien der Banken für die Vergabe von Krediten an private Haushalte im dritten Quartal 2017 abermals gelockert wurden, während sich die Richtlinien für Unternehmenskredite nicht wesentlich verändert hätten. Die Kreditbedingungen der Banken seien im Neugeschäft über sämtliche Darlehenskategorien hinweg insgesamt weiter gelockert worden. Zudem werde das Kreditwachstum in allen Kategorien nach wie vor durch eine starke Kreditnachfrage gestützt. Zugleich wurde jedoch auch darauf hingewiesen, dass aus Sicht der Aufsichtsbehörden Vorsicht geboten sei im Hinblick darauf, wie sich die sehr lockeren Kreditkonditionen und niedrigen Zinssätze auf die Fähigkeit der Banken auswirken, Kreditrisiken angemessen zu bepreisen und zu berücksichtigen.

All dies deute darauf hin, dass die seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen weiterhin auf die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte, den Zugang zu Finanzmitteln und die Kreditströme im gesamten Euroraum durchwirkten und diese deutlich unterstützten. In diesem Zusammenhang wurde hervorgehoben, dass die geldpolitischen Maßnahmen vor allem die Kreditgewährung an kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) erheblich gestützt hätten, während größere Unternehmen angesichts der äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen am Markt – die durch das Programm der EZB zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) gefördert würden – weniger stark auf Bankdarlehen zurückgriffen. Den Ergebnissen der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft zufolge sei die Kreditvergabe der Banken zunehmend auf KMUs ausgerichtet.

#### *Geldpolitischer Kurs und geldpolitische Überlegungen*

Mit Blick auf den geldpolitischen Kurs schlossen sich die Ratsmitglieder weitgehend der eingangs von Herrn Praet dargelegten Einschätzung an, der anhaltend robuste und breit angelegte Wirtschaftsaufschwung im Eurogebiet habe vor dem Hintergrund günstiger Finanzierungsbedingungen eindeutig die Zuversicht bestärkt, dass sich die Teuerung letztendlich auf ein mit dem mittelfristigen Inflationsziel der EZB in Einklang stehendes Niveau zubewegen werde. Zugleich entwickle sich die Teuerung jedoch nach wie vor verhalten. So schienen die längerfristigen Inflationserwartungen noch immer deutlich unter dem Inflationsziel zu liegen, und ein Anstieg des Preisauftriebs hänge weiterhin von der Unterstützung durch die Geldpolitik ab. Deshalb herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass nach wie vor erhebliche geldpolitische Impulse erforderlich seien, um den für eine nachhaltige Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % erforderlichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung sicherzustellen. Dabei wurde angemerkt, dass die verbesserten

Aussichten und das Vertrauen auf eine Annäherung der Teuerung an den Zielwert des EZB-Rats mit einem weniger intensiven Einsatz bestimmter geldpolitischer Instrumente in Einklang stünden.

Das vorgeschlagene Maßnahmenpaket wurde allgemein als angemessen erachtet, um die Impulse zu liefern, die erforderlich seien, damit sich Druck auf die zugrunde liegende Inflation aufbaue und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht gestützt werde. Damit solle insbesondere vermieden werden, dass Inflationserwartungen, die unter dem mit dem Inflationsziel der EZB in Einklang stehenden Niveau liegen, validiert würden. Zugleich sei vor dem Hintergrund des günstigeren Konjunkturfelds eine vorsichtige und graduelle Rekalibrierung im Einklang mit der etablierten „Reaktionsfunktion“ des EZB-Rats geboten, wie dies auch bereits zuvor der Fall gewesen sei, als der Umfang in Abhängigkeit von der Datenentwicklung nach oben oder unten angepasst wurde.

In diesem Zusammenhang wurde hervorgehoben, dass sich die vorgeschlagene Rekalibrierung des APP ab Jahresende mit den vorherrschenden Markterwartungen decke und daher nicht damit zu rechnen sei, dass sie wesentliche Auswirkungen auf die Finanzmarktpreise haben werde. Es wurde jedoch abermals betont, dass die geldpolitischen Beschlüsse fest auf dem Urteil des EZB-Rats basieren müssten, welche Schritte für ein Erreichen des mittelfristigen Zieles erforderlich seien, ohne den Markterwartungen ein zu hohes Gewicht zu verleihen, die ihrerseits sehr empfindlich auf Zentralbankäußerungen reagieren könnten.

Vor diesem Hintergrund sprach sich eine große Mehrheit der Ratsmitglieder für die von Herrn Praet in seiner Einführung vorgeschlagene Vorgehensweise aus. Dies umfasse eine Verlängerung des Nettoerwerbs von Vermögenswerten mit einem monatlichen Umfang von 30 Mrd € für einen Zeitraum von neun Monaten bis Ende September 2018 oder erforderlichenfalls darüber hinaus, eine unveränderte Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen und das APP sowie eine Präzisierung der Forward Guidance zur Wiederanlage der Tilgungsbeträge. Bei der Erörterung der vorgeschlagenen Vorgehensweise wurde eine Reihe von Ansichten zu einzelnen Elementen vorgebracht.

Bezüglich des Umfangs wurde angeführt, dass eine Verringerung der monatlichen Ankäufe im Rahmen des APP mit dem Umstand in Einklang stehe, dass ein gegebenes monatliches Ankaufvolumen aufgrund des wachsenden Bestands an erworbenen Vermögenswerten und der geringeren Anzahl am Markt verfügbarer Anleihen nunmehr stärkere Wirkung entfalte. Da das Eurosystem bereits Vermögenswerte in beträchtlichem Umfang erworben habe, deren Volumen sich im Verlauf der kommenden Monate weiter erhöhen und deren Bestand über die Wiederanlage so lange wie nötig aufrechterhalten würde, bliebe die Geldpolitik selbst bei einem geringeren Umfang der monatlichen Ankäufe weiterhin expansiv. Es wurde jedoch auch zu bedenken gegeben, dass sich der Nutzen der Ankaufprogramme verringern könnte, wenn sich die Marktbedingungen, die Konjunktur und die Inflationssichten mit der Zeit verbesserten.

Vor diesem Hintergrund wurden zunächst einige Präferenzen für einen geringeren Gesamtrahmen der beabsichtigten APP-Käufe sowie für einen anderen Umfang der monatlichen Ankäufe innerhalb des jeweils geplanten Rahmens zur Sprache gebracht. Einerseits wurde dahingehend argumentiert, dass eine schwächere Absenkung des monatlichen Umfangs ab Januar 2018 eine allmählichere Reduzierung der Ankäufe impliziere, wodurch sich die Gefahr von „Klippeneffekten“ verringere, die im Falle einer allzu abrupten Absenkung des Kaufumfangs entstehen könnten. Andererseits gab es anfangs auch einige Präferenzen für

einen geringeren Umfang der Ankäufe ab Anfang 2018 oder eine schrittweise Verringerung des Ankaufvolumens ab Januar 2018, da dies als geeigneter erachtet wurde, um die Anleihekäufe über einen längeren Zeithorizont hinweg fortzuführen bzw. um im Rahmen der vereinbarten Parameter der APP-Käufe von der Optionalität Gebrauch zu machen, die Teil der Forward Guidance des EZB-Rats ist.

Insgesamt bildete sich unter den Ratsmitgliedern dahingehend ein breiter Konsens, dass die vorgeschlagene Reduzierung auf ein monatliches Ankaufvolumen von 30 Mrd € als angemessen betrachtet werden könne. Das Herunterfahren des Ankaufvolumens spiegele zuvorderst das wachsende Vertrauen in die allmähliche Annäherung der Inflationsraten an das Inflationsziel des EZB-Rats wider. Auch wenn nach wie vor eine weiterhin akkommodierende Geldpolitik erforderlich sei, sprächen die robuste Wachstumsdynamik, die sehr günstigen Finanzmarkt- und Kreditbedingungen, die verschwundenen Deflationsrisiken und der sich abzeichnende wachsende Preisdruck nachdrücklich für eine Drosselung der monatlichen Ankäufe.

Bezüglich des Zeithorizonts der Ankäufe bestand unter den Ratsmitgliedern generell Einvernehmen über die vorgeschlagene Verlängerung um neun Monate. Zwar habe die starke und breit angelegte wirtschaftliche Dynamik zweifelsohne das Vertrauen des EZB-Rats in eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung bestärkt; allerdings müsse der Rat weiterhin geduldig und beharrlich bleiben, um auch in der kommenden Zeit angesichts nach wie vor bestehender Unsicherheiten die notwendige geldpolitische Akkommodierung zu bieten. Eine Fortsetzung der Nettokäufe für weitere neun Monate wurde als ausreichend lang angesehen, um eine nachhaltigere Stimulierung der Konjunktur sicherzustellen und damit ein allmähliches Anziehen der Inflation zu unterstützen – auch in Anbetracht des erwarteten V-förmigen Verlaufsmusters und vor dem Hintergrund der strukturellen Faktoren, die einem dynamischeren Auftrieb der Teuerung entgegenstünden. In diesem Zusammenhang unterstreiche der angestrebte Zeithorizont für die Ankäufe von Vermögenswerten das Bekenntnis des EZB-Rats zu seinem Preisstabilitätsziel und ziehe zudem mit Blick auf mögliche zukünftige Schocks eine verlängerte Marktpräsenz nach sich.

Darüber hinaus wurde angemerkt, dass die Investoren im gegenwärtig günstigeren finanziellen und wirtschaftlichen Umfeld geduldiger geworden sein dürften und zukünftige Käufe weniger stark diskontierten, was sich förderlich auf die Wirksamkeit eines Kaufprogramms mit einem geringeren Umfang über einen längeren Zeitraum auswirke.

Schließlich wurde die Meinung geäußert, dass die Ausdehnung der Anleiheankäufe auf einen längeren Zeitraum über die sich aus der Forward Guidance des EZB-Rats ergebende zeitliche Abfolge (Sequencing), die bisher ein nützlicher Anhaltspunkt für die Markterwartungen bezüglich der künftigen Leitzinsen gewesen sei, zudem bedeutende Auswirkungen auf die Leitzinserwartungen habe. Aufgrund dessen dürfte eine längere Laufzeit der Nettokäufe die Forward Guidance des EZB-Rats zu den Leitzinsen weiter untermauern und durch die Verankerung der Zinserwartungen „weit über“ das Ende des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus zu einer Stärkung des erforderlichen geldpolitischen Anreizes beitragen. Zugleich wurde jedoch vor einem allzu langen Ankaufszeitraum gewarnt: Dieser könne als übermäßige Beschränkung der Flexibilität des EZB-Rats im Hinblick auf eine angemessene Reaktion auf künftige Datenentwicklungen empfunden werden.

Es wurden auch Gründe zugunsten alternativer Zeiträume für den Erwerb von Vermögenswerten genannt. Einerseits wurde angemerkt, dass die sehr stabile Konjunkturerholung ein Argument für einen kürzeren

Erwerbszeitraum und somit ein potenziell rascheres Auslaufen der Ankäufe von Vermögenswerten in der Zukunft darstelle. Andererseits wurde vorgebracht, dass der erwartete sehr allmähliche Anstieg der Inflation in den kommenden Jahren, einschließlich eines V-förmigen Verlaufsmusters zu Beginn des Zeithorizonts, für einen etwas längeren Erwerbszeitraum spreche, um somit eine länger andauernde geldpolitische Flankierung der nachhaltigen Anpassung der Inflation in Richtung des Inflationsziels des EZB-Rats zu erreichen.

In Bezug auf die Optionalität wurden unterschiedliche Meinungen darüber geäußert, ob eine unbefristete, an die konkrete Lage geknüpfte Formulierung nach wie vor angemessen sei oder ob die Ankündigung eines Enddatums zu bevorzugen wäre. Die große Mehrheit der Ratsmitglieder sprach sich für die Beibehaltung der aktuellen Formulierung der Forward Guidance des EZB-Rats zum laufenden APP aus: Die monatlichen Ankäufe von Vermögenswerten sollten bis Ende September 2018 oder erforderlichenfalls darüber hinaus und in jedem Fall so lange fortgeführt werden, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkenne, die mit seinem Inflationsziel im Einklang stehe. Die Möglichkeit, das APP je nach Datenlage zu adaptieren und damit weiterhin flexibel auf künftige Schocks reagieren zu können, werde als integraler Bestandteil der etablierten „Reaktionsfunktion“ des EZB-Rats angesehen und stehe im Einklang mit der bisherigen Anpassung des Programms. Da im Rahmen der aktuellen Inflationseinschätzung überzeugendere Datenbelege für einen Preisaufrtrieb bislang fehlten und immer noch Unsicherheit vorherrsche, werde es als umsichtiger angesehen, im Hinblick auf eine erforderlichenfalls weitere Ausdehnung des Programms flexibel zu bleiben.

Die Tatsache, dass das APP unbefristet bleibe, unterstreiche somit die feste Entschlossenheit des EZB-Rats, den Akkommodierungsgrad aufrechtzuerhalten, der für eine Rückkehr der Teuerung auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % erforderlich sei. Es wurde warnend darauf hingewiesen, dass Zweifel am Preisstabilitätsbekenntnis des EZB-Rats zu einer Verfestigung der Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau führen könnten. Zusammen mit einem niedrigeren gleichgewichtigen Realzins könne dies die Reaktionsfähigkeit des EZB-Rats im Hinblick auf künftige Schocks beeinträchtigen. Im Übrigen könne die Ankündigung eines Enddatums die Marktteilnehmer zu einer Vorwegnahme möglicher Preisanpassungen veranlassen, was zu einer übermäßigen Verschärfung der Finanzierungsbedingungen führen könnte.

In diesem Gesamtkontext wurde auch breite Zustimmung zur Beibehaltung der tendenziell eher expansiven geldpolitischen Ausrichtung (Easing Bias) des APP bekundet. Es wurde als wichtig erachtet zu signalisieren, dass der EZB-Rat nach wie vor bereit und in der Lage sei, durch eine Änderung des Umfangs und/oder Zeithorizonts der Käufe im Rahmen des APP auf Eventualitäten zu reagieren, insbesondere wenn sich die Aussichten eintrüben sollten oder die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung im Einklang stünden.

Daneben wurden von einigen wenigen Sitzungsteilnehmern Argumente – die auch die ursprüngliche Präferenz weiterer Ratsmitglieder widerspiegeln – zugunsten der Bekanntgabe eines klaren Enddatums für das APP vorgebracht. Im Vorgriff auf weitere Fortschritte in Richtung einer nachhaltigen Anpassung des Inflationspfads vor dem Hintergrund einer die Erwartungen übertreffenden Wachstumsdynamik, schwindender Risiken und anhaltend günstiger Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft sei ein solches Enddatum durchaus gerechtfertigt. Selbst wenn die Mehrzahl der Marktteilnehmer nicht mit der Bekanntgabe eines

Enddatums rechnerisch, würden die Auswirkungen auf die Finanzmärkte als begrenzt angesehen. Außerdem werde das Wirtschaftswachstum als ausreichend robust beurteilt, um etwas restriktivere Finanzierungsbedingungen zu verkraften. Die Ankündigung eines Enddatums werde auch als vereinbar mit einer von der Datenlage abhängigen Durchführung der Geldpolitik erachtet, da es den EZB-Rat nicht daran hindere, in der Zukunft durch eine breiter angelegte Anpassung des geldpolitischen Kurses flexibel auf neues Datenmaterial zu reagieren.

Zudem wurde die Ansicht vorgetragen, dass es keinen Grund mehr gebe, das Programm unbefristet zu verlängern, sofern nicht erneut Deflationsrisiken aufträten. Es wurde auch angemerkt, dass sich das Kosten-Nutzen-Verhältnis mit zunehmender Dauer mehr und mehr verschlechtere. Daher müsse zwar anerkannt werden, dass eine akkommodierende Geldpolitik weiterhin erforderlich sei, doch müsse das Programm zeitnah, aber geordnet beendet werden.

Gewisse Bedenken wurde auch dahingehend geäußert, dass die unbefristete Ausrichtung des APP die Erwartung weiterer Verlängerungen wecken könnte, sobald das vorgesehene Enddatum des Programms näher rücke. Aus derzeitiger Sicht scheine dies mangels größerer neuer Schocks aber nicht gerechtfertigt. Aus diesem Grund müssten die Erwartungen sorgfältig gesteuert werden, und zwar in Abhängigkeit von den Fortschritten bei einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung. Zugleich wurde, wie bereits bei vorherigen Anlässen, betont, dass die immanente Flexibilität des Programms es dem EZB-Rat erlaube, das APP weiterhin unbefristet zu belassen und gegebenenfalls auf negative Eventualitäten zu reagieren.

Was die Zusammensetzung der Ankäufe von Vermögenswerten nach Jahresende anbelangt, so stieß der von Herrn Cœuré unterbreitete Vorschlag, die drei Programme zum Ankauf von Wertpapieren des privaten Sektors auch weiterhin mit beträchtlichen Volumina fortzuführen, auf breite Zustimmung.

In diesem Zusammenhang wurde in einer Wortmeldung darauf verwiesen, dass das CSPP der allgemeinen Wahrnehmung nach große Unternehmen gegenüber kleinen und mittleren Unternehmen bevorzuge. Es wurde jedoch deutlich klargestellt, dass die im Rahmen des CSPP durchgeführten Ankäufe unter Vermeidung von Verzerrungen und Ungleichbehandlungen erfolgten; hierzu würden Anleihen entsprechend der Marktkapitalisierung der jeweiligen Anleiheemission erworben. Gleichzeitig wurde betont, dass die Ankäufe von Unternehmensanleihen mit Blick auf eine Verstärkung des stimulierenden Effekts des APP auf die Kreditvergabe sehr wirksam gewesen seien. Damit hätten sie generell zu den sehr günstigen Finanzierungsbedingungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beigetragen. Dies gelte nicht nur für Betriebe, deren Anleihen im Rahmen des CSPP ankauffähig seien, sondern für den gesamten Unternehmenssektor, da die verbesserten marktbasierenden Finanzierungsbedingungen für Großunternehmen beträchtliche Übertragungseffekte im Hinblick auf die Verfügbarkeit und die Preisgestaltung von Bankkrediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, und zwar auch an kleine und mittlere Unternehmen, zeitigten.

Insgesamt kamen die Sitzungsteilnehmer überein, die Auswirkungen des CSPP auf die Funktionsweise der Märkte und die Preisbildung auch mit Blick auf die Identifizierung entsprechender Transmissionskanäle der Geldpolitik einer weiteren Prüfung zu unterziehen.

Die Mitglieder des EZB-Rats waren sich weitgehend darin einig, die Forward Guidance in Bezug auf die Leitzinsen, wie von Herrn Praet eingangs vorgeschlagen, unverändert zu belassen. Es wurde daran erinnert,

dass die Forward Guidance zu den Leitzinsen integraler Bestandteil der allgemeinen geldpolitischen Ausrichtung sei und auch die zeitliche Abfolge der geldpolitischen Instrumente beinhalte.

Von mehreren Sitzungsteilnehmern wurde erneut die Ansicht geäußert, dass die gegenwärtige Forward Guidance, der zufolge die Ankäufe im Rahmen des APP mit den Kriterien für eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung in Verbindung gebracht werden, mit der Zeit durch einen Verweis auf die geldpolitische Ausrichtung mit all ihren Aspekten ersetzt werden sollte. In diesem Zusammenhang sei hervorzuheben, dass der geldpolitische Kurs durch den aufgebauten Bestand an Vermögenswerten und die Forward Guidance zu den Leitzinsen weiterhin einen hohen Grad an Akkommodierung aufweisen werde; diese werde auch künftig den Konjunkturzyklus und die Rückkehr der Teuerungsraten auf das Niveau des vom EZB-Rat angestrebten Inflationsziels flankieren.

In Bezug auf die Reinvestition der Tilgungsbeträge für fällig werdende Wertpapiere fand der Vorschlag, die Forward Guidance hinsichtlich der künftigen Wiederanlage durch das Eurosystem zu präzisieren, breite Zustimmung. Es müsse hervorgehoben werden, dass die Tilgungsbeträge auch nach Beendigung des Nettoerwerbs von Vermögenswerten für längere Zeit und in jedem Fall so lange wie erforderlich wieder angelegt würden. Dies werde als ein Beitrag zu günstigen Liquiditätsbedingungen und zu einem angemessenen geldpolitischen Kurs betrachtet. In diesem Zusammenhang wurde darauf hingewiesen, dass durch die Beibehaltung des aufgebauten Bestands an Vermögenswerten im Zusammenspiel mit der Forward Guidance zu den Leitzinsen weiterhin ein hoher Grad an geldpolitischer Akkommodierung gewährleistet werde; diese werde auch künftig den Konjunkturzyklus und die Rückkehr der Teuerungsraten auf das Niveau des vom EZB-Rat angestrebten Inflationsziels flankieren.

Die Ratsmitglieder begrüßten den von Herrn Cœuré gemachten Vorschlag, die Rekalibrierung des APP durch eine stärkere Transparenz im Hinblick auf das Profil der Tilgungszahlungen und die damit einhergehenden Wiederanlagebeträge zu ergänzen, wobei angesichts der unter den Marktteilnehmern vorherrschenden Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Reinvestitionen des Eurosystems vor allem der Vorschlag auf breite Unterstützung stieß, monatlich die Beträge der im kommenden Zwölfmonatszeitraum im Rahmen des APP pro Monat zu erwartenden Tilgungen zu veröffentlichen. Dies wurde zum gegenwärtigen Zeitpunkt als besonders wichtig angesehen, da die Wiederanlagebeträge wegen der beträchtlichen Tilgungen im Jahr 2018 zunehmend an Bedeutung gewannen. Im Verbund mit der Ankündigung des Umfangs der Nettokäufe würden die zusätzlichen Informationen zu den Tilgungen den Marktteilnehmern präzise Aufschluss über den erwarteten Bruttoerwerb des Eurosystems geben. Das Eurosystem werde die Tilgungsbeträge flexibel und zeitnah reinvestieren und dabei den Liquiditätsbedingungen am Markt Rechnung tragen.

Schließlich stimmten die Sitzungsteilnehmer dem Vorschlag von Herrn Cœuré zu, die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) und die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) mit dreimonatiger Laufzeit so lange wie erforderlich, mindestens jedoch bis zum Ende der letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2019, weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen. Die Zinssätze für die LRGs würden dem durchschnittlichen Zinssatz der während der Laufzeit des jeweiligen Geschäfts durchgeführten HRGs entsprechen. Die Verlängerung des Mengentenderverfahrens mit Vollzuteilung als ein Element der bislang ergriffenen geldpolitischen Sondermaßnahmen solle die weitere

reibungslose Durchführung der Geldpolitik sicherstellen und zugleich für stabile Geldmärkte im Euroraum sorgen. Es wurde jedoch auch angeführt, dass das Mengentenderverfahren mit Vollzuteilung vor dem Hintergrund der derzeit vorhandenen Überschussliquidität und der insgesamt verbesserten finanziellen Solidität der Banken gegenwärtig an Bedeutung verloren habe.

Mit Blick auf die Kommunikation waren die Ratsmitglieder weitgehend mit den von Herrn Praet in seiner Einführung unterbreiteten Vorschlägen einverstanden. Demnach müsse betont werden, dass sich die Wachstumsdynamik unvermindert fortsetze und es auf kurze Sicht Aufwärtsrisiken gebe, was den EZB-Rat im Hinblick auf die nachhaltige Annäherung der Teuerungsraten an sein Inflationsziel zweifelsohne zuversichtlicher stimme. Zugleich sei nicht zu verkennen, dass sich die Inflation insgesamt immer noch verhalten entwickle. Daher sei zu unterstreichen, dass es für Fortschritte in Richtung des vom EZB-Rat angestrebten Inflationsziels nach wie vor umfangreicher geldpolitischer Impulse bedürfe, was ein Argument für die auf der aktuellen EZB-Ratssitzung beschlossene Rekalibrierung der geldpolitischen Instrumente über das Jahresende hinaus sei.

Im Hinblick auf das APP müsse hervorgehoben werden, dass seine Rekalibrierung angemessen sei. Einerseits sei sie Ausdruck eines zunehmend robusten und breit angelegten Konjunkturaufschwungs, eines Anstiegs der Maße der zugrunde liegenden Inflation und einer anhaltenden effektiven Transmission der geldpolitischen Maßnahmen der EZB auf die Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft. Andererseits spiegele sie wider, dass weiterhin Geduld und Beharrlichkeit notwendig seien. Folglich müsse betont werden, dass die Rekalibrierung der geldpolitischen Instrumente vollständig mit der Beibehaltung eines erheblichen Grades an geldpolitischer Akkommodierung im Einklang stehe und dies die günstigen Finanzierungsbedingungen wahre.

In diesem Zusammenhang und vor dem Hintergrund der Reduzierung des monatlichen Umfangs des Nettoerwerbs von Vermögenswerten wurde es als wichtig erachtet zu verdeutlichen, dass die geldpolitischen Impulse, die für eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erforderlich seien, von sämtlichen bislang ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen, insbesondere dem zusätzlichen Nettoerwerb von Vermögenswerten, dem beträchtlichen Bestand an erworbenen Vermögenswerten und den bevorstehenden Reinvestitionen, sowie der Forward Guidance im Hinblick auf die Zinssätze ausgingen. Dabei müsse vor allem auf die unveränderte Forward Guidance im Hinblick auf die Zinssätze und das APP hingewiesen werden, wobei gleichzeitig auch die Präzisierung der Forward Guidance in Bezug auf die Reinvestitionen hervorzuheben sei.

#### *Geldpolitische Beschlüsse und Kommunikation*

Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Beratungen beschloss der EZB-Rat auf Vorschlag des Präsidenten, den Zinssatz für die HRGs sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,40 % zu belassen. Der EZB-Rat gehe weiterhin davon aus, dass die EZB-Leitzinsen für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf ihrem aktuellen Niveau bleiben würden.

Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betreffe, so werde der Erwerb von Vermögenswerten im Rahmen des APP im derzeitigen Umfang von monatlich 60 Mrd € bis Ende Dezember 2017 fortgesetzt. Ab Januar 2018 werde der Nettoerwerb bis Ende September 2018 oder erforderlichenfalls darüber hinaus in einem monatlichen Umfang von 30 Mrd € erfolgen und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkenne, die mit seinem Inflationsziel im Einklang stehe. Die drei Programme zum Ankauf von Wertpapieren des privaten Sektors würden in beträchtlichem Umfang fortgeführt. 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 APP im Hinblick auf Umfang und/oder Dauer auszuweiten.

Das Eurosystem werde die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere nach Abschluss des Nettoerwerbs von Vermögenswerten für längere Zeit und in jedem Fall so lange wie erforderlich wieder anlegen. Dies werde sowohl zu günstigen Liquiditätsbedingungen als auch zu einem angemessenen geldpolitischen Kurs beitragen.

Die HRGs und die dreimonatigen LRGs würden so lange wie erforderlich, mindestens jedoch bis zum Ende der letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2019, weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchgeführt.

Außerdem beschloss der EZB-Rat, ab sofort monatlich die Beträge der im kommenden Zwölfmonatszeitraum im Rahmen des APP pro Monat zu erwartenden Tilgungen zu veröffentlichen. Ferner beschloss der EZB-Rat, in einer separaten Pressemitteilung („Zusätzliche Informationen zum Programm zum Ankauf von Vermögenswerten“) weitere Einzelheiten zur Umsetzung des Programms mitzuteilen, worin sich das Bekenntnis der EZB zur weiteren Erhöhung der Transparenz widerspiegele.

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

[26. Oktober 2017 – Einleitende Bemerkungen](#)

Pressemitteilungen

[26. Oktober 2017 – Geldpolitische Beschlüsse](#)

[26. Oktober 2017 – Zusätzliche Informationen zum Programm zum Ankauf von Vermögenswerten](#)

Die Veröffentlichung der nächsten Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung ist für Donnerstag, den 11. Januar 2018 vorgesehen.